

## 经济的基本逻辑没有变化

2022年09月30日

9月PMI超预期改善,制造业PMI读数50.1,较上月提高0.7个点;建筑业PMI读数60.2,较上月提高3.7个点。服务业PMI读数48.9,较上月下降3个点。

7月制造业PMI快速下滑之时,市场预期普遍悲观之时,我们就曾提到,支撑经济的出口和基建表现平稳,经济基本面的大逻辑没有太大变化。7月经济景气度短暂下行,主要有两点原因,一是地产风波,二是高温限电扰动。

随后8至9月经济景气度回温,9月PMI较8月进一步改善,兑现我们之前判断,经济的根本动能至今偏平稳。

### 高温限电扰动退去,9月国内供需如期改善

9月天气转凉,电力供应紧张缓解,制造业生产迅速反弹。9月PMI分项中,生产指数反弹力度最大,本月环比改善1.7个百分点,明显强于季节性(2015-2019年同期平均改善0.3个点)。生产指数单项贡献六成PMI环比。

电力供应紧张的7至8月,部分高耗能产业生产明显走弱。本月这些高耗能生产反弹明显。国家统计局信息,9月非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工、通用设备制造等行业生产指数均升至54.0%及以上。

### 高温缓解叠加政策落地,建筑业PMI超季节性改善。

8月基建开工受到高温抑制,9月高温缓解,建筑业开工改善。本月建筑业PMI为60.2%,较前月改善,并优于历史季节性表现。建筑业景气改善与钢材表观消费等高频数据吻合。

### 9月服务业景气度转差,更多起因疫情相关临时因素

本月服务业PMI下滑幅度较大,背后有两个临时扰动因素。

一方面,服务业仍然受到疫情抑制。疫情始终是服务业修复的最大障碍。本月新增确诊人数虽较8月明显下滑,但地区分布上,经济较发达的广东地区受到疫情冲击较8月更为严重。

另一方面,本月防控政策或边际收紧。近期部分地区防控趋严,9月国内执行航班同比明显弱于8月。这在一定程度上影响人流和物流,从而影响短期内消费表现。

### 短期因素干扰之下的经济小波动并不重要

今年宏观经济波动较大,但经济的主导逻辑并不复杂。基建和出口是经济主要支撑项,疫情、地产和高温限电是经济干扰项。

7月局部疫情、地产风波、西南缺水引致局部地区缺电,经济阶段性下滑;8月至9月,地产阶段性企稳,限电扰动退去,经济自然小幅修复。

短期因素干扰之下,7-9月PMI反复波动,但我们认为这些波动并不重要。因为7月以来的经济波动不意味着宏观大趋势发生根本性变化,7月以来经济波动对资本市场的影响也非常有限。

### 汇率贬值压力最大时期或告一段落,未来重要的仍是地产变量

8月以来人民币汇率快速贬值,逐一突破7和7.2这两个关键点位,深刻影响资本市场。本轮人民币汇率贬值与三个因素有关,海外美元指数快速走强,国内需求偏弱并且前期地产政策尚未起效;8月及9月初出口同比下滑。

我们认为本轮人民币汇率贬值压力最大时期或阶段性告一段落,后续宏观经济能否趋势性改善,关键依然在于内需。

四季度最值得关注的是地产政策是否进一步放松,以及地产链能否实质性企稳回升。地产能否企稳不仅影响股票市场风格,还决定了利率中枢。

风险提示:地产政策效果不及预期;房企信用风险超预期;疫情发展超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书: S0100521100008

电话: 15601683648

邮箱: zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 游勇

执业证书: S0100122070037

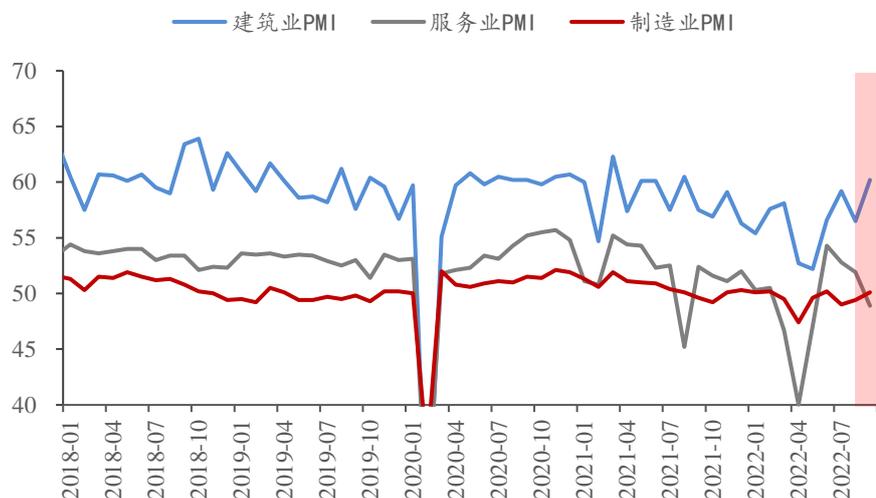
电话: 17342022779

邮箱: youyong@mszq.com

#### 相关研究

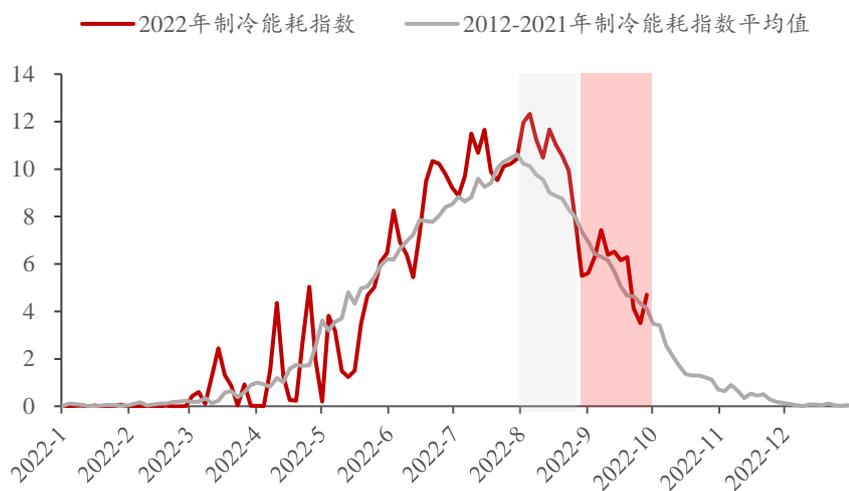
- 1.宏观专题研究:汇率逼近7.2之际,打开外汇管理工具箱-2022/09/27
- 2.政策双周报:“保交楼”政策逐步推进-2022/09/25
- 3.全球大类资产跟踪周报:货币紧缩风暴,欧美债券利率飙升-2022/09/25
- 4.美国9月议息会议点评:关注未来更长的紧缩周期-2022/09/22
- 5.宏观专题研究:人民币贬值最快阶段或已过-2022/09/20

图1：9月建筑业PMI和制造业PMI改善，服务业PMI回落



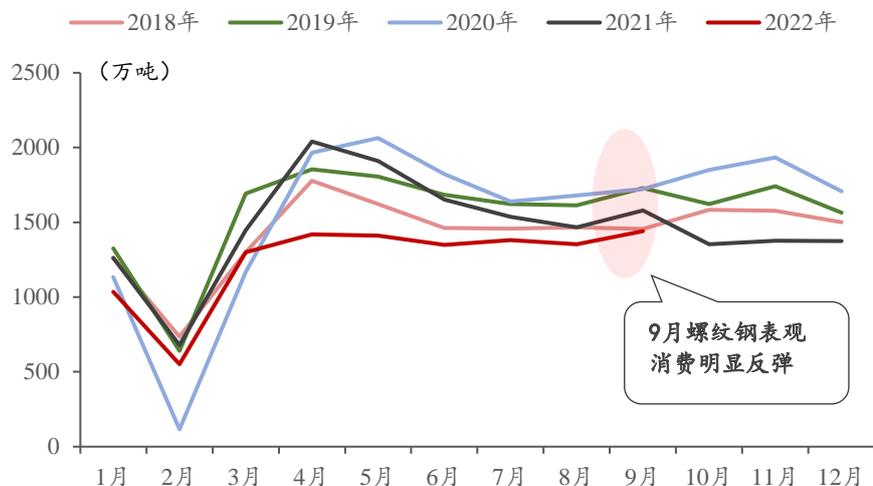
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：9月气温较8月明显回落



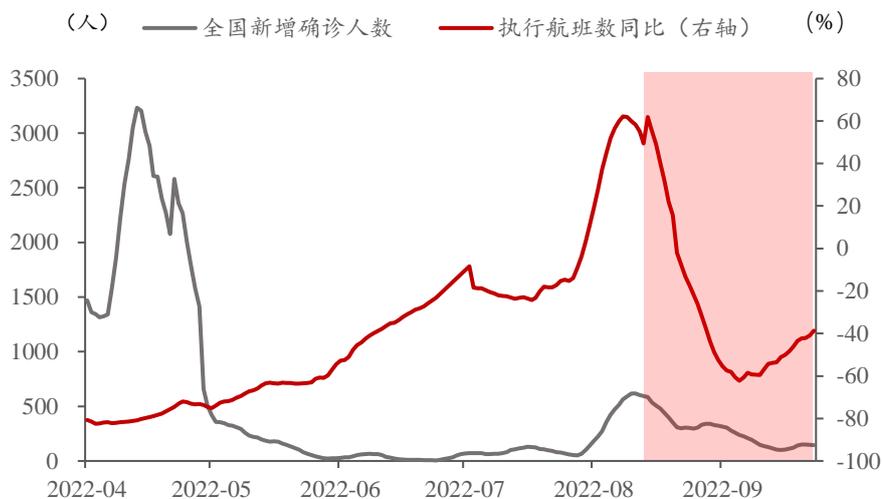
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：9月螺纹钢表观消费明显反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：8月下旬开始执行航班数逐渐回落



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：数据均为7日移动平均数。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026