

【华西固收研究】需求改善拉动生产，小型企业表现亮眼

——9月PMI数据点评 20200930

事件概述：

国家统计局发布9月PMI数据，制造业PMI数据录得51.5%，环比提升0.5pct，非制造业PMI数据录得55.9%，环比提升0.7pct，综合PMI产出指数为55.1%，环比提升0.6pct。

分析与判断：

► 制造业：

需求持续改善，出口订单指数站上荣枯线

本月，制造业新出口订单指数录得50.8%，较上月大幅提升1.1pct，自年初以来首次站上荣枯线上方，外需出现了明显的改善。在出口持续好转的带动下，整体的需求向好，新订单指数录得52.8%，提升0.8pct。或是受到需求明显改善的驱动，本月生产指数也出现了明显的提升，由上月的53.5%再度提升至54.0%。同时，本月采购量指数大幅提升1.9pct至53.6%，原材料库存、产成品库存指数分别提升至48.5%、48.4%，从采购和库存情况来看，制造业企业目前在积极地备货，放缓去库速度。

综合需求、生产、库存等数据来看，基本可以认定当前部分企业已经开始了主动补库，经过前几个月需求的持续改善，产需错位得到了缓解，需求重新开始对生产起到拉动的作用。以“新订单-生产”构造的产需缺口指数已经收敛至-1.2%，接近历史中枢水平。

但需求拉动生产的模式是否具有可持续性？未来需求端的恢复速度可能是当前最大的风险。在地产政策趋严的情况下，预计地产投资难有强劲的表现，对地产链条尤其是前端工业产品的需求会有一定的压制。而外需还将面临着疫情反复和中美关系的不确定性因素。统计局表示，“本月纺织及服装服饰、木材加工等制造业反映市场需求不足的企业占比均超过五成，高于制造业总体水平，复苏动力仍显不足”。

原材料价格、出厂价格指数出现背离，企业利润空间承压

从价格方面来看，本月制造业企业出厂价格指数、主要原材料购进价格指数仍然保持在荣枯线上方，价格整体较上月表现为上涨。但从涨价的速度来看，主要原材料购进价格指数小幅提升0.2pct，仍然在加速上涨；而出厂价格指数大幅回落了0.7pct，产品端价格涨幅有所放缓。以“出厂价格-主要原材料购进价格”构造的价差指数本月录得-6.0%，较上月扩大0.9pct。上、下游价格变化的错位也反映了产业链不同环节中供需力量相对强弱的错位，整体来看，上游原材料供应商处于较为强势的地位，对9月PPI仍然有支撑。

结构性问题有所改善，小企业指数站上荣枯线

本月，大、中、小型企业PMI分别为52.5%，50.7%和50.1%，分别较上月变化+0.5、-0.9、+2.4pct，均站上了荣枯线。大型企业继续延续了强劲的复苏势头；中型企业尽管本月的扩张幅度有所放缓，但仍然在保持扩张。而小型企业的表现明显超出了此前预期，继6-8月的连续承压后，再度进入扩张的阶段。但值得注意的是，从疫情爆发以来的数据看，小型企业PMI的波动远大于大、中型企业，说明其经营改善的趋势或惯性更弱，受经济环境的影响更大，需要警惕后续回落的风险。

► 非制造业：**建筑业、服务业**

本月建筑业 PMI 录得 60.2%，与上月持平，仍然保持着较高的景气度。需求方面，建筑业新订单指数录得 56.9%，较上月回升 0.5pct，需求连续 3 个月加速扩张。价格方面，投入品价格指数与销售价格指数均表现为在荣枯线上方回落，分别回落了 1.3、1.2pct。业务活动预期在较上月回升了 1.2pct，连续 6 个月保持在 60% 以上。

服务业景气度明显提升，需求加速释放

本月服务业 PMI 录得 55.2%，较上月大幅回升 0.9pct，景气度得到了明显的提升。临近双节，居民在服务业的需求表现较为亮眼，新订单指数为 53.5%，较上月提升 2.0pct，为疫情以来服务业需求最大的单月提升幅度。价格方面，投入品价格继续在荣枯线上方回落，销售价格则在荣枯线下方回落，服务业利润水平仍面临一定压力。业务活动预期方面，本月录得 62.2%，提升 0.9pct，表明服务业企业信心较好。

投资建议：基本面略超预期，债市或仍有阶段性机会

本月 PMI 数据表现亮眼，略超此前市场预期，反映经济基本面呈现出需求拉动生产的复苏逻辑。但从目前政策层面对地产的调控来看，预计未来地产投资、新开工将有所放缓，对需求的拉动效应将呈现出减弱的趋势。**未来需求端的关键在于基建投资的表现。**基建方面来看，8、9 月专项债发行规模较大，如果财政资金能够加速支出，或有望继续推动基建投资提速，维持需求拉动生产的复苏模式，会对债市产生一定的压力。**但当前的不确定性在于专项债的发行能否有效拉动基建投资，至少从 9 月上旬以来的黑色商品价格表现来看可能效果不尽如人意。**利率债供给压力从 10 月起将进一步减弱，资金面预计会有所改善，如果需求端的表现低于预期，则利率债仍有阶段性的机会。

我们认为，尽管基本面对债市或存在一定压力，但前期制约债市最大的因素——流动性问题已经在逐步缓解，当前对债市无需过度悲观，**仍然维持下半年 10 年期国债收益率在 2.9-3.1% 之间震荡的判断，建议把握交易性机会。**

风险提示

中美关系存在一定的不确定性；资金面存在收紧的可能性。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年9月PMI数据一览

联系人：樊信江/顾子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1：制造业PMI提升0.5pct，非制造业PMI提升0.7pct

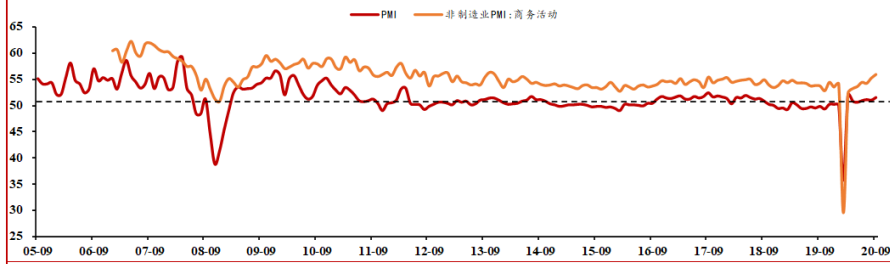


图2：制造业PMI——较上月提升0.5pct，录得51.5%

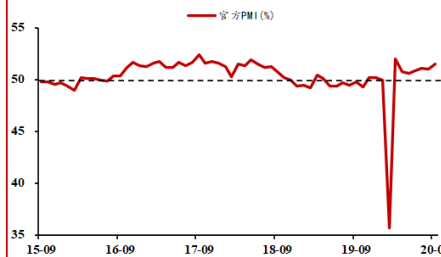


图3：非制造业PMI——较上月提升0.7pct，持续向好

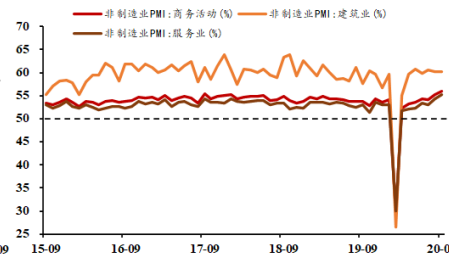


图4：制造业PMI——库存、采购量、订单、进出口提升明显

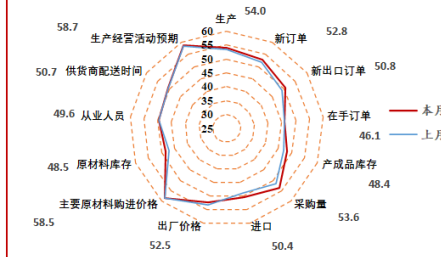


图5：非制造业PMI——订单相关指数表现较好

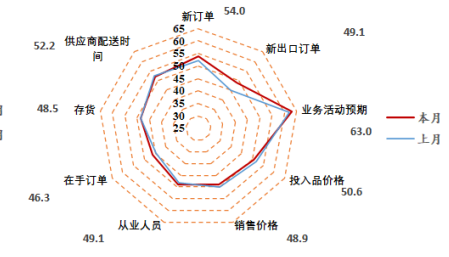


图6：制造业PMI——产需缺口继续收窄，生产动能小幅回落

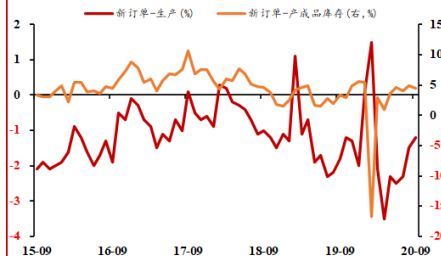


图7：制造业PMI——企业去库速度有所放缓

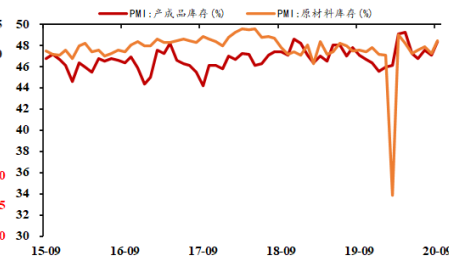


图8：制造业PMI——大型企业持续向好，小型企业改善明显

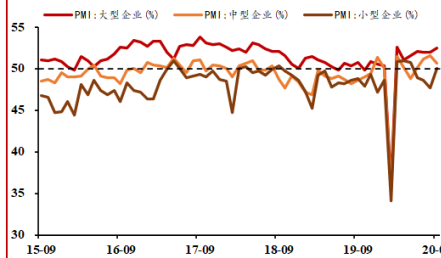


图9：制造业PMI——生产预期指数小幅提升0.1pct

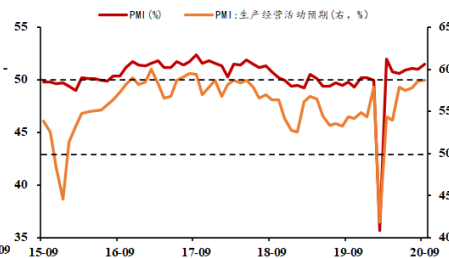


图10：制造业PMI——从业人员指数继续回升

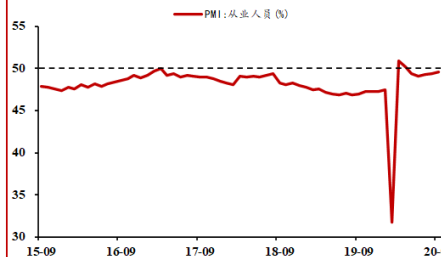
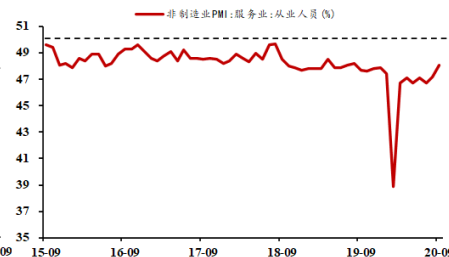


图11：非制造业PMI——从业人员指数回升明显



资料来源：国家统计局，华西证券研究所
免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_2255

