

## 制造业景气持续下滑 工业品短期面临调整

## 核心观点及内容摘要

肖利娜  
宏观经济分析师  
期货从业资格号：  
F3019331  
投资咨询从业证书号：  
Z0013350

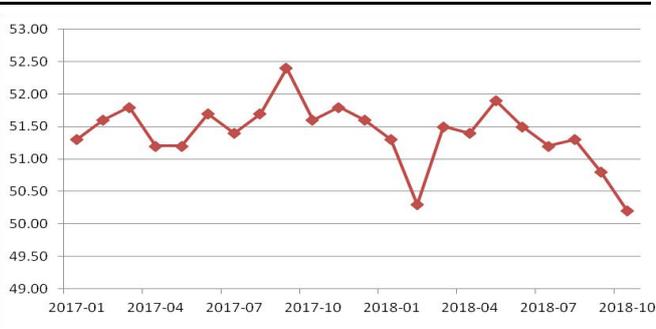
宏观战略研究中心  
一德期货研究院  
邮箱：xiaolina132@163.com  
电话：（022）59182509  
网址：www.ydqh.com.cn  
地址：天津市和平区解放北路  
188号信达广场16层  
邮编：300042

- 10月，中国官方制造业PMI（中采制造业PMI）环比再度回落0.6%至50.2%，不及50.6%的市场预期，10月PMI同比测算自5月开始持续回落，制造业景气扩张放缓趋势明显。
- 10月，国内制造业扩张持续放缓，分项指标环比普遍回落，显示四季度国内经济增长依然承压。生产指数和新订单指数的回落幅度均较上月加大，是10月制造业PMI环比再度下降的主要影响因素。在供给收缩主导的背景下，需求压力增大。
- 不同规模企业中，各规模企业景气均有下滑，其中中型企业受贸易摩擦影响较大。随着基建投资增长边际恢复，大型企业需求仍是后期制造业景气的主要支撑，但在外贸影响的外需下滑压力下，扩张区间也会有所收窄。
- 价格方面，在制造业产需增长均明显回落的背景下，原材料价格的止升回落表明在供给收缩压力下，外贸影响的内外需求走弱起主要影响。在稳投资促消费政策短期难以体现过程中，随着新订单和生产指数的增速缺口扩大，预计10月PPI环比增长将有所回落。
- 库存方面，受限产政策影响，企业生产放缓，原材料库存整体回落，但与此同时，产成品库存随之上涨并处于年内高位，表明在原材料供给收缩下，终端需求增长也不强劲。在需求总体依然疲弱下，制造业企业对后市信心也不强，10月制造业生产经营活动预期指数56.4%，与9月持平，等待稳投资政策带来预期的好转。
- 三季度，尽管中美贸易摩擦对国内经济增长压力显著加大，而国内工业品价格受供给收缩主导的影响持续上涨。10月制造业PMI回落，且新订单和生产指数的增速缺口扩大，在供给收缩的背景下，外需影响总需求压力显著增大，同时下游制造业企业利润空间受到挤压，短期工业品价格面临调整。而四季度整体来看，供给端企业生产处于秋冬限产高峰，而需求端受基建投资预期边际改善及减税降费政策影响后期大概率好转，随之工业品价格或将恢复上涨。
- 对于金融资产来说，经济景气承压，供需压力均大，外围环境严峻，国内利率水平受美联储加息预期制约，资金面虽然政策性宽松，但利率水平维持高位，流动性处于紧平衡状态，近期股市受外围影响及政府维稳政策波动较大，短期结构性行情持续，对具有业绩支撑的高技术行业可择机配置。而债市近期受股市波动寻求低风险偏好、货币支撑地方债发行等因素的影响而走强，但利率高位影响下，仍无趋势性行情。

## 1. 制造业 PMI 全面回落 景气扩张放缓明显

10月，中国官方制造业 PMI（中采制造业 PMI）环比再度回落 0.6% 至 50.2%，不及 50.6% 的市场预期（见图 1），对中采 PMI 进行同比转化计算，10 月 PMI 同比测算 0.34，自 5 月开始持续回落，制造业景气扩张放缓趋势明显（见图 2）。

图 1：中采制造业 PMI



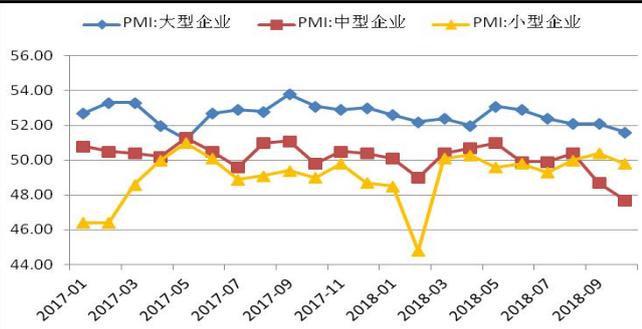
资料来源：wind

图 2：中采制造业 PMI 同比转化



收缩区间，大、中型企业新出口订单指数环比分别回落 0.9%和 2.5%至 48.7%和 42.3%，其中，中型企业新出口订单指数为 2013 年以来最低点；而小型企业新出口订单指数由 9 月的 44.8%升至 46.6%，与此同时，小型企业 10 月新订单指数总体较 9 月上涨 0.4%至 50.6%，持续 3 个月处于扩张区间（见图 6），这表明中型企业受贸易摩擦影响较大，而近期国家出台的一系列针对中小企业的减税降费、金融服务等政策效应开始有所显现，使得 10 月中小企业生产经营活动预期有所改善。随着政府加快基建投资落地，基建投资增长边际恢复，大型企业需求仍是后期制造业景气的主要支撑，但在外贸影响的外需下滑压力下，扩张区间也会有所收窄。

图 5：大中小型企业制造业 PMI



资料来源：wind

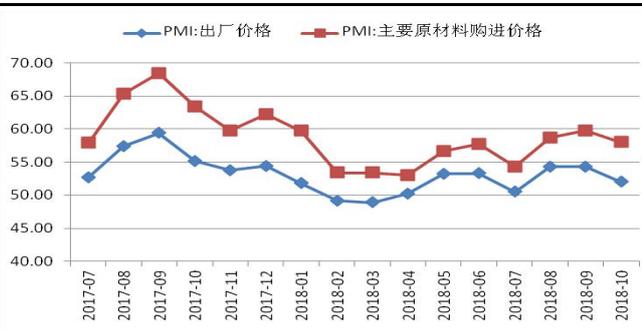
图 6：小型企业制造业 PMI 新订单及新出口订单指数



资料来源：wind

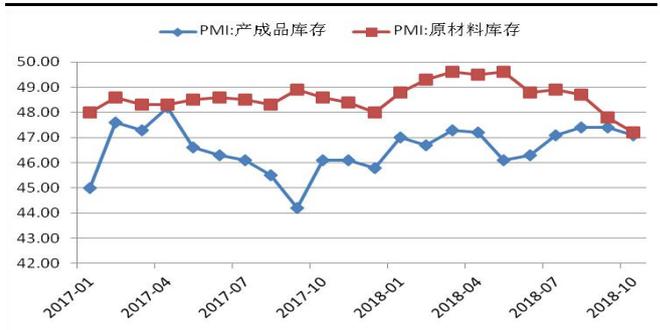
价格方面，10 月主要原材料购进价格指数环比下降 1.8%至 58%（见图 7），在制造业产需增长均明显回落的背景下，原材料价格的止升回落表明在供给收缩压力下，外贸影响的内外需求走弱起主要影响。在稳投资促消费政策短期难以体现过程中，随着新订单和生产指数的增速缺口扩大，预计 10 月 PPI 环比增长将有所回落。同时，出厂价格指数回落 2.3%至 52%，与原材料购进价格指数剪刀差有所扩大（见图 7），表明下游制造业企业成本压力增加，利润空间受到挤压，9 月工业企业利润增速大幅下降 5.1%至 4.1%中已有体现。

图 7：中采制造业 PMI 价格指数



资料来源：wind

图 8：中采制造业 PMI 库存指数



资料来源：wind

库存方面，10 月制造业原材料库存环比下降 0.6%至 47.2%，产成品库存环比下降 0.3%至 47.1%（见图 8）。三季度以来，受限产政策影响，企业生产放缓，原材料采购量扩张出现收窄，原材料库存整体回落，但与此同时，产成品库存随之上涨并处于年内高位，表明在原材料供给收缩下，终端需求增长也不强劲。

在需求总体依然疲弱下，制造业企业对后市信心也不强，10月制造业生产经营活动预期指数56.4%，与9月持平，等待稳投资政策带来预期的好转。

### 3. 制造业景气持续下滑 工业品短期面临调整

三季度，尽管中美贸易摩擦对国内经济增长压力显著加大，而国内工业品价格受供给收缩主导的影响持续上涨。10月制造业PMI回落，且新订单和生产指数的增速缺口扩大，在供给收缩的背景下，外需影响总需求压力显著增大，同时下游制造业企业利润空间受到挤压，短期工业品价格面临调整。而四季度整体来看，供给端企业生产处于秋冬限产高峰，而需求端受基建投资预期边际改善及减税降费政策影响后期大概率好转，随之工业品价格或将恢复上涨。

对于金融资产来说，经济景气承压，供需压力均大，外围环境严峻，国内利率水平受美联储加息预期制约，资金面虽然政策性宽松，但利率水平维持高位，流动性处于紧平衡状态，近期股市受外围影响及政府维稳政策波动较大，短期结构性行情持续，对具有业绩支撑的高技术行业可择机配置。而债市近期受股市波动寻求低风险偏好、货币支撑地方债发行等因素的影响而走强，但利率高位影响下，仍无趋势性行情。

## 免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013  
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel：010-8831 2088  
一德期货有限公司 上海营业部 200063  
上海市普陀区中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608 室  
Tel：021-6257 3180  
一德期货有限公司 天津营业部 300021  
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平  
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel：022-2813 9206  
一德期货有限公司 天津滨海新区营业部 300457  
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel：022-5982 0932  
一德期货有限公司 大连营业部 116023  
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座  
大连期货大厦2303、2310号房间  
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008  
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel：0371-6561 2079  
一德期货有限公司 淄博营业部 255000  
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新区A座806、  
807房间  
Tel：0533-3586 709  
一德期货有限公司 宁波营业部 315040  
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel：0574-8795 1915  
一德期货有限公司 唐山营业部 063000  
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel：0315-5785 511  
一德期货有限公司 烟台营业部 264006  
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室  
Tel：0535-2163353/2169678