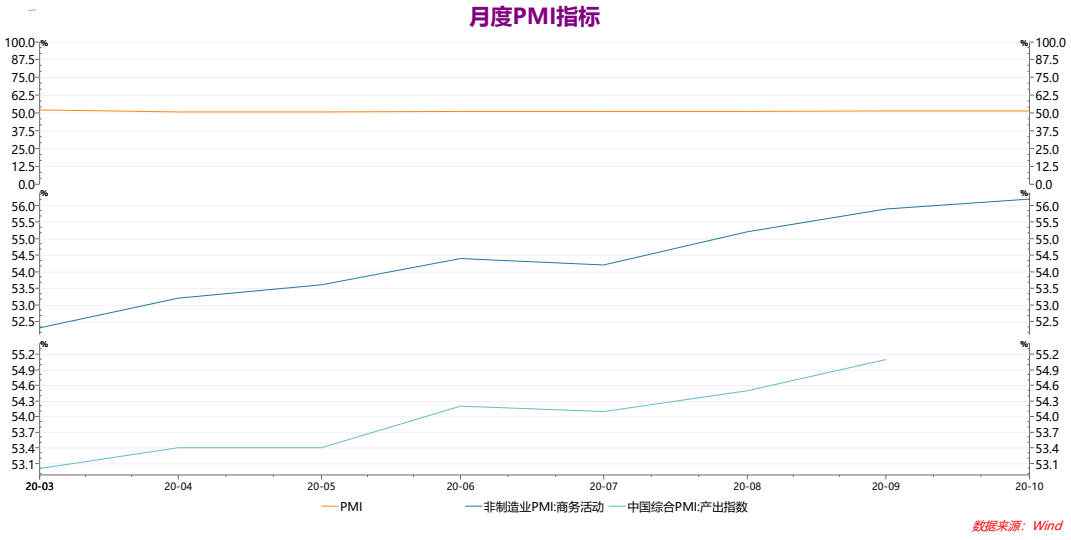
海外市场环境改善，出口依旧是最大亮点

——10 月 PMI 数据分析

国家统计局今天公布了 10 月 PMI 数据，数据显示，继续全面回升，制造业 PMI 报 51.4%，前值为 51.5%；非制造业 PMI 报 56.2%，前值为 55.9%；综合产出 PMI 报 55.3%，前值为 54.1%。

图 1：月度 PMI 数据

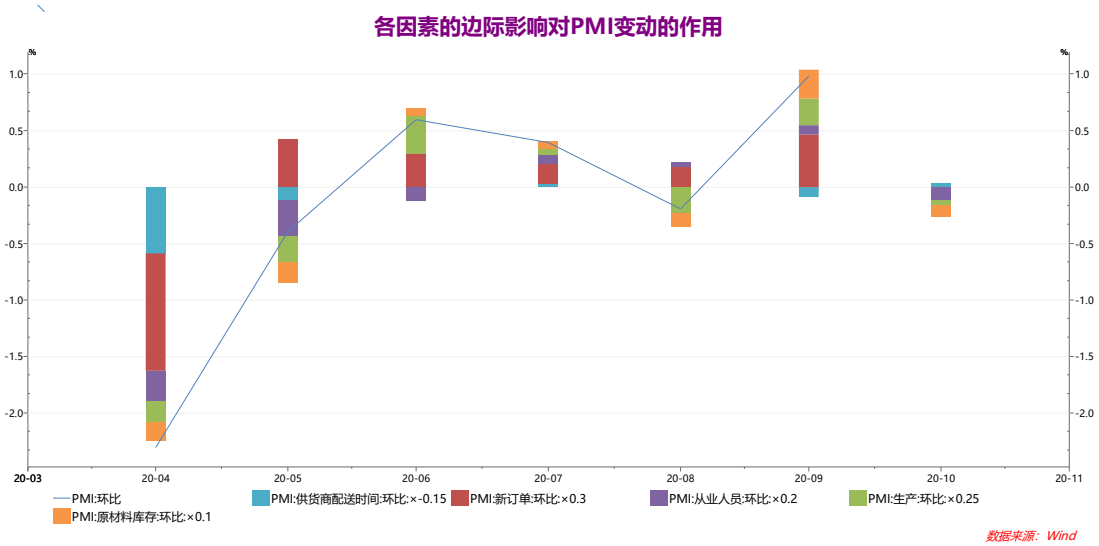


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

一． 制造业 PMI 数据分析

制造业 PMI 数据环比出现回落，分析和分解其各项对 PMI 环比回落的影响看，从业人数 PMI、原材料库存 PMI 对 10 月 PMI 的负向作用较大，生产 PMI 也有一定的影响，新订单的边际贡献从上月的 46%降低为 0。仅仅配送时间作为负向指标也有一定的正贡献。

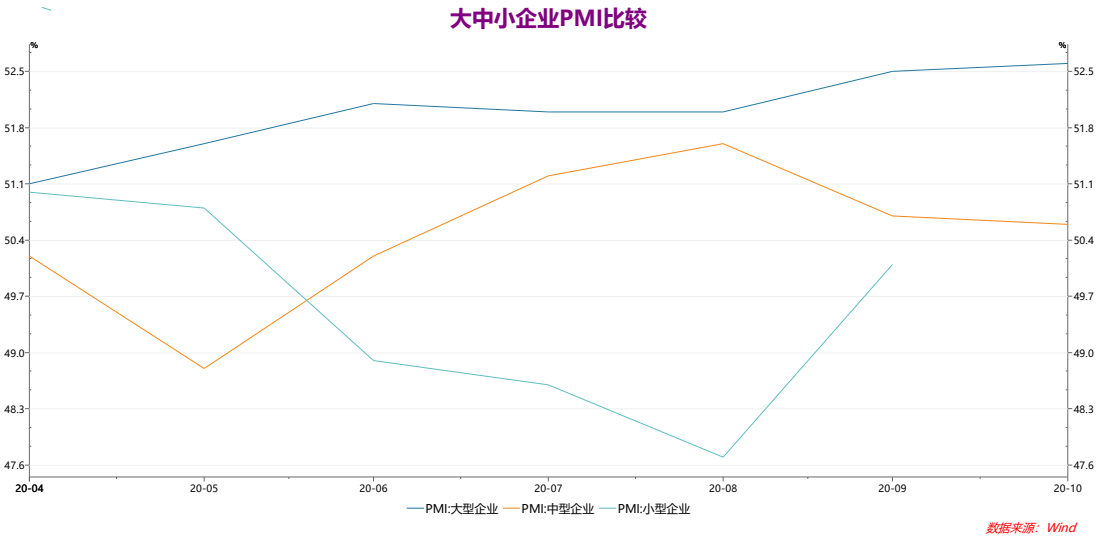
图 2：各因素的边际影响对 PMI 变动的作用



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，大型企业 PMI 平稳回升，报 52.6%，前值为 52.5%。小型企业 PMI 再度回落，重归收缩区，报 49.4%，前值为 50.1%。中型企业也有所回落 50.6%，前值为 51.6%。

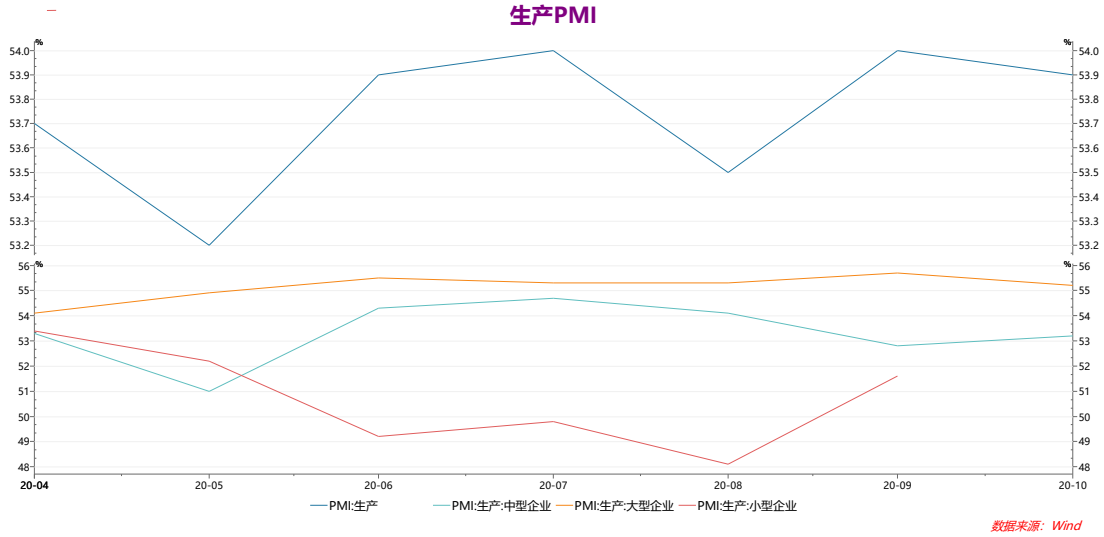
图 3：大中小企业 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

10 月生产 PMI 报 53.9%，前值为 54%，出现回落。主要因素是大型企业回落，二中小企业均在扩张区有所回升。其中，小型企业报 51.7%，前值为 51.5%，中型企业报 513.2%，前值为 52.8%，大型企业的生产 PMI 则从 55.7%回落到 55.2%。

图 4：生产 PMI

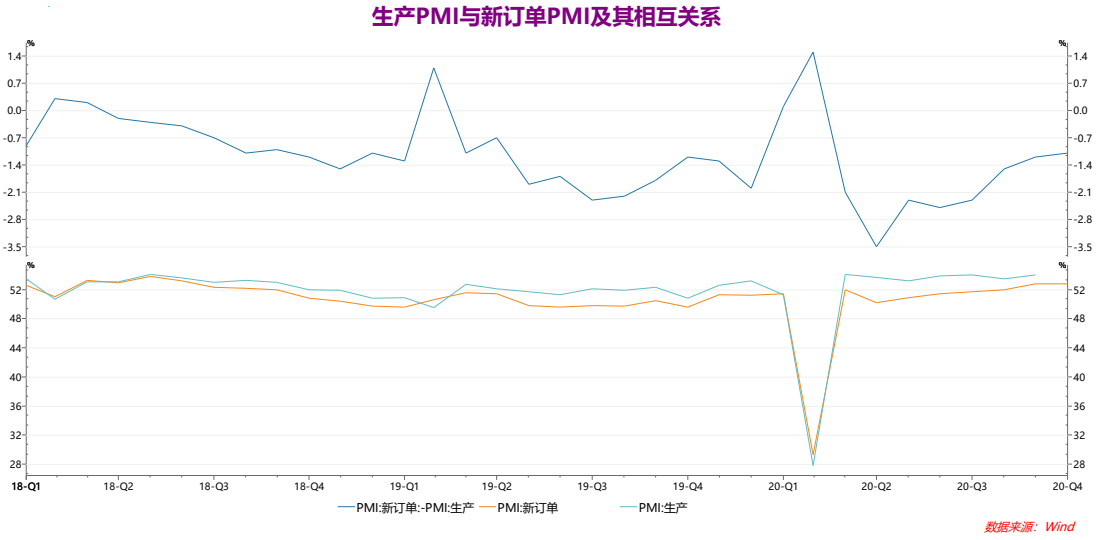


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据显示高炉开工率在 10 月出现了回落，而 30 大中城市房地产成交面积 10 月环比回落，可能是因为 10 月长假的关系。

新订单 PMI 报 52.8%，与前值持平。从生产 PMI 和新订单 PMI 的关系看，但其差值从 1.2 继续缩小到 1.1%,即供求情况进一步有所改善。在手订单 PMI 从 46.1%回升到 47.2%，将对今后生产 PMI 构成支持。

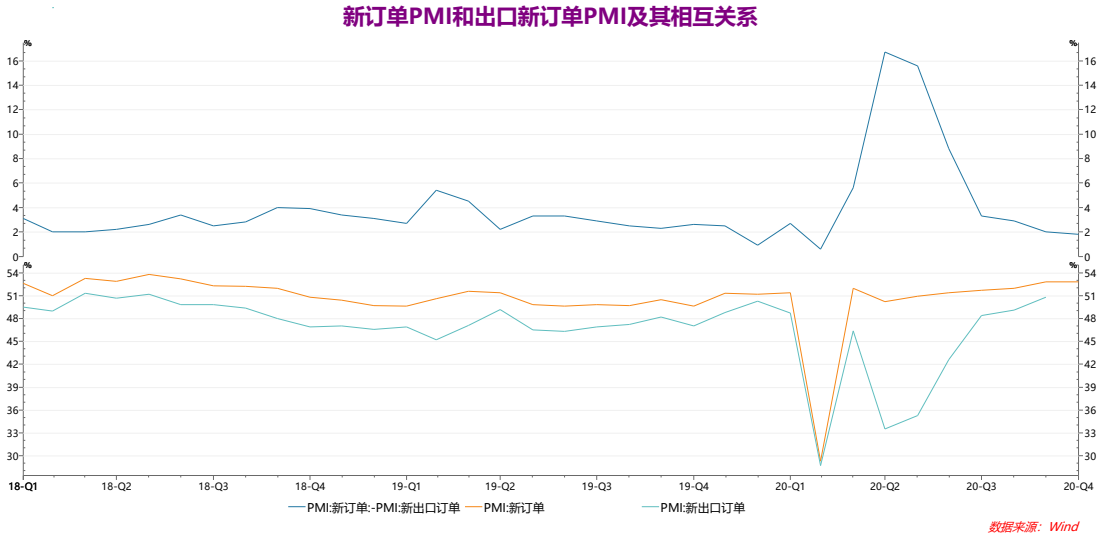
图 5：生产 PMI 与新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从新订单 PMI 和出口新订单的关系看，出口新订单 PMI 回升继续强劲，从前值的 50.8%回升到 51%，新订单 PMI 和出口新订单 PMI 的差值从 2%继续回落到 1.8%，显示出 10 月出口新订单的回升对新订单的回升继续起到了积极作用，境外需求有所改善，也显示出新订单 PMI 的改善主要来源于出口新订单的改善。疫情在境外失控而在境内得到有效控制估计是新出口订单回升的原因，特别是医用物资的出口。

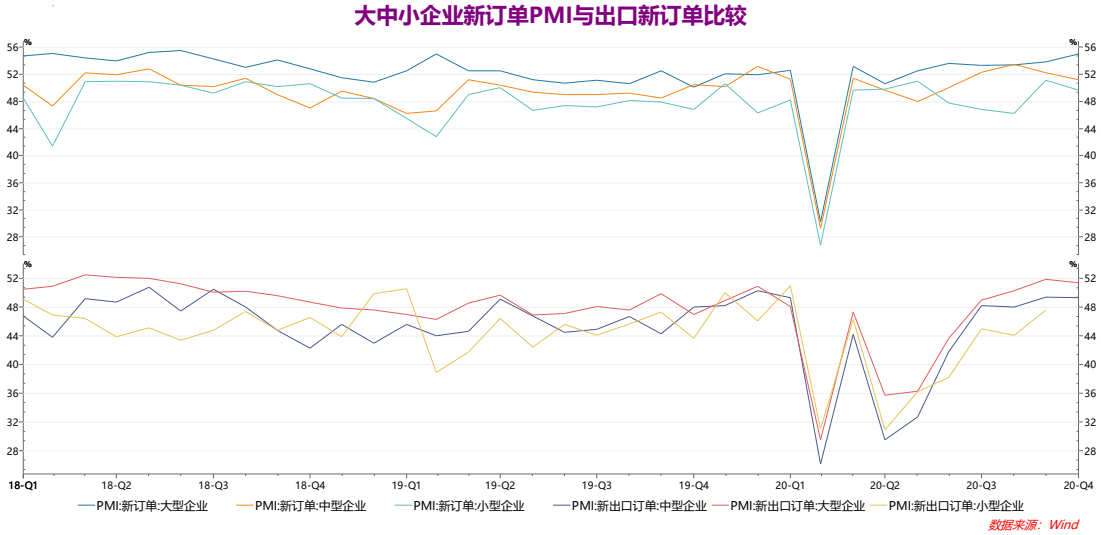
图 6：新订单 PMI 和出口新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，出口新订单 PMI 方面，改善主要来自于小型企业，小型企业新订单 PMI 跨入了扩张区，大中型企业有所回落，大型企业小幅改善。而在新订单 PMI 方面，中小型企业均出现了回落，小型企业重归收缩区，仅仅大型企业的新订单 PMI 有所回升。

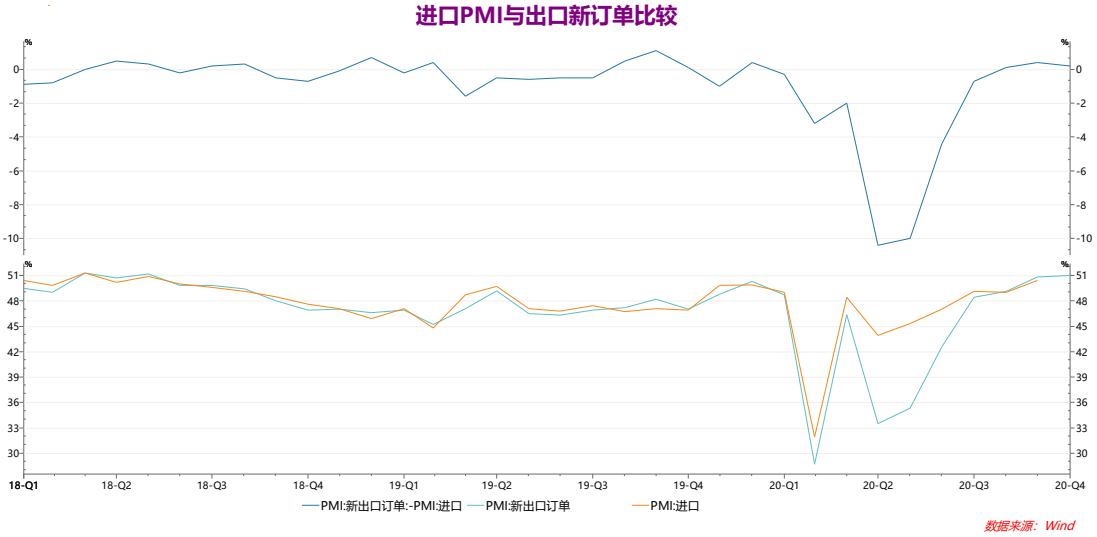
图 7：大中小企业新订单 PMI 与出口新订单比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从出口新订单 PMI 和进口 PMI 的关系看，其差值从 0.4%回落到 0.2%。进口 PMI 也从 50.4%回升到 50.8%，新订单 PMI 和进口 PMI 差值回落，说明国内需求改善，但在货物贸易上依旧呈现较大顺差。

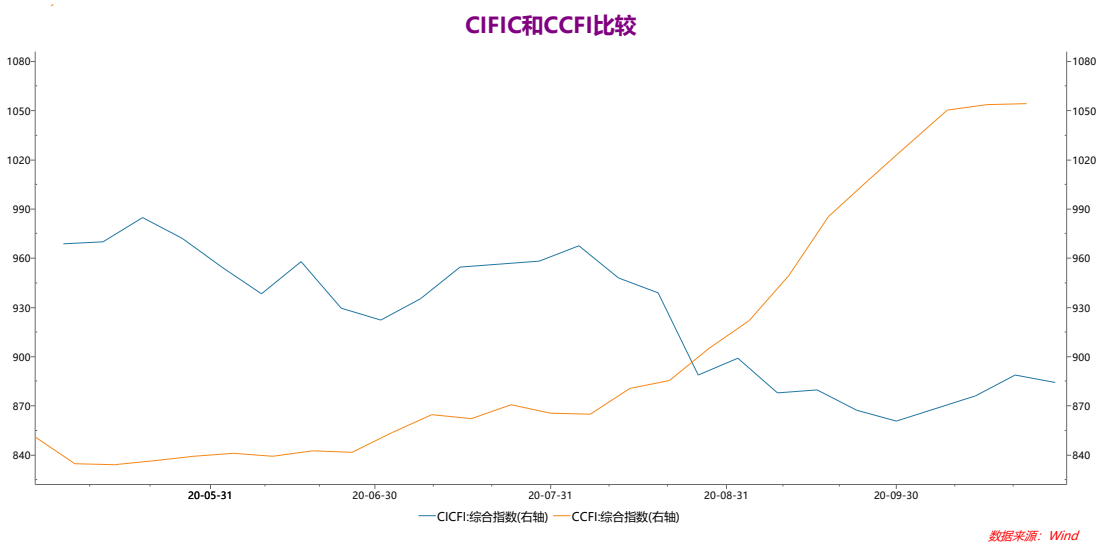
图 8：进口 PMI 与出口新订单比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

而从高频数据——中国集装箱进口指数（CICFI）和出口指数（CCFI）看，出口回升明显，但进口出现一定回稳和攀升。

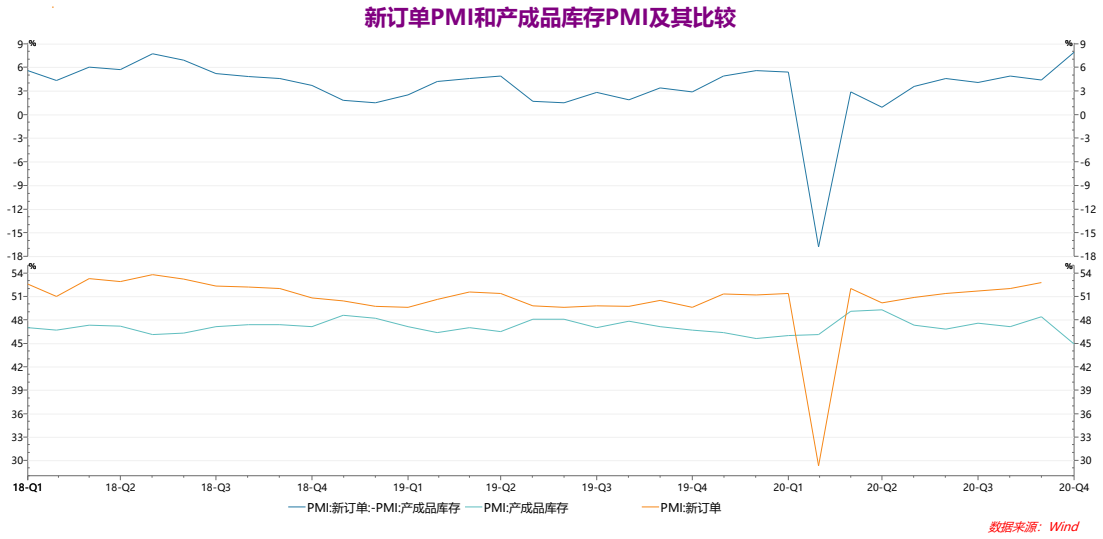
图 9：CIFIC 和 CCFI 比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

从新订单 PMI 和产成品库存 PMI 关系看， 因产品库存 PMI 从 48.4%大幅回落到 44.9%。与此同时，新订单和产成品库存 PMI 的差值从 4.4%大幅扩大到 7.9%。显示出需求的恢复与回升以及出现了去库存的趋向。

图 10：新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较



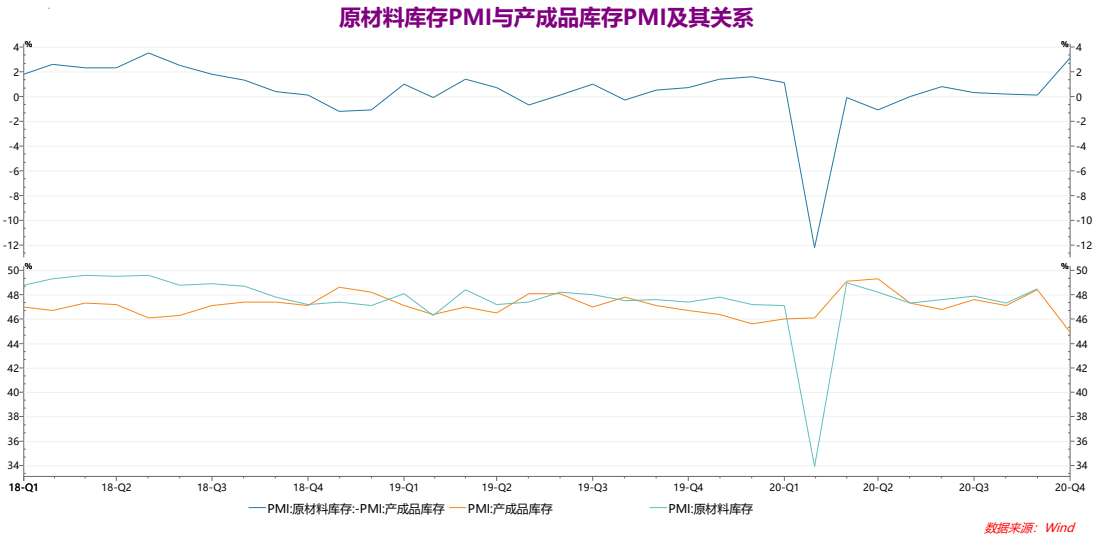
资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

但 10 月 27 日国家统计局公布的前 9 月工业企业产成品库存累计同比达到 8.2%，较前值 7.9%有所回升，大大高于去年同期的 1%。

而从原材料库存 PMI 和采购量 PMI 看，原材料库存 PMI 从 48.5%回落到 48%，采购量 PMI 从 53.6%继续回落到 53.1%。但原材料购进价格 PMI 依旧回升，从前值的 58.5%继续回升到 58.8%。

从原材料库存 PMI 和产成品库存 PMI 关系看。两者差值从 0.1 大幅回升到 3.1 %，显示出上游投资回落，但是下游去库存加快。

图 11：原材料库存 PMI 与产成品库存 PMI 及其关系

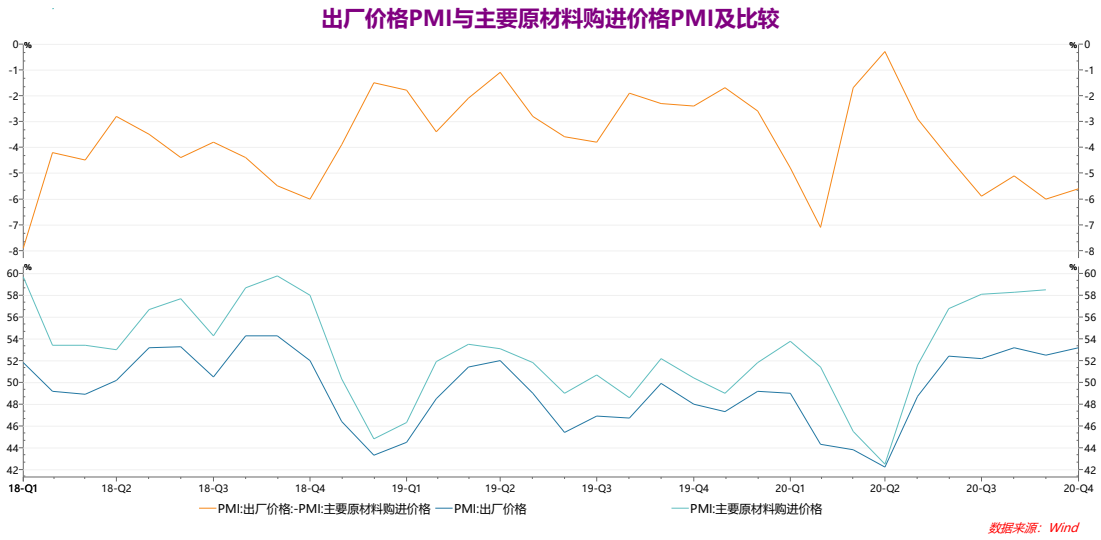


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

价格方面，出厂价格 PMI 回升，原材料购进价格 PMI 回升，两者之差从－6%缩小到-5.6%。出厂价格回升相对较快，原材料购进价格和出厂价格的回升，预示着 10 月 PPI 环比可能反弹。9 月 PPI 环比为 0.1%，低于前值 0.3%的水平，同

比跌幅有所扩大，报—2.1%。

图 12：出厂价格 PMI 与主要原材料购进价格 PMI 及比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据南华工业品指数显示，10 月该指数出现了反弹，但近期出现了明显的回落。

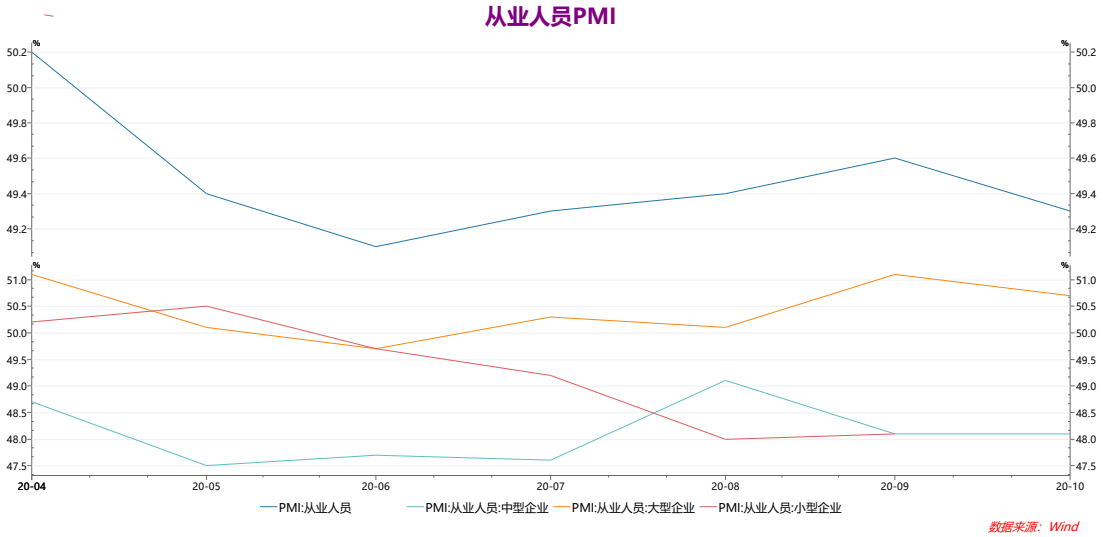
图 13：南华工业品指数



资料来源：银河期货研究所 WIND

10 月从业人数 PMI 在收缩区出现回落，从 49.6%回落到 49.3%。从大中小企业看，除了中型企业持平外，均出现了回落。

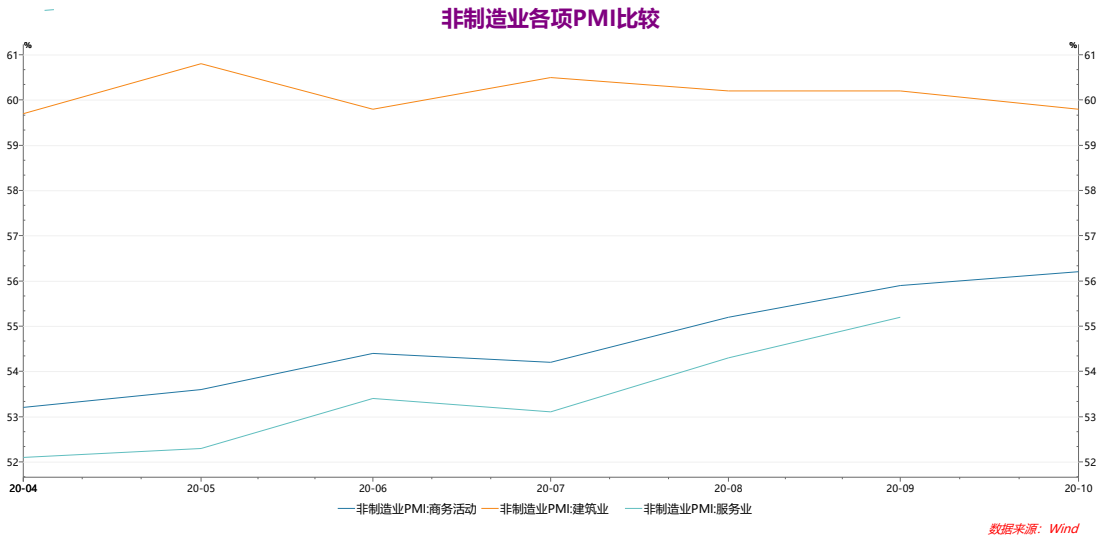
图 14：从业人员 PMI



二．非制造业 PMI 分析

10 月，在非制造业方面，除建筑业 PMI 高位稍有回落外，商务活动、服务业 PMI 在扩张区继续全面回升。

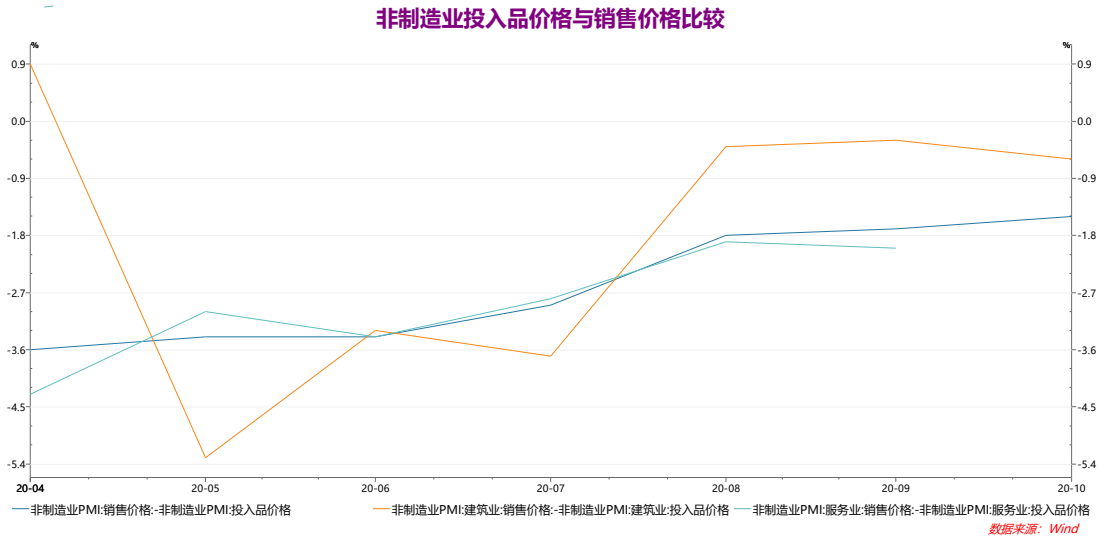
图 15：非制造业各项 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在价格方面，10 月投入品价格和销售价格之差继续全面倒挂，但除了服务业外，倒挂幅度均有所扩大。

图 16：非制造业投入品价格与销售价格比较

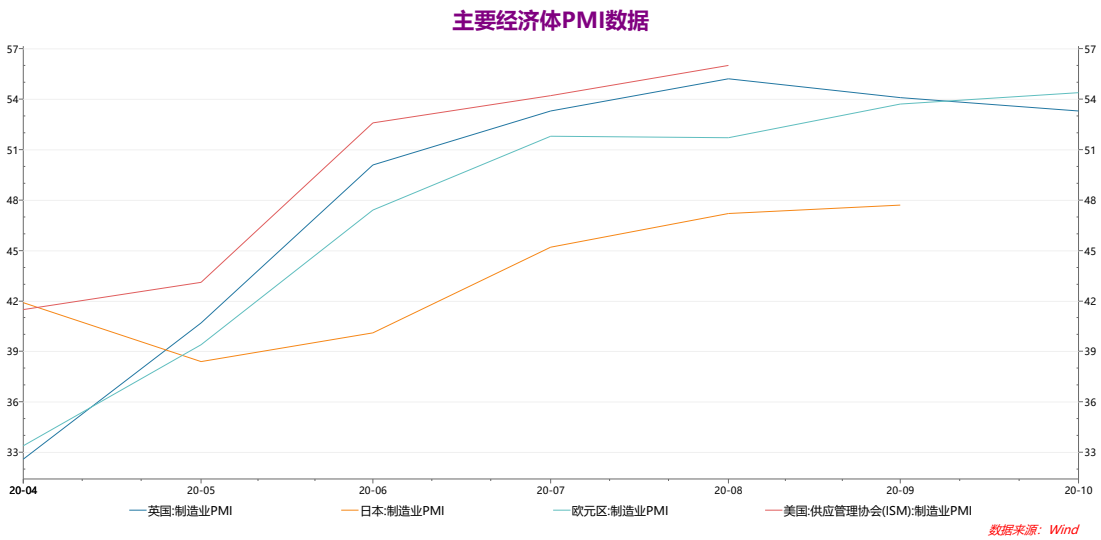


料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

三．PMI 国际比较

从主要经济体看，主要经济体除了日本外，均在扩张区，但有所回落。日本 9 月的 PMI 数据报 47.7%。9 月的美欧 PMI 差值从 4.3%回落到 1.7%，对美元指数构成压制。

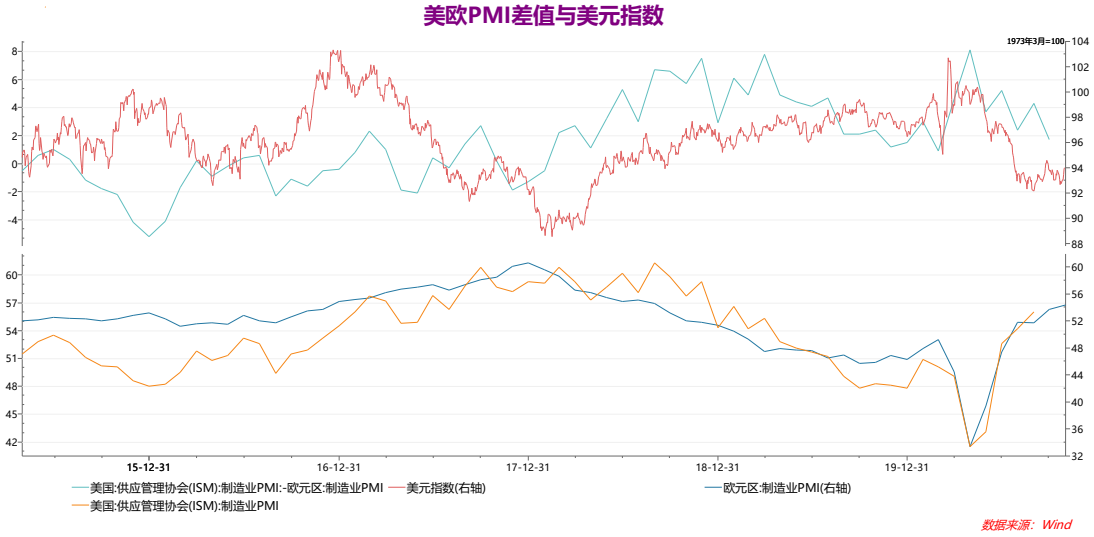
图 18：主要经济体 PMI 数据



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从美欧 PMI 差值看，其差值从 7 月的 2.4%回升到 8 月的 4。3%，支持美元指数回升。

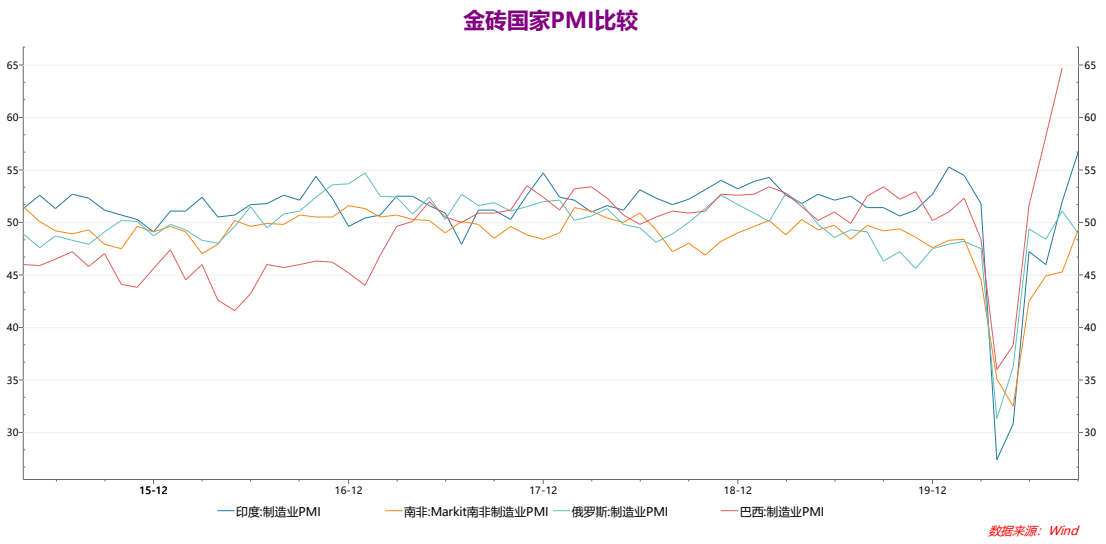
图 19：美欧 PMI 差值与美元指数



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在金砖国家方面，9 月 PMI 数据也出现改善，其中，巴西和印度进入扩张区后继续大幅反弹。南非依旧在收缩区，但有所改善。仅俄罗斯在收缩区出现了回落。

图 20：金砖国家 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

四．我们的看法

从 10 月 PMI 的数据看，PMI 在 9 月出现了明显的回升后，出现了回落，但依旧在扩张区。从各分项边际贡献看，新订单边际贡献大幅下降为 0，而其中的出口新订单贡献加大，显示出口市场依旧是需求的主要来源。圣诞节的到来也为海外订单构成支持。

但从产成品库存出现了快速的下降，而出厂价格回升，具有被动去库存的特征。但国家统计局的数据依旧显示库存累计同比继续回升。

进口的回升，多数金砖国际的 PMI 数据的向好，显示国际经济环境也较前几个月有所改善，尽管疫情在全球蔓延并没有得到实际的控制。

而从原材料库存减少和采购量减少的情况看，市场依旧对后市有观望的情绪。对今后生产可能产生压制。

从业人员依旧在收缩区。显示出经济的下行压力依旧比较大，我们认为宏观政策在年内可能继续保持原有定力，尽管边际扩张的可能性比较小。

（银河期货研究所 20200930）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn