出口维持旺盛，服务业继续修复

——10 月 PMI 数据点评

日期：2020 年 11 月 1 日

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：021-60883499

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

- 2020 年 10 月中采制造业 PMI 51.4%，较上月小幅下行 0.1 个百分点，非制造业 PMI 56.2%，环比上行 0.3 个百分点，综合 PMI 为 55.3%，环比上行 0.2 个点。

点评：

- **制造业 PMI 微降，小型企业明显走弱。**不同规模企业走势出现分化，大型企业 PMI、中型企业 PMI 基本平稳，但小型企业 PMI 比上月下降 0.7 个百分点至 49.4%，重回荣枯线以下。小型企业的新订单和原材料库存出现明显下滑，采购量也有所下行，但新出口订单大幅上行至荣枯线以上，小型企业在手订单仍保持上行。中小企业运营压力仍大，后期对中小企业的纾困帮扶政策如果退出，会对企业景气度回升造成影响。

- **生产端维持在较高景气度，整体平稳，新出口订单维持旺盛。**内外需共振修复的趋势延续，10 月海外疫情的反弹影响有限，欧洲目前只是禁娱乐和非必要出行，而生产和日常消费没有停滞，订单转移到我国的出口替代效应依然存在。冬季海外疫情防控难度较大，圣诞节也会提升海外的消费需求，出口保持较强增长的格局在四季度仍不会逆转。

- **价格数据继续上行，企业库存去化。**10 月出厂价与购进价的剪刀差小幅上行，利润率或略有修复。当前工业产成品库存去化快于原材料库存去化，企业的补库存意愿或有所提升。

- **服务业 PMI 维持恢复趋势，建筑业有所转弱。**服务业延续修复修复趋势，随疫情受到控制，对公众出行、住宿和餐饮等抑制已经大幅减轻。国庆、中秋节期间，居民出行、消费均有所增强，带动了铁路航空运输、住宿餐饮等行业的修复，虽然不及去年同期，但经济增长的推力正逐渐切换向服务业。

- 10 月 PMI 整体符合市场预期，随财政政策边际收紧，货币政策配合放缓，经济复苏的拉动行业由逆周期调控的房地产基建向服务业、制造业切换。未来内需能否明显修复提升，仍需关注“内循环”的政策推动下，促消费、稳就业的政策落地情况。短期来看，预期 11 月 PMI 环比将有所上行。

- **风险因素：**全球新冠疫情冬季加剧，工业品价格大幅上行。

万联证券

目录

事件.....3
1、制造业 PMI 整体平稳，新出口订单维持旺盛.....3
2、非制造业 PMI 小幅改善，建筑业有所转弱.....5
3、总结.....6
4、风险提示.....6

图表目录

图表 1:制造业 PMI 整体走势平稳.....3
图表 2:不同规模企业 PMI 走势.....3
图表 3:PMI 分项走势.....4
图表 4:国外主要经济体 PMI 修复速度放缓.....4
图表 5:PMI 出场价格修复幅度大于原材料价格.....4
图表 6:PMI 产成品和原材料库存均有所去化.....4
图表 7:企业盈利仍将进一步修复.....5
图表 8:企业融资环境边际走弱.....5
图表 9:房地产新开工面积累计同比逐步走弱.....5
图表 10:钢铁行业 PMI 反弹上行.....5
图表 11:非制造业 PMI 分项走势.....6
图表 12:建筑业 PMI 预期仍将继续改善.....6

万联证券

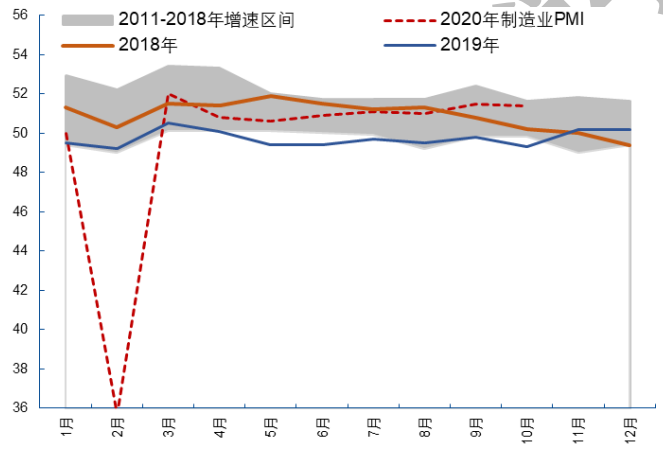
事件

2020年10月中采制造业PMI 51.4%,较上月小幅下行0.1个百分点,非制造业PMI 56.2%,环比上行0.3个百分点，综合PMI为55.3%，环比上行0.2个点。PMI整体走势平稳。

1、制造业PMI整体平稳，新出口订单维持旺盛

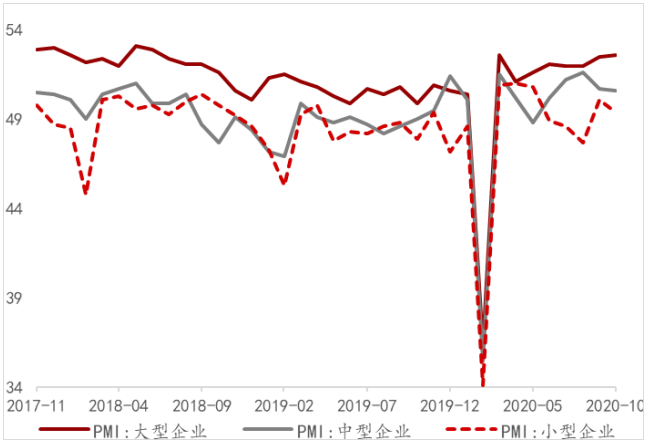
制造业PMI微降，小型企业为主要拖累项。10月制造业PMI为51.4%，环比小幅下行0.1个百分点，仍处于荣枯线以上。不同规模企业走势出现分化，大型企业PMI小幅上行0.1个百分点至52.6%，中型企业PMI小幅下行0.1个百分点至50.6%，但小型企业PMI比上月下降0.7个百分点至49.4%，重回荣枯线以下。小型企业的新订单和原材料库存出现明显下滑，采购量也有所下行，但新出口订单大幅上行至荣枯线以上，小型企业在手订单仍保持上行。部分受海外疫情二次爆发，企业原材料运输受到影响。中小企业运营压力仍大，后期对中小企业的纾困帮扶政策如果退出，会对企业景气度回升造成影响。

图表1： 制造业 PMI 整体走势平稳



资料来源：Wind，万联证券研究所

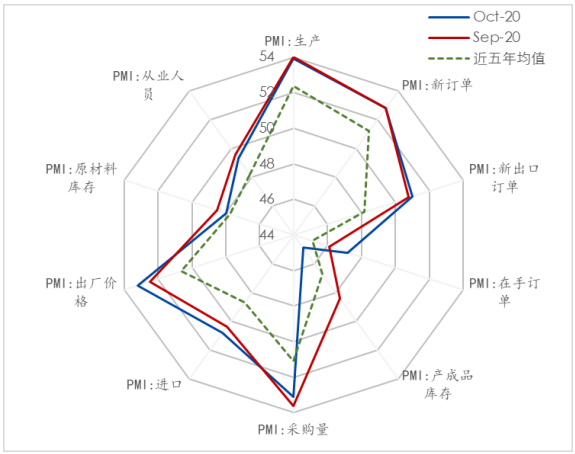
图表2： 不同规模企业 PMI 走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

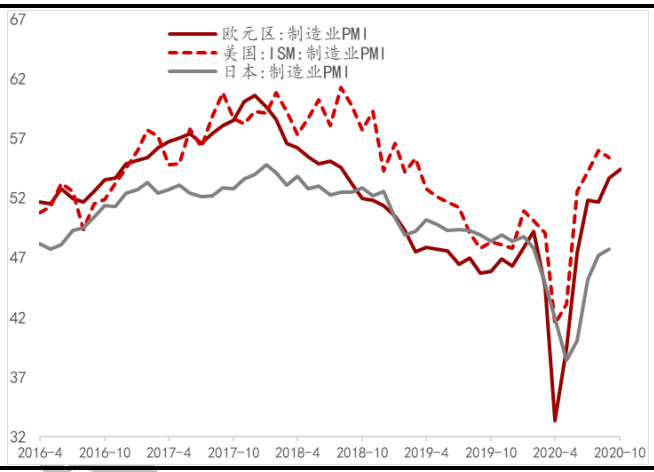
生产端维持在较高景气度，整体平稳，新出口订单维持旺盛。分项来看，生产端环比上月回落0.1个百分点，10月PMI生产指数为53.9%。新订单指数持平于上月，新出口订单继续上行0.2个百分点至51%。内外需共振修复的趋势延续，10月海外疫情的反弹影响有限，欧洲目前只是禁娱乐和非必要出行，而生产和日常消费没有停滞，订单转移到我国的出口替代效应依然存在。冬季海外疫情防控难度较大，圣诞节也会提升海外的消费需求，出口保持较强增长的格局在四季度仍不会逆转。但中美贸易摩擦的不确定性和带来的阶段性波动仍在，外需具有一定不确定性。

图表3： PMI 分项走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

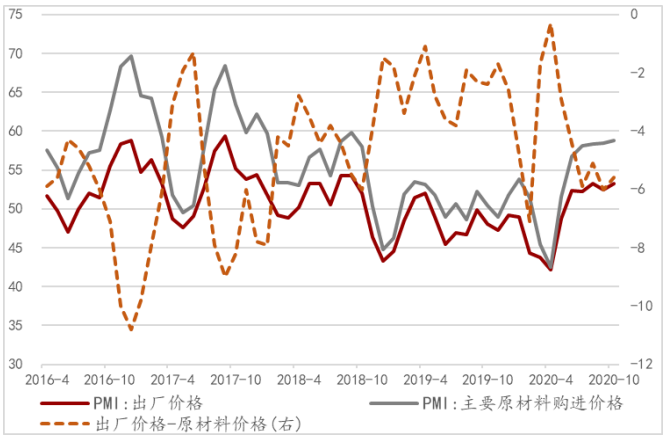
图表4： 国外主要经济体 PMI 修复速度放缓



资料来源：Wind，万联证券研究所

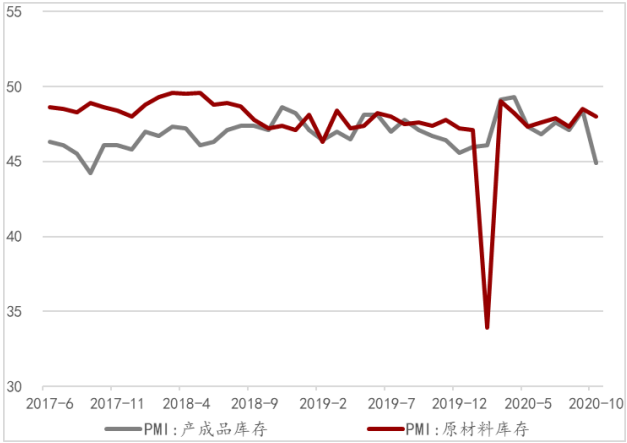
价格数据继续上行，企业库存去化，盈利空间有所改善。10月原材料购进价格指数上行0.3个百分点至58.8%，出厂价格指数上行0.7个百分点至53.2%。企业库存仍在继续去化，原材料、产成品库存分别下行0.5、3.5个百分点至48%、44.9%。出厂价与购进价的剪刀差小幅上行，利润率或略有修复。下游需求有所回暖，需求端由周期品向下游消费和中游设备类逐渐传导。当前工业产成品库存去化快于原材料库存去化，企业生产经营活动预期上行，企业新出口订单和在手订单逐步上行，企业投资意愿回升，企业的补库存意愿或有所提升，企业进入主动补库存阶段，但受疫情影响，企业营收和库存数据波动较快，虽然不同库存周期的切换符合经济逻辑，但库存周期的转换速度被明显加快，不同行业库存周期明显分化。

图表5： PMI 出场价格修复幅度大于原材料价格



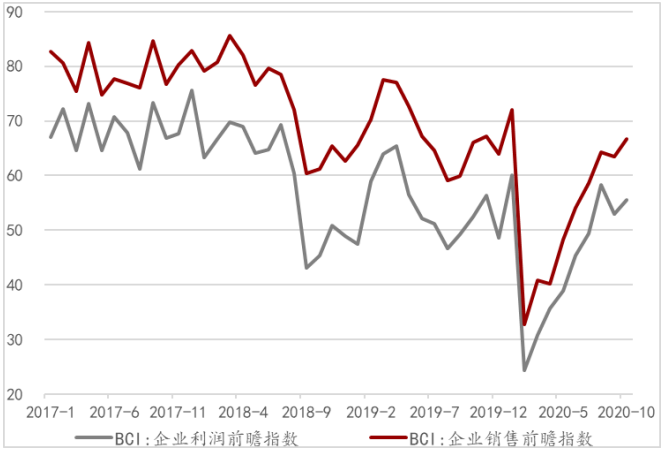
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： PMI 产成品和原材料库存均有所去化



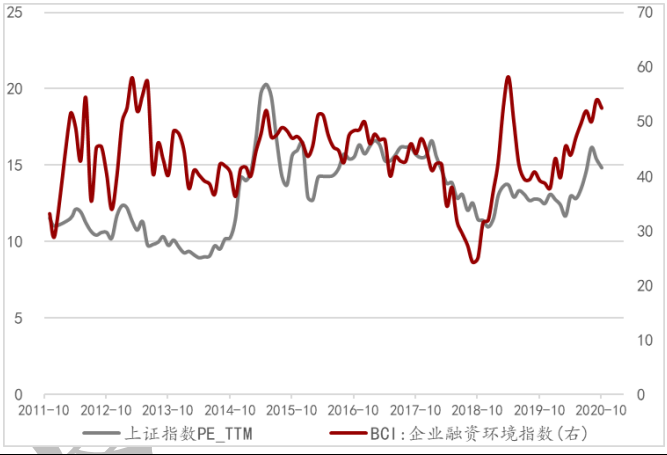
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7： 企业盈利仍将进一步修复



资料来源：Wind，万联证券研究所

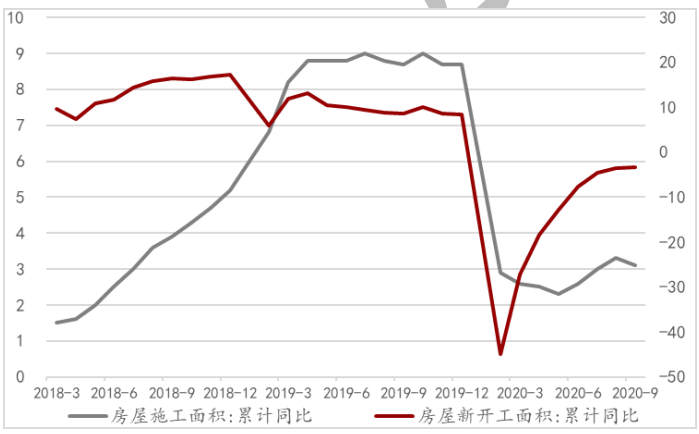
图表8： 企业融资环境边际走弱



资料来源：Wind，万联证券研究所

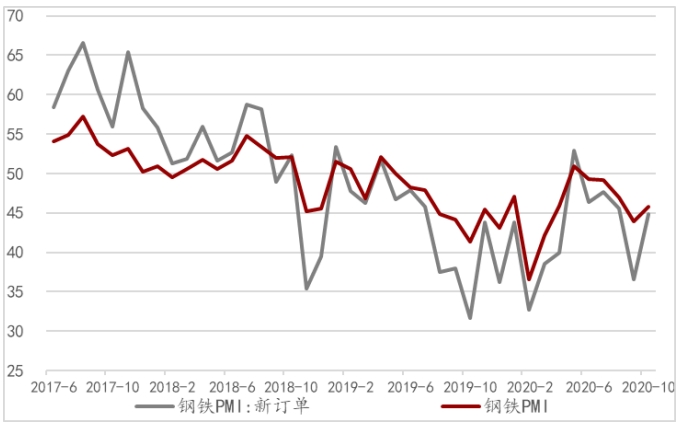
房地产新开工面积开始放缓，施工面积转头下行。沿海区域上半年新开工速度较快，下半年回落也较快。但提产投资数据依然维持上行。“金九银十”的房地产行业供需旺季，消费者购房的刚需仍存，可以部分减缓政策对房企资金来源的限制冲击，对地产的调控仍未传导到工业品需求端。钢铁行业PMI较上月上行1.9个百分点至45.8%，受房地产10月施工旺季的影响，钢材需求、生产均有所上行，但当前钢材库存累积幅度明显高于历史同期，未来库存去化或面临较大压力。如果拉尼娜效应带来的冷冬时间能够确定，在冷冬天前，房地产可能会加快施工。

图表9： 房地产新开工面积累计同比逐步走弱



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：钢铁行业 PMI 反弹上行



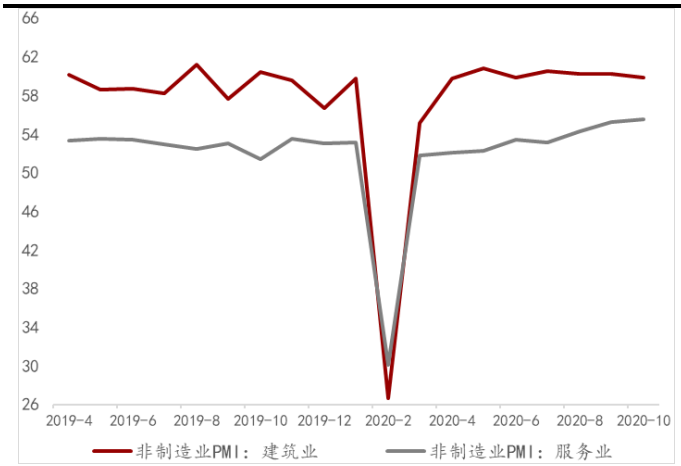
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、非制造业PMI小幅改善，建筑业有所转弱

服务业PMI维持恢复趋势，建筑业有所转弱。10月非制造业PMI上行0.3个百分点至56.2%，其中，服务业较上月上行0.3个百分点至至55.5%，建筑业PMI下滑0.4个百分点至59.8%。建筑业新订单指标和业务活动预期指标均有所下行，新订单回落3.8个百分点至53.1%。建筑业PMI下行受双节企业暂停施工影响，有所走弱，但基建投资、地产的增长韧性仍在。基建专项债中流向棚改的占比逐步增加，专项债对银行资本金补充的分流影响，对四季度基建大幅上涨构成一定压制。服务业延续修复修复趋势，随疫情受到控制，对公众出行、住宿和餐饮等抑制已经大幅减轻。国庆、中秋节期间，居民出行、消费均有所增强，带动了铁路航空运输、住宿餐饮等行业的修复，虽然不

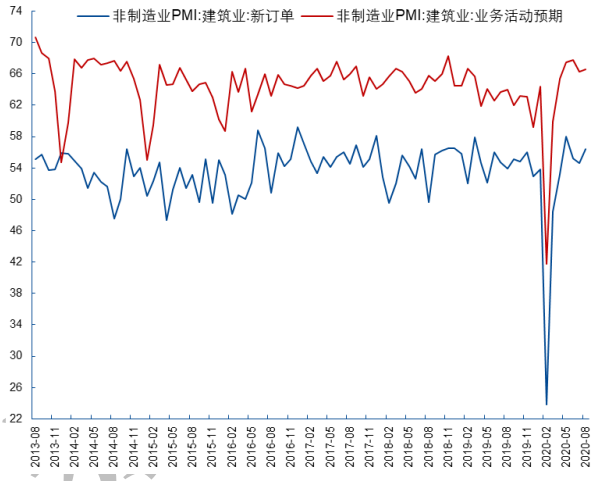
及去年同期，但经济增长的推力正逐渐切换向服务业。

图表11：非制造业 PMI 分项走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：建筑业 PMI 预期仍将继续改善



资料来源：Wind，万联证券研究所

就业整体有所下行，十一带动服务业就业大增。10月PMI从业人员下降0.3个百分点至49.3%，服务业从业人员上行0.6个百分点至48.7%，建筑业下行个1.4百分点至53.2%。十月的双节叠加，大幅拉动了线下消费和旅游业的上行，疫情得到了有效防控，对我国居民的出行和消费影响大幅衰减。而建筑业的边际走弱，拖累了整体表现。

3、总结

10月PMI整体符合市场预期，生产端维持在较高景气度，整体平稳，新出口订单维持旺盛。企业库存继续去化，产成品价格上行幅度大于原材料价格上行幅度，企业盈利有望继续修复。随财政政策边际收紧，货币政策配合放缓，经济复苏的拉动行业由逆周期调控的房地产基建向服务业、制造业切换，地产和基建的上行支撑力量或将小幅走弱。外需预期四季度仍将维持强势，国外受疫情影响，国内的生产替代效应仍将持续，圣诞节带来的消费复苏，也将带动部分外需订单上行。未来内需能否明显修复提升，仍需关注“内循环”的政策推动下，促消费、稳就业的政策落地情况。短期来看，预期11月PMI环比将有所上行。

4、风险提示

全球新冠疫情冬季加剧，工业品价格大幅上行。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场