

固定收益研究/动态点评

2020年08月31日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.08
- 2《固定收益研究：市场兴奋缘何只持续半小时？》2020.08
- 3《固定收益研究：永续债面临的供求难题》2020.08

PMI 小幅回落，结构改善，预期不弱

2020年8月官方PMI点评

核心观点

8月官方制造业PMI 51%，环比回落0.1个百分点，第6个月处在荣枯线之上。PMI指数维持扩张态势，当月需求恢复好于生产、库存积极去化、工业物价继续回暖、盈利分配开始向下游倾斜。线下消费与服务生产可能进入加速恢复期、制造业与建筑业活动预期表现较强。经济仍在经历疫后生产赶工、政策刺激、需求回补的修复阶段，疫苗捷报频传可能对经济起到助推作用。目前经济潜在风险在于货币政策回归中性、房地产政策持续收紧带来的内需压力，以及中美摩擦、海外产能恢复带来的外部风险。

需求恢复好于生产，供求结构趋于改善

8月生产指数53.5%，环比回落0.5个百分点；新订单指数52.0%，环比上升0.3个百分点。需求恢复开始好于生产，供求结构趋于改善。上半年经济特征是生产好于消费，导致物价承压、库存积累等现象，不利于经济修复的持续性。而8月PMI显示出消费等内需加速回补，生产与订单指数差值收窄至3月以来最小值，内部供求循环结构改善有利于经济复苏得以延续。分行业看，医药/非金属制品/金属制品/交运设备/电气机械等制造业新订单指数环比大幅走高，显示医药、新旧基建相关行业的景气上行。

外需继续回暖，关注海外产能修复的影响

8月新出口订单指数49.1%，环比回升0.7个百分点。海外经济渐进重启，继续带动订单回暖。但上半年我国出口韧性得益于防疫物资拉动、海外订单转移等，海外疫情控制与产能修复将削弱该优势。进口指数49%，环比回落0.1个百分点，与生产和采购量指标回落方向一致，反映生产动能边际弱化，而订单、生产预期指标回升，说明消费等内需在加快改善。下半年海外满足我国进口需求的生产能力在逐步恢复，并且我国对美进口可能加速以落实中美经贸协议。我们预计下半年进口好于出口、贸易顺差收窄。

价格剪刀差显示盈利分配向下游倾斜

8月原材料购进价格指数58.3%，环比上升0.2个百分点；出厂价格指数53.2%，环比上升1个百分点。其一，生产对应购进价、需求对应出厂价，出厂价与购进价的剪刀差方向向上，印证当月需求恢复好于生产，也带来产成品库存消化、企业盈利改善、提振生产信心。其二，我们认为制造业盈利会经历产业链自上而下修复过程，前期是上游盈利加速改善，8月的数据结构显示终端消费需求在较快回暖，盈利分配也可能逐步向下游倾斜。

服务业用工扩张或反映线下消费加速回暖

8月制造业从业人员指数49.4%，环比上升0.1个百分点，服务业47.2%，环比回升0.5个百分点，建筑业54.2%，环比回落2个百分点。制造业用工与生产指标的背离说明企业生产预期向好。服务业是消费驱动型产业，8月服务业活动与用工指数大幅上扬，或反映线下消费需求进入加速回暖期。电影院线恢复营业是重要因素，一方面反映疫情得控，淡化居民恐疫心理，另一方面增加了大型商场的人流量，对其他商品零售起到外溢拉动效果。

建筑业活动强于季节性，前瞻指标继续走强

8月建筑业PMI环比回落0.3个百分点至60.2%，其中土木工程建筑业PMI为57.7%，走低4.8个百分点；房屋建筑业PMI为59.9%，走高0.3个百分点。房屋建筑业分项并不支持地产降温的担忧。其实，受高温多雨等影响，8月建筑业PMI回落存在季节性因素，过去5年间有4年同期环比回落，平均降幅在1.4个百分点，对比来看今年8月建筑业PMI并不弱。从需求和预期看，建筑业新订单指数为56.4%、业务活动预期指数为66.6%，分别走高1.8和0.3个百分点，显示后续建筑业有望保持较快发展态势。

风险提示：房地产投资超预期下行、中美冲突升级。

2020 年 8 月官方 PMI 数据点评

8 月官方制造业 PMI 51%，回落 0.1 个百分点，第 6 个月处在荣枯线之上。PMI 指数维持扩张态势，当月需求恢复好于生产、库存积极去化、工业物价继续回暖、盈利分配开始向下游倾斜。线下消费与服务业生产可能进入加速恢复期、制造业与建筑业活动预期表现较强。经济仍在经历疫后生产赶工、政策刺激、需求回补的几个修复阶段，疫苗捷报频传可能对经济起到助推作用。目前经济潜在风险在于货币政策回归中性、房地产政策持续收紧带来的内需压力，以及中美摩擦、海外产能恢复带来的外部风险。

需求恢复好于生产，供求结构趋于改善

8 月生产指数 53.5%，回落 0.5 个百分点；新订单指数 52.0%，上升 0.3 个百分点。需求恢复开始好于生产，供求结构趋于改善。上半年经济特征是生产好于消费，导致了物价承压、库存积累等现象，这种结构并不利于经济修复的持续性。而 8 月 PMI 显示出消费等内需正在加速回补，生产与订单指数差值收窄至 3 月以来最小值，内部供求循环结构改善有利于经济复苏得以延续，制造业生产经营预期指数大幅扩张至 58.6%，达到 2018 年中以来新高。分行业看，医药、非金属制品、金属制品、交运设备、电气机械等制造业新订单指数均较前值走高 4 个百分点以上，显示医药、新旧基建相关行业的景气上行。

然而小企业经营状况持续恶化，8 月小型企业 PMI 为 47.7%，走低 0.9 个百分点，仍位于临界点以下。其中生产指数和新订单指数分别为 48.1% 和 46.2%，供需两端继续承压。据统计局，小型企业反映市场需求不足和资金紧张的企业占比分别超过五成和四成。此外，重庆、四川等地企业反映生产经营受到暴雨洪涝灾害影响。

外需继续回暖，关注海外产能修复的影响

8 月新出口订单指数 49.1%，回升 0.7 个百分点。海外经济渐进重启，8 月欧美 PMI 维持在扩张区间，继续带动出口订单回暖。但上半年我国出口韧性主要得益于防疫物资拉动、国内疫情防控优势带来的海外订单转移等因素，海外疫情控制与产能修复将削弱这一优势。

进口指数 49%，回落 0.1 个百分点，与当月生产和采购量指标回落方向一致，反映的是生产动能边际弱化，而订单、生产预期指标回升，说明消费等内需在加快改善。

我国经济恢复状况显著优于外围经济体，内需强于外需，上半年进口低迷主要存在海外产能约束。而随着近期外部疫情好转、生产恢复，满足国内进口需求的能力也在相应增强。此外，8 月 25 日中美双方通话表示继续推动中美第一阶段经贸协议落实，由于疫情影响了前期采购进度，后续我国对美进口可能会加速。预计下半年进口好于出口、贸易顺差收窄。

价格剪刀差显示盈利分配向下游倾斜

8 月原材料购进价格指数 58.3%，上升 0.2 个百分点；出厂价格指数 53.2%，上升 1 个百分点。其一，生产对应购进价、需求对应出厂价，出厂价与购进价的剪刀差方向向上，印证当月需求恢复好于生产，也带来产成品库存消化、企业盈利改善、提振生产信心。其二，我们在 7 月 9 日《CPI 回升系短期扰动，PPI 或自上而下改善》中提及，制造业盈利会经历产业链自上而下修复过程，前期是上游盈利加速改善，8 月的数据结构显示终端消费需求在较快回暖，盈利分配也可能逐步向下游倾斜。

服务业用工扩张或反映线下消费加速回暖

8 月制造业从业人员指数 49.4%，上升 0.1 个百分点，服务业 47.2%，回升 0.5 个百分点，建筑业 54.2%，回落 2 个百分点。制造业用工与生产指标的背离说明企业生产预期继续向好，建筑业用工需求仍优于制造业与服务业，并处于历史较高分位。更值得一提的是服务业，服务业是消费驱动型产业，8 月服务业活动与用工指数都出现大幅上扬，或反映线下消费需求进入加速回暖期。电影院线恢复营业是个重要因素，一方面反映疫情得控，淡化居民恐疫心理，另一方面增加了大型购物商场的流量，能够对其他商品零售起到外溢拉动效果。

由于已经迈过失业率季节性高点的月份、经济仍在修复进程中，8 月份起调查失业率可能逐步下行，全年保就业的两个数量目标压力不大。但 5.5% 以上的调查失业率并非合意水平、新毕业大学生待业问题仍存、农民工返城就业阻力较大，这些因素将可能制约宏观政策的退出节奏，尤其是财政在扩投资带动就业方面会继续积极作为。

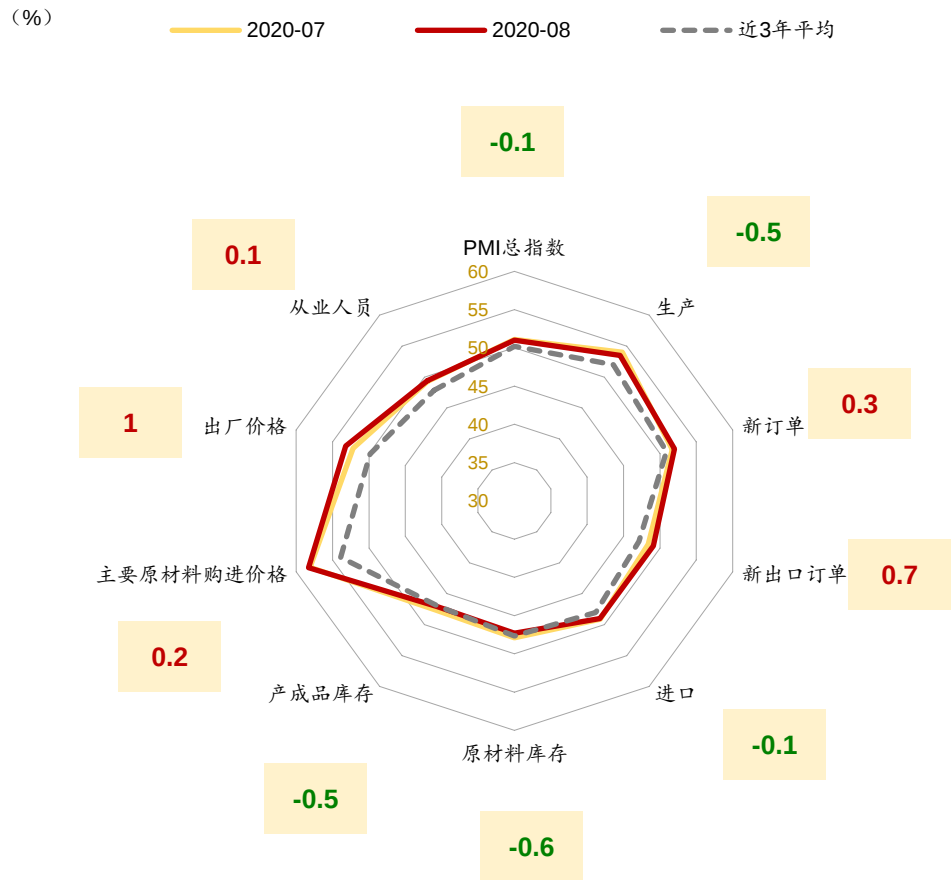
建筑业活动强于季节性，前瞻指标继续走强

8 月建筑业 PMI 回落 0.3 个百分点至 60.2%，其中土木工程建筑业 PMI 为 57.7%，走低 4.8 个百分点；房屋建筑业 PMI 为 59.9%，走高 0.3 个百分点。房屋建筑业分项指标并不支持地产降温的担忧。其实，受高温多雨等影响，8 月建筑业 PMI 回落存在季节性因素，过去 5 年间有 4 年同期环比回落，平均降幅在 1.4 个百分点，对比来看今年 8 月建筑业 PMI 并不弱，绝对值也是处在 60% 以上的高景气区间。从需求和预期看，建筑业新订单指数为 56.4%，走高 1.8 个百分点；业务活动预期指数为 66.6%，走高 0.3 个百分点，显示后续建筑业有望保持较快发展态势，主要是基建拉动作用不断增强。

下半年强基建的线索相对明确，市场可能更关注政策调整后的地产韧性。我们预计融资收紧后，加快开工推盘仍会是房企的策略首选，短期地产投资增速仍有望保持在高位区间。但商品房销售在“抑需求、增供给”的格局下可能会是“房价先稳、销量再稳”的逐步走弱态势，地产投资增速也可能随之趋缓。

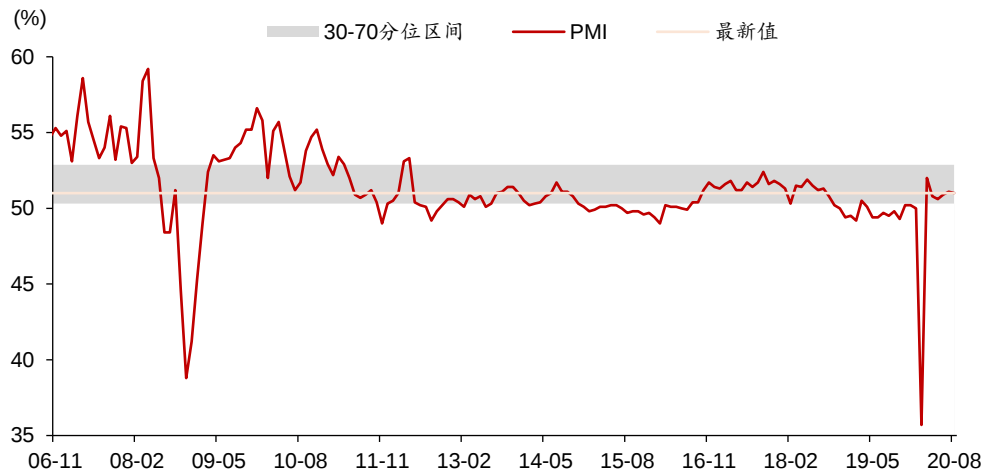
8 月 PMI 数据全览

图表1: PMI 环比变动概览



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 制造业 PMI

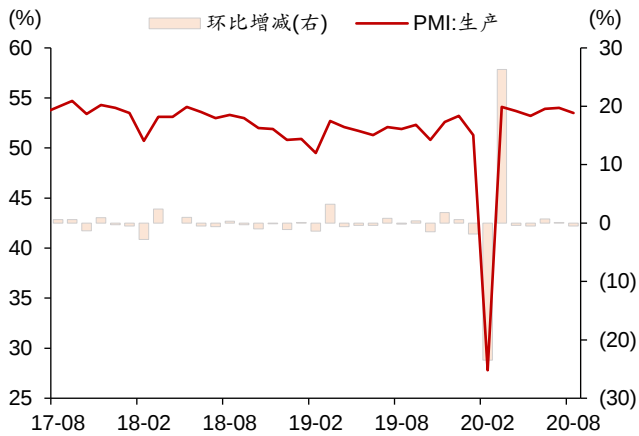


注: 分位区间为 2005 年 PMI 统计以来的数据分位

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

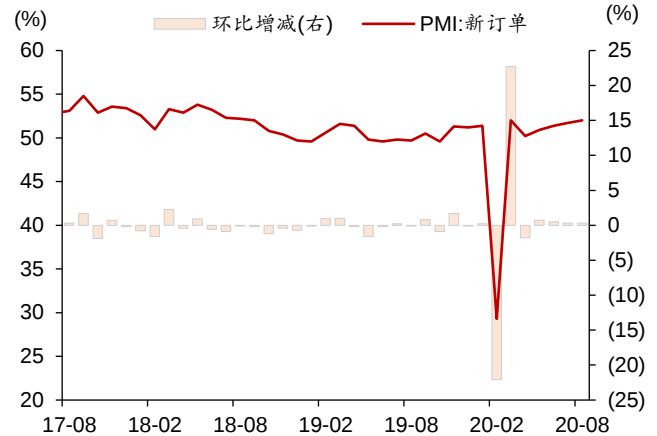
需求恢复好于生产，供求结构趋于改善

图表3: PMI 生产指数回落



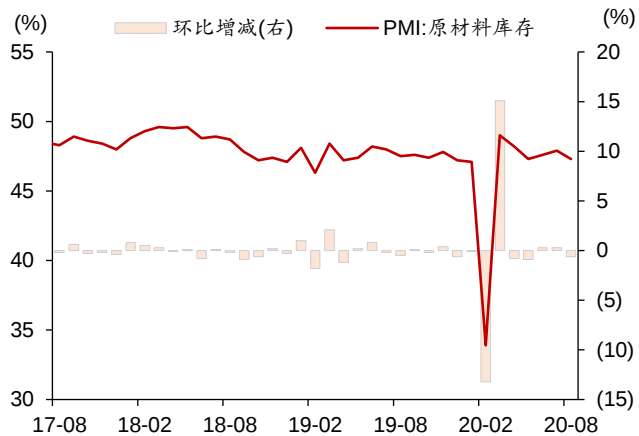
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PMI 新订单指数回升



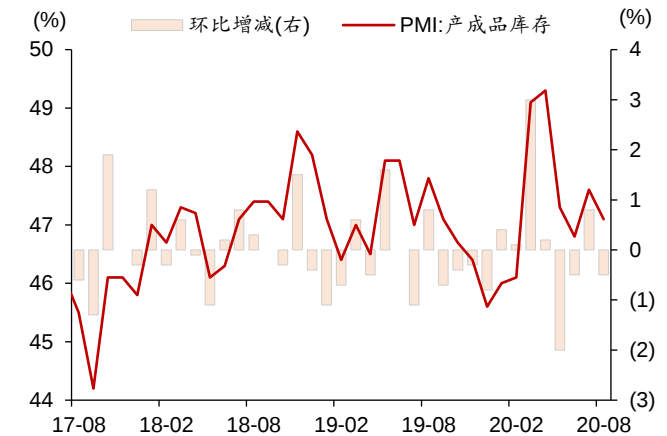
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: PMI 原材料库存回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

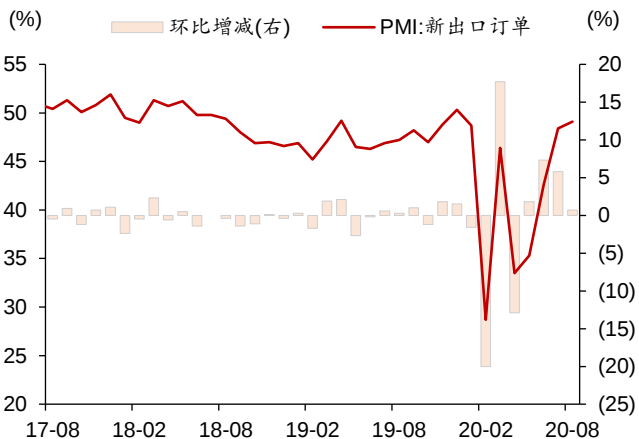
图表6: PMI 产成品库存回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

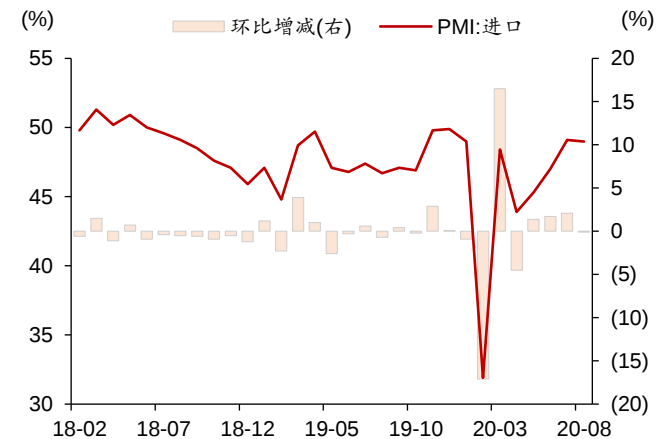
外需继续回暖，关注海外产能修复的影响

图表7: PMI 新出口订单指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

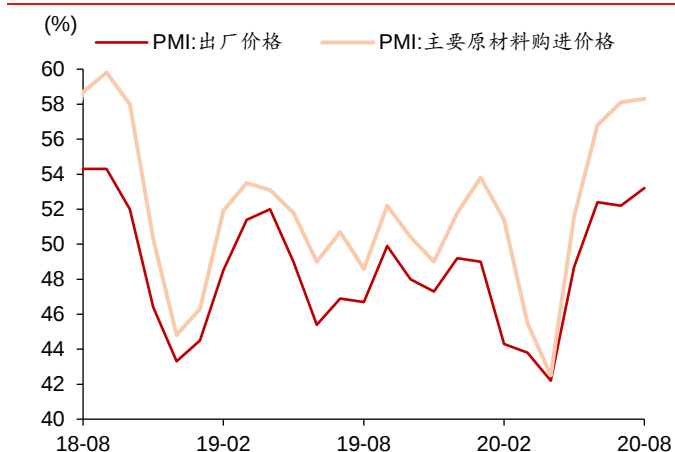
图表8: PMI 进口指数回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

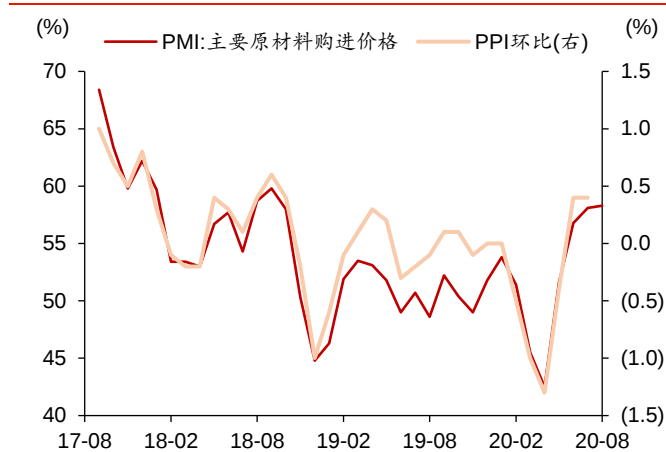
价格剪刀差显示盈利分配向下游倾斜

图表9: PMI主要原材料购进价格指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

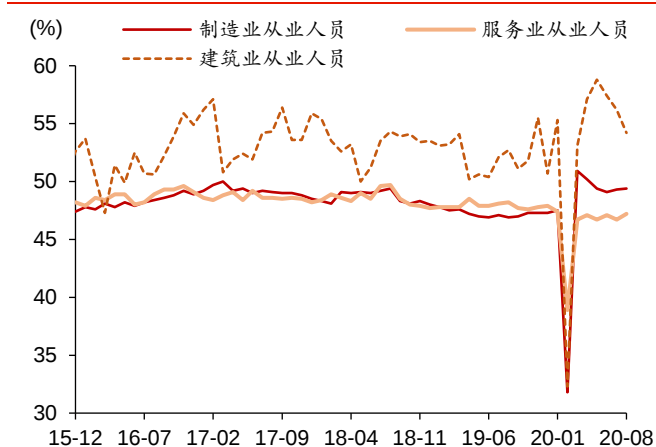
图表10: PMI原材料价格与PPI环比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

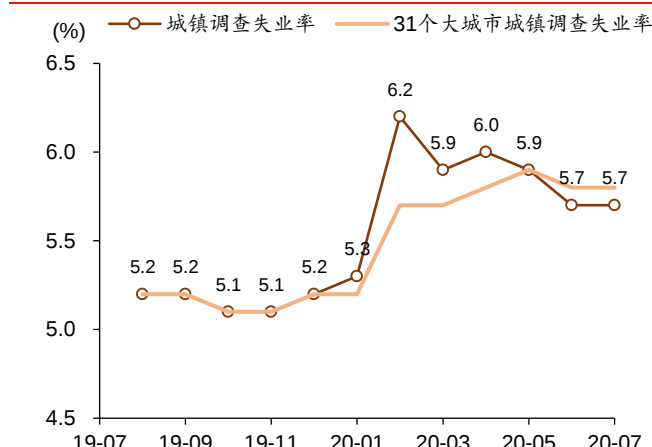
服务业用工扩张或反映线下消费加速回暖

图表11: PMI制造业与服务业从业人员指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

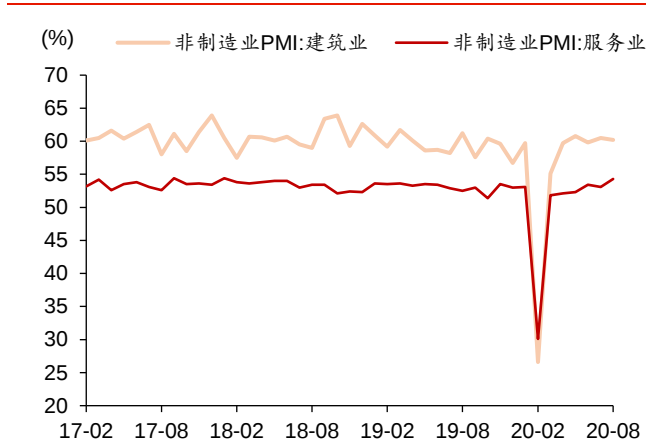
图表12: 关注就业指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

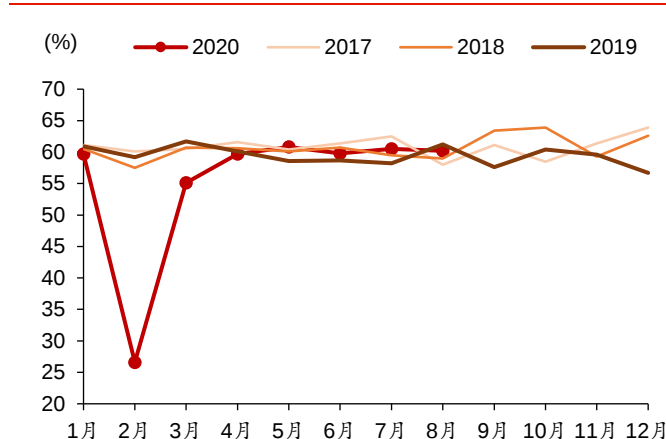
建筑业活动强于季节性，前瞻指标继续走强

图表13: 建筑业PMI回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

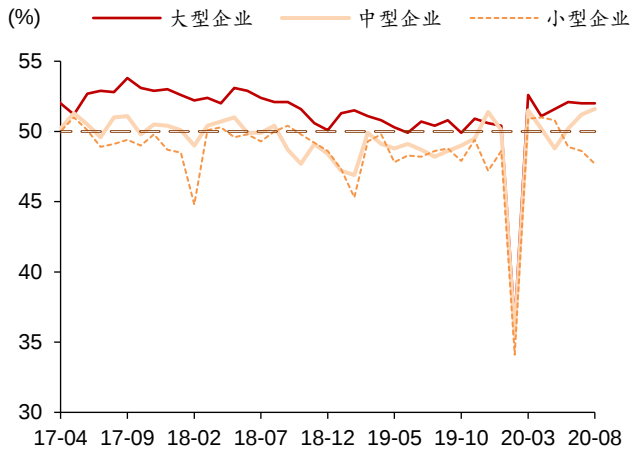
图表14: 建筑业PMI季节图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

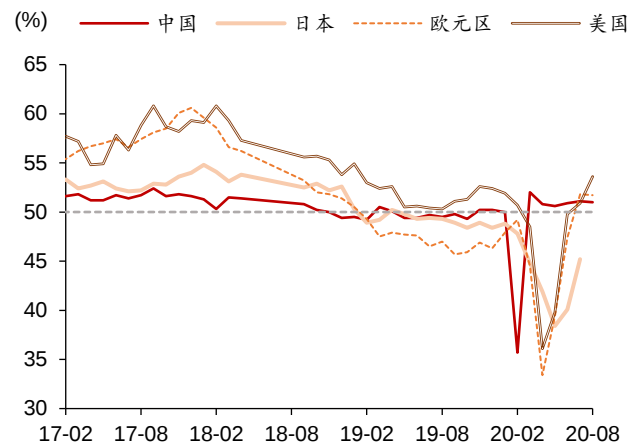
制造业 PMI 横向对比

图表15： 制造业 PMI 大中小企业



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 主要经济体制造业 PMI



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、房地产投资超预期下行。**近期房地产调控政策收紧，若投资过快下行会阻碍经济修复。
- 2、中美冲突升级。**近期美国在疫情、华为、南海、香港、大使馆等多个维度对华制造摩擦，随着美国大选临近，中美冲突仍有升级风险。

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_2840

