东兴证券 DONGXING SECURITIES

需求复苏及分化仍是Q4经济主线

——9月PMI数据点评

2020 年 9 月 30 日

固定收益 | 点评报告

分析师	张怀志 电话：010-66555181 邮箱 zhanghz@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080004
研究助理	贾清琳 电话：010-66554042 邮箱 jiaql@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070058

事件：

9 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.5%，比上月上升 0.5 个百分点;非制造业商务活动指数为 55.9%，比上月回升 0.7 个百分点。

观点：

PMI 全线超预期，根本原因为内生动力复苏，特别是消费需求和下游需求。出口、服务业和建筑业高景气在预期内，内生动力增强是超预期因素，进口、新订单和小型企业 PMI 边际走强，显示经济内生动力逐步恢复，带动生产、采购和从业人员等分项处于高景气。

分行业看，建筑业持续高景气，服务业回升，制造业回升；分大中小看，小型企业超预期回暖，大企业仍维持高景气，中型企业走弱。PMI 小型企业常态处于 50 以下，本次重回 50 以上应有政策扶持因素。

价格出现分化，验证 PPI 二阶拐点已现，PPI 环比趋降，同比上涨趋缓。8 月 PPI 点评中提到“顶背离发生往往是因为上下游或者不同行业间价格发生分化”，本期上游坚挺（PMI 原材料价格环比上升 0.2 至 58.5），下游消费品价格稳步提升(BCI 消费品价格环比下降 2.25 至 50)，中间品价格开始下降， PMI 出厂价格也下降，预计本月 PPI 环比小幅下降至 0.25%，同比-1.85%。

新一轮补库存行情开启，仍有反复且走势较弱，且行业分化较大。支持观点主要来自先行指标 PPI 和近期库存指标，反对观点主要是复苏斜率放缓以及库存仍处高位。从领先指标 PPI 同比看，已经见底回升，说明需求开始稳步回升，从经验看，进入补库存阶段，从工业产成品库存和 PMI 库存看，处于拐点阶段；反对观点认为，库存仍处高位，生产可能承压，另外疫情可能打乱传统库存周期，传统经验难以依靠。 总体来看，我们认为关键问题在需求，只要内生动力处于回升大趋势中，生产可能有反复但不改高景气，库存可能高位震荡，呈现小幅上行态势，因此我们认为新一轮补库存行情开启，但各行业分化明显，且本轮补库存行情仍有反复且走势较弱。

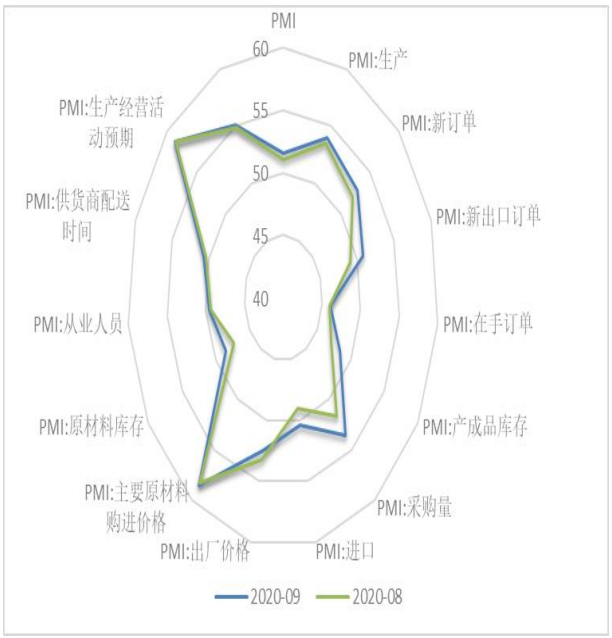
经济走势核心矛盾仍是需求复苏趋势，地产和基建带动上游需求带动 Q2 经济快速反弹，居民需求和下游需求将成主力，且复苏空间仍大，带动 GDP 同比逐季回升。PMI 显示复苏持续，生产、新订单等分项全面走强，但是显示库存增加，PMI 出厂价格边际下降，显示生产强于需求，库存增加，产品价格有所下降，说明企业订单有所增加，企业预期经济修复，生产有所加快，经济经营活动预期创 18 年以来新高，但目前看生产好于需求，库存仍维持相对高位，生产高景气可持续性依赖需求持续复苏，消化库存。四季度地产需求可能仍有一定不确定性，基建投资也将进入淡季，但经济复苏主力切换至内生动力（下游需求），不改整体复苏趋势，但后续经济指标可能出现分化。

结论： 9 月 PMI 超预期，或许有季节性因素，但主要原因仍是需求复苏，且需求复苏仍是四季度经济走势核心矛盾。我们认为四季度需求复苏空间仍大，经济难以回到 6%水平，因此 PMI 作为环比指标，中枢应该高于疫情前水平，当然随着经济复苏，PMI 中枢预计逐渐下降，可能在四季度。

9 月从高频数据看，存在旺季不旺的行情，但对比的主要是往年同期水平，环比看经济改善仍较明显，预期差之下，对债市短期形成利空。但四季度债市多空交织，预计延续震荡行情。

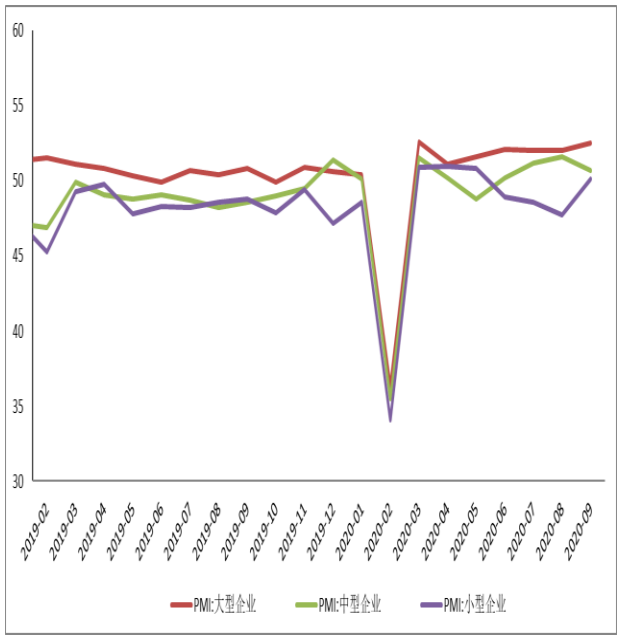
风险提示：疫情发展超预期

图 1：PMI 各分项全面改善



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2： 小型企业改善明显



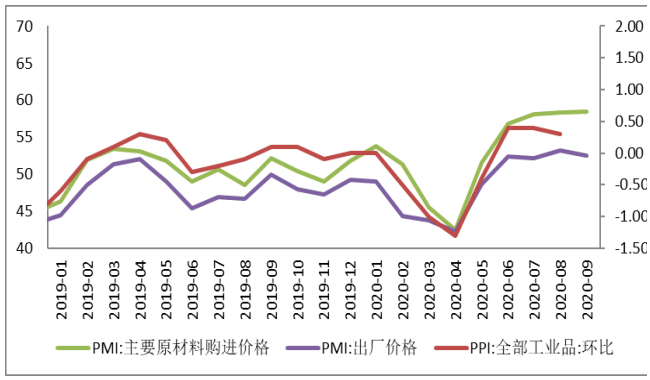
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3：库存周期拐点已至



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4：价格涨跌不一，预计 PPI 环比小幅下降为 0.25%



资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张怀志

固收研究员，经济学博士，研究经验丰富，先后参与科技部项目、发改委课题及多项国家自然科学基金，发表核心论文 6 篇，参与专著 3 本，2017 年加入东兴证券从事宏观研究，多篇研究成果被改革内参、凤凰财经、华尔街见闻转载。

研究助理简介

研究助理：贾清琳

金融本硕，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526