



## 宏观研究

## 继续复苏

2020年09月30日

## 投资要点

**分析师：李奇霖**

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

**分析师：张德礼**

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

**近期报告**

《需求强才是真的强》2020-08-31

《评8月进出口数据：出口将继续修复》

2020-09-07

《8月CPI的三大看点》2020-09-09

《经济强势复苏的四大动力》2020-09-15

《分级的消费》2020-09-21

**继续复苏**

9月官方PMI数据很好，无论是从制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI这三个总指数，还是各个分项指数来看，都是这样。拖累8月制造业PMI的生产指数，9月也再次回升到今年以来的次高点，供需两端都显示经济复苏的趋势延续。

往后看，至少在今年年内，终端需求都不会太差。有了需求，生产自然也会跟上，复苏的趋势还会延续。但现在从业人员指数仍持续低于荣枯线，小型企业PMI能否持续高于荣枯线也还需要观察，各类保市场主体、稳就业的政策，短期都不宜过快退出。

**风险提示**

疫情海外持续失控。



## 图表目录

图表 1：领先指标显示，竣工周期短时间内难以结束.....	4
-------------------------------	---



9月官方PMI数据很好,无论是从制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI这三个总指数,还是各个分项指数来看,都是这样。拖累8月制造业PMI的生产指数,9月也再次回升到今年以来的次高点,供需两端都显示经济复苏的趋势延续。

高频的生产指标,比如全国高炉开工率、汽车轮胎半钢胎开工率,在9月后一两周有些转弱。但9月总的生产,相比于8月继续好转,和制造业生产有关的指标都在回升,采购量指数从51.7提高到53.6,原材料库存指数从47.3提高到48.5,生产指数也从53.5提高到54.0。

这也容易理解。第一,统计局领导在解读8月PMI数据时称,部分企业反映受暴雨影响,原材料采购周期拉长、市场订单减少、企业生产有所回落,而洪灾已经过去,对9月生产的拖累没有了。第二,无论是内需还是外需,无论是制造业的还是非制造业的,都很强劲,自然也会带动生产。第三,9月是传统的生产旺季。

9月工业增加值同比,预计会在8月5.6%的基础上,继续抬升。原因有两点,一是去年是建国70周年,国庆大庆前不少省市限产,使得今年9月的工业生产有低基数。二是去年8月和9月的工作日分别有22天、20天,今年8月和9月的工作日分别为21天、22天,也就是说今年8月和9月,工作日数分别比去年同期少1天、多2天,工作日天数的差异会体现在同比数据上。

再来看需求端的数据。内需方面,制造业PMI新订单指数从52.0回升到52.8,非制造业PMI新订单指数从52.3回升到54.0。外需方面,制造业PMI新出口订单指数从49.1回升到50.8,非制造业PMI新出口订单指数从45.1回升到49.1。四个分项指数都有明显提高,制造业PMI新出口订单指数还是今年首次回到50这一荣枯线上,创下2018年6月以来的新高。

往后看,至少在今年年内,需求还会继续强劲:

一是8月开始,国内服务消费加快恢复。由于不方便出国旅行,国庆期间不少国内热门景点的门票已经售罄,也预示着后续月份的消费不会差;

二是欧美经济恢复的节奏,是消费快于生产,这跟中国刚好相反,9月以来欧美疫情二次复发,会扩大它们的供需缺口,这会继续拉动中国的出口;

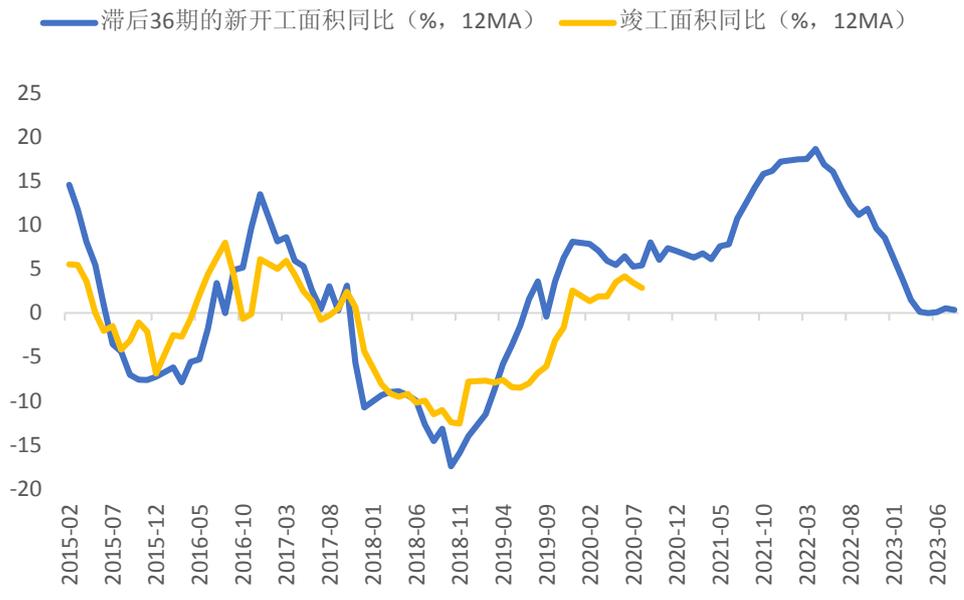
三是基建投资,尽管面临财政资金被刚性支出挤占、缺少好的项目来对接专项债等问题,但前期密集发行的专项债,也会对后续月份的基建投资形成支撑。单月同比增速不会很高,但在经历7月和8月的连续下滑后,我们认为会转头向上。

四是制造业投资增速回升是确定的。需求好转能够改善预期,加之前8个月累计同比-8.1%,这样低的增速很难持续。

各个终端需求指标中,地产投资的不确定相对大一点,在融资收紧后市场对它的持续性也很关注。“345”融资规则出台后土地市场迅速降温,但近年新开工面积占施工面积比例在20%-25%,能够产生实物投资进而创造GDP的建安投资关键看存量项目。从领先滞后关系看,竣工周期短期不会结束,建安投资大幅下滑的概率也很小。



图表1：领先指标显示，竣工周期短时间内难以结束



资料来源：Wind，粤开证券研究院

9月官方PMI数据，除了供需之外，还有两点值得关注。

一是价格指数走弱。4个价格相关的PMI分项指数，除制造业主要原材料购进价格从58.3上升到58.5之外，其余3个都是下滑的。这主要是因为生产比需求扩张得更快，而原油等国际大宗9月也出现降价，加之当前的工业品实际库存仍处在高位，因此产成品的销售价格走弱。

二是小型企业PMI，时隔3个月再次回到50这一荣枯线上。小型企业PMI受关注，原因是它反映了中国广大小型企业的生存情况，涉及到就业等基本民生。保市场主体尤其是中小企业，是今年宏观调控的重点工作之一。前期各类纾困政策逐步见效，以及终端需求好转，都带动小型企业生产经营状况好转。

不过需要注意的是，大型、中型和小型三种规模的企业中，小型企业PMI的波动是最大的，这可能和官方PMI调查样本企业以大中型的央企、国企为主，小型企业样本占比少有关。因此，后续需要关注小型企业PMI好转的持续性，因为小型企业的生产经营状况是影响政策变化的重要因素之一。

总的来看，至少在今年年内，终端需求都不会太差。有了需求，生产自然也会跟上，复苏的趋势还会延续。但现在从业人员指数仍持续低于荣枯线，小型企业PMI能否持续高于荣枯线也还需要观察，各类保市场主体、稳就业的政策，短期都不宜过快退出。



## 分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300517030002。

张德礼，2017年3月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_2268](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2268)

