

## 经济修复斜率向上，关注信贷对后续投资拉动

报告日期：2022-09-30

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

### 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_基建一枝独秀，但独木难支》2022-08-31
- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_疫情能多大程度定价7月PMI？》2022-08-01
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_再问经济合理增速区间》2022-07-15
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_四个乐观的理由——兼评6月PMI和629国常会》2022-07-01
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_雨疏霞光现——5月经济数据点评》2022-06-16
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_破局之路，妙手何方？——2022中期宏观展望》2022-06-14
- 6.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们距离5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17
- 7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_内外冲击下企业利润结构更趋分化》2022-04-28
- 8.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19

### 主要观点：

● **事件：**9月官方制造业PMI 50.1%，预期49.7%，前值49.4%；9月官方非制造业PMI 50.6%，预期52.4%，前值52.6%。中国企业经营状况指数(BCI)为45.0%，前值46.1%。

● **一、制造业：伴随高温天气退场，9月制造业景气度回升至荣枯线以上，呈“供给好于需求、内需强于外需、产品去库、原材料成本回升”的特征；结构上，采购需求提振部分上游，大型、小型企业分化情况有所改善。总体来看，经济修复斜率开启一轮上行。**

1、**传统旺季叠加高温天气退场，9月制造业景气度回升至荣枯线以上，供给改善好于需求、内需强于外需。**9月制造业PMI为50.1%，较前值改善了0.4个百分点，自6月以来再次恢复至荣枯线以上；供给端看，PMI生产为51.5%，大幅改善了1.7个百分点；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别变动了0.6、-1.1、0.3个百分点至49.8%、47.0%、48.1%。

**生产方面，高频数据显示，伴随高温天气退场、各地抢抓三季度开工，9月生产显著改善。**其中9月PTA开工率为74.1%、较前值回升4.1个百分点，接近6月高位；汽车全钢胎开工率总体持平上月；秦皇岛港煤炭连续3个月去库；螺纹钢周均产量显著回升；水泥价格持续回升，“3000+3000亿以上”政策性金融工具叠加5000亿限额空间接力下，基建将进一步提速、支撑水泥价格小幅稳步上行。

**出口方面，高频指标走弱叠加高基数影响，9月出口增速或仍低于两位数。**其中波罗的海干散货指数(BDI)收复8月失地、回升82%，系近期中国煤炭供应阶段性偏紧、能源危机下欧盟向多国购买煤炭所致；中国出口集装箱运价指数(CCFI)环比下行14.7%，叠加9月出口维持高基数（2021年9月出口同比两年复合增速为18%、前值为17%），截至9月20日我国八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比为-3.1%，**预计9月中国出口增速仍低于两位数。**

2、**产成品延续去库。**PMI原材料库存为47.6%、较前值下行了0.4个百分点，产成品库存回升2.1个百分点至47.3%，两项指标均处于线下，指向企业仍在去库。我们在6月利润点评中提出的“主动去库存”已逐渐成为市场共识，**但根据营收存货剪刀差的收敛情况，伴随需求向好进一步显性化，我们预测“主动去库存”的阶段可能会在今年末明年初予以收束。**

3、**生产改善推升原材料成本，PPI同比下行速率或放慢。**9月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为51.3%、47.1%，较前值分别上行7.0、2.6个百分点。结合高频数据来看，截至9月23日的生产资料价格指数环比回落0.63%，9月南华工业品指数和CRB工业原料现货指数分别环比回升1.3%和回落4.2%，综合来看，预计9月PPI环比可能在-0.15%左右，同比回落至0.9%左右。此外，PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为-4.2%（前值0.2%），指向制造业利润空间承压。

4、**制造业旺季采购需求提振部分上游，利润稳步传导进一步改善中游制造和下游消费。**根据统计局数据，8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、茶酒饮料、医药等行业产需指数高于54.0%。近日，国家卫健委响应国常会决定，对医疗机构设备购置和更新改造新增贷款实施阶段性鼓励政策，医药设备制造业久旱终逢甘雨。

5、**大型、小型企业分化情况改善。**9月PMI大型企业、中型企业、小型企业分别改善了0.6、0.8、0.7个百分点至51.1%、49.7%、48.3%，小型企业自疫情以来持续承压的经营现状得以小幅缓解。9月中国企业经营状况指数(BCI)回落1.1个百分点至45.0%，主要受成本预期和招工预期拖累，需要指出的是销售预期分项仍高于荣枯线。

● **二、非制造业：服务业修复斜率进一步放缓，央行出台阶段性调整差异化住房信贷政策，叠加“金九银十”小幅兑现，维持此前“看多地产、建筑建材”的判断；资金、项目、开工三要素共振下，基建确定性高增支撑建筑业高景气。**

1、**服务业：修复斜率收窄但仍高于荣枯线。**9月非制造业PMI商务活动指数较前值下行了2.0个百分点至50.6%，连续4个月高于荣枯线。其中服务业PMI回落3.0个百分点至48.9%。表征需求的PMI服务业新订单指数下滑了7.6个百分

点至 41.6%，表征预期的服务业业务活动预期指数为 53.1%，表明服务业需求大幅走弱但预期仍向好。根据统计局数据，零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等行业商务活动指数均低于 45.0%，受影响均为接触型聚集型服务行业，疫情可能是 9 月服务业 PMI 下行的主要原因。

**2、地产：坚定此前看多地产、建筑建材的判断。**与市场主流观点不同，我们在 8 月经济数据发布后明确指出地产基本面筑底信号趋显、看多地产和建筑建材，9 月 29 日央行出台阶段性调整差别化住房信贷政策，则印证了我们“地产需求端宽松仍将加码，但一线城市放开和‘大招’概率较低，更多的可能是部分技术细节的调整”的判断。此次技术细节调整针对“2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市”、调整时间限定于“2022 年底前”，为精准调控思想下的创新型政策工具，但好的方面在于落实了 8 月 24 日国常会首次提出允许地方“一城一策”灵活运用信贷等政策，赋予了地方政府更大的调控自主权。

**本次房贷政策调整覆盖面较广，但不宜高估对地产销售的提振幅度。**根据统计局 70 城新房价格数据，有 23 个城市（10 个二线、13 个三线）符合条件，主要包括天津、石家庄、大连、哈尔滨、武汉、贵阳、昆明、兰州、秦皇岛、温州等。70 城中二线和三线城市覆盖率为 26%、43%，我们根据 2020 年各地销售数据，测算商品房销售额覆盖率为 20%、34%，合理推测 70 城以外的三线、四线城市覆盖率会更高。则全国范围内，城市覆盖率约为 40%、商品房销售额覆盖率为 25%。符合条件城市商品房销售平均每提振 1 个百分点，对应我国商品房销售提升 0.25 个百分点。本次政策调整覆盖面虽广，但不应高估其对销售的提振幅度。高频销售和拿地数据均指向“金九银十”行情小幅兑现，地产基本面向下行态势有望于 Q4 收束，坚持底线思维下的需求端宽松仍可期，继续关注更多的技术细节调整。

**3、建筑业：新增政策性金融工具+5000 亿专项债限额接力，基建确定性高增支撑建筑业高景气。**9 月建筑业 PMI 为 60.2%、较前值上升了 3.7 个百分点，其中新订单指数和建筑业业务活动预期指数分别为 51.8%、62.7%，基建现实与基建预期仍在双足并进。

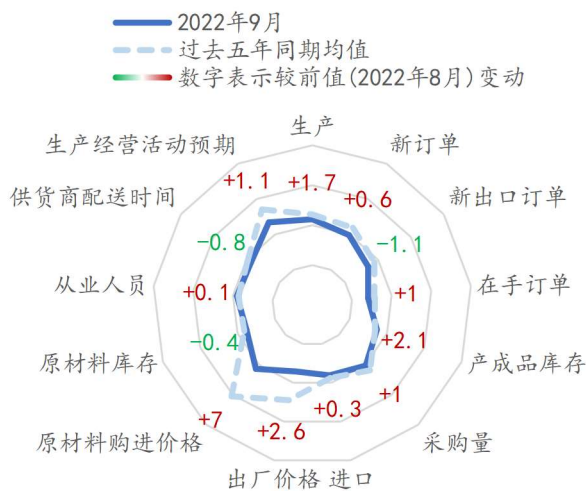
**资金与项目端**，8 月 26 日首批 3000 亿政策性金融工具完成投放，9 月 6 日银保监会批复增资以来，农发、国开仅用时 11 天、15 天完成投放，基建项目申报和储备较为充足。“再增加 3000 亿元以上额度”指向后续仍有一定的增量资金，叠加高温天气消退、开工指标改善较快，四季度基建有望进一步提速，测算“3000+3000 亿以上”政策性金融工具对应年内开工基建投资增量 8000 亿元，拉动基建增速 4.3 个百分点，拉动 GDP 0.6 个百分点，全年基建增速或超 13%。

**开工端**，9 月水泥磨机运转率达到 49.5%、处于全年高位，水泥发运率较前值提升了 6.3 个百分点至 51.3%，水泥指标在 8 月下旬回落 9 月回升，指向高温天气对水泥作业的影响快速消退；石油沥青装置开工率 46.2%、较 8 月末提升了 8.1 个百分点，其中交通道路沥青好于建筑沥青，预计道路运输、铁路运输仍是 9 月基建改善较快的分项。

#### ● 风险提示

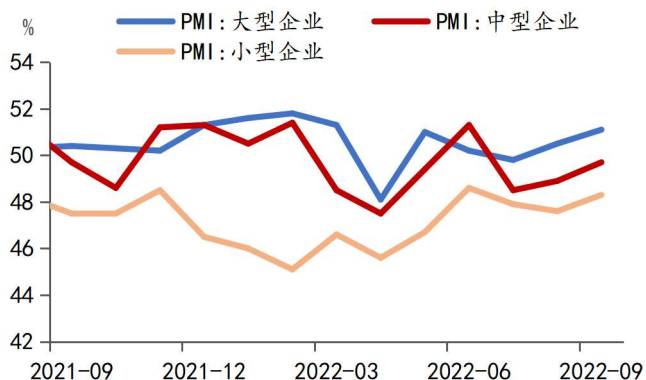
疫情演化超预期，基建投资不及预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 制造业 PMI 分项普遍回升



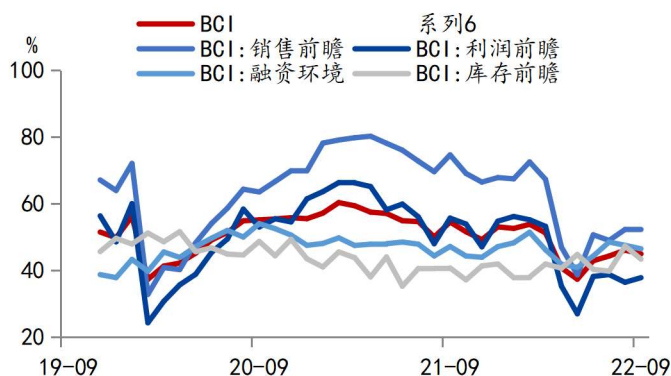
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 大型、小型企业分化有所修复



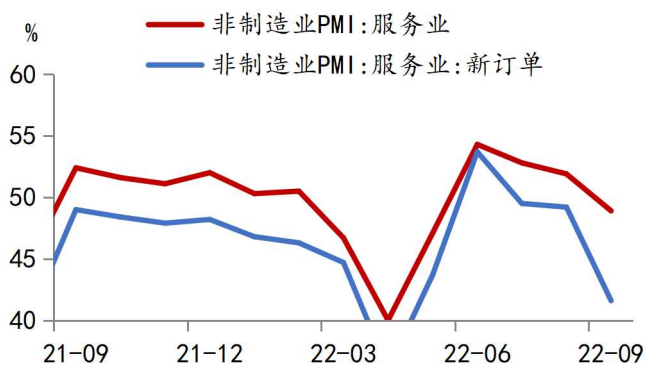
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 民营中小企业景气指数仍低



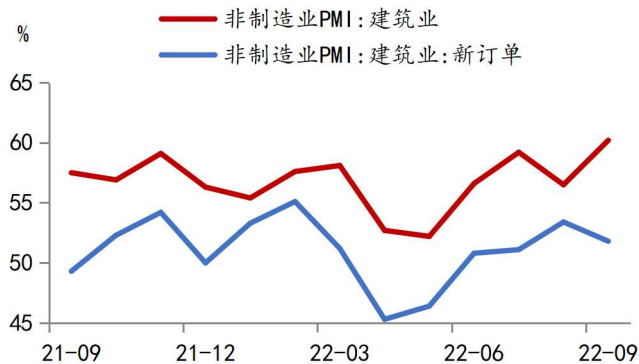
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 服务业景气度回落



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 建筑业延续高景气



资料来源: wind, 华安证券研究所

**图表 6 统计局 70 城新政覆盖情况**

等级	城市	商品房销售额(2020年)	符合新政	等级	城市	商品房销售额(2020年)	符合新政
一线	上海	6047.0	否	三线	无锡	2473.0	否
一线	深圳	5193.0	否	三线	惠州	2126.7	否
一线	广州	3857.1	否	三线	温州	1905.5	是
一线	北京	3656.8	否	三线	徐州	1484.1	否
二线	重庆	5071.3	否	三线	吉林	1381.5	否
二线	杭州	4595.5	否	三线	泉州	1299.5	是
二线	成都	4470.7	否	三线	金华	1044.2	否
二线	武汉	3769.5	是	三线	扬州	951.1	否
二线	郑州	3369.2	否	三线	烟台	886.9	否
二线	西安	3294.0	否	三线	赣州	851.6	否
二线	南京	3269.5	否	三线	洛阳	741.0	否
二线	宁波	3049.5	否	三线	济宁	732.9	是
二线	福州	2552.7	否	三线	南充	635.2	否
二线	青岛	2216.9	否	三线	泸州	613.9	是
二线	长沙	2196.9	否	三线	遵义	612.8	否
二线	合肥	2128.3	否	三线	唐山	592.2	否
二线	昆明	2127.7	是	三线	蚌埠	541.5	否
二线	天津	2113.6	是	三线	湛江	541.2	是
二线	南昌	1943.9	否	三线	九江	525.1	否
二线	南宁	1581.2	否	三线	桂林	408.0	是
二线	济南	1571.9	否	三线	岳阳	368.3	是
二线	沈阳	1571.4	否	三线	常德	358.6	是
二线	厦门	1521.4	否	三线	秦皇岛	357.5	是
二线	贵阳	1152.8	是	三线	襄阳	354.6	是
二线	长春	957.5	否	三线	宜昌	283.1	是
二线	大连	950.9	是	三线	包头	280.4	是
二线	太原	841.7	否	三线	安庆	275.4	是
二线	海口	734.4	否	三线	平顶山	250.2	否
二线	哈尔滨	727.6	是	三线	三亚	212.7	否
二线	兰州	711.2	是	三线	韶关	203.6	否
二线	石家庄	602.0	是	三线	北海	200.6	是
二线	乌鲁木齐	584.3	否	三线	大理	115.3	是
二线	银川	544.1	否	三线	丹东	108.6	否
二线	呼和浩特	455.2	否	三线	牡丹江	68.4	否
二线	西宁	287.8	否	三线	锦州	51.4	否

资料来源: wind、中指研究院, 华安证券研究所

**图表 7 新政覆盖情况及全国测算**

	2020年		新政覆盖		新政覆盖率	
	城市数量	商品房销售额(亿元)	城市数量	商品房销售额(亿元)	城市数量	商品房销售额
70城总计	70	99898.6	23	20250.3	32.9%	20.3%
一线	4	15097.0				
二线	31	60964.8	8	12155.4	25.8%	19.9%
三线	35	23836.7	15	8094.9	42.9%	34.0%
全国总计		173612.7		43403.2	40.0%	25.0%

注: 红色数字表示基于已有数据的合理推测

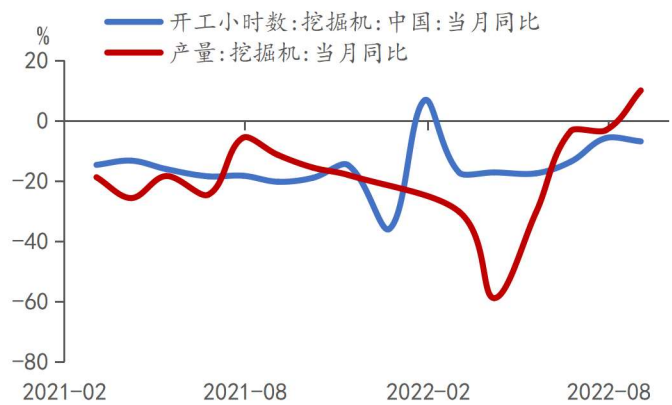
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 8 高温天气退场，水泥行业回升



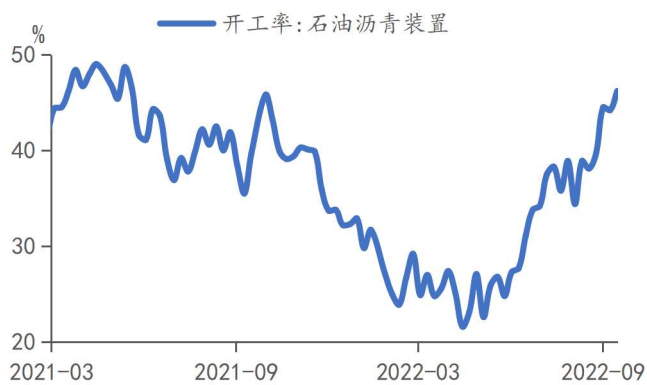
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 挖掘机产量改善较快



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 石油沥青开工率持续上行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 交通沥青开工率提升较快



资料来源：wind，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。