

来自基本面的冲击未完待续

——9月 PMI 数据点评 20220930

报告日期：2022-09-30

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 事件：

9月30日，统计局公布2022年9月PMI数据。9月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，比上月回升0.7个百分点；非制造业商务活动指数为50.6%，比上月回落2.0个百分点。

● 供需两侧边际回暖，债市回调尚未结束

整体来看，9月PMI数据表明当前供需两端均呈现边际回暖态势。具体而言，制造业方面，生产端先行回归景气区间，在此背景下企业加快工业生产，同时由于需求侧恢复弱于生产端，出现产成品累库现象；需求侧的边际改善亦提振企业经营预期，企业加快用工及备料，原材料采购及进口提速，备料需求回暖使得原材料价格有所上行。非制造业方面，建筑业在基建投资拉动下进入高景气区间，而服务业则受制于国内散点疫情影响，景气度跌破荣枯线。

债市观点方面，9月PMI数据体现出的供需回暖对债市影响偏空，近期利空因素的密集落地也使得债市出现明显回调。后续来看，我们认为短期内债市仍有回调的空间，近期地产端放松政策频出或将延续债市悲观情绪，重要窗口或在10月金融及经济数据披露前后；而从中长期视角来看，当下债券市场欠配行情并未出现根本性改变，保险资金的入场在需求侧对债市提供支撑，同时考虑到四季度抢跑行情，因此年内利率存在一定下行空间，地产端刺激政策还需关注其实际效果。整体而言，回调即是机会，当下应当把握债市回调带来的配置窗口。

◆ 供给端先行回暖，产成品主动累库。

9月制造业新订单指数录得49.8%，环比上行0.6pct，较过去5年同期均值低出2.1pct，尽管仍位于临界值以下，但呈现出边际回暖态势。外需方面，本月新出口订单指数录得47.0%，较前值大幅下行1.1pct，继续处于收缩区间，整体而言，海外高通胀仍在持续，货币政策仍在持续收紧，同时地缘冲突导致部分地区出现能源危机，进一步制约经济活动，因

此预计外需后续仍有下行的可能，出口或继续承压。

9月生产指数录得51.5%，较前值提升1.7pct，重回临界值以上，较过去5年同期均值低出1.2pct。在手订单与产成品库存分别较前月回升1.0pct与回升2.1pct，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数较前月回落1.5pct，当月录得2.5%，生产动能有所下行。

整体来看，疫情及高温对生产端的制约在9月明显减弱，生产端回暖明显，需求侧虽仍低于临界值但继续呈现出边际改善的迹象，企业盈利情况有改善的预期，因而供需两端恢复进度的短暂失衡导致产成品出现主动累库，后续需继续关注需求侧的恢复情况。

◆ **价格原材料价格重回临界线上，预计9月PPI或在1.0%左右。**

9月出厂价格指数与原材料购进价格指数录得47.1%与51.3%，分别较前值回升2.6pct与7.0pct，仍低于历史平均水平。本月在生产端回暖的带动下，企业对原材料需求增加，引起原材料价格上涨，而出厂价格仍处于临界值以下，需关注下游企业利润空间可能被挤压的情况。

具体来看，本月国际原油价格继续下行，各类工业品价格多数走弱，动力煤价格本月环比走高，水泥价格环比小幅增长，猪肉价格环比上涨。**根据两大价格指数与PPI环比的相关性，我们对9月PPI进行测算，预计9月PPI环比降幅较8月大幅收窄，PPI同比涨幅或在1.0%左右。**

◆ **需求侧回暖提振经营预期，企业用工及备料提速。**

9月制造业企业经营预期录得53.4%，较前值回升1.1pct，较去年同期下降3.0pct，较过去5年同期均值下降3.7pct，尽管据历史平均水平仍有一定恢复空间，但需求侧的回暖已对企业经营预期形成提振作用。

企业用工及备料边际改善，原材料库存走低。9月，制造业采购与进口指数分别录得50.2%与48.1%，分别较前月回升1.0pct与0.3pct，原材料库存指数小幅回落0.4pct至47.6%，从业人员指数小幅回升0.1pct至49.0%，逆指数供货商配送速度的下行同样指出，当前原材料需求相对旺盛。整体来看，需求侧回暖影响，企业经营预期改善，用工及备料均有所提速，同时由于生产端制约因素影响的减弱，供给侧先行回暖，使得原材料库存小幅回落。

◆ **各类型企业PMI全线回暖，但中小企业仍低于临界值。**

9月大中小型制造业企业PMI分别录得51.1%、49.7%与48.3%，分别较前值回升0.6pct、0.8pct与0.7pct。其中，大型企业景气度连续两个

月边际回暖，当前处于荣枯线上，中小型企业景气度虽同样边际改善，但当前仍处于收缩区间。

整体而言，各类型企业供需两侧均有明显回暖，其中小型企业景气度结束连续两个月的下跌，表明当前稳增长系列政策的落地与施行，对提振中小企业发展发挥了正向影响，但考虑到当前中小企业景气度仍低于临界值，后续或仍需增量政策的出台与落地。

◆ 建筑业进入高景气区间，服务业景气度回落。

非制造业方面，9月非制造业商务活动指数录得50.6%，较上月大幅回落2.0pct。其他主要分类指标多数回落，其中新订单指数为43.1%，比上月下降6.7个百分点，投入品价格指数为50.0%，与上月持平，销售价格指数为48.2%，比上月上升0.6个百分点，从业人员指数为46.6%，比上月下降0.2个百分点，业务活动预期指数为57.1%，比上月下降1.3个百分点。分行业来看，服务业商务活动指数下行3.0pct至48.9%，建筑业商务活动指数大幅上行3.7pct至60.2%，处于高景气区间。

整体来看，在国内疫情多点散发的影响下，线下接触型服务业再度受挫，据统计局公布，零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等接触型聚集型服务行业商务活动指数均低于45.0%，回落幅度较大。建筑业方面，受益于资本金工具、专项债发行等政策支持下，基建投资持续走强，带动建筑业景气度大幅上行。

● 投资策略：把握回调带来的配置窗口

债市观点方面，9月PMI数据体现出的供需回暖对债市影响偏空，近期利空因素的密集落地也使得债市出现明显回调。后续来看，我们认为短期内债市仍有回调的空间，近期地产端放松政策频出或将延续债市悲观情绪，重要窗口或在10月金融及经济数据披露前后；而从中长期视角来看，当下债券市场欠配行情并未出现根本性改变，保险资金的入场在需求侧对债市提供支撑，同时考虑到四季度抢跑行情，因此年内利率存在一定下行空间，地产端刺激政策还需关注其实际效果。整体而言，回调即是机会，当下应当把握债市回调带来的配置窗口。

● 风险提示

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

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；
- 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。