2020 年 10 月 31 日

出口链和服务消费，仍是经济核心驱动

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

重申观点：未来一段时间，经济结构特征或大于总量表现，三条逻辑链值得持续关注：（1）外需持续改善，对外贸链行业的拉动；（2）后疫情时代，线下服务消费的逐步修复；（3）基建、地产投资高点或已出现，未来或韧性仍在、弹性有限。

● 制造业 PMI 小幅回落，外贸链消费与设备、汽车链上游原材料景气继续改善

制造业 PMI 小幅回落；外贸链部分消费制造、汽车链上游原料制造，景气继续上升。10 月制造业 PMI 指数 51.4%，较前值略降 0.1 个百分点，连续 8 个月处于景气扩张区间。细分制造业中，外贸链上的纺织、化纤、电气机械与器材以及金属制品业，汽车链上游的橡胶塑料、有色金属等，10 月 PMI 指数均有明显抬升。

企业生产经营活动预期继续改善，预期最为乐观的多为外贸连和汽车链等。10 月生产经营活动预期指数升至 59.3%，高于上月 0.6 个百分点，为 2017 年以来最高水平。细分行业中，10 月纺织服装、有色金属 PMI 预期指数抬升幅度最大；相较之下，黑色金属冶炼、石油加工炼焦等经营预期指数近几个月已经持续回落。

● 产需修复继续收敛，外需总体好于内需；后续“补库”意愿和弹性等仍需跟踪

需求端景气总体平稳，外需总体好于内需；出口景气的改善，从纺织服装等传统消费品向机械设备、汽车等诸多领域扩展。10 月新订单指数持平前值，主要得益于外需持续改善的支持；新出口订单指数，10 月进一步上升 0.2 个百分点至 51%，为 2018 年中以来最高水平。细分行业中，纺织服装 PMI 新出口订单指数从前两个月的高位回落，而化纤、电子电器和机械设备等行业新出口订单指数持续改善。

生产景气小幅回落，企业库存也随之下降；考虑到制造业生产基本恢复至疫前水平，后续“补库”意愿和力度有待进一步跟踪。10 月生产指数为 53.9%，比上月微落 0.1 个百分点；其中，金属制品、化纤和有色等生产指数上升。与企业生产相关的采购量、原材料库存指数，均较前值回落 0.5 个百分点，且不同行业明显分化。产成品库存指数大幅下降 3.5 个百分点，后续“补库”力度仍需继续跟踪。

● 建筑业景气继续回落、高点或已过去；居民服务消费快速修复，值得持续关注

建筑业景气继续回落，基建和地产投资等增长最快的阶段或已经过去。10 月，建筑业商务活动指数为 59.8%、较前值下滑 0.4 个百分点，处于 5 月以来的持续下降通道中。细分建筑领域中，房屋建筑业大幅下滑 2.6 个百分点、建筑装饰业下滑 0.5 个百分点；土木工程建筑环比上升 0.5 个百分点，但也远低于年内高位。

服务业保持稳中有升的复苏势头，以居民生活服务改善最为明显。服务业商务活动指数 55.5%，连续第三个月抬升，需求持续改善。大类行业中，生活服务业连续第 4 个月回升至 56%，以居民服务、住宿餐饮、零售为典型代表；在国庆、中秋双节带动下，居民出行意愿增强带动生活服务消费需求加快释放。相较之下，生产性服务业连续第二个月下滑，受信息技术服务业高位回落等因素的影响。

● 风险提示：国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-“十四五”的“攻守之道”》-2020.10.30

《宏观经济点评-利润数据不乏亮点，消费制造加快改善》-2020.10.27

《宏观经济专题-资金流视角，看行业景气变化》-2020.10.26

目　录

1、 制造业：外贸链消费与设备、汽车链上游原料景气上升 3
2、 分项指标：产、需修复继续收敛，外需总体好于内需 4
3、 非制造业：建筑业景气回落，生活服务继续快速修复 5
4、 风险提示 5

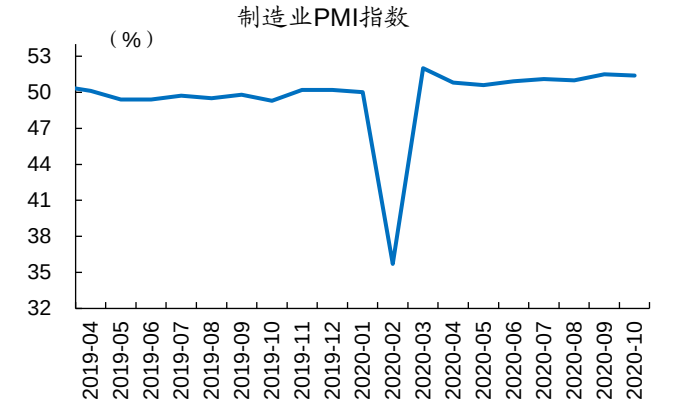
图表目录

图 1: 10 月制造业 PMI 小幅回落 3
图 2: 外贸链消费与设备、汽车链上游原料，PMI 上升 3
图 3: 10 月企业生产经营活动预期指数继续上升 3
图 4: 纺织服装和有色金属 10 月预期指数抬升幅度较大 3
图 5: 10 月，PMI 新订单指数连续与 9 月持平 4
图 6: 中间品和原材料等新出口订单明显改善 4
图 7: 10 月制造业 PMI 生产指数略降，库存下降 4
图 8: 10 月金属制品、化纤等生产指数上升 4
图 9: 建筑业景气回落 5
图 10: 房屋建筑和建筑安装业 PMI 均有回落 5
图 11: 10 月，部分生产性服务业 PMI 指数回落 5
图 12: 10 月，主要生活服务业 PMI 指数明显上升 5

1、 制造业：外贸链消费与设备、汽车链上游原料景气上升

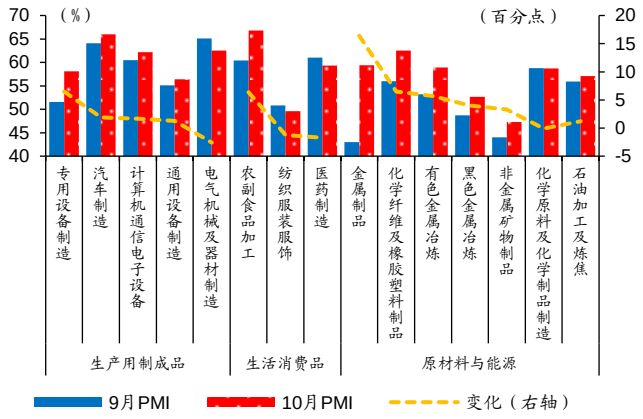
制造业 PMI 小幅回落；外贸链部分消费和设备制造、汽车链上游原料制造，景气继续上升。10 月制造业 PMI 指数 51.4%，较前值略降 0.1 个百分点，连续 8 个月处于景气扩张区间。细分制造业中，外贸链上的纺织、化纤、电气机械与器材以及金属制品业，汽车链上游的橡胶塑料、有色金属等，10 月 PMI 指数均有明显抬升。

图1：10 月制造业 PMI 小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

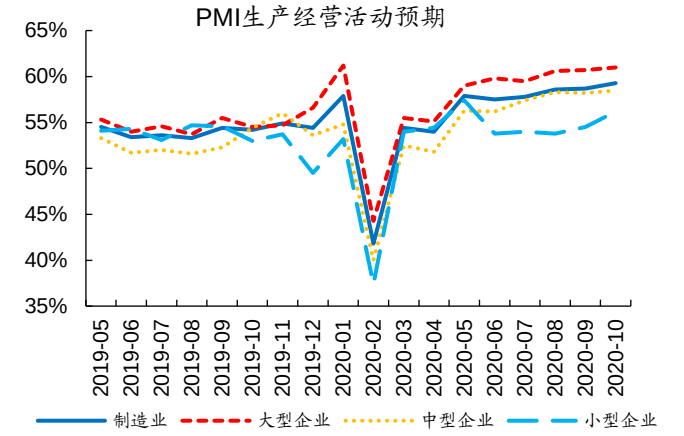
图2：外贸链消费与设备、汽车链上游原料，PMI 上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

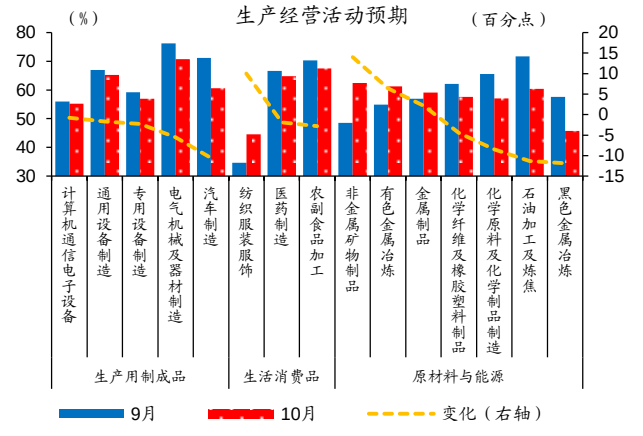
企业生产经营活动预期继续改善，预期最为乐观的多为外贸连和汽车链等。年中以来，企业生产经营活动预期持续改善，10 月生产经营活动预期指数升至 59.3%、较前值进一步上升 0.6 个百分点，为 2017 年以来最高水平；其中，小企业预期改善最为明显。细分行业中，10 月纺织服装、有色金属 PMI 预期指数抬升幅度最大；相较之下，黑色金属冶炼、石油加工炼焦等经营预期指数近几个月已经持续回落。

图3：10 月企业生产经营活动预期指数继续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：纺织服装和有色金属 10 月预期指数抬升幅度较大

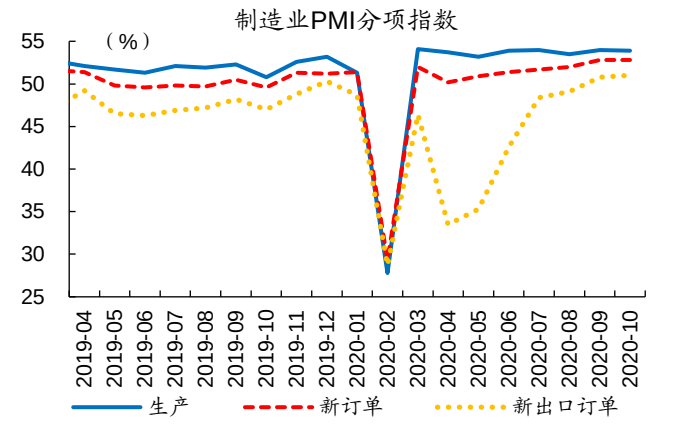


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 分项指标：产、需修复继续收敛，外需总体好于内需

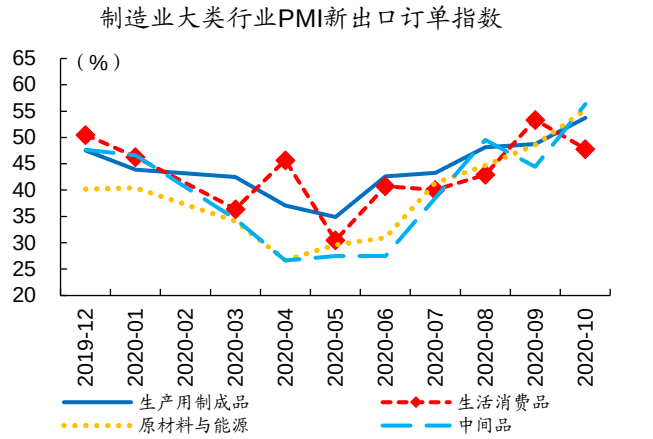
需求端景气总体平稳，外需总体好于内需；出口景气的改善，从纺织服装等传统消费品向机械设备、汽车等诸多领域扩展。10 月新订单指数持平前值，主要得益于外需持续改善的支持；新出口订单指数，10 月进一步上升 0.2 个百分点至 51%，为 2018 年中以来最高水平。细分行业中，纺织服装 PMI 新出口订单指数从前两个月的高位回落，而化纤、电子电器和机械设备等行业新出口订单指数持续改善。

图5：10 月，PMI 新订单指数连续与 9 月持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

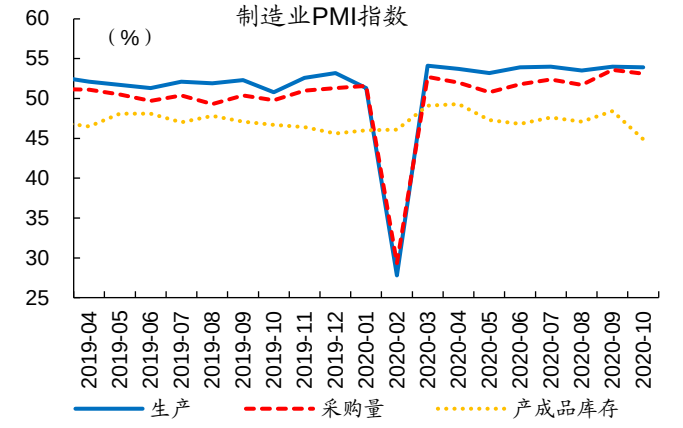
图6：中间品和原材料等新出口订单明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

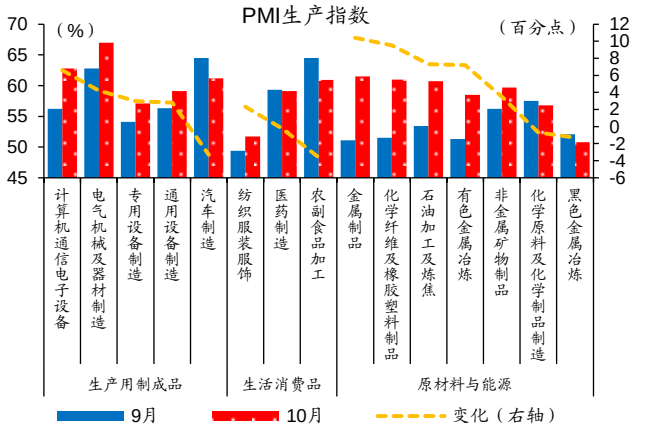
生产景气小幅回落，企业库存也随之下降；考虑到制造业生产基本恢复至疫前水平，后续“补库”意愿和力度有待进一步跟踪。10 月生产指数为 53.9%，比上月微落 0.1 个百分点；其中，金属制品、化纤和有色等生产指数上升。与企业生产相关的采购量、原材料库存指数，均较前值回落 0.5 个百分点，且不同行业明显分化。产成品库存指数大幅下降 3.5 个百分点，后续“补库”力度仍需继续跟踪

图7：10 月制造业 PMI 生产指数略降，库存下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：10 月金属制品、化纤等生产指数上升

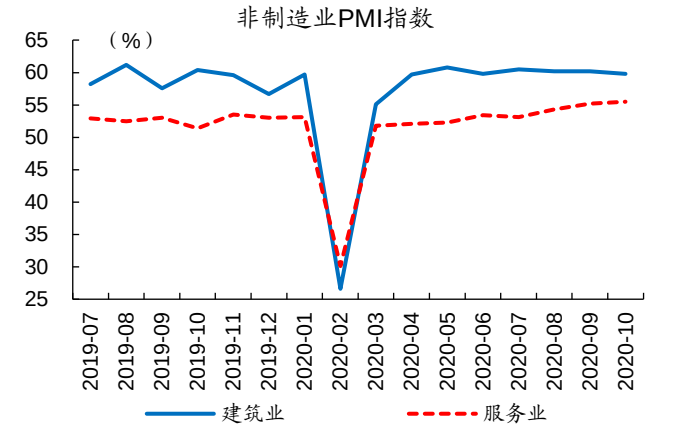


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 非制造业：建筑业景气回落，生活服务继续快速修复

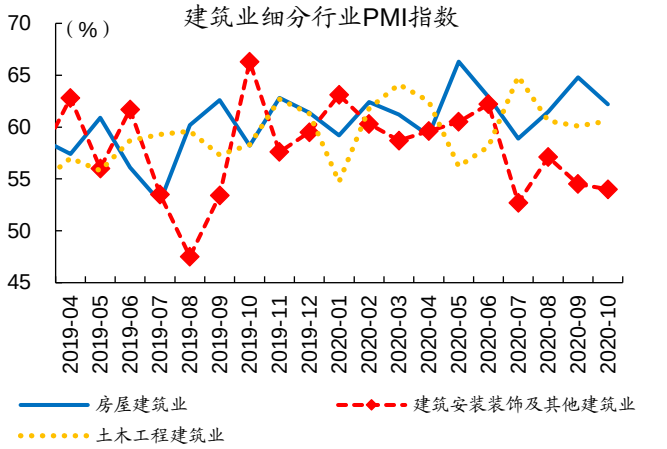
建筑业景气继续回落，基建和地产投资等增长最快的阶段或已经过去。10 月，建筑业商务活动指数为 59.8%、较前值下滑 0.4 个百分点，处于 5 月以来的持续下降通道中。细分建筑领域中，房屋建筑业大幅下滑 2.6 个百分点、建筑装饰业下滑 0.5 个百分点；土木工程建筑环比上升 0.5 个百分点，但也远低于年内高位。

图9：建筑业景气回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

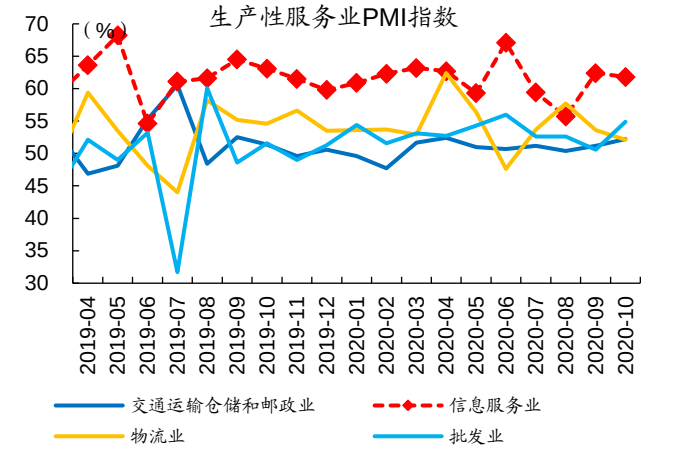
图10：房屋建筑和建筑安装业 PMI 均有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

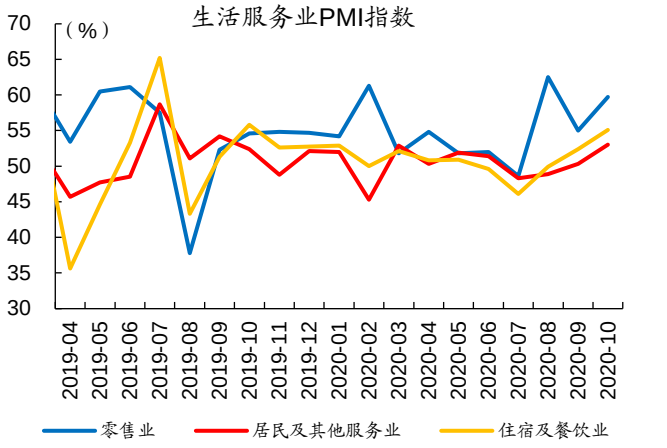
服务业保持稳中有升的复苏势头，以居民生活服务改善最为明显。服务业商务活动指数 55.5%，连续第三个月抬升，需求持续改善。大类行业中，生活服务业连续第 4 个月回升至 56%，以居民服务、住宿餐饮、零售为典型代表；在国庆、中秋双节带动下，居民出行意愿增强带动生活服务消费需求加快释放。相较之下，生产性服务业连续第二个月下滑，受信息技术服务业高位回落等因素的影响。

图11：10 月，部分生产性服务业 PMI 指数回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：10 月，主要生活服务业 PMI 指数明显上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

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，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），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C2、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C2、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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn