

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉: shenchen_qh@chinastock.com.cn

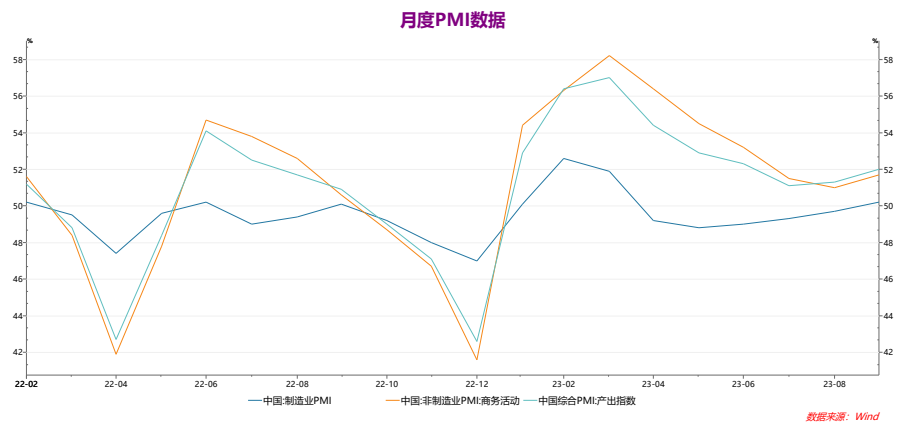
数据显示恢复性增长的波段性和曲折性特征

——10月PMI的几个看点

正文：

今天，国家统计局公布了10月PMI数据，10月制造业PMI再度回落，重归收缩区扩张区，报49.5%，前值50.2%。非制造业PMI则继续出现回落，报50.6%，前值报51.7%，综合产出PMI10月也从52%回落到50.7。显示出恢复性增长的波段性和曲折性特征。但10月的数据可能受到长假因素的扰动，历史数据显示，10月的PMI数据往往偏低。

图1：月度PMI数据



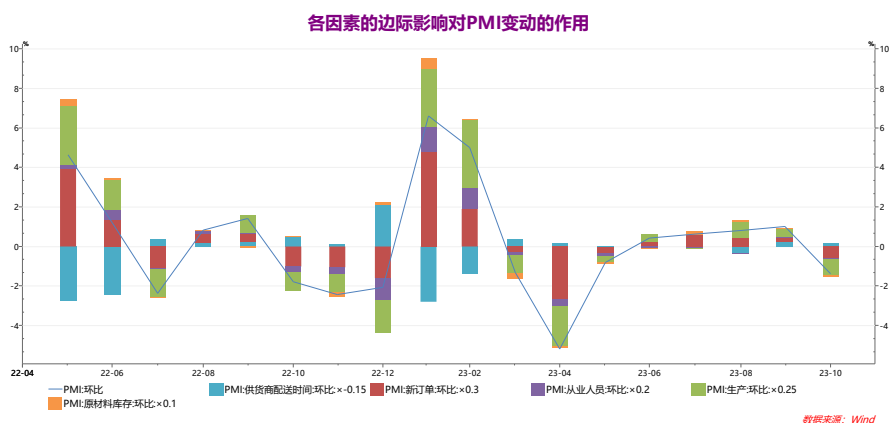
资料来源：银河期货 WIND

一、是什么在拉低 PMI?

10月PMI较9月环比回落1.39%。分析10月PMI各个分项对PMI环比回落

的边际贡献，生产、和新订单分别贡献了-0.85%和-0.59%，原材料库存贡献了-0.06%，从业人员为贡献了-0.04%。唯有配送时间为正贡献。生产方面，在手订单 PMI 继续有所回落，生产的恢复是不是有持续性值得关注，而且其依旧在收缩区。

图 2: PMI 分项对 PMI 的边际贡献

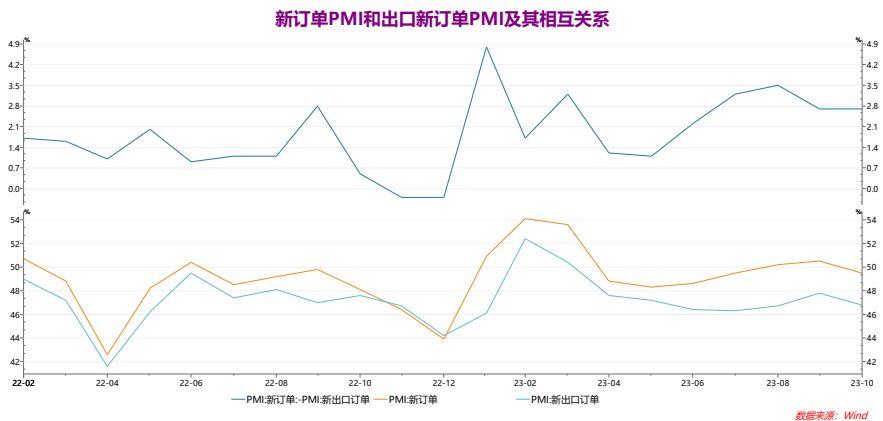


资料来源：银河期货 WIND

二、从新订单 PMI 下降看，出口新订单 PMI 起到什么作用？

如下图所示，新订单 PMI 和出口新订单的差值维持 2.7% 的水平，但双双回落。全面跌入收缩区。

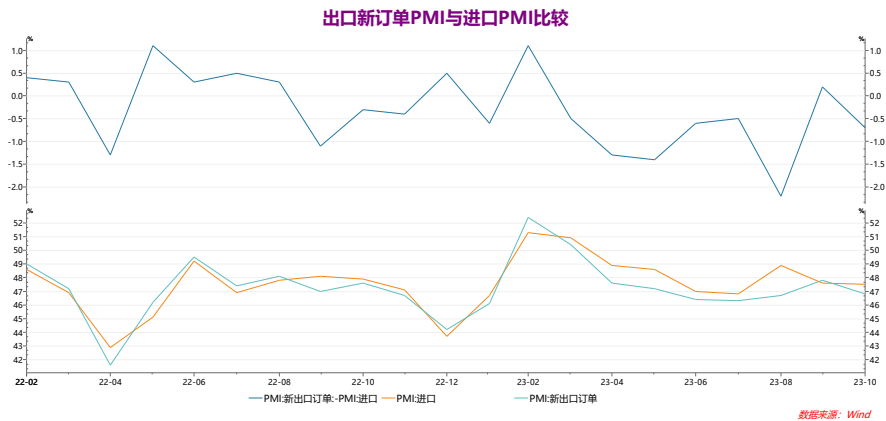
图 3: 新订单 PMI 和出口新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货 WIND

从出口新订单 PMI 和进口 PMI 的关系看，差值再度走负，主要是出口新订单 PMI 回落明显，进口 PMI 继续回落。

图 4：出口新订单 PMI 与进口 PMI 比较

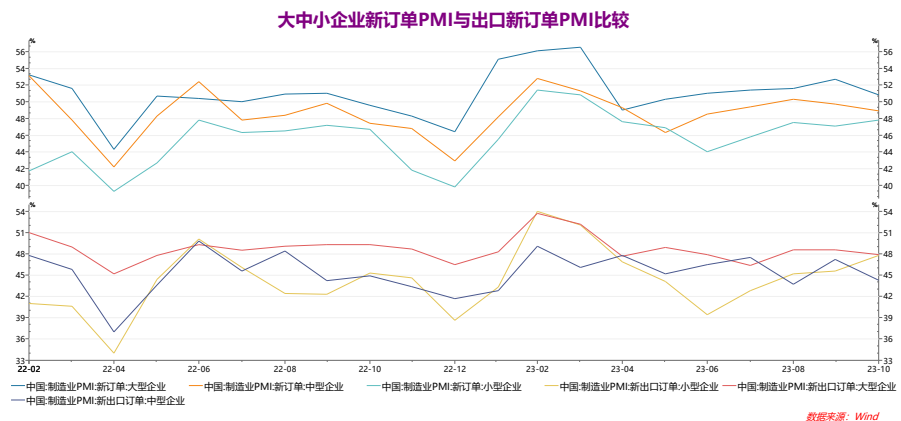


资料来源：银河期货 WIND

三、结构性问题缓解了吗？

无论从新订单 PMI 还是从出口新订单 PMI，或者从生产 PMI 等数据看，结构性问题依旧突出，中小企业多数指标依旧在收缩区，部分指标恶化，。但小企业的订单和出口新订单有所改善。出口新订单 PMI 大中小企业全面走低。

图 5：大中小企业新订单 PMI 与出口新订单 PMI 比较

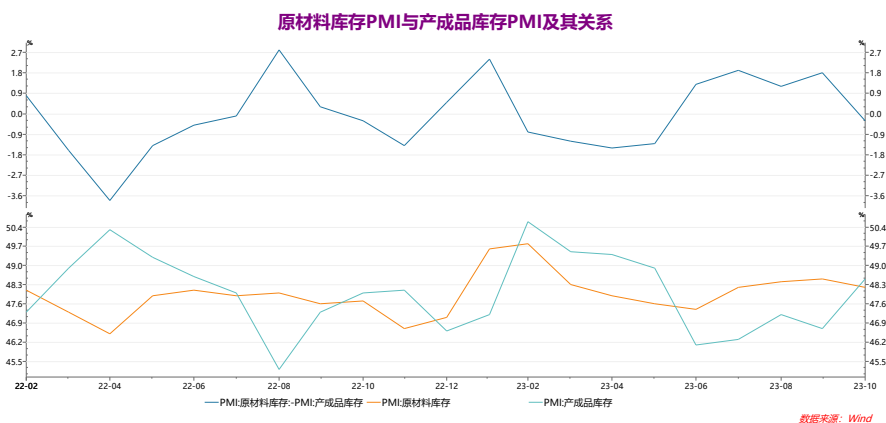


资料来源：银河期货 WIND

四、从库存关系看，上下游关系如何？

从产成品库存看，再度明显走高，显示被动补库存特征。从原材料库存 PMI 看，却出现了回落，价格回升，采购量回落，价格却回升，显示上游投资意愿回落。

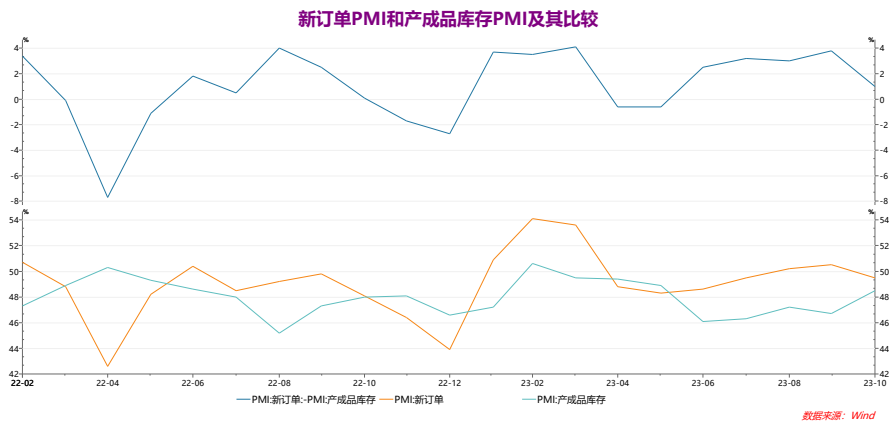
图 6：原材料库存 PMI 与产成品库存 PMI 及其关系



资料来源：银河期货 WIND

而从新订单 PMI 和产成品 PMI 库存的关系看，产品库存 PMI 回落，新订单和产成品库存 PMI 的差值从 3.8% 回落到 1%。显示在新订单 PMI 回落的情况下，企业却在被动补库存。10 月的出厂价格 PMI 环比明显回落。

图 7：新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较



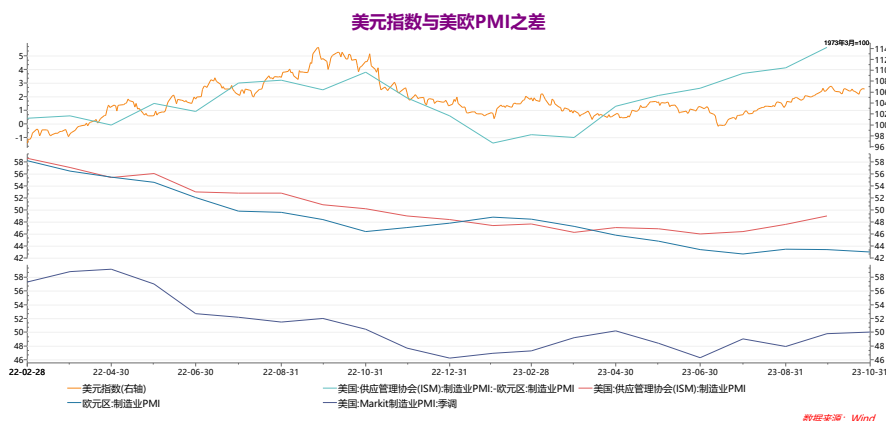
资料来源：银河期货 WIND

从产成品被动补库存，而原材料补库存意愿趋落的情况看，市场预期再度走弱。

五、汇率影响如何？

从美国和欧盟的 PMI 数据看，美欧 PMI 差值依旧正向，并且出现扩大。美国的 MARKIT-PMI 依旧表现强劲，在这个意义上，一味看空美元指数是不明智的。笔者也一再强调，不要轻易看空美元。

图 8：美元指数与美欧 PMI 之差



资料来源：银河期货 WIND

笔者在 5 月撰写的《再从中国式的有管理的浮动看人民币兑美元汇率》和近期撰写的汇率半年度展望报告中指出，在中国式的有管理浮动下，美元指数对人民币汇率影响是双向的，决定汇率走向最为关键的还是我国的经济，而不是美元指数，不能把人民币汇率稳定寄希望于美元指数的回落。

近期，人民币兑美元依旧显示疲态，央行对汇率采取了综合施策：召开全国会议呼吁汇率稳定，对人民币空头发警告通过增发离岸人民币票据收紧离岸人民币流动性、调低外汇存款准备金率等，汇率出现了一定的反弹。

但是，汇率是否稳定还是由基本面决定的。但是，汇率要持续稳定，有赖于国内经济的稳定，有赖于内生需求动力的恢复，有赖于恢复性增长走出波段性和曲折性的泥潭。从近期出台的房地产投资数据看，依旧任重道远。

笔者日前撰写了《坚定树立底线思维做到汇率风险中性必要性提升——从8、9月银行结售汇和代客收付款数据比较看市场心态和预期变化》，明确指出，通过对9月和8月数据比较，外汇市场主体的心态已经出现了明显的变化，观望心态浓厚，外汇市场的自动调节作用也得到了一定的削弱，外汇市场供求关系进一步趋紧。对汇率波动的底线思维和极限思维有必要提升。笔者也一再提醒企业响应央行号召，加强底线和极限思维，做到汇率风险中性，在目前的情况下，对外汇支出的进口企业做到汇率风险中性、锁定购汇成本更加重要和迫切。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河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发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河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。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独

立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河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，但银河期货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。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货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。银河期货建议客户独自进行投资判断。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。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799