



宏观研究

需求强才是真的强

2020 年 08 月 31 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

《CPI 同比将再度走低》2020-08-10

《一文看懂内循环》2020-08-11

《双循环新格局背景下的宏观调控政策取向》2020-08-14

《经济复苏还没结束》2020-08-14

《工业数据分析手册(二):工业企业财务数据》2020-08-21

需求强才是真的强

8 月 PMI 从 51.1 下滑到 51.0，乍一看，低于预期，但稍微看下分项，就能发现经济还是在复苏的轨道上。因为需求强才是真的强，无论是新订单还是新出口订单，无论是制造业 PMI 还是非制造业 PMI，需求都在恢复。

只要需求强，生产弱就不是问题。只要需求强，未来将继续被动去库存；只要需求强，经济复苏的势头就还会延续。

风险提示

疫情海外持续失控。



图表目录

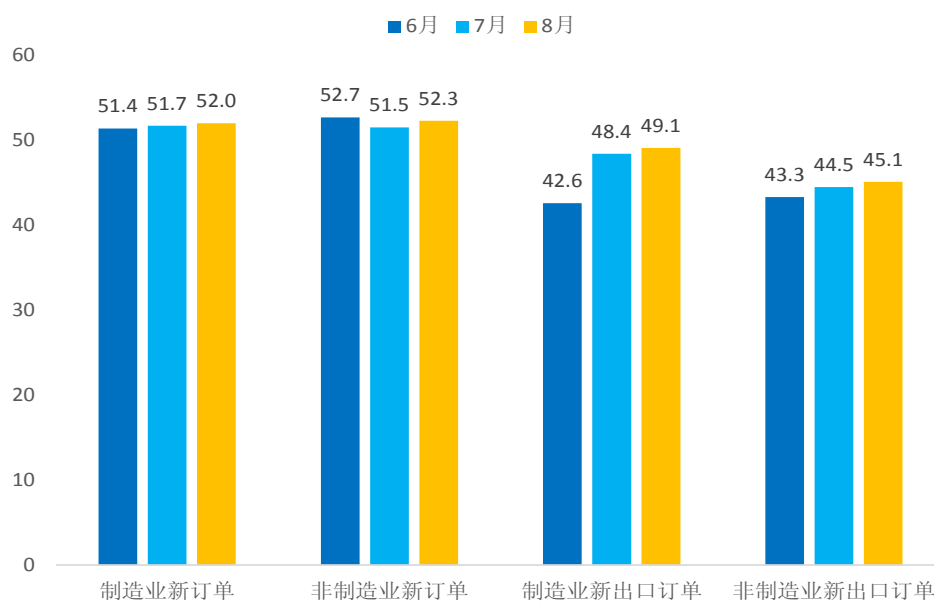
图表 1：8 月内外需、制造业和非制造业的需求都在好转	3
图表 2：生产弱但需求是明显恢复的	4
图表 3：库存还有去化的空间	4



8月 PMI 从 51.1 下滑到 51.0，乍一看，低于预期，但稍微看下分项，就能发现经济还是在复苏的轨道上。因为需求强才是真的强，无论是新订单还是新出口订单，无论是制造业 PMI 还是非制造业 PMI，需求都在恢复。

先来看看需求端的数据。内需方面，制造业 PMI 新订单指数从 51.7 回升到 52.0，非制造业 PMI 新订单指数从 51.5 回升到 52.3。外需方面，制造业 PMI 新出口订单指数从 48.4 回升到 49.1，非制造业 PMI 新出口订单指数从 44.5 回升到 45.1。

图表1：8月内外需、制造业和非制造业的需求都在好转



资料来源：Wind，粤开证券研究院

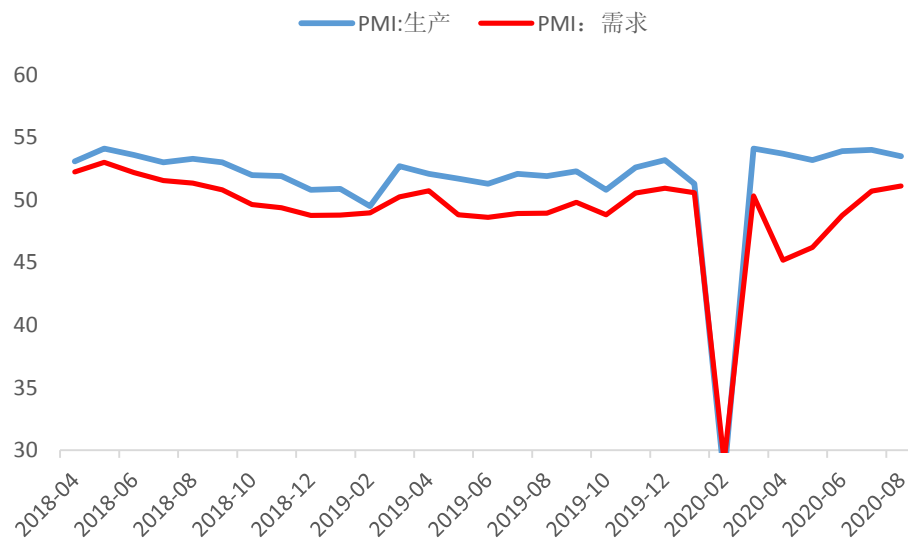
问题来了，既然需求这么好，PMI 数据为什么还会低于预期呢？

主要是被生产拖累了。生产分项从 54.0 下降到 53.5，拖累制造业 PMI 走低 0.13 个点。

不仅如此，生产弱了还把采购需求给带下去了，毕竟没有了生产就没有了继续加大采购力度的理由。从数据来看，PMI 采购量指数从 52.4 降低到 51.7、原材料库存指数从 47.9 降低到 47.3。



图表2：生产弱但需求是明显恢复的



资料来源：Wind，粤开证券研究院

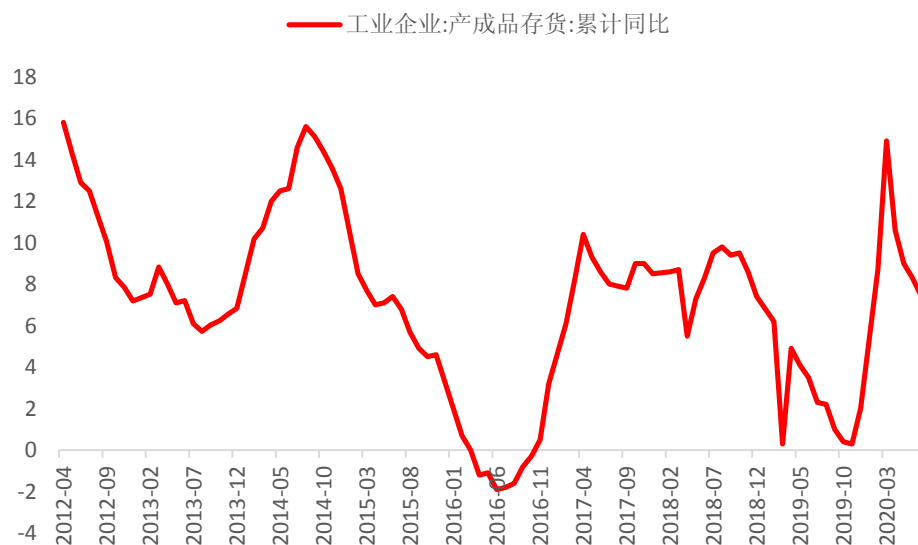
8月需求在继续恢复，但生产为什么会偏弱呢？

我们认为，这主要受两个因素推动。

一是洪涝灾害对生产活动的压制。统计局有关领导解读8月官方PMI数据时称，重庆、四川等地部分企业反映受暴雨洪涝灾害影响，原材料采购周期拉长，市场订单减少，企业生产有所回落。

二是库存还维持在高位。7月工业企业产成品库存累计同比7.4%，如果用前7个月的PPI累计同比-2.0%来剔除物价的影响，当前工业企业产成品实际库存同比仍然高达9.4%。上半年融资宽松的时候，还可以通过借债来养着库存，不去库存也可以维持高生产，现在流动性环境肯定不如上半年了，对企业来说，还是趁着需求好，去化点库存会比较安全。所以，产成品库存也下降了0.5个百分点，掉到了47.1。

图表3：库存还有去化的空间



资料来源：Wind，粤开证券研究院



只要需求好，生产暂时的疲弱不是问题，因为库存去化后，企业还是要扩大生产规模来应对不断扩张的需求，生产恢复就是时间的问题。现在的问题是，需求还能不能维持扩张的趋势？

我们认为，需求恢复的趋势还是可以延续的，虽然斜率会放缓，但这根本不是核心矛盾，只要绝对的需求是不断恢复的，对经济整体复苏的判断，资本市场风险偏好回升的趋势，就不会发生根本性变化。

首先，出口的复苏最具有确定性。海外疫情扩张给二季度出口“挖坑”了，但由于医疗物资和集成电路出口的扩张，中国的出口还是很有韧性的，持续超预期。

海外是在疫情扩散阶段复工的，这意味着：1）对防疫物资的需求短期下不来；2）虽然海外复工对中国的出口产品有替代效应，但生产端“从零到有”带来的需求效应肯定要大于替代效应；3）海外复工预计和国内一样，先生产端，后需求端，因此一开始通用设备、专用设备、机电产品出口复苏会先行，后面才会有消费品出口的复苏。

其次，基建投资继续上行的概率也非常高。基建投资因为6月和7月南方洪涝灾害的影响，连续掉了两个月。但现在洪峰已经消退了，专项债、特别国债已经在发力做逆周期调节，10月资金募集到位后会陆续投入到实体，基建投资继续高增长的趋势是非常确定的。

再次，房地产赶工周期还在持续。房企融资监管趋严，短期肯定会对房企拿地和开工产生冲击，毕竟谁都会在政策不确定性的趋势下观望一阵子。

但是，也要注意，现在的金融环境还是很宽松的，无论是国内还是国际，实体承载不了的流动性向金融资产溢出的效应一时半会还终结不了，所以房地产销售的强势周期是可以持续的。

只要房地产销售的趋势可以延续，房企虽然借钱难一点，但还是可以通过加快推盘在销售环节实现快周转，回笼流动性并支撑拿地、新开工和存量项目的赶工。而且，在融资环节不确定的环境下，短期搞不好会驱使房企加快存量项目的周转，对房地产开发投资反而是支撑。

最后，消费最糟糕的时候已经过去。

各终端需求中，消费恢复最慢，二季度最终消费支出对当季GDP同比的拖累仍然达2.4个百分点。

但是，大家注意看非制造业商务活动指数，从54.2回升到55.2，这是2018年5月以来的新高，有意思的是，深坑一下非制造业商务活动指数的行业八项，就会发而进的

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_2909

