

2022年10月01日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 9月PMI重回扩张区间的支撑

—宏观点评报告

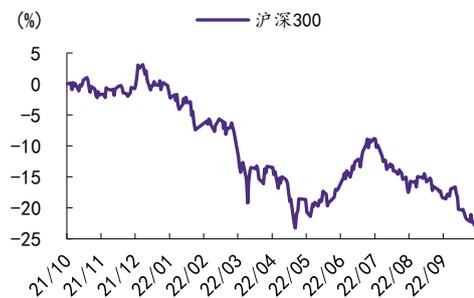
## 事件

分析师：谭倩 S1050521120005  
tanqian@cfsc.com.cn  
分析师：朱珠 S1050521110001  
zhuzhu@cfsc.com.cn  
联系人：杨芹芹 S1050121110002  
yangqq@cfsc.com.cn

9月制造业PMI为50.1%，较上月回升0.7个百分点，时隔两个月重返景气区间；非制造业商务活动PMI为50.6%，较上月下降了2个百分点，仍处在扩张区间。

## 投资要点

### 最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《8月工业企业：利润结构优化，等待需求修复》2022-09-29
- 2、《更高更远的美联储加息终点》2022-09-22
- 3、《内外需动能的切换》2022-09-16

### PMI重回扩张区间，虽超预期但有隐忧

PMI时隔两个月再次站上50%。供需均有回暖，建筑业加速扩张，基建仍是稳增长主力。但值得关注的是，出口订单下行，外需继续回落，服务业指数下行，内需仍有修复空间。

### 生产修复好于需求，海外订单回落

生产修复优于需求，生产指数较上月上升1.7个百分点至51.5%，新订单指数虽有上行，但仍位于收缩区间，制造业市场需求修复较弱。出口订单大幅回落1.1个百分点至47%。海外衰退逼近进一步压缩需求，警惕出口下行风险。

### 企业修复分化，技改助力制造业投资

制造业修复分化较为明显，大型企业最优，中型企业其次，小型企业仍差。财新PMI也连续两个月下行，保主体工作仍需发力。央行新增2000亿元设备专项贷，预计拉动2022年技改规模约2.2个百分点，可为下半年制造业提供支撑。

### 价格指数回升，难改PPI下行趋势

虽然海外大宗商品价格普遍回落，但是在人民币贬值的影响下，原材料价格指数、出厂价格指数则有回升，但对PPI支撑较为有限，高基数下PPI延续回落态势。

### 服务业再受疫情冲击，消费期待扭转

服务业再次来到不景气区间，其中需求回落是景气度下降的主因，新订单指数从上月的49.2%骤降到41.6%，是今年疫情以来的最低水平。疫情扰动再起，居民消费信心仍不太稳固，稳消费还需进一步发力。

### 基建加速落地，稳地产政策密集出台

与基建相关的土木工程建筑业商务活动指数为61.0%，是建筑业PMI的主要推动项，基建开工提速。房地产继续探底，但政策端开始发力，有助于稳定预期。

### 风险提示

俄乌局势再次升级，海外衰退加速兑现，国内政策不及预期

## 正文目录

事件: .....	4
评论: .....	4
1、生产修复好于需求, 警惕外需回落风险.....	4
2、企业修复分化, 技改助推制造业投资 .....	5
3、价格指数回升, 难改 PPI 下行趋势 .....	5
4、服务业再受疫情冲击, 消费期待扭转.....	6
5、基建加速落地, 稳地产政策密集出台 .....	7
6、风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1: 时隔两个月 PMI 再次回到景气区间 .....	4
图表 2: 企业的修复继续呈现分化的局面.....	5
图表 3: 9 月大宗商品呈现震荡下行趋势 .....	6
图表 4: 原材料价格推动出厂价格上行 .....	6
图表 5: 建筑业和服务业出现分化 .....	7
图表 6: 9 月 PMI 数据一览.....	8

## 事件：

9月制造业PMI为50.1%，较上月回升0.7个百分点，时隔两个月重返景气区间；非制造业商务活动PMI为50.6%，较上月下降了2个百分点，仍处在扩张区间。

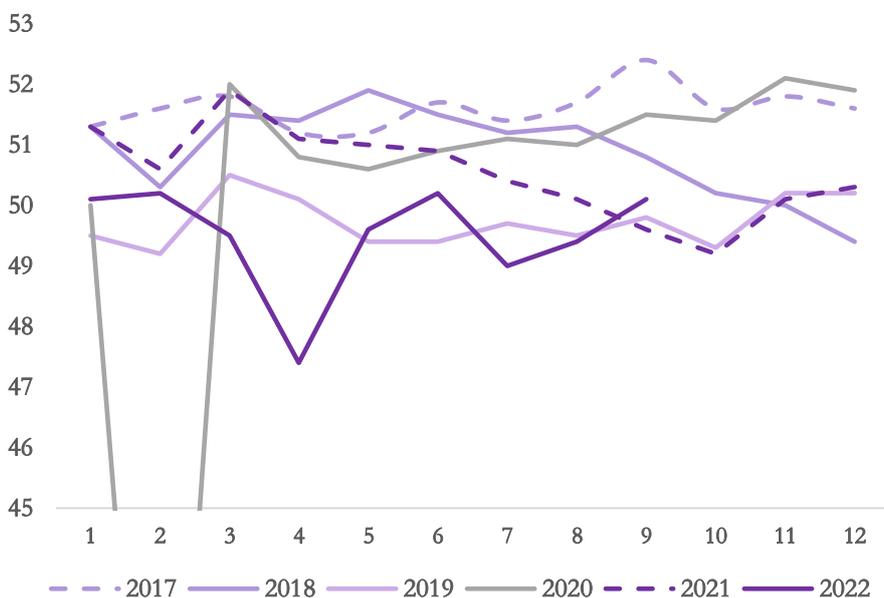
## 评论：

PMI时隔两个月再次站上50%，重回扩张区间，虽超预期但有隐忧。供需均有回暖，建筑业加速扩张，基建仍是稳增长主力。但值得关注的是，生产修复好于需求，出口订单下行，外需继续回落，服务业指数下行，内需仍有修复空间。

### 1、生产修复好于需求，警惕外需回落风险

9月PMI显示出供需双双回暖，但生产修复优于需求。9月制造业PMI录得50.1%，时隔两个月重回景气区间，生产指数较上月上升1.7个百分点至51.5%，高温限电影响消散叠加传统生产旺季发力，生产活跃度出现季节性上升。9月企业采购量较上月上行1个百分点来到50.2%，再度印证企业生产意愿修复。

图表 1：时隔两个月 PMI 再次回到景气区间



资料来源：wind，华鑫证券研究

需求也出现了一定的回暖，9月新订单指数较上月上行0.8个百分点至49.8%，但仍位于收缩区间，表明制造业市场需求修复较弱，整体仍显不振。生产和需求的修复错位导致了产成品库存的再次积累，9月产成品库存指数较上月上行2.1个百分点。

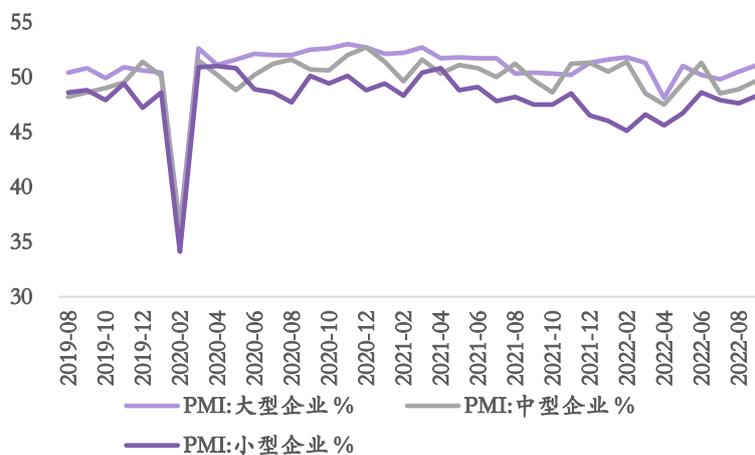
与弱复苏的内需不同，外需出现了较大程度的回落。9月出口订单较上月回落1.1个百分点降至47%。海外衰退逼近进一步压缩需求，从而带动出口的下行。从高频数据来看，9月上海出口集装箱运价指数(SCFI)和中国出口集装箱运价指数CCFI继续延续了之前的下行趋势，分别同比下行39.59%和17.29%，外需回落风险值得警惕。

## 2、企业修复分化，技改助推制造业投资

总体来看，企业景气度均有所回升，但是分化仍在持续：9月大型企业PMI为51.1%，上升0.6个百分点，回升至荣枯线之上；中型企业PMI为49.7%，上升0.8个百分点，进一步贴近景气区间；小型企业PMI为48.3%，增速由降转升，较上月上行0.7个百分点。中小企业生存环境仍有待改善，9月更能代表小型企业生存现状的财新PMI则是出现了下行，较8月份下降1.4个百分点来到48.1%，连续两个月在景气区间之下，保主体工作仍要继续发力。

近期，央行新增了2000亿元中小微企业设备更新改造专项贷款，利率不高于3.2%。结合9月初国常会提出的对于设备购置和更新的中央财政贴息2.5个百分点，短期内企业更新设备贷款的实际成本将不高于0.7%，利率极其优惠，定向为技术改造提供资金支撑，后续也会在企业融资数据中逐步体现。从体量上来说，技改也是我国制造业投资中的重要组成部分。2022年1-8月，制造业技改投资同比增长12.1%，技改投资占全部制造业投资比重为41.3%，技改投资增速也高于整体制造业投资水平。按照2000亿元来计算，预计会提升2022年技改增速2.2个百分点，进一步支撑下半年制造业投资增速。

图表 2：企业的修复继续呈现分化的局面



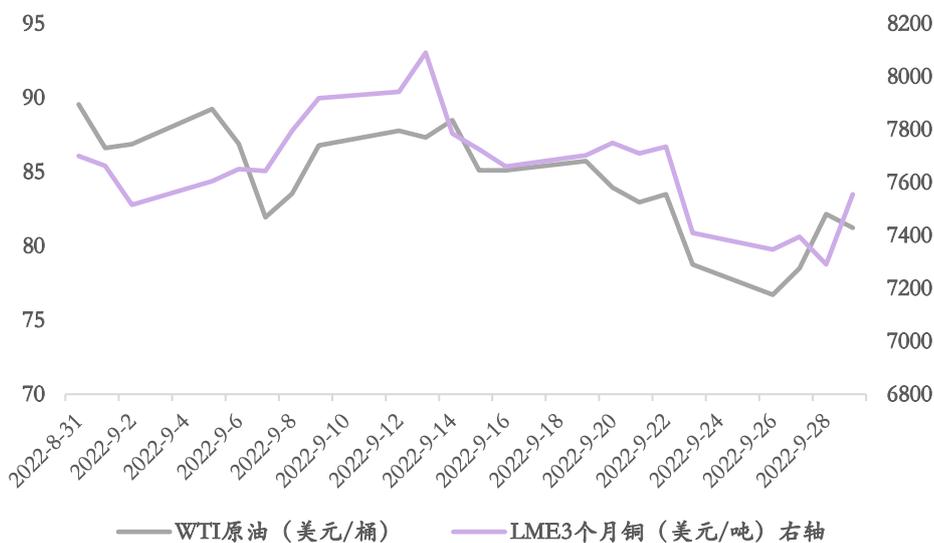
资料来源：wind，华鑫证券研究

## 3、价格指数回升，难改PPI下行趋势

虽然海外大宗商品价格普遍回落，9月铜、铝、天然气和原油等价格均较8月有不同程度的回落。但是在美联储强硬加息表态下（9月加息75BP并预计年内加息125BP）以及地缘政治局势恶化（乌东入俄公投、北溪管道爆炸）的影响下，人民币兑美元一度突破了7.2的历史高位，人民币贬值导致原材料价格实际成本上行，9月原材料价格指数有明显回升，

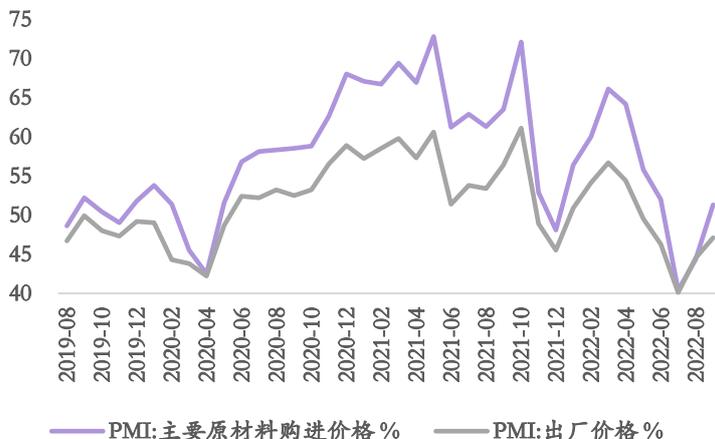
从上月 44.3% 升至 51.3%。在成本端的助推下，出厂价格指数再度回升，较上月上行 2.6 个百分点。但价格指数回升对 PPI 支撑较为有限，高基数下 PPI 延续回落态势。

图表 3：9 月大宗商品呈现震荡下行趋势



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 4：原材料价格推动出厂价格上行

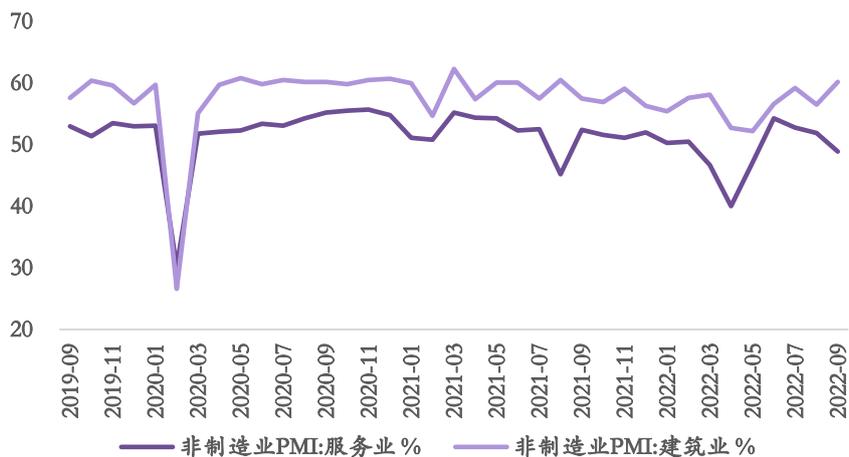


资料来源：wind，华鑫证券研究

## 4、服务业再受疫情冲击，消费期待扭转

非制造业 PMI 则是出现了较大的分化，其中服务业商务活动指数较上月下行了 3 个百分点至 48.9%，再次回到了收缩区间。服务业需求回落是景气度下降的主因，9 月服务业 PMI 新订单指数从上月 49.2% 骤降至 41.6%，受疫情冲击明显，是今年疫情以来的最低水平，显示出居民消费信心仍不太稳固，稳消费还需进一步发力。8 月社融中餐饮服务消费出现了复苏迹象，同比增速自 2022 年 3 月以来首次转正，目前在服务业 PMI 回落的影响下，9 月餐饮消费可能会再次承压。

图表 5: 建筑业和服务业出现分化



资料来源: wind, 华鑫证券研究

## 5、基建加速落地，稳地产政策密集出台

9月建筑业商务活动指数为60.2%，高于上月3.7个百分点。其中与基建相关的土木工程建筑业商务活动指数为61.0%，保持较高水平，是建筑业PMI的主要推动项。从高频数据的石油沥青开工率回升中也能看出来基建开工提速，9月平均沥青开工率达到了43.65%，较上月上升了6.34个百分点。水泥价格也在9月份出现了环比增速的由跌转涨，较8月份上升了1.07%，同样验证了基建加速落地。后续来看，在政策性金融工具和专项债限额等政策的支持下，基建开工将延续高增速，成为稳增长的主要发力点。

从房地产来看，9月高频数据显示当前房地产成交依然保持在-20%同比减少的区间。但是近期稳地产政策密集出台，将会加速地产探底。首先是9月23日，银保监会表示房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转，这预示着房地产调控已到位，政策将从预防过热转向预防过冷，有望进一步出台政策激发购房需求。随后9月29日，人民银行和银保监会阶段性放宽部分城市的房贷利率下限，各地可按照因城施策的原则来下调，维持或者取消首套房的房贷利率下限，刚需和改善的需求有望进一步得到修复。

图表 6: 9月 PMI 数据一览

	较上期变动	2022年9月	2022年8月	2022年7月
制造业PMI	▲	50.1	49.4	49
生产	▲	51.5	49.8	49.8
新订单	▲	49.8	49.2	48.5
新出口订单	▼	47	48.1	47.4
主要原材料购进价格	▲	51.3	44.3	40.4
出厂价格	▲	47.1	44.5	40.1
原材料库存	▼	47.6	48	47.9
产成品库存	▲	47.3	45.2	48
从业人员	▲	49	48.9	48.6
供货商配送时间	▼	48.7	49.5	50.1
生产经营活动预期	▲	53.4	52.3	52
大型企业	▲	51.1	50.5	49.8
中型企业	▲	49.7	48.9	48.5
小型企业	▲	48.3	47.6	47.9
高技术制造业	-	-	50.6	51.5
装备制造业	-	-	50.9	51.2
消费品行业	-	-	52.3	51.4
基础原材料行业	▲	50.6	46.2	-
非制造业PMI	▼	50.6	52.6	53.8
服务业	▼	48.9	51.9	52.8
建筑业	▲	60.2	56.5	59.2
综合PMI:产出指数	▼	50.9	51.7	52.5

资料来源: wind, 华鑫证券研究

## 6、风险提示

俄乌局势再次升级，海外衰退加速兑现，国内政策不及预期

## ■ 宏观策略组介绍

谭倩：11 年研究经验，研究所所长、首席分析师。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

杨芹芹：经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

周灏：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

张帆：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。