

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

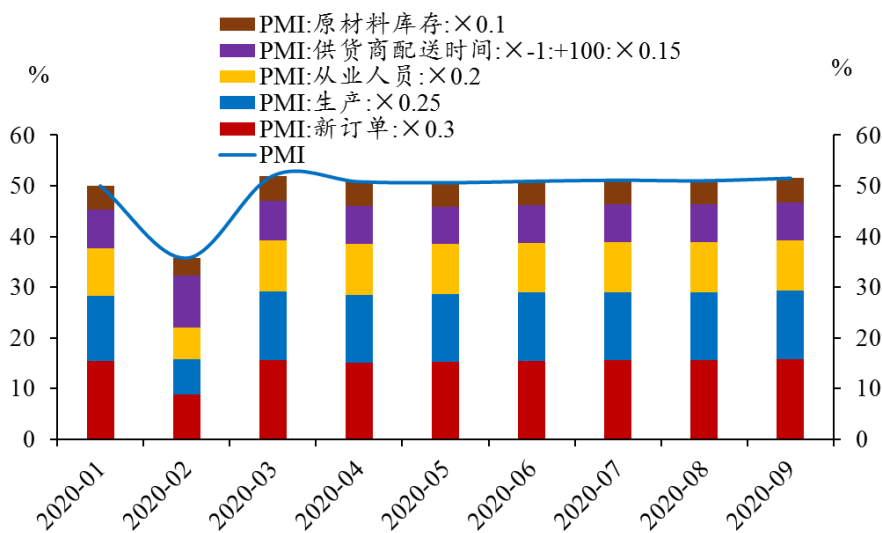
中国 9 月官方制造业 PMI 为 51.5%，预期 51.3%，前值 51%。

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

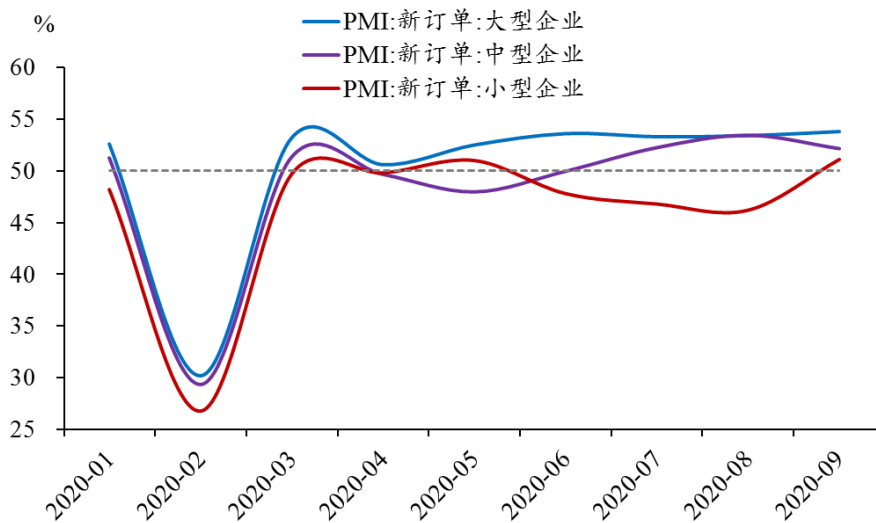


资料来源：Wind，民生证券研究院

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

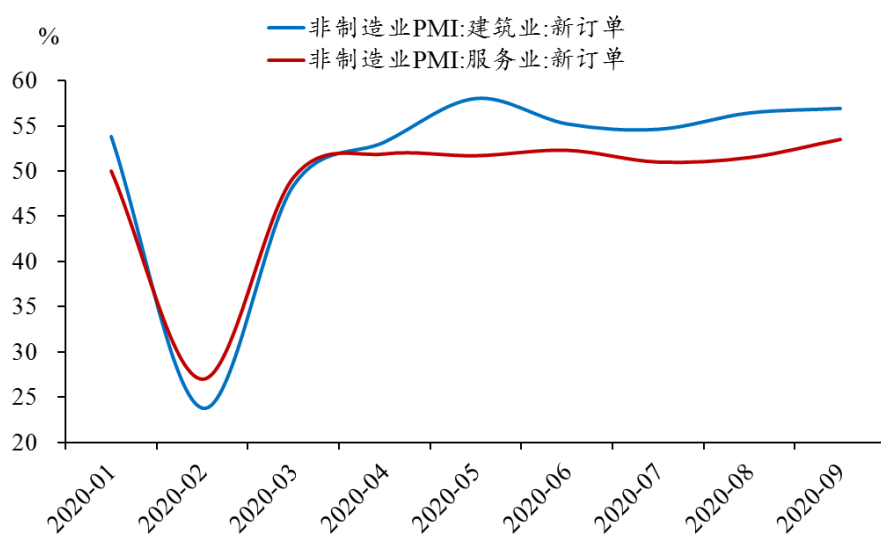


资料来源：Wind，民生证券研究院

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



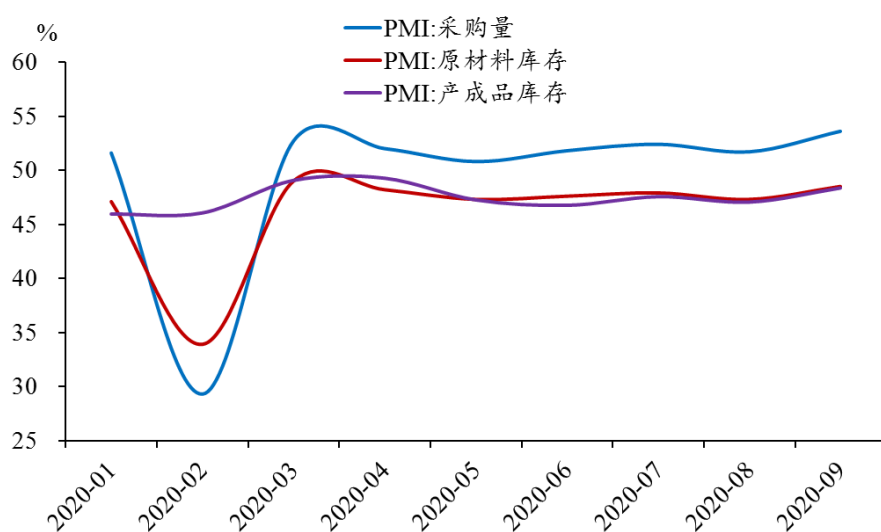
资料来源：Wind，民生证券研究院

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



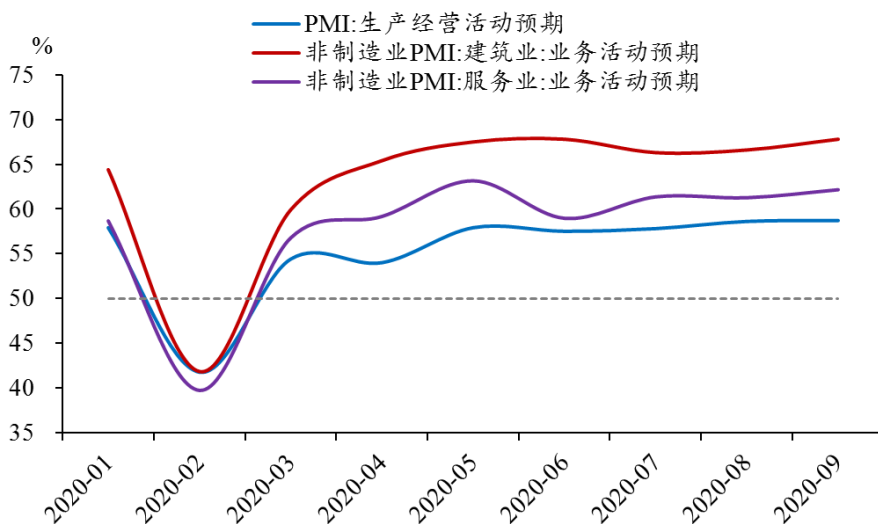
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

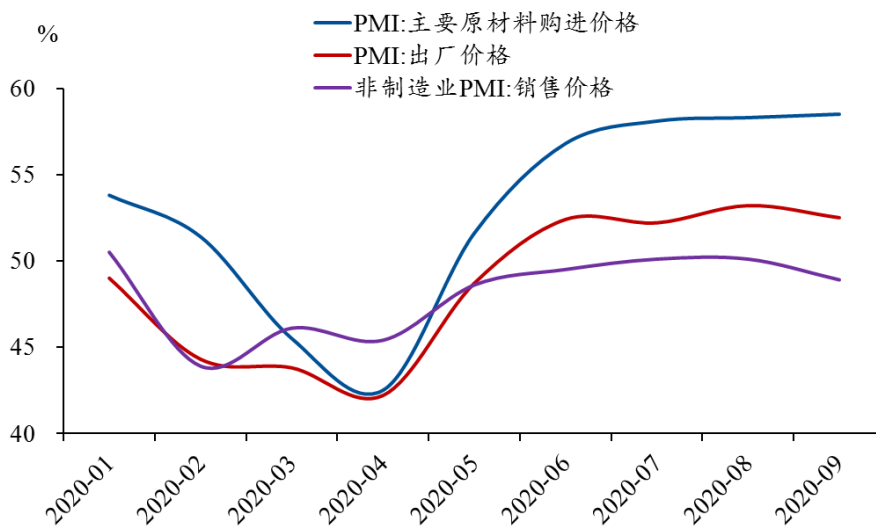
三、经济复苏过程中，值得注意的问题

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。

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_2245

