宏观研究

继续复苏

2020 年 09 月 30 日

分析师：李奇霖
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.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

投资要点

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；

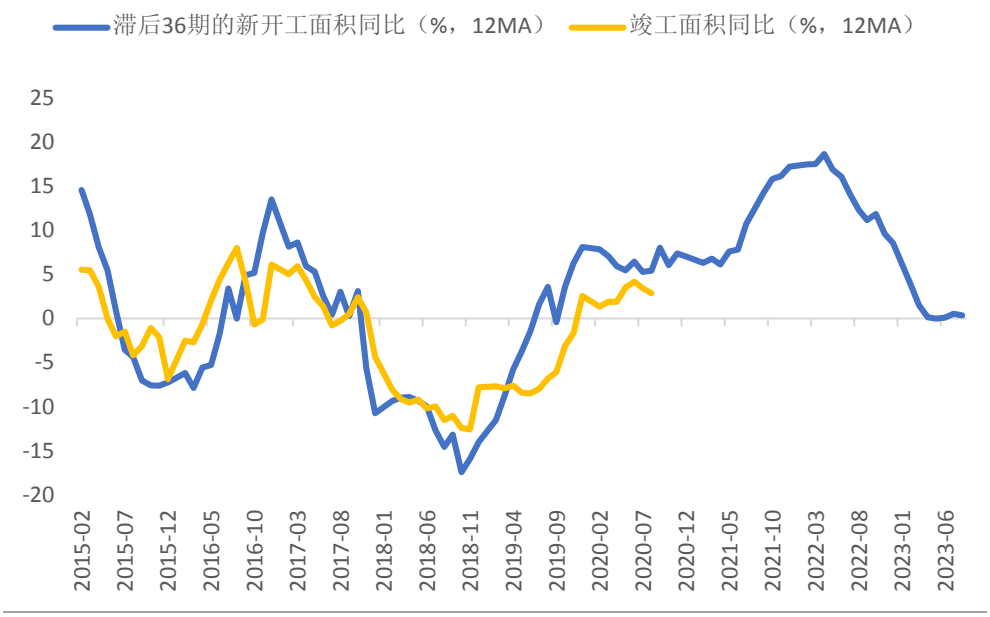
二是欧美经济恢复的节奏，是消费快于生产，这跟中国刚好相反，9 月以来欧美疫情二次复发，会扩大它们的供需缺口，这会继续拉动中国的出口；

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。

一是价格指标走弱。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。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com