宏观研究

需求强才是真的强

2020 年 08 月 31 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

《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

投资要点

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。

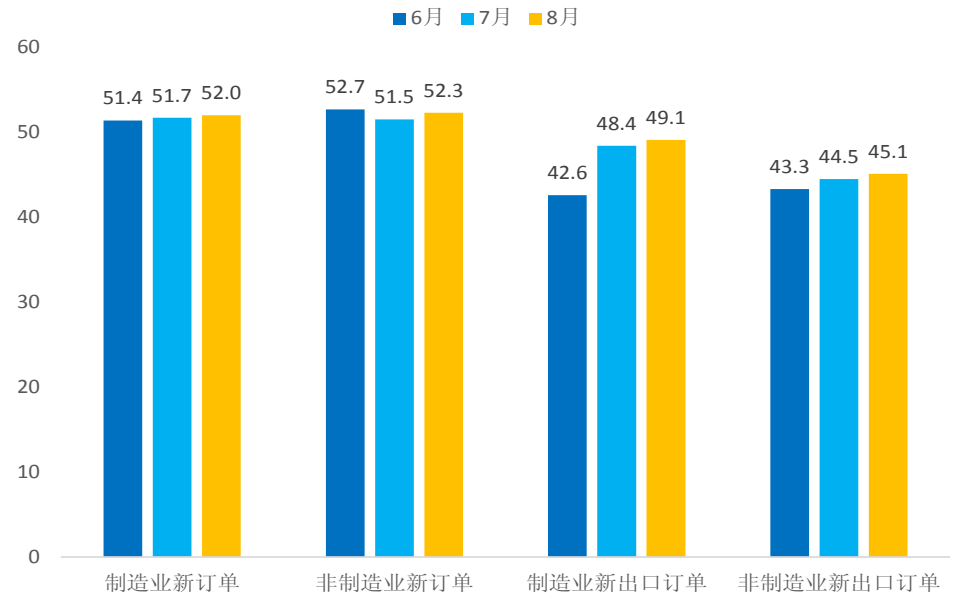
图表目录

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



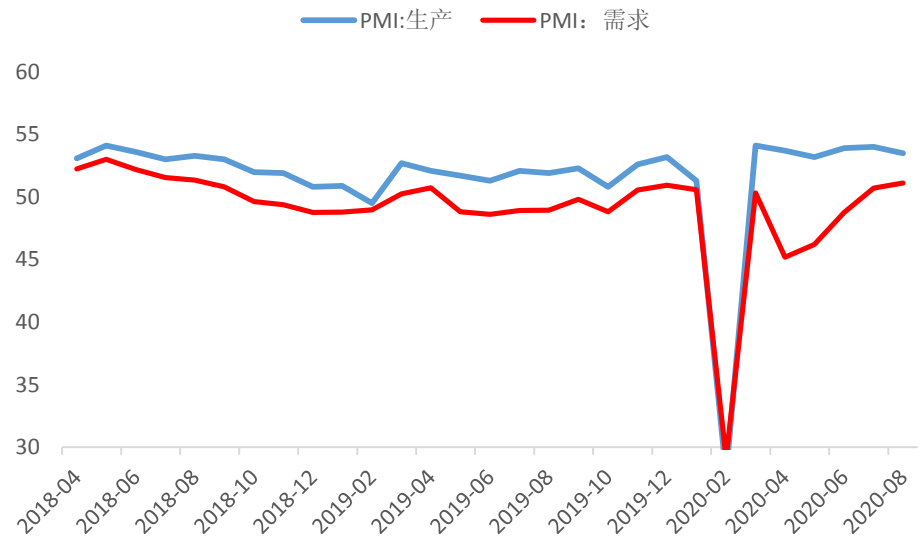
资料来源：Wind，粤开证券研究院

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

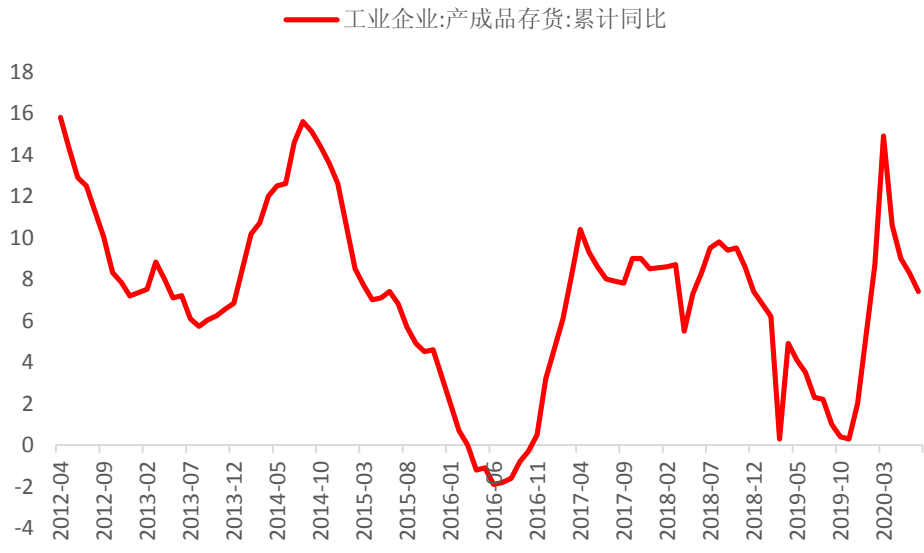
8 月需求在继续恢复，但生产为什么会偏弱呢？

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，也要注意到，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短期是可以持续的。

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，深挖一下非制造业商务活动指数的行业分项，就会发现铁路运输、航空运输、住宿等行业的商务活动指数都反弹到 60 以上了，这非常明显的说明，与老百姓在外活动关系相关度高的行业已经开始恢复了。

这与实际感受也是一致的，虽然大多数人还在戴口罩，但这已经不影响绝大多数人出差办公、聚餐、旅游和消费了，电影院也开张了，后续和居民出行消费相关的行业，像餐饮、购物和观影等，都会加快修复。

总的来看，8 月官方制造业 PMI 小幅下滑，主要是生产的拖累，但是内外需、制造业和非制造业的需求都在好转，而且需求的复苏还有可持续性，尤其是出口、基建投资和消费，未来还会加快修复。

再次强调，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。

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