财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

出口和消费需求恢复带动 PMI 继续扩张

——2020 年 10 月 PMI 数据的点评

宏观点评

伍超明
财信国际经济研究院 副院长

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
邮箱：limo.ye@163.com

投资要点：

- 在国外需求回暖和国内消费复苏加快的叠加作用下，10 月制造业 PMI 虽较上月略降 0.1 个百分点至 51.4%，但连续 8 个月高于临界值，制造业生产经营状况持续改善。展望年内，国内经济修复动能切换至消费端，加之国内政策已步入落地显效期，预计在消费、基建恢复带动下，四季度 PMI 将整体处于上升周期，在 51%上下波动，但海外正面临二次疫情冲击，PMI 短期波动难免。
- **消费和出口需求共同修复下，制造业需求延续回暖态势，生产端也继续扩张，供需缺口进一步收窄，经济内生动能增强；小型企业景气度再次低于临界值，大中小企业分化加剧。**

一、生产继续扩张，需求延续回暖，供需互动加强，出口订单连续两个月增加。10 月生产指数略降 0.1 个百分点至 53.9%，但高于近八年同期均值 1.2 个百分点，制造业生产继续扩张；新订单指数持平于上月值 52.8%。其中，出口订单连续两个月高于 50%，海外订单增加对总需求的支撑增强，但海外正面临第二波疫情冲击，出口订单确定性较大；国内消费、基建等需求恢复带动制造业订单增多，如下游消费品和传统周期性行业新订单指数均有所提高。同时 10 月“生产和新订单指数差”较上月收窄 0.1 个百分点至 1.1%，供需缺口继续收窄，经济恢复动能有所增强。

二、小型企业是制造业 PMI 的主要拖累，不同企业景气度分化加剧。从企业类型看，10 月小型、中型企业 PMI 分别回落 0.7、0.1 个百分点至 49.4%和 50.6%，而大型企业 PMI 提高 0.1 个百分点至 52.6%，不同企业景气度分化加剧。同时，小型企业新订单指数和出口订单指数分别为 49.8%和 52.4%，显示出小型企业市场需求尤其是国内市场需求不足。

- **需求回暖带动产成品库存回落更多。**10 月原材料库存和产成品库存指数分别下降 0.5%和 3.5%。两者同时下降，但产成品库存回落更多：一是海外疫情正面临第二波冲击，国际原油价格回落概率加大，上游企业囤购原材料的意愿减弱；二是国内消费需求持续改善下，下游行业产品销售加快，产成品库存下降速度快于上游补库速度。预计未来在需求回暖带动下，企业大概率进入补库存周期
- **预计 10 月 PPI 增长-1.8%左右。**受国际油价震荡下行和国内下游需求恢复加快影响，10 月出厂价格指数回升幅度高于原材料购进价格指数，下游恢复滞后于上游的情况有所改善。原材料购进价格指数回升预示 10 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，边际通缩幅度有望继续收窄，预计 10 月 PPI 同比增长-1.8%左右，全年约增长-2.0%。
- **服务业复苏加快，建筑业扩张放缓，非制造业景气度继续提高。**在服务业限制措施逐渐放开、促销费政策落地显效和国庆中秋双节等多因素作用下，10 月服务业 PMI 指数较上月提高 0.3 个百分点至 55.5%，服务业恢复加快。10 月建筑业指数较上月回落 0.4 个百分点至 59.8%，但代表基建的土木工程建筑业 PMI 较上月提高 4.4 个百分点至 62.3%，表明基建生产活动扩张加快，房地产扩张放缓是本月建筑业指数回落主因。展望未来几个月，随着财政资金陆续拨付到位，基建项目施工将有所加快，对建筑业 PMI 形成支撑。

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、出口和消费需求恢复，制造业 PMI 继续扩张 3
二、生产继续扩张，需求延续回暖，供需互动增强，企业将开启补库存周期，预计 10 月 PPI 约增长-1.8% 3
（一）从供给指标看，国内外需求改善带动生产端继续扩张 3
（二）从需求指标看，消费和出口对制造业需求的支撑作用增强 4
（三）从供需指标看，供需互动加强，供需缺口持续收窄 4
（四）从周期指标看，需求回暖带动产成品库存回落更多 5
（五）从价格指标看，预计 10 月 PPI 约增长-1.8% 5
三、小型企业是制造业 PMI 的主要拖累，大中小型企业分化加剧 5
四、服务业复苏加快、建筑业扩张放缓，非制造业景气度继续提高 6

正文：

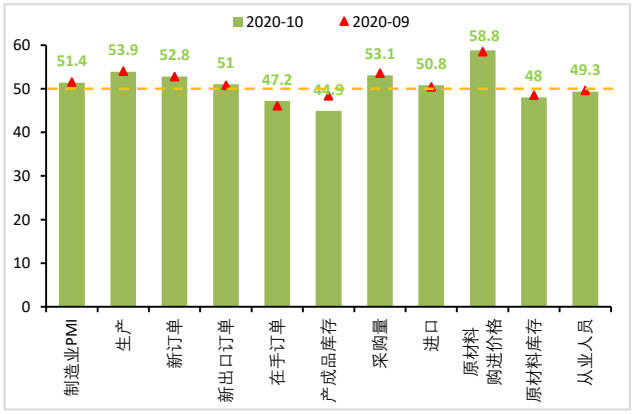
事件：2020 年 10 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.4%，较上月回落 0.1 个百分点；中国非制造业商务活动指数为 56.2%，较上月提高 0.3 个百分点；综合 PMI 产出指数为 55.3%，较上月提高 0.2 个百分点。

一、出口和消费需求恢复，制造业 PMI 继续扩张

10 月 PMI 为 51.4%，连续 8 个月高于临界值，表明 10 月份制造业的表现环比继续好于上月（见图 1）。原因有三：一是海外主要经济体继续复苏，以及我国出台的系列稳外贸政策措施落地生效，制造业出口需求有所回暖，新出口订单指数连续两个月高于临界值；二是随着国内消费需求恢复，下游行业恢复滞后的情况有所改善。如纺织、化学纤维及橡胶塑料制品等消费品制造业供需指数和价格指数均有所提高。

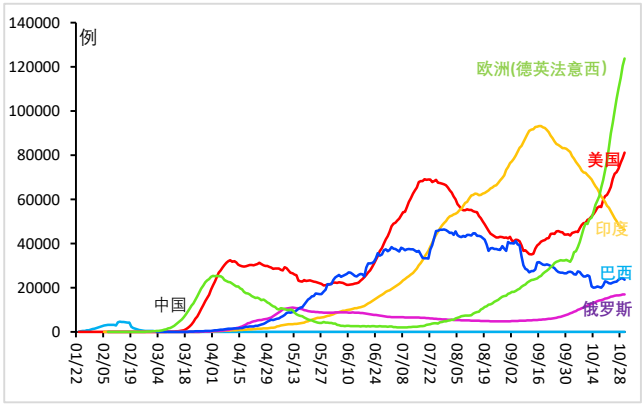
对于年内 PMI 走势，预计继续保持在扩张区间，在 51%上下波动。主要原因有二：一是预计欧美经济复苏仍将延续，但在第二波疫情的冲击下（见图 2），经济重启进程放缓，复苏力度将有所放缓，影响制造业出口增长；二是年内国内经济修复动能将继续由投资端向消费端切换，叠加前期货币财政刺激政策加速显效，国内基建、房地产投资回暖将继续带动制造业、服务业等相关活动趋于好转，消费需求加快恢复也对制造业形成支撑。

图 1：10 月 PMI 指数变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 2：海外疫情正面临第二波冲击



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

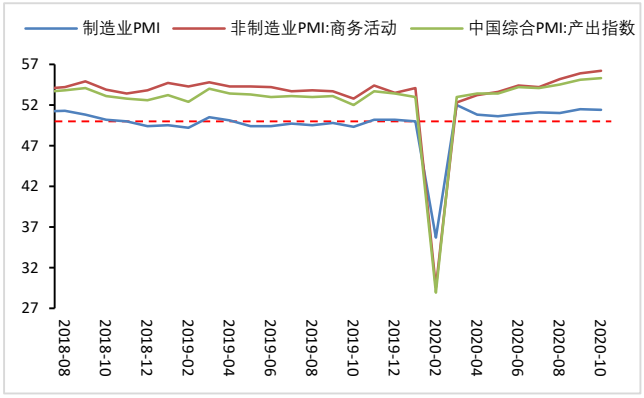
二、生产继续扩张，需求延续回暖，供需互动增强，企业将开启补库存周期，预计 10 月 PPI 约增长-1.8%

（一）从供给指标看，国内外需求改善带动生产端继续扩张

10 月生产指数为 53.9%，虽较上月回落 0.1 个百分点，但高于 2012-2019 年同期均值 1.2 个百分点，制造业生产继续扩张。原因有二：一是受益于海外需求和国内消费需求继续恢复，纺织、化学纤维等制造业下游消费品行业生产有所加快；二是基建、房地产需求回暖下，传统周期性行业生产扩张也较快。与生产指数继续扩张相对应的是，一

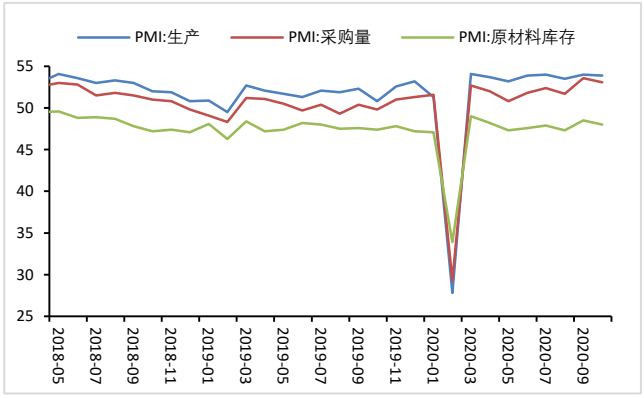
方面企业采购生产的意愿依然较强，10 月份采购量指数为 53.1%，比上月回落 0.5 个百分点，但继续高于临界值；另一方面，原材料库存指数为 48.0%，较上月回落 0.5 个百分点（见图 4），企业生产扩张带动原材料库存下降。

图 3：制造业、非制造业 PMI 均高于临界值



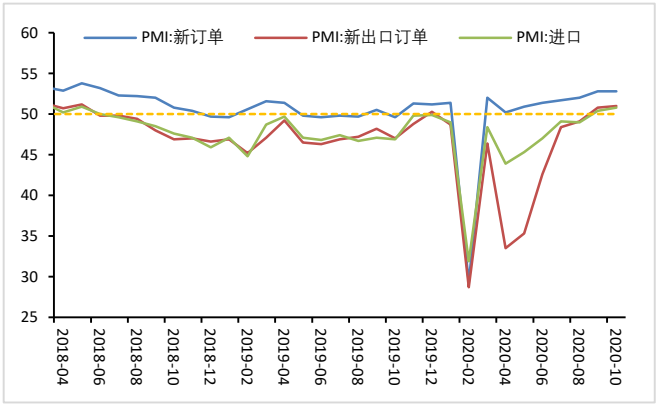
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：制造业生产扩张加快



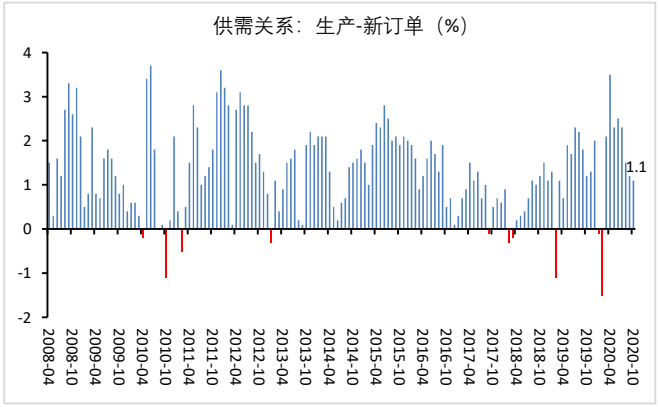
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 5：制造业内外需指标变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：制造业供需两端变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）从需求指标看，消费和出口对制造业需求的支撑作用增强

10 月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为 52.8%、51.0、50.8%，分别持平于上月、比上月提高 0.2 和 0.4 个百分点（见图 5）。新订单继续回暖的原因有二：一是国内消费、基建等需求恢复带动制造业订单增多，如下游消费品和传统周期性行业新订单指数均有所提高；二是海外经济继续恢复叠加稳外贸政策显效，出口订单连续两个月增加，对国内总需求的支撑作用增强。从结构看，下游行业恢复滞后于上游的情况有所改善，如 10 月纺织、化学纤维等下游行业新订单指数均有所回升。但海外疫情正面临第二波冲击，出口订单仍面临较大的不确定性。

（三）从供需指标看，供需互动加强，供需缺口持续收窄

疫后制造业供需两端均出现改善，但生产端修复速度明显快于需求端。生产和新订单指数分别代表供给和需求，10 月生产和新订单指数均继续处于扩张区间，分别较上月回落 0.1 和持平于上月，“生产和新订单指数差”从上月的 1.2%降至 1.1%，供需缺口继

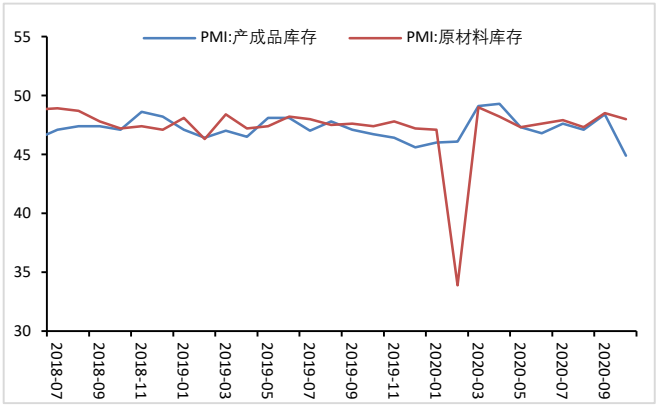
续收窄，经济增长动能逐渐增强（见图 6）。

（四）从周期指标看，需求回暖带动产成品库存回落更多

由于产成品库存和原材料库存分别代表下游需求的紧张程度和上游投资情况，所以两者的相对走势变化反应了经济周期状态。

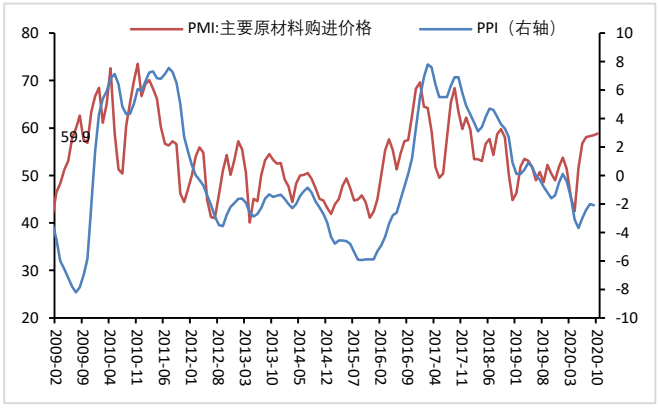
10 月份产成品库存和原材料库存指数分别为 44.9%和 48.0%，分别较上月回落 3.5 和回落 0.5 个百分点，均继续处于收缩区间（见图 7）。10 月份原材料库存和产成品库存同时回落，产成品库存回落更多：一是海外疫情正面临第二波冲击，国际原油价格回落概率加大，上游企业囤购原材料的意愿减弱；二是国内消费需求持续改善下，下游行业产品销售加快，产成品库存下降速度快于上游补库速度。综合看，本月原材料和产成品库存指标的相对变化，反映出需求回暖下制造业企业库存正在加快消耗，未来大概率进入补库存周期。

图 7：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：10 月份 PPI 上涨动能有所增强



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（五）从价格指标看，预计 10 月 PPI 约增长-1.8%

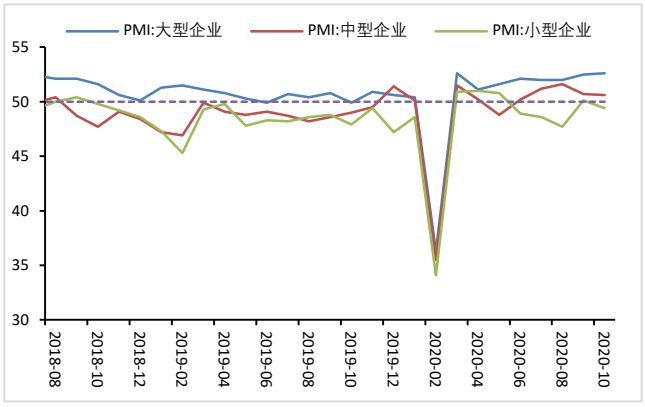
10 月份 PMI 原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 58.8%和 53.2%，分别较上月提高 0.3 和 0.7 个百分点（见图 8）。两个价格指数的变化能够反映出国内需求的恢复情况，本月出厂价格指数回升幅度高于原材料购进价格指数，表明下游需求改善加快。10 月购进价格有所提高，预示 10 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，边际通缩幅度将继续趋缓。当前国内经济正加速向潜在经济回归，PPI 回升动能有所增强，但海外正面临二次疫情冲击，全球需求恢复的确定性将加剧 PPI 的波动，预计 10 月 PPI 同比增长-1.8%左右，全年约增长-2.0%。

三、小型企业是制造业 PMI 的主要拖累，大中小型企业分化加剧

10 月份大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 52.6%、50.6%、49.4%，分别较上月变动 0.1、-0.1 和-0.7 个百分点（见图 9）。从景气度绝对值看，10 月份“企业规模越大，景气度越高”特征依旧，大中小型企业分化程度有所加剧。从边际变化看，10 月份小型企业再次回落至临界值下方，中型企业略有下降，大型企业景气度则略有回升，小型企

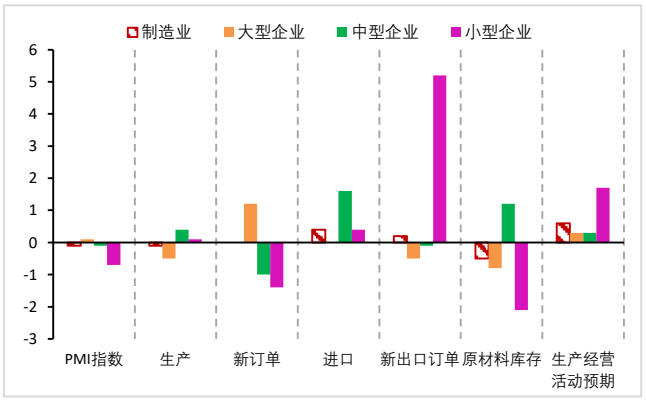
业景气度回落是本月制造业 PMI 的主要拖累。从供需指标看，10 月生产和新订单指标“大企业生产降、需求升，但中小企业生产升、需求降”的特征较为突出，反映出大型企业生产端率先修复下对需求修复的承接能力较强。10 月小型企业新订单指数下降 1.4 个百分点至 49.8%，但出口订单回升 5.4 个百分点至 52.4%，表明小型企业的市场需求尤其是国内市场需求尤显不足，是小企业景气度回落的主因（见图 10）。

图 9：大中小型企业制造业 PMI



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：大中小型企业 PMI 分项指标变化情况

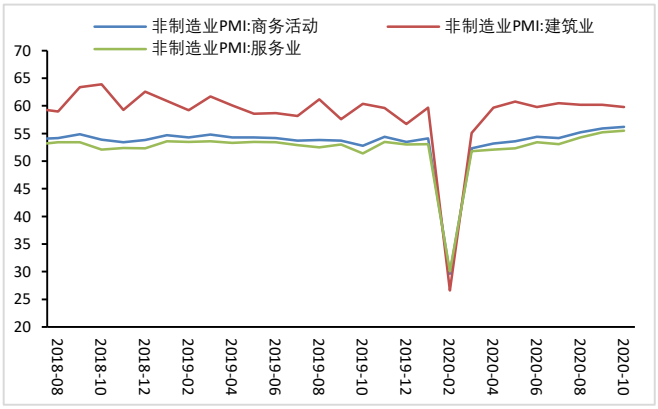


资料来源：WIND，财信国际经济研究院

四、服务业复苏加快、建筑业扩张放缓，非制造业景气度继续提高

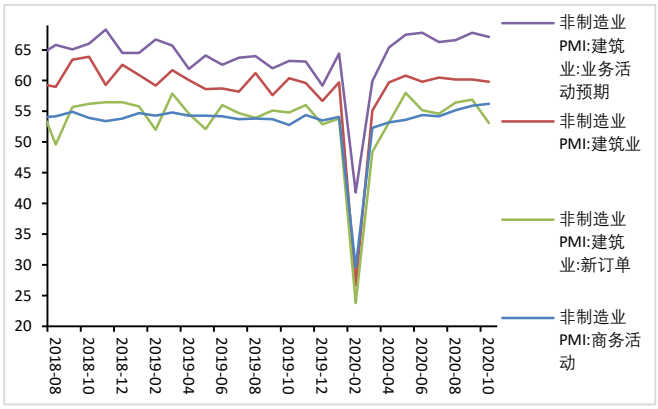
10 月非制造业商务活动指数为 56.2%，较上月和去年同期分别提高 0.3 和提高 3.4 个百分点（见图 11）。分行业看：

图 11：非制造业商务活动指数



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 12：建筑业商务活动指数



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

服务业景气度持续向好。在服务业限制措施逐渐放开、促销费政策落地显效和国庆中秋双节等多因素作用下，10 月服务业 PMI 指数为 55.5%，较上月提高 0.3 个百分点（见图 11）。从市场需求和预期看，10 月份新订单指数回落 0.6 个百分点至 52.9%，在假日因素消退后服务业需求扩张放缓，但整体延续加快回暖态势。业务预期指数为 62.2%，与上月持平，服务业市场信心增强。展望未来，随着国内政策重心转向需求端，疫情对服务业的影响将进一步消退，服务业需求有望继续扩张。

建筑业扩张放缓。10 月建筑业指数为 59.8%，较上月回落 0.4 个百分点（见图 12）。

从需求和市场预期看，建筑业新订单和业务活动预期指数分别为 53.1%、67.1%，分别较上月回落 3.8 和 0.7 个百分点。同时根据统计局数据，土木工程建筑业商务活动指数、新订单指数分别为 62.3%和 56.6%，分别较上月提高 4.4 和 0.5 个百分点，表明基建生产活动和需求都在加速扩张，房地产生产活动放缓是本月建筑业回落的主因。展望年内，随着财政资金的陆续拨付使用，基建项目施工将明显加快，对建筑业景气度形成有力支撑。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。