

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

未来内需企稳是对冲外需回落的关键

2022年10月1日

- **制造业超预期回升主要源于生产端。**9月PMI超预期回升,但制造业需求恢复仍然弱于生产端。1)9月生产端进入扩张区间,是制造业超预期回升的主要贡献。9月生产PMI回升主要在于8月制约生产端的两大因素有所放松,一是疫情形势好转。二是高温限电情况有所松绑。2)海外订单回落,制造业市场需求的恢复仍然弱于生产端。9月新订单指数表现反映需求不足的企业占比过半。值得注意的是,9月新出口订单指数回落至近四个月以来的最低水平,这可能预示着外需订单的增长势头减弱,扩大内需的紧迫性进一步增强。3)原材料购进价格和出厂价格指数差距变大,企业成本端可能会再次承压。4)保市场主体、助企纾困政策效果持续显现,大中小型企业PMI同步回升。
- **地产边际修复,服务业仍受疫情制约。**9月非制造业PMI连续三个月的下降趋势,主要拖累力量在服务业的疲弱上。1)建筑业PMI回升至高位景气水平主要是强基建和地产边际修复带来的。我们认为9月房地产行业出现边际修复背后的原因可能是季节性因素、地方调降首付比、提高公积金贷款额度等刺激政策。2)受疫情防疫制约,服务业延续前期回落态势。9月疫情相比于8月有所好转,但服务业景气度仍出现回落,主要是受生活性服务业的回落影响。我们认为这背后可能是两个原因:一是大规模疫情散去但散点疫情仍存,防疫措施限制仍然存在。二是即使散点疫情消去,为排查新冠潜伏期,静默管理等措施的解除可能存在滞后,这使得服务业对于疫情的负面预期难以消散。
- **未来内需企稳是对冲外需回落的关键。**往后看,经济修复的关键还在需求端,一个是出口,一个是消费。1)四季度出口下滑压力增大,稳外贸政策亟待发力。由于美国货币政策收紧、国际经济下行压力加大,我国外贸增速也有下行趋势。四季度出口面临趋势性下滑的压力,背后的逻辑是海外欧美等国家加息下居民的消费需求放缓拖累四季度出口,对于未来出口走势的实际变化需要给予更多关注。2)强基建下,房地产行业和消费有望迎来边际修复。总体上看基建增速仍较强,对稳经济还起着正向贡献。若在保交楼政策下房地产延续修复,则非制造业PMI有望继续维持在扩张区间。但是,消费走势才是最大的重要变量。假设疫情不会再大规模反弹,我们认为在四季度多个节假日相关消费的拉动下,消费需求有望加快恢复。
- **风险因素:**国内疫情再度反弹,出口增速回落不及预期等。

目录

一、制造业超预期回升主要源于生产端.....	3
二、地产边际修复，服务业仍受疫情制约.....	5
三、未来内需企稳是对冲外需回落的关键.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1：9 月制造业的生产 PMI 进入扩张区间.....	3
图 2：9 月新出口订单 PMI 为近四个月以来的最低水平.....	4
图 3：9 月疫情新增病例较多的省份已经减少.....	4
图 4：9 月 PMI 仅新出口订单释放出外需更消极的信号.....	5
图 5：9 月原材料购进价格和出厂价格指数差距变大.....	5
图 6：9 月建筑业 PMI 回暖，服务业 PMI 延续回落.....	6
图 7：与 8 月相比，9 月水泥发运率明显提升.....	7
图 8：9 月石油沥青装置的开工率更强显示“强基建”.....	7

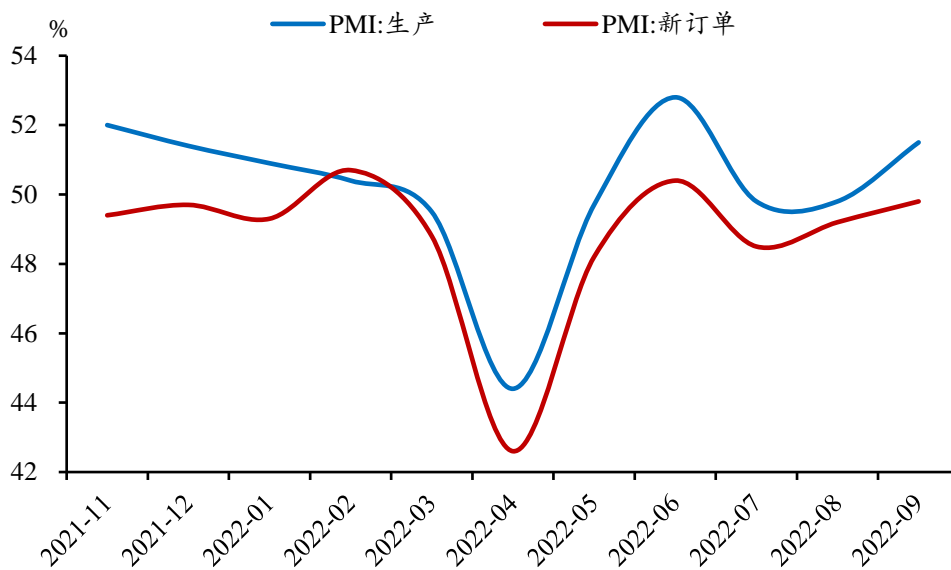
一、制造业超预期回升主要源于生产端

根据国家统计局数据，2022年9月PMI超预期回升，录得50.1%，高于8月的49.4%，且处于扩张区间，经济回升态势进一步明确。但是，制造业需求恢复仍然弱于生产端。

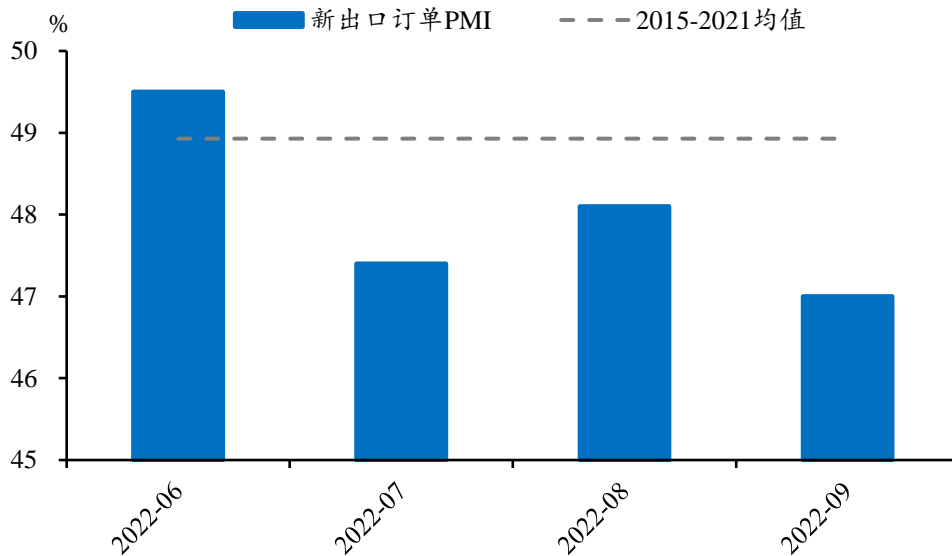
第一，9月生产端进入扩张区间，是制造业超预期回升的主要贡献。9月制造业进入传统旺季，制造业企业的生产活动有所加快，打破了8月生产PMI的持平态势，回升到9月的51.5%，进入扩张区间。9月生产PMI回升主要在于8月制约生产端的两大因素有所放松，一是疫情形势好转。8月新增确诊病例为13856例，9月新增确诊病例下降为7000例。二是高温限电情况有所松绑。8月多个省份通过限电和停产应对高温天气，但9月的高温限电情况有了好转，四川及湖南地区限电结束，炼厂陆续恢复到正常生产。随着高温天气的影响消退，制造业的生产景气度有所回暖。

第二，海外订单回落，制造业市场需求的恢复仍然弱于生产端。9月新订单指数录得49.8%，高于8月的49.2%。尽管9月新订单指数回升，但仍处荣枯线之下，反映需求不足的企业占比过半，需求收缩的制约仍然突出。值得注意的是，9月新出口订单指数没能与新订单指数同步，而是掉头回落，由8月的48.1%回落到47.0%，为近四个月以来的最低水平。装备制造业和消费品制造业的新出口订单指数分别为49.2%和48%，较上月下降1.2和3.7个百分点，均下降至50%以下。这可能预示着外需订单的增长势头减弱，扩大内需的紧迫性进一步增强。

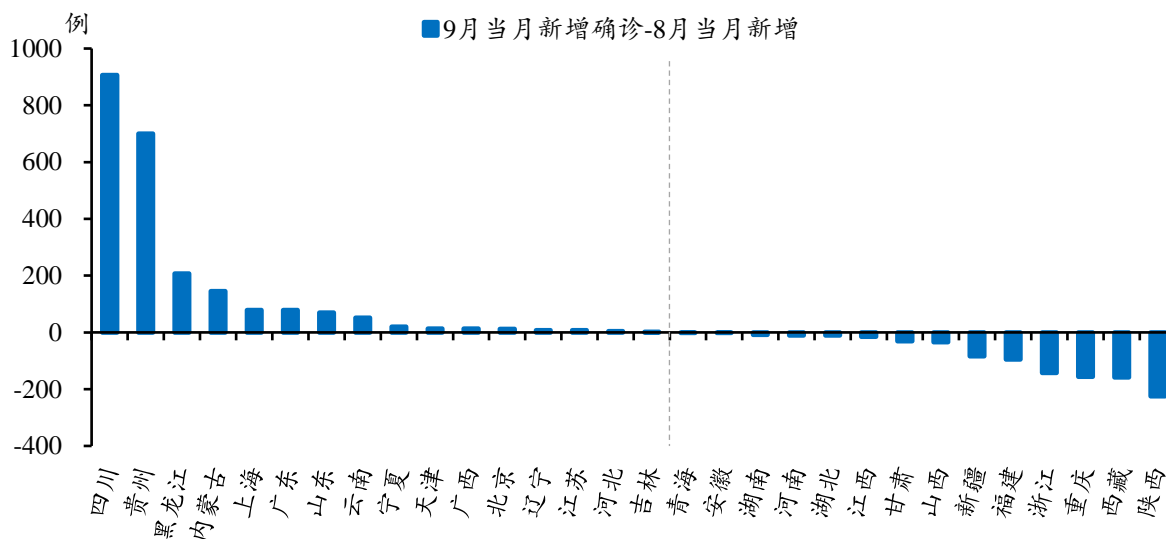
图 1：9月制造业的生产 PMI 进入扩张区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：9 月新出口订单 PMI 为近四个月以来的最低水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

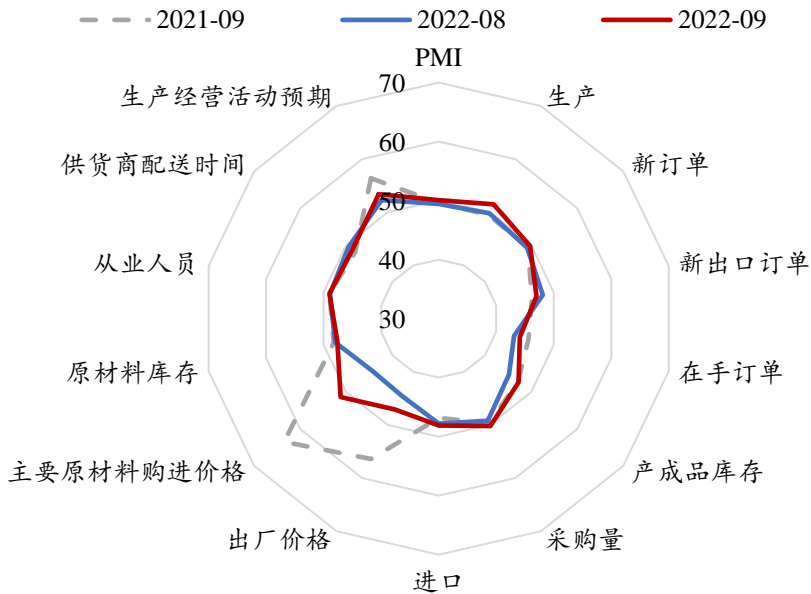
图 3：9 月疫情新增病例较多的省份已经减少


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

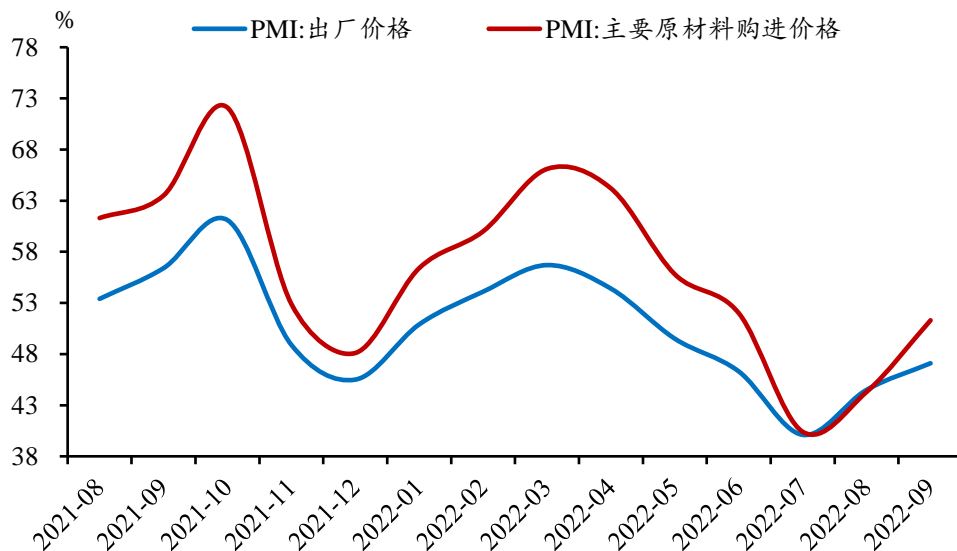
注: 30 个省, 不含海南省数据在内

第三，原材料购进价格和出厂价格指数差距变大，企业成本端可能会再次承压。9 月企业的成本端可能会再次承压，一是为满足生产需要，企业原材料采购力度加大，生产活跃。9 月采购量指数已升至 50.2%，制造业市场活跃度有所上升。二是原材料和出厂价格指数差距变大。9 月出厂价格和原材料购进价格双升，分别回升至 47.1% 和 51.3%，原材料价格指数重回扩张区间或和近期国内煤价回升有关。出厂价格指数与购进价格指数之差 9 月重回负区间，原材料购进价格指数明显提高，也对保供稳价工作提出更高要求。

第四，保市场主体、助企纾困政策效果持续显现，大中小型企业 PMI 同步回升。从大中小企业运行走势来看，今年以来持续推进的保市场主体、助企纾困政策效果持续显现。9 月各规模的企业 PMI 都有所回升，大型企业稳定恢复，中型企业趋稳运行，小型企业运行情况也有所好转。大中小型企业 PMI 分别为 51.1%、49.7% 和 48.3%。

图 4：9 月 PMI 仅新出口订单释放出外需更积极的信号


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：9 月原材料购进价格和出厂价格指数差距变大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、地产边际修复，服务业仍受疫情制约

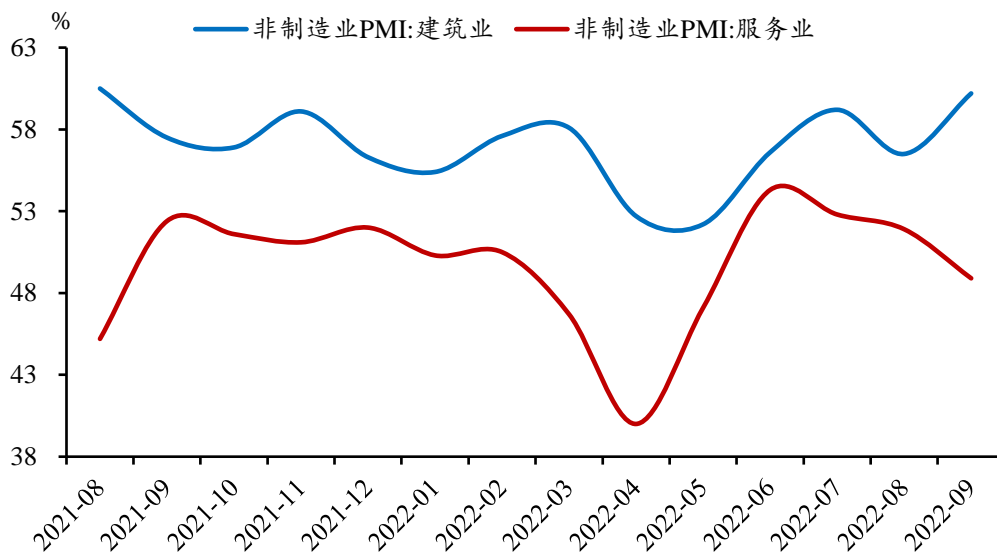
9 月非制造业商务活动 PMI 为 50.6%，连续三个月呈下降趋势，但分行业来看，内部结构存在分化，建筑业和服务业 PMI 景气水平一升一降，非制造业的主要拖累力量在服务业的疲弱上，其根源或是受到疫情制约。

第一，建筑业 PMI 回升至高位景气水平主要是强基建和地产边际修复带来的。9 月建筑业 PMI 强势回升至 60.2% 的高景气水平，背后主要在于两个方面。一是基建力度加强。9 月份基建工程大步推进，建筑业中的土木工程建筑商业活动指数达到 61%，是近 4 个月的高点，助力建筑业 PMI 重回高景气区间。9 月基建高景气的主要原因是近期出台的盘活专项债、政策性金融工具等政策措施进一步推动基础设施建设项目落地。二是地产边际修复。9

月房地产行业出现了明显的边际修复，30个大中城市商品房成交面积回暖，我们认为背后可能与季节性因素、地方调降首付比、提高公积金贷款额度等刺激政策有关。往后看，我们认为在房地产继续复苏、稳增长政策进一步落实的背景下，下个月建筑业 PMI 有望继续维持扩张水平。

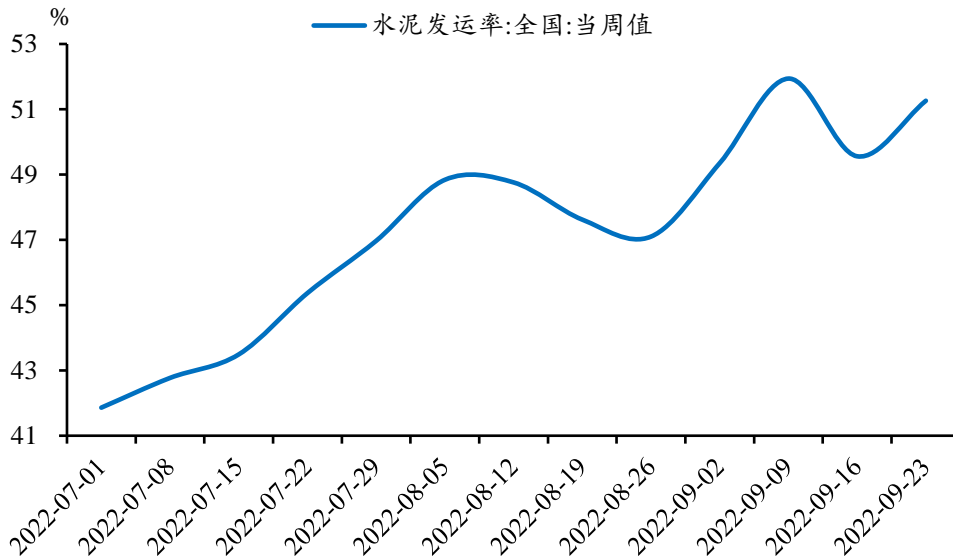
第二，受疫情防疫制约，服务业延续前期回落态势。9月份服务业商务活动指数降至48.9%，比上月回落3.0个百分点，跌破荣枯线。分行业来看，生产性服务业 PMI 继续位于扩张区间，而生活性服务业 PMI 则降至收缩区间，可见生活性服务业才是本月服务业景气回落的主要因素。尽管9月份全国新增新冠病例相比于8月份明显减少，每日新增确诊下降到200例左右，但服务业景气度仍出现回落。我们认为这背后是两个原因：一是大规模疫情散去但散点疫情仍存，防疫措施限制(如：出行限制、密集防控等)仍然存在。二是即使散点疫情消去，为排查新冠潜伏期，静默管理等措施的解除可能存在滞后，这使得服务业对于疫情的负面预期难以消散，甚至还更加严重，导致接触型、聚集型服务行业(如：零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等)的商务活动指数均低于45.0%，回落幅度较大。

图 6：9月建筑业 PMI 回暖，服务业 PMI 延续回落



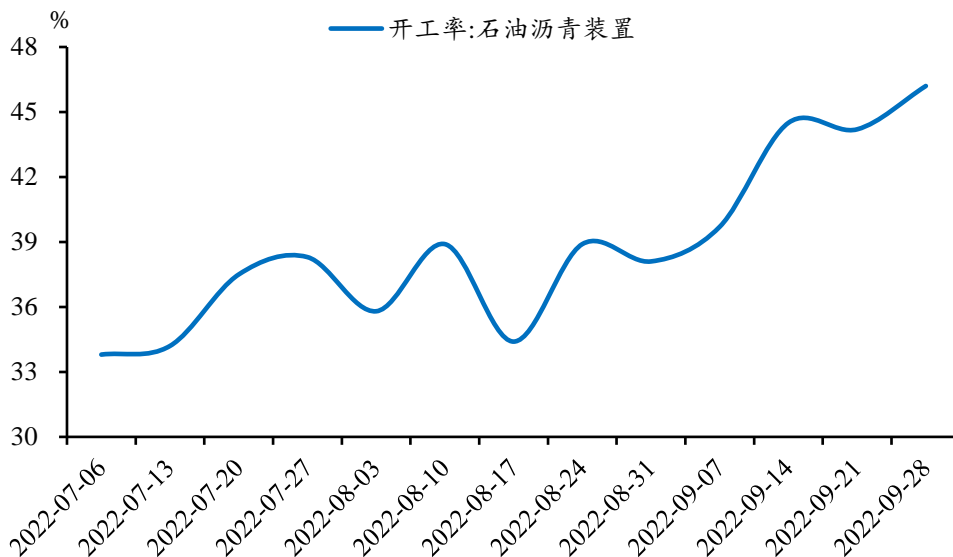
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：与 8 月相比，9 月水泥发运率明显提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：9 月石油沥青装置的开工率更强显示“强基建”



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、未来内需企稳是对冲外需回落的关键

往后看，经济修复的关键还在需求端，一个是出口，一个是消费。

1) 四季度出口下滑压力增大，稳外贸政策亟待发力。由于美国货币政策收紧、国际经济下行压力加大，我国外贸增速也有下行趋势，8 月出口同比增速已回落至 7.1%。四季度出口面临趋势性下滑的压力，背后的逻辑是海外欧美等国家加息下居民的消费需求放缓拖累四季度出口。国内后续稳外贸的压力变大，东盟对我国的出口贡献是否还能对冲欧美国家衰退带来的需求下滑值得关注，对于未来出口走势的实际变化需要给予更多关注。

2) 强基建下，房地产行业消费有望迎来边际修复。目前来看，强基建对稳经济还起着正向贡献。6 月份发了 1.49 万的专项债，发力节奏主要落在三季度上，四季度基建可能不及三季度，但是总体上看基建增速仍较强，对

稳经济还起着正向贡献。若在保交楼政策下房地产延续修复，使得建筑业生产活动继续扩张，则非制造业 PMI 有望继续维持在扩张区间。但是，消费走势才是最大的重要变量。因为消费的走势会影响服务业的景气度水平，假设疫情不会再大规模反弹，我们认为在四季度多个节假日相关消费的拉动下，消费需求有望加快恢复。

风险因素

国内疫情再度反弹，出口增速回落不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。