2020 年 11 月 1 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

经济仍在爬坡

——宏观经济周度观察

投资周报

PMI 降幅弱于季节性，经济修复拐点未到。受季末效应消退、假期及环保限产等因素影响，10 月 PMI 往往会季节性下滑，2017-2019 年 10 月 PMI 分别下降了 0.8、06、0.5 个百分点，而 2020 年 10 月 PMI 仅小幅下降 0.1 个百分点至 51.4%，这说明 10 月及近期经济动力依然比较充足，季调环比意义上的拐点尚未到来，经济仍在爬坡。

供给方面，生产扩张小幅放缓。10 月生产指数略降 0.1 个百分点至 53.9%，保持高位。这也反映在高频数据的小幅下滑，10 月高炉开工率较 9 月下降 1.5%，汽车全钢胎、半港台开工率均下降 1%。整体来看，虽然生产扩张速度小幅下降，但仍维持较高景气。

需求方面，新订单稳定。10 月新订单为 52.8%，持平前值，需求稳定。其中，新出口订单上升 0.2 个百分点至 52.8%。近期美国、欧洲疫情数据出现明显反弹，就如二三季度一样，这可能会导致中国出口生产、生活、防疫物资的结构变化，但出口总量将保持韧性。

物价方面，预计 PPI 同比降幅收窄。10 月生产经营预期改善 0.6 个百分点至 59.3%，企业加快购进原材料，主要原材料购进价格指数回升至 58.8%。这和商品价格数据一致，10 月 CRB 同比上涨 5.3%，增速较上月上升 1.1 个百分点。同时，出厂价格指数上升至 0.7 个百分点至 53.2%，预计 10 月 PPI 环比上升、同比降幅收窄，企业盈利进一步改善。

或将补库存。原材料库存下降 0.5 个百分点至 48%，产成品库存更是下降 3.5 个百分点至 44.9%，当前库存处于历史低位。结合生产指数小幅下滑、需求指数稳定以及出厂价格上涨，整体上应该是企业被动去库存，双节促销是一大推动力。工业企业数据库存同比和 PMI 库存整体走势一致，但 PMI 库存波动比较大。工业企业数据，从 8 月开始补库存，PMI 数据的企业补库存可能即将开启。新订单和产成品库存差扩大，去库存拖累了三季度 GDP 增速，这在四季度将得到纠正。

非制造业扩张。10 月非制造业 PMI 上升 0.3 个百分点至 56.2%，整体表现继续好于制造业。主要贡献是服务业 PMI 上升 0.3 个百分点至 55.5%。北京、青岛等地经验表明，即使零星出现一些病例，也会很快得到控制，人们消费顾虑缓解，服务业需求继续释放。建筑业 PMI 下降 0.4 个百分点至 59.8%，仍维持在高位。10 月水泥、玻璃价格上升，也表明整体建筑业经济不差。

整体来看，供需维持较高景气，PPI 增速上升，企业盈利改善，即将补库存，服务业加速扩张。中国经济继续修复，向下的拐点未至。不过，小企业经济再次恶化，这与海外疫情加重以及小企业疫情抵抗能力较低有关，小企业仍需政策扶持。

● 风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：2021 年经济增速怎么看
2020-10-25

投资周报：2021 年通胀怎么看
2020-10-18

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价 美国财政刺激才是关键，市场逐渐计价拜登当选
2020-10-11

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价
2020-9-27

投资周报：如何正确地理解盈亏平衡通胀率
2020-9-20

投资周报：下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大
2020-9-13

投资周报：人民币汇率怎么看
2020-9-6

投资周报：企业盈利扩散
2020-8-30

投资周报：股票市场如何影响贫富差距
2020-8-23

目 录

1、 经济仍在爬坡.....3
2、 国内高频数据观察.....6
2.1、 生产指标分化.....6
2.2、 商品房销量下滑.....7
2.3、 猪肉价格下降.....7
2.4、 货币市场利率大幅上行.....8
2.5、 人民币兑美元贬值.....9

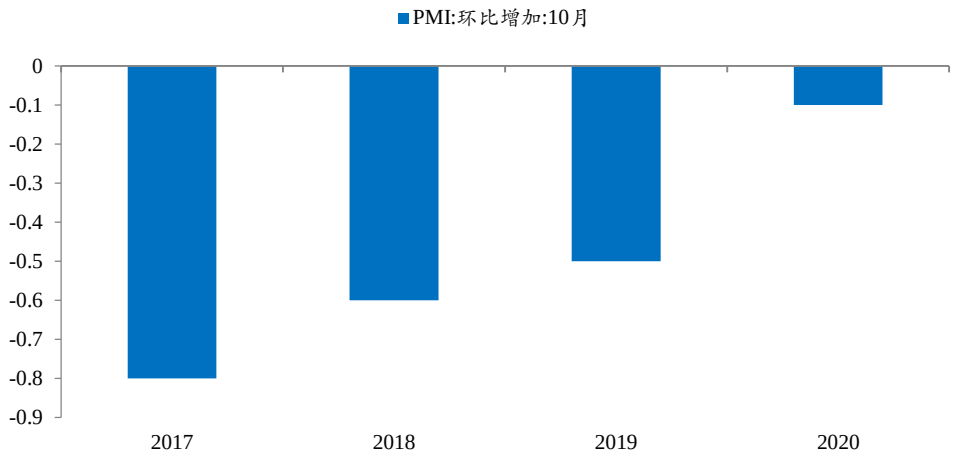
图表目录

图 1: 10 月制造业 PMI 变化强于季节性.....3
图 2: 10 月与 9 月制造业 PMI 各分项表现.....3
图 3: 外需恢复.....4
图 4: 预计 10 月 PPI 环比上升、同比降幅收窄.....4
图 5: 库存对经济拖累或将减弱.....5
图 6: 非制造业持续扩张.....5
图 7: 小企业 PMI 大幅恶化.....6
图 8: 焦化企业开工率小幅下降.....6
图 9: 汽车半钢胎开工率小幅上升.....7
图 10: 商品房周销量同比回落.....7
图 11: 猪肉价格下降.....8
图 12: 原油价格下降.....8
图 13: 货币市场利率上升.....9
图 14: 美元指数上升.....9

1、 经济仍在爬坡

PMI 降幅弱于季节性，经济修复拐点未到。受季末效应消退、假期及环保限产等因素影响，10 月 PMI 往往会季节性下滑，2017-2019 年 10 月 PMI 分别下降了 0.8、06、0.5 个百分点，而 2020 年 10 月 PMI 仅小幅下降 0.1 个百分点至 51.4%，这说明 10 月及近期经济动力依然比较充足，季调环比意义上的拐点尚未到来，经济仍在爬坡。

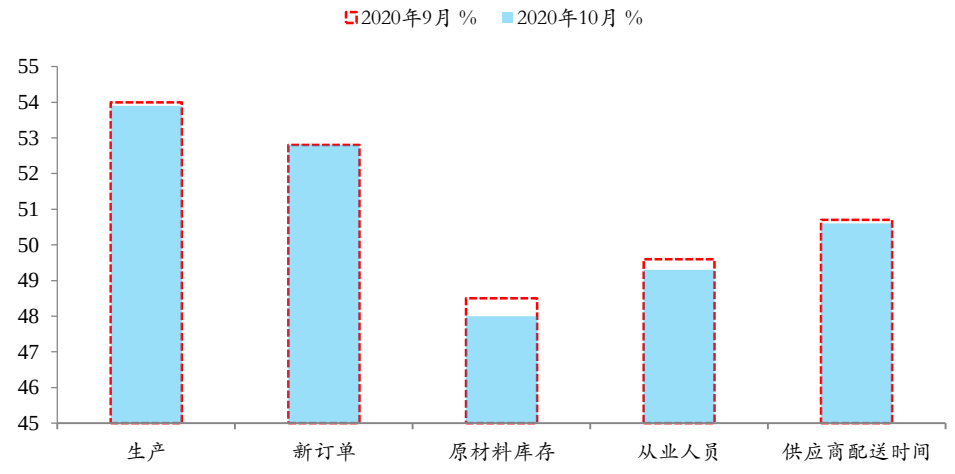
图1： 10 月制造业 PMI 变化强于季节性



资料来源：Wind，新时代证券研究所

供给方面，生产扩张小幅放缓。10 月生产指数略降 0.1 个百分点至 53.9%，保持高位。这也反映在高频数据的小幅下滑，10 月高炉开工率较 9 月下降 1.5%，汽车全钢胎、半港台开工率均下降 1%。整体来看，虽然生产扩张速度小幅下降，但仍维持较高景气。

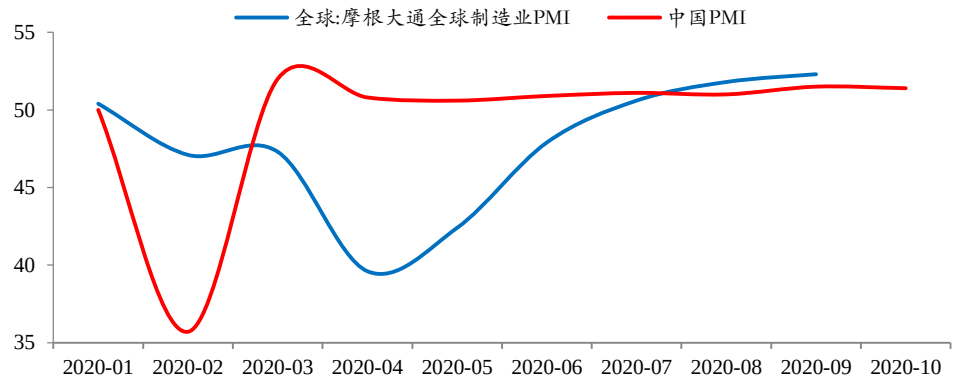
图2： 10 月与 9 月制造业 PMI 各分项表现



资料来源：Wind，新时代证券研究所

需求方面，新订单稳定。10 月新订单为 52.8%，持平前值，需求稳定。其中，新出口订单上升 0.2 个百分点至 52.8%。近期美国、欧洲疫情数据出现明显反弹，就如二三季度一样，这可能会导致中国出口生产、生活、防疫物资的结构变化，但出口总量将保持韧性。

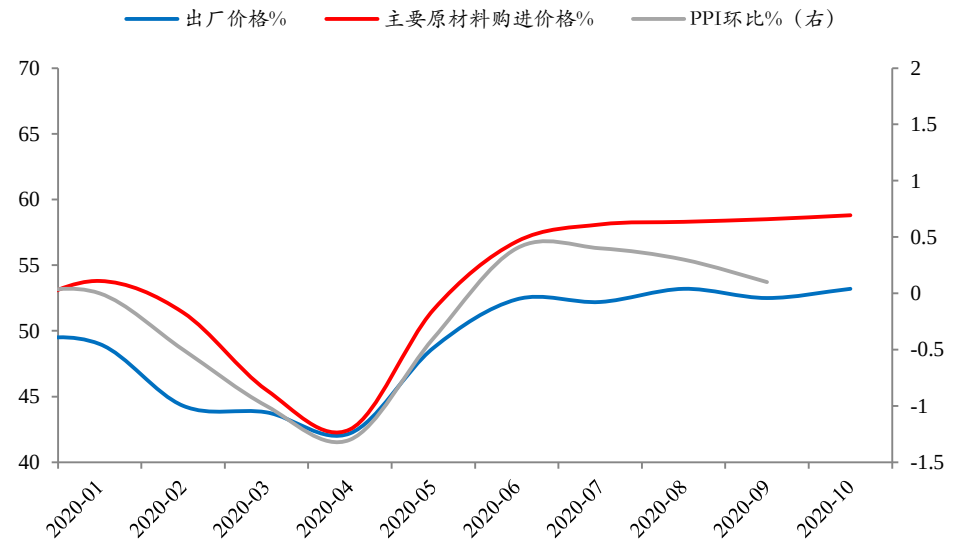
图3： 外需恢复



资料来源：Wind，新时代证券研究所

物价方面，预计 PPI 同比降幅收窄。10 月生产经营预期改善 0.6 个百分点至 59.3%，企业加快购进原材料，主要原材料购进价格指数回升至 58.8%。这和商品价格数据一致，10 月 CRB 同比上涨 5.3%，增速较上月上升 1.1 个百分点。同时，出厂价格指数上升至 0.7 个百分点至 53.2%，预计 10 月 PPI 环比上升、同比降幅收窄，企业盈利进一步改善。

图4： 预计 10 月 PPI 环比上升、同比降幅收窄

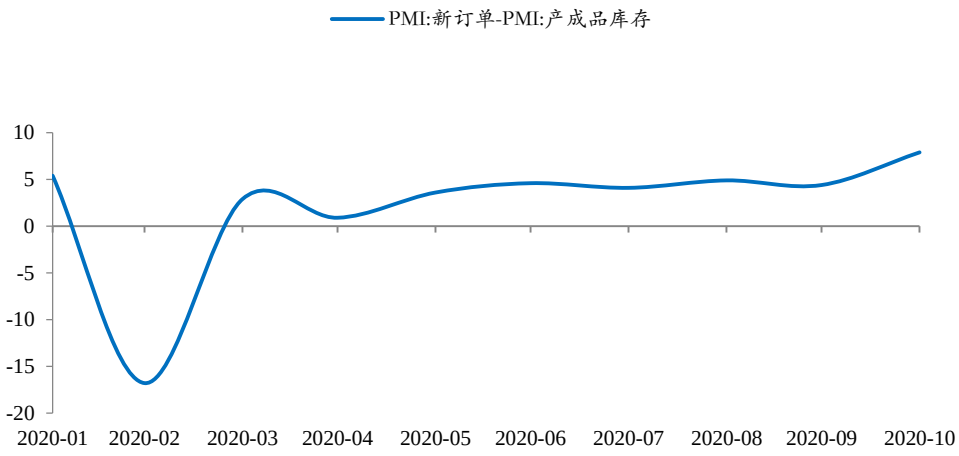


资料来源：Wind，新时代证券研究所

或将补库存。原材料库存下降 0.5 个百分点至 48%，产成品库存更是下降 3.5

个百分点至 44.9%，当前库存处于历史低位。结合生产指数小幅下滑、需求指数稳定以及出厂价格上涨，整体上应该是企业被动去库存，双节促销是一大推动力。工业企业数据库存同比和 PMI 库存整体走势一致，但 PMI 库存波动比较大。工业企业数据，从 8 月开始补库存，PMI 数据的企业补库存可能即将开启。新订单和产成品库存差扩大，去库存拖累了三季度 GDP 增速，这在四季度将得到纠正。

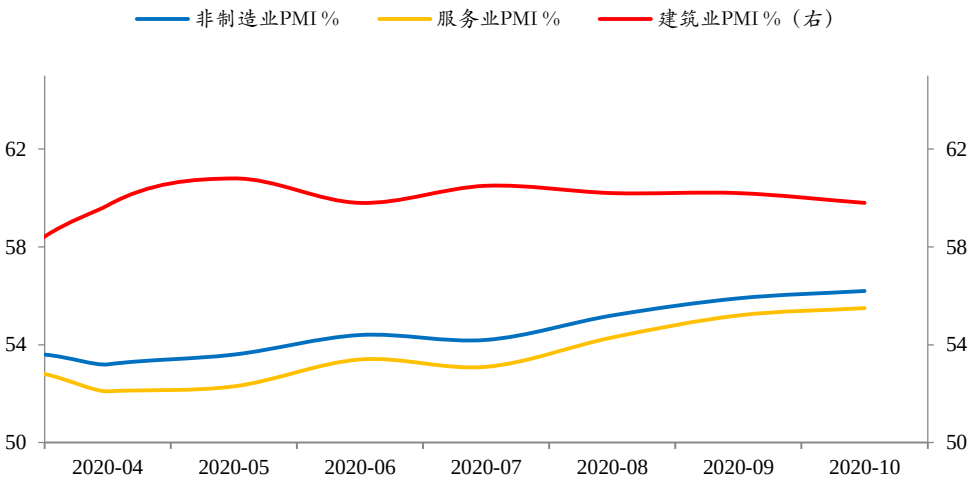
图5： 库存对经济拖累或将减弱



资料来源：Wind，新时代证券研究所

非制造业扩张。10 月非制造业 PMI 上升 0.3 个百分点至 56.2%，整体表现继续好于制造业。主要贡献是服务业 PMI 上升 0.3 个百分点至 55.5%。北京、青岛等地经验表明，即使零星出现一些病例，也会很快得到控制，人们消费顾虑缓解，服务业需求继续释放。建筑业 PMI 下降 0.4 个百分点至 59.8%，仍维持在高位。10 月水泥、玻璃价格上升，也表明整体建筑业经济不差。

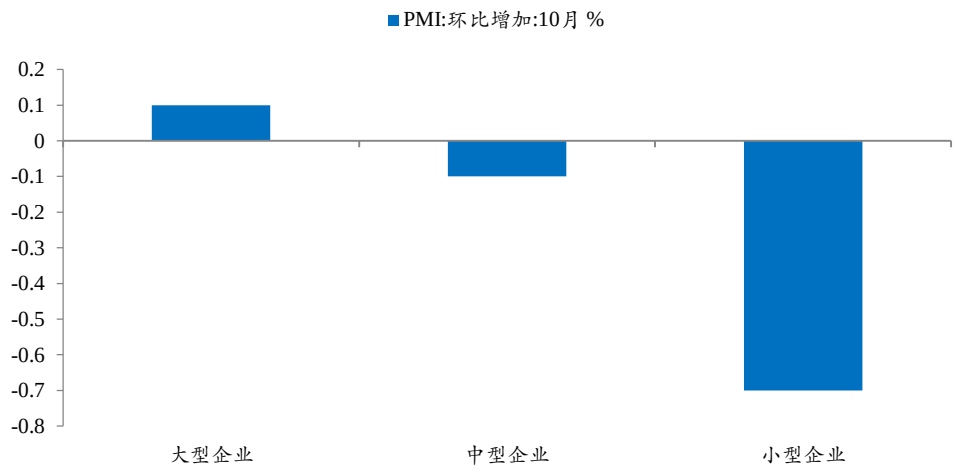
图6： 非制造业持续扩张



资料来源：Wind，新时代证券研究所

整体来看，供需维持较高景气，PPI 增速上升，企业盈利改善，即将补库存，服务业加速扩张。中国经济继续修复，向下的拐点未至。不过，小企业经济再次恶化，这与海外疫情加重以及小企业疫情抵抗能力较低有关，小企业仍需政策扶持。

图7： 小企业 PMI 大幅恶化



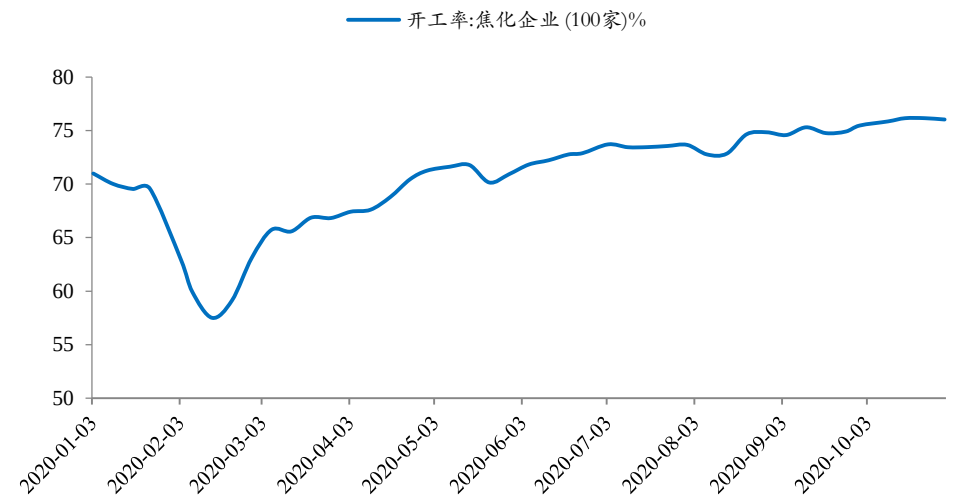
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标分化

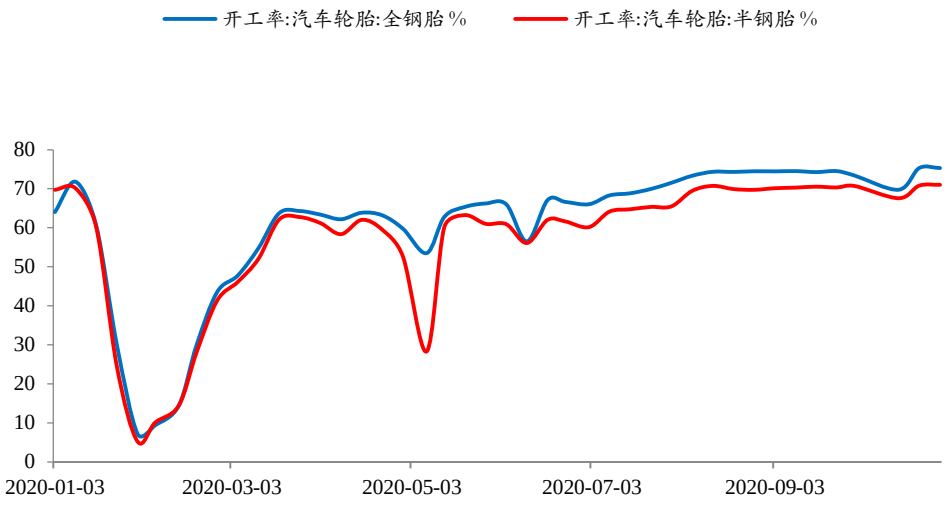
上周，生产指标分化。全国 100 家焦化企业开工率小幅下降 0.17%至 76.04%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 0%、0.3%。

图8： 焦化企业开工率小幅下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 汽车半钢胎开工率小幅上升

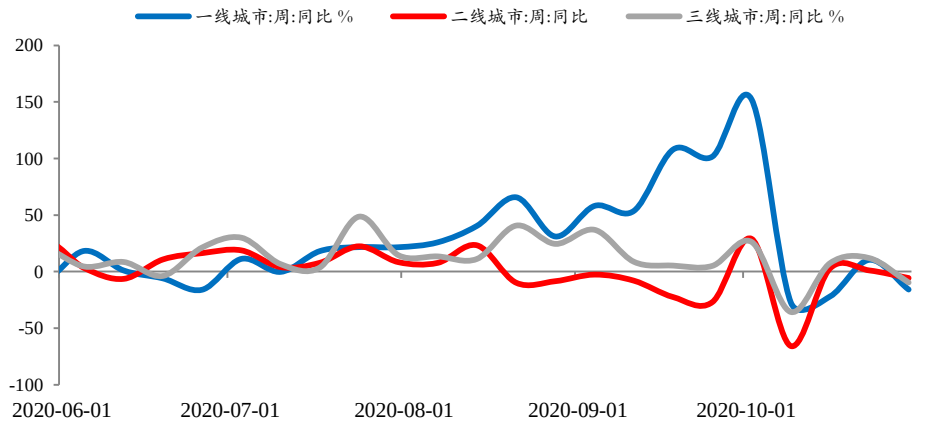


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 商品房销量下滑

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 54.24 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 55.1 万平方米小幅下降。30 大中城市商品房成交面积同比下降 9.14%，其中，一二三线城市商品房销售面积分别同比回落 15.82%、5.64%、9.57%。

图10： 商品房周销量同比回落

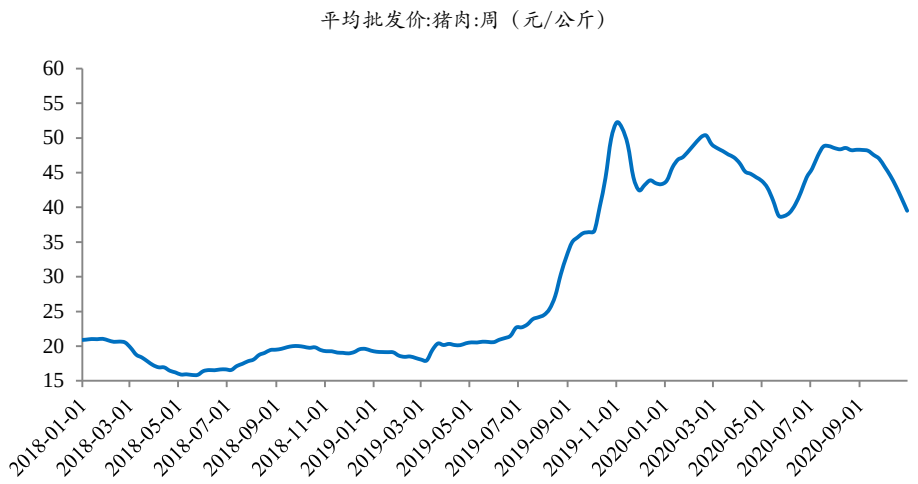


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 猪肉价格下降

上周，物价分化，7 种重点监测水果价格环比上涨 0.59%，28 种重点监测蔬菜价格环比上涨 1.05%，猪肉批发价环比下降 4.38%。原油价格下跌，其中，WTI 原油价格环比下降 11%，布油价格环比下降 11.33%。

图11： 猪肉价格下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 原油价格下降

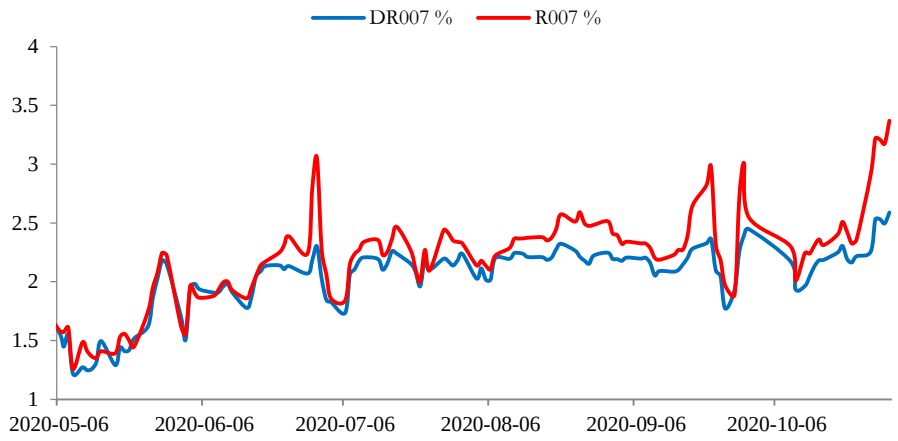


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率大幅上行

上周，虽然央行回购市场净投放资金 1900 亿元，但月末流动性紧张，货币市场利率大幅上行，DR007 一周上升 37BP，R007 一周上升 101BP。

图13： 货币市场利率上升

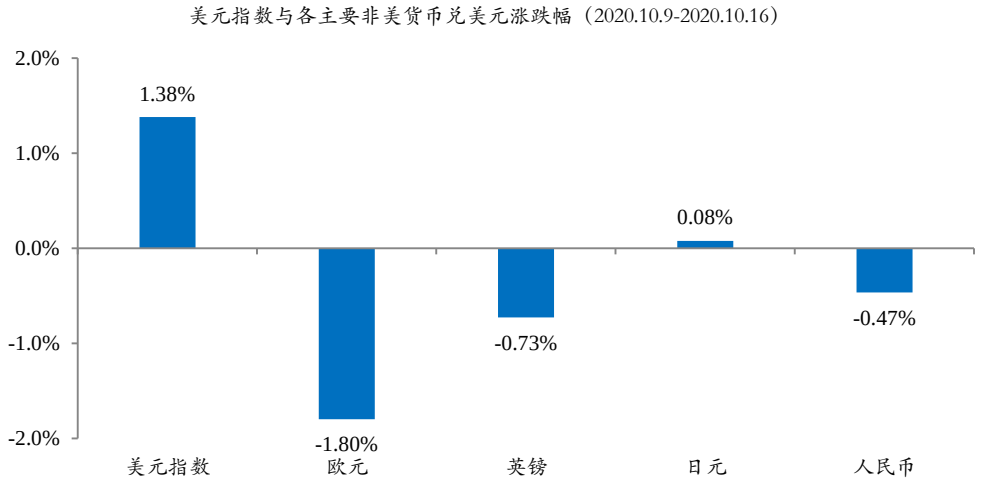


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 人民币兑美元贬值

上周，避险情绪升温，美元指数上升 1.38%至 94，欧元、英镑、人民币兑美元分别贬值 1.8%、0.73%、0.47%。日元避险属性更强，日元兑美元升值 0.08%。

图14： 美元指数上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层　　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/