宏观研究

当需求加速回暖，一切都将不同

——点评 9 月 PMI 数据

宏观事件点评　　2020 年 10 月 9 日

报告摘要：

- **9 月制造业 PMI 好于预期，最大贡献来自于需求加速回暖。**9 月制造业景气继续回升。其中，新订单指数创年内新高，显示需求正在加速回暖。具体表现在：一方面，市场主体内生需求加速修复，推动经济良性复苏；另一方面，海外生产修复受到疫情持续蔓延影响，中国出口份额有望继续提高。我们测算，仅新订单一项，对 9 月 PMI 回升的贡献达到 50%。

- **需求加速回暖，正在带来一连串积极的变化。**一是得益于需求对生产的支撑增强，生产持续强力复苏，9 月生产指数对 PMI 回升的贡献为 26%；二是企业采购意愿增强，出现主动补库存迹象，9 月库存指数对 PMI 回升的贡献为 25%；三是企业家信心持续增强，制造业、建筑业和服务业企业预期指数均持续处于高位景气区间，经济复苏后劲强。

- **数据也显示，目前有两个问题需要关注。**其一，制造业原材料供应商交货时间继续加快，但由于该指数是逆指数，因此对 PMI 是负贡献；其二，尽管制造业主要原材料购进价格指数上升，但制造业出厂价格指数和非制造业销售价格指数均回落。我们认为，这两个问题其实都反映出，尽管需求正在加速回暖，但截至目前，“生产领先于需求”的问题尚未得到彻底解决。

- **A 股短期震荡主要是受外围市场影响，中长期不必悲观。**中国经济持续复苏的态势没有改变，流动性紧张局面在央行 9 月大规模净投放后也得到一定程度缓解。短期内，A 股受海外市场波动影响在所难免，但受益于中国疫情防控得力、政策不确定性较小、经济持续复苏等因素，A 股中长期向好趋势不变。

- **风险提示：**
全球疫情传播持续恶化，美国政治经济不确定性放大。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：　S0100519040001

电话：　010-85127665

邮箱：　xieyunliang@mszq.com

相关研究

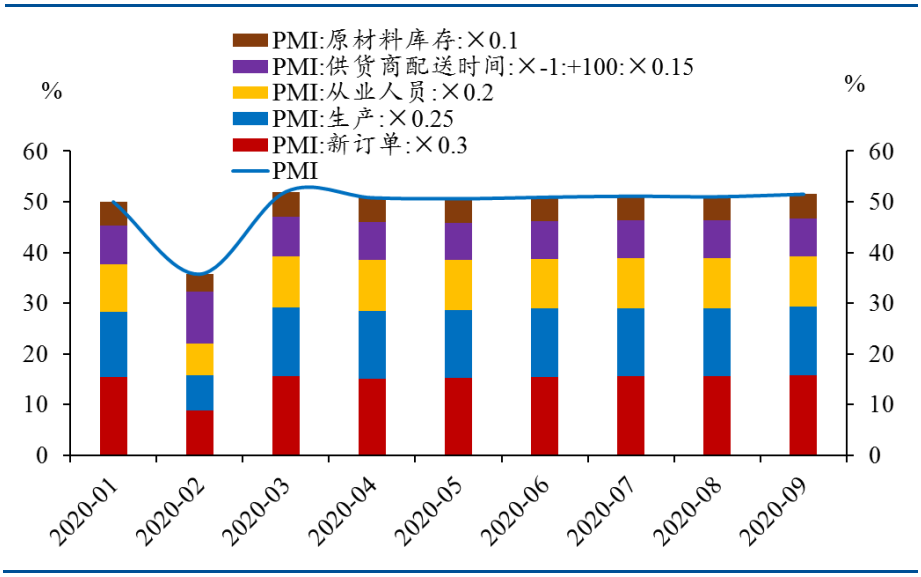
中国 9 月官方制造业 PMI 为 51.5%，预期 51.3%，前值 51%。

中国 9 月官方非制造业 PMI 为 55.9%，预期 54.7%，前值 55.2%。

一、9 月 PMI 好于预期，最大贡献来自于需求加速回暖

制造业景气继续回升，一半来自于新订单回暖的贡献。9 月制造业 PMI 为 51.5%，比上月上升 0.5 个百分点，高于市场预期的 51.3%，为今年年内次高（仅低于 3 月份），连续 7 个月位于荣枯线上方，显示制造业景气继续回升。其中，新订单指数为 52.8%，创年内新高，比上月上升 0.8 个百分点。根据新订单指数在 PMI 中的权重测算，仅此一项，对 9 月 PMI 回升的贡献达到 50%（图 1）。

图 1：制造业 PMI 分解结果

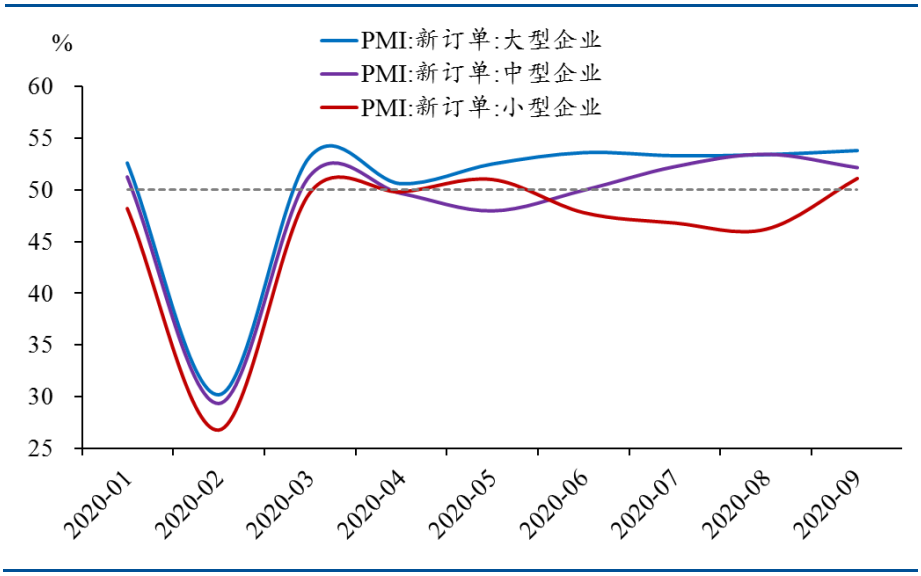


资料来源：Wind，民生证券研究院

新订单指数显示需求正在加速回暖，主要表现在两个方面：

一方面，市场主体内生需求加速修复，推动经济良性复苏。在疫情防控较好的背景下，近期数据显示，需求正在加速修复。此前公布的 8 月经济数据中，民间投资和消费当月同比增速均实现转正。随着制造业进入传统的产销旺季，市场活跃度进一步提升。9 月大型企业、中型企业、小型企业新订单指数分别为 53.8%、52.2%、51.1%，均处于荣枯线上方。其中，小型企业较上月上升 4.9 个百分点，系过去 4 个月以来首次回到荣枯线上方（图 2）。这也反映出，支持小微企业的一系列政策措施见效，中国经济的毛细血管重新焕发出活力。

图 2：制造业大中小企业新订单指数都回到荣枯线上方

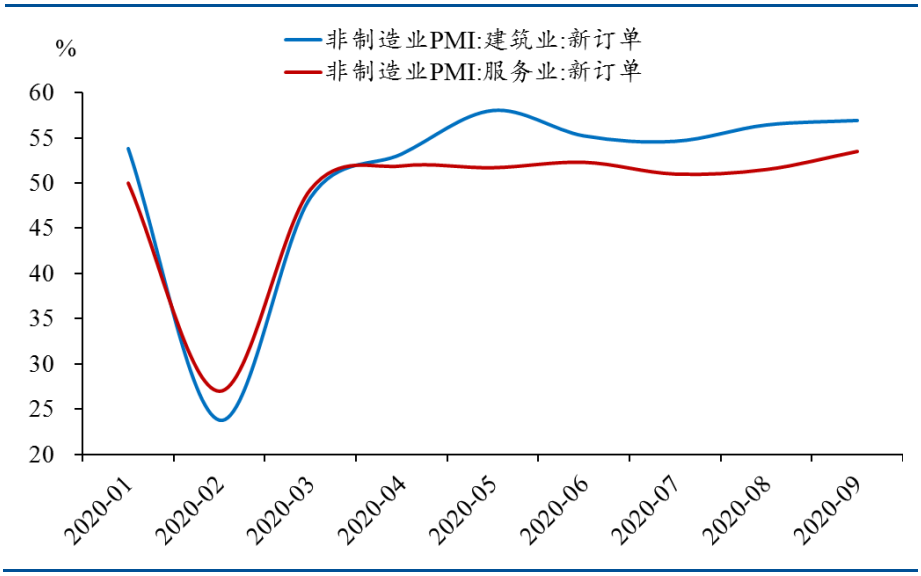


资料来源：Wind，民生证券研究院

另一方面，海外生产修复受到疫情持续蔓延影响，中国出口份额有望继续提高。过去几个月中国出口表现抢眼，原因在于海外疫情持续蔓延，导致生产能力修复较慢，消费品供应面临缺口，中国凭借快速修复的生产能力，恰好补上了这一缺口。也就是说，中国出口高景气能持续多久，与海外生产修复情况密切相关。在当前海外疫情大面积反扑的情况下，海外生产修复可能出现一些反复，有利于中国出口份额继续提升。9 月制造业 PMI 新出口订单指数上升 1.7 个百分点至 50.8%，重回荣枯线上方，有力地验证了这一逻辑。

不光制造业需求加速回暖，非制造业也是一样。9 月，非制造业商务活动指数为 55.9%，比上月上升 0.7 个百分点，自 3 月份以来持续位于临界点以上。与制造业类似，非制造业的需求也正在加速恢复。9 月非制造业新订单指数为 54.0%，比上月上升 1.7 个百分点。其中，建筑业新订单指数为 56.9%，比上月上升 0.5 个百分点；服务业新订单指数为 53.5%，比上月上升 2.0 个百分点（图 3）。9 月，综合 PMI 产出指数为 55.1%，比上月上升 0.6 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体加快。

图 3：建筑业和服务业新订单指数也都回升



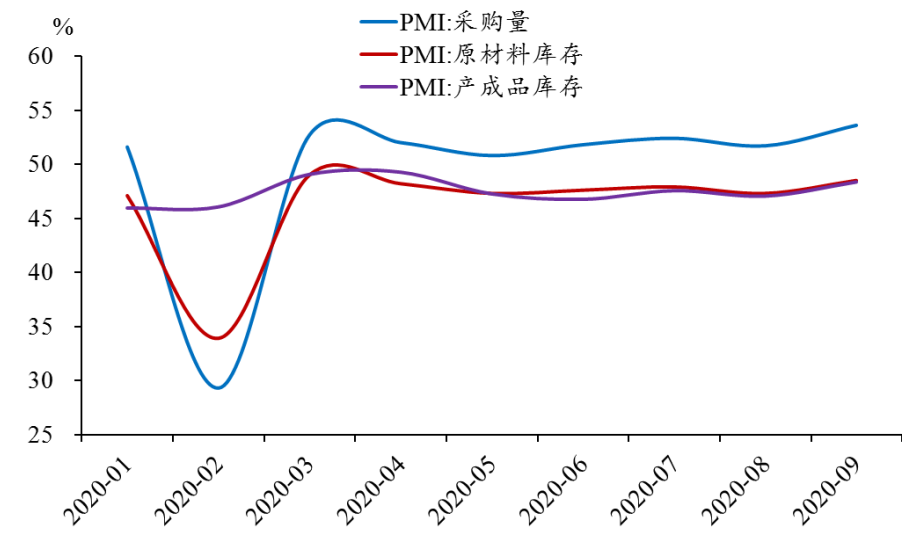
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、需求加速回暖，正在带来一连串积极的变化

对于短期经济来说，需求是牛鼻子，需求的加速回暖，正在带来一连串积极的变化。

一是得益于需求对生产的支撑增强，生产持续强力复苏。过去几个月，困扰中国经济的一个问题是“需求滞后于生产”，供需不够协调，不少人由此担心经济复苏尤其是生产复苏的可持续性。但近期需求加速回暖，尤其是内外需双双向好，对生产的支撑明显增强。9 月，制造业 PMI 生产指数上升 0.5 个百分点至 54%，连续 7 个月处于景气扩张区间。根据生产指数在 PMI 中的权重测算，生产修复对 9 月 PMI 回升的贡献为 26%。

图 4：企业采购意愿增强，出现主动补库存迹象



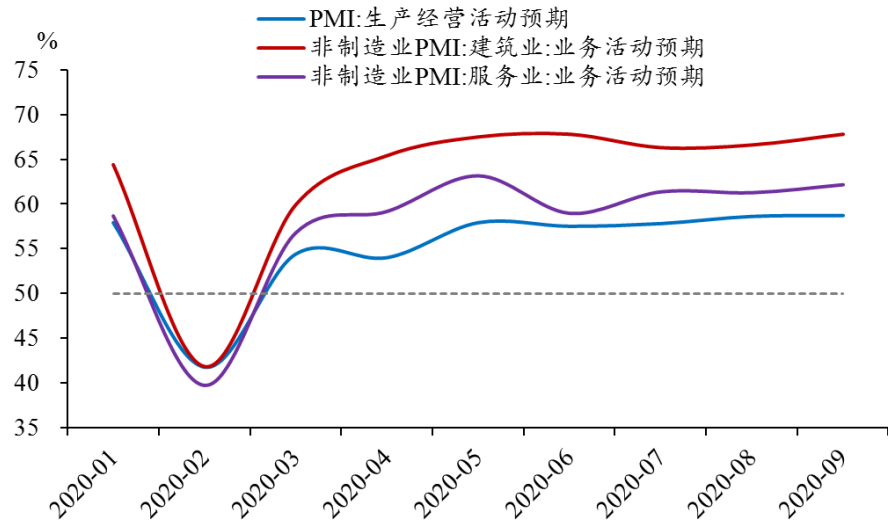
资料来源：Wind，民生证券研究院

二是企业采购意愿增强，出现主动补库存迹象。9 月，制造业 PMI 两大库存指数

都在回升。原材料库存指数回升了 1.2 个百分点至 48.5%，产成品库存指数回升了 1.3 个百分点至 48.4%。结合企业采购情况看，可以看到 9 月采购量指数也回升了 1.9 个百分点至 53.6%。事实上，日前公布的 8 月工业企业产成品存货数据也出现了小幅上行。这些情况表明，企业采购意愿增强，在需求加速回暖的支撑下，企业出现了主动补库存的迹象（图 4）。根据库存指数在 PMI 中的权重测算，库存回补对 9 月 PMI 回升的贡献为 25%。

三是企业生产经营活动预期向好，经济复苏后劲强。9 月，制造业、建筑业和服务业企业预期指数均持续处于高位景气区间。其中，制造业生产经营活动预期指数为 58.7%，比上月回升 0.1 个百分点；建筑业业务活动预期指数为 67.8%，比上月回升 1.2 个百分点；服务业业务活动预期指数为 62.2%，比上月回升 0.9 个百分点（图 5）。在供需协调复苏背景下，企业家信心不断增强，这是经济持续复苏的后劲所在。9 月，综合 PMI 产出指数为 55.1%，高于上月 0.6 个百分点，反映我国企业生产经营活动继续加快。

图 5：企业生产经营活动预期向好



资料来源：Wind，民生证券研究院

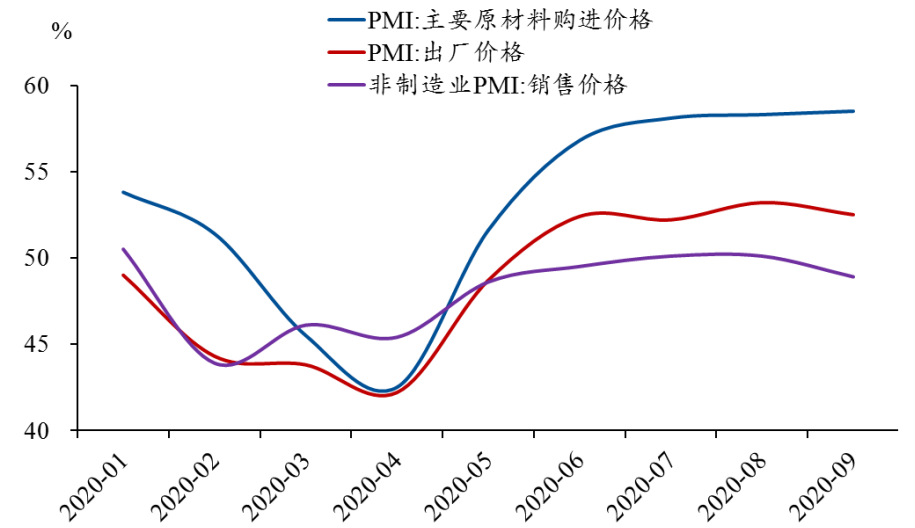
三、经济复苏过程中，值得注意的问题

数据显示，目前有两个问题需要关注：

其一，供应商配送时间对 9 月 PMI 是负贡献。9 月，供应商配送时间指数为 50.7%，比上月上升 0.3 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间继续加快。但需要注意的是，供应商配送时间指数为逆指数，在合成制造业 PMI 指数时进行反向运算。根据其权重测算，供应商配送时间对 9 月 PMI 回升构成了 9.4%的拖累。

其二，价格指数出现一定程度的扭曲。9 月，制造业主要原材料购进价格指数比上月回升了 0.2 个百分点至 58.5%，但出厂价格指数却比上月下降了 0.7 个百分点至 52.5%（图 6）。非制造业销售价格指数比上月下降 1.2 个百分点至 48.9%，表明非制造业销售价格总体回落，其中建筑业和服务业销售价格指数分别下降了 1.2 个、1.3 个百分点。

图 6：制造业购进价格指数和非制造业销售价格指数均下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

如何看待这两个问题？我们认为，这两个问题其实都反映出，尽管需求正在加速回暖，但截至目前，“生产领先于需求”的问题尚未得到彻底解决。供应商交货时间加快，反映出供应商的生产能力大于其需求。制造业出厂价格和非制造业销售价格下降，反映出仍有不少企业面临需求不足的问题。这本质上属于阶段性的问题，未来随着供需进一步走向协调，这些问题也将逐渐得到解决。

四、A 股中长期走势不必悲观

A 股短期震荡主要是受外围市场影响，中长期不必悲观。近期 A 股市场出现较大震荡，可以明确的是，调整不是宏观经济面变化造成的，中国经济持续复苏的态势没有改变；调整也不是流动性收紧造成的，央行 9 月大规模净投放，流动性紧张的局面得到一定缓解，预计 9 月末超储率将较上月末小幅回升。根本上，本轮 A 股调整是外围市场波动带来的连锁反应。短期内，A 股受海外市场波动影响在所难免，但受益于中国疫情防控得力、政策不确定性较小、经济持续复苏等因素，A 股中长期向好趋势不变。

风险提示

全球疫情传播持续恶化，美国政治经济不确定性放大。

插图目录

图 1：制造业 PMI 分解结果.....2
图 2：制造业大中小企业新订单指数都回到荣枯线上方.....3
图 3：建筑业和服务业新订单指数也都回升.....4
图 4：企业采购意愿增强，出现主动补库存迹象.....4
图 5：企业生产经营活动预期向好.....5
图 6：制造业购进价格指数和非制造业销售价格指数均下降.....6

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。