

经济进一步修复，但隐忧仍在

2022年9月官方PMI点评

报告摘要

9月制造业PMI较8月上行，时隔两个月重回荣枯线之上，非制造业PMI受服务业拖累较8月下行，但继续位于景气区间。总体来看，9月官方PMI数据显示经济呈现弱复苏态势，但同时隐忧仍然存在，显示我国经济复苏基础仍然薄弱。首先是制造业新出口订单指数下滑，显示9月外需回落压力增大。其次是PMI出厂价格指数与PMI主要原材料购进价格指数的差从8月的+0.2PCTS变为-4.2%，显示制造业企业成本压力有边际增大趋势。最后是9月服务业PMI时隔3个月重回荣枯线之下，显示服务业景气度在居民出行重新受限之下，仍需进一步修复。

总体上我们认为，尽管面临着外部紧缩压力，但在经济复苏基础仍然薄弱之下，稳增长仍是我国宏观政策首要目标。国务院总理李克强9月21日主持召开国务院常务会议，听取国务院第九次大督查情况汇报，要求狠抓政策落实、推动经济回稳向上，再次强调稳经济的优先性。短期内货币政策预计仍将维持相对宽松态势，流动性外紧内松的局面仍将维持。9月官方PMI具体分析如下：

◆需求和生产同步改善，9月制造业PMI重回荣枯线之上

2022年9月官方制造业PMI录得50.1%，较上月+0.7PCTS，时隔两个月，重回荣枯线之上。总体上看，从8月到9月，制造业景气程度有所改善，但因为8月为景气度低点，9月改善之后，制造业景气度与历史同期相比仍然有差距。结构上看，9月PMI五大分项指数除PMI原材料库存指数为拖累项外，其余分项指数均不同程度带动制造业PMI指数上行，其中PMI新订单指数和PMI生产指数分别带动制造业PMI上行0.2PCTS和0.4PCTS，是向上带动作用最大的两项。

分大中小企业看，9月大型、中型和小型制造业企业景气度均较上月回升，其中大型企业景气度连续第2个月位于荣枯线之上，中、小型企业PMI仍位于荣枯线之下。9月大、中、小企业PMI新订单指数和PMI生产指数均实现回升，表明制造业需求和生产的回升具有全面性。

◆内需支撑制造业需求修复，生产恢复速度快于需求，原材料库存去化

9月PMI新订单指数较上月+0.6PCTS，但9月新出口订单指数较上月-1.1PCTS，显示在外需拖累的情况下，9月制造业需求的恢复主要靠内需支撑。9月PMI生产指数较上月+1.7PCTS，显示生产恢复进一步加快。结合近10年历史同期数据看，制造业需求和生产自低位快速修复，但尚需进一步恢复以达到历史平均水平。

9月，PMI产成品库存指数、PMI原材料库存指数、PMI采购量指数和PMI生产经营活动预期指数分别较上月+2.1PCTS、-0.4PCTS、+1.0PCTS和+1.1PCTS，显示在内需恢复的支撑下，9月制造业企业预期有所改善，采购意愿回升，同时生产的恢复速

主要数据

上证指数	3024.3905
沪深300	3804.8853
深证成指	10778.6145

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

9月PMI相关数据

2022年9月30日统计局发布9月官方PMI数据：官方制造业PMI录得50.1%，较上月+0.7PCTS；非制造业PMI50.6%，较上月-2.0PCTS，其中建筑PMI60.2%，较上月+3.7PCTS，服务业PMI48.9%，较上月-3.0PCTS；综合PMI产出指数为50.9%，较上月-0.8PCTS。

度较需求恢复速度更快，原材料库存加速向产成品库存转化，最终产成品库存累积，原材料库存去化。

◆ 主要原材料购进价格指数快速上行，制造业企业成本压力有所增大

9月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为 47.1%和 51.3%，分别较上月+2.6PCTS 和+7.0PCTS，均为连续 4 个月下行后，连续第 2 个月上行。PMI 出厂价格指数—PMI 主要原材料购进价格指数的差由上月的+0.2PCTS 变为-4.2%，制造业企业成本压力有所回升。9月，在煤、钢和油三大原料中，煤价的上行是制造业成本压力边际抬升的主因。虽然煤价支撑下，9月 PPI 环比或出现下滑幅度放缓或转正，但在翘尾因素作用下，9月 PPI 同比将继续较大幅度下行，预计 9月 PPI 将录得+0.5%左右。

◆ 建筑业维持高景气度，居民出行再次受限下服务业景气度下滑明显

2022年9月，非制造业商务活动指数 50.6%，较上月-2.0PCTS，较上月走弱但继续位于荣枯线之上，其中，建筑业 PMI 为 60.2%，较上月+3.7PCTS，服务业 PMI 为 48.9%，较上月-3.0PCTS。

9月服务业 PMI 由荣枯线之上转到荣枯线之下，景气度明显下行，与我们观察到的受疫情影响，18 个大中城市地铁客流量 9月重回同比下行态势相吻合。9月疫情有所抬头之下，居民出行再次受到限制。9月建筑业 PMI 录得 60.2%，较上月上行，维持高景气区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 61.0%，是近 4 个月高点。近期出台的盘活专项债、政策性金融工具等政策利好下，基建项目加速落地，建筑业生产活动扩张加快。

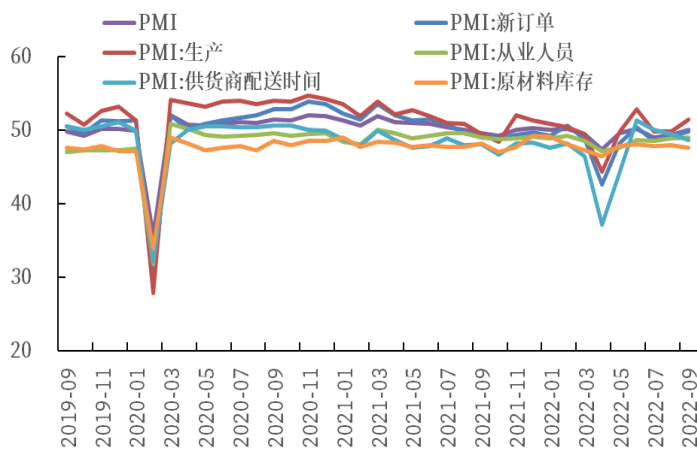
(1) 需求和生产同步改善，9月制造业 PMI 重回荣枯线之上

2022年9月官方制造业 PMI 录得 50.1%，较上月+0.7PCTS，时隔两个月，重回荣枯线之上。季节性上看，今年9月制造业 PMI 低于近10年（2012年-2021年，下同）历史同期均值的 50.6%，与历史同期相比不算强。9月 PMI 较8月上行幅度为 0.7PCTS，明显超过近10年9月 PMI 较8月 PMI 平均上行幅度的 0.1PCTS，表明8月到9月制造业景气度改善力度较大。总体上看，从8月到9月，制造业景气程度有所改善，但因为8月为景气度低点，9月改善之后，制造业景气度与历史同期相比仍有差距。

结构上看，9月 PMI 新订单指数 49.8%（较上月+0.6PCTS，下同）、PMI 生产指数 51.5%（+1.7PCTS）、PMI 从业人员指数 49.0%（+0.1PCTS）、PMI 供应商配送时间指数 48.7%（-0.8PCTS）、PMI 原材料库存指数 47.6%（-0.4PCTS）。9月制造业 PMI 五大分项指数除 PMI 原材料库存指数是拖累项外，其余分项指数均不同程度带动制造业 PMI 指数上行，其中 PMI 新订单指数和 PMI 生产指数分别带动制造业 PMI 上行 0.2PCTS 和 0.4PCTS，是向上带动作用最大的两项。

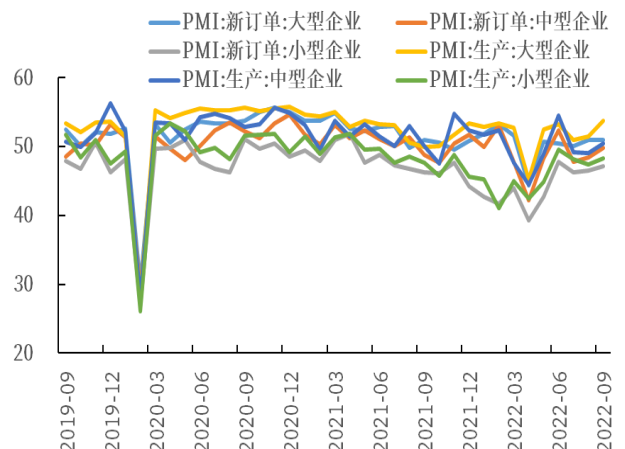
分大中小企业看，9月大型企业 PMI 录得 51.1%，较上月上行 0.6PCTS，中型企业 PMI 录得 49.7%，较上月上行 0.8PCTS，小型企业 PMI 录得 48.3%，较上月上行 0.7PCTS。大型、中型和小型企业景气度均较上月回升，其中大型企业景气度连续第2个月位于荣枯线之上，中、小型企业 PMI 仍位于荣枯线之下。9月大、中、小企业 PMI 新订单指数和 PMI 生产指数均实现回升，表明制造业需求和生产的回升具有全面性，需求回升幅度上中型企业>小型企业>大型企业，生产回升幅度上大型企业>中型企业>小型企业。

图1 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 不同规模企业新订单和生产指数走势 (%)



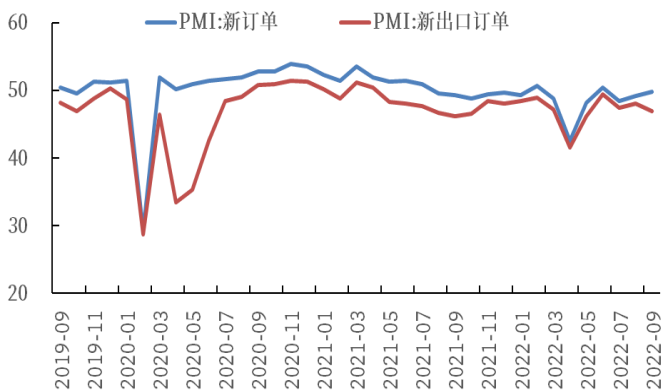
资料来源：wind，中航证券研究所

(2) 内需支撑制造业需求修复，生产恢复速度快于需求，原材料库存去化

9月 PMI 新订单指数较上月+0.6PCTS, PMI 生产指数较上月+1.7PCTS。历史同期数据看：今年9月 PMI 新订单指数和生产指数分别低于近10年9月相关指数均值，但较8月上行幅度均超过近10年平均上行幅度，总体上体现了制造业需求和生产自低位快速修复，但尚需进一步恢复以达到历史平均水平。

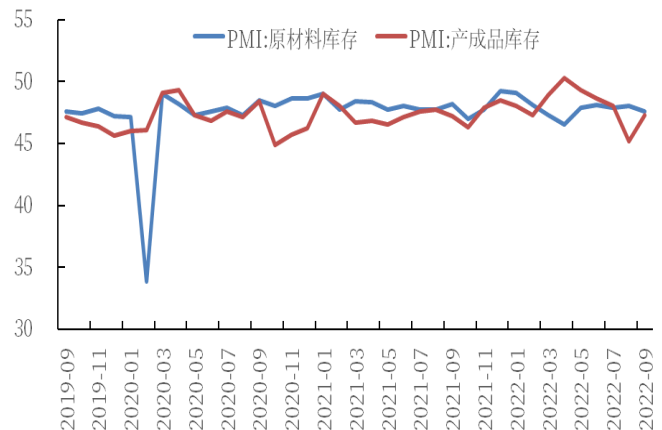
9月新出口订单指数录得47.0%，较上月-1.1PCTS, 结合9月较8月上行0.6PCTS的制造业新订单指数，显示在外需拖累的情况下，9月制造业需求的恢复主要靠内需支撑。9月，PMI 产成品库存指数和 PMI 原材料库存指数分别为47.3%和47.6%，分别较上月+2.1PCTS 和-0.4PCTS，同时，PMI 采购量指数录得50.2%，较上月+1.0PCTS, PMI 生产经营活动预期指数录得53.4%，较上月+1.1PCTS。9月虽然外需回落，但在内需恢复的支撑下，制造业企业预期有所改善，采购意愿回升，同时生产的恢复速度比需求更快，原材料库存加速向产成品库存转化，最终产成品库存累积，原材料库存去化。

图3 9月制造业需求回升靠内需支撑 (%)



资料来源：wind, 中航证券研究所

图4 9月制造业原材料库存去化，产成品库存累积 (%)



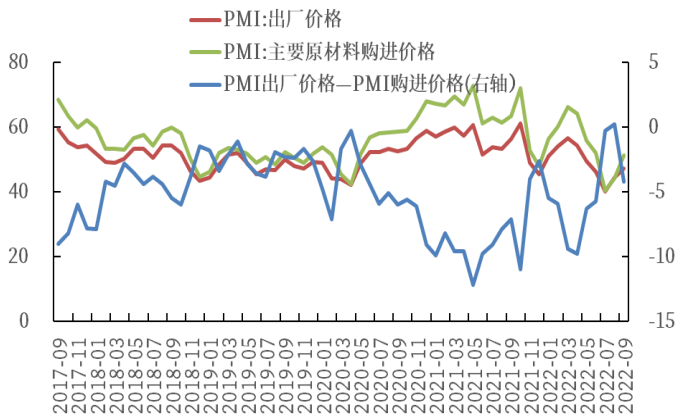
资料来源：wind, 中航证券研究所

(3) 主要原材料购进价格指数快速上行，制造业企业成本压力有所加大

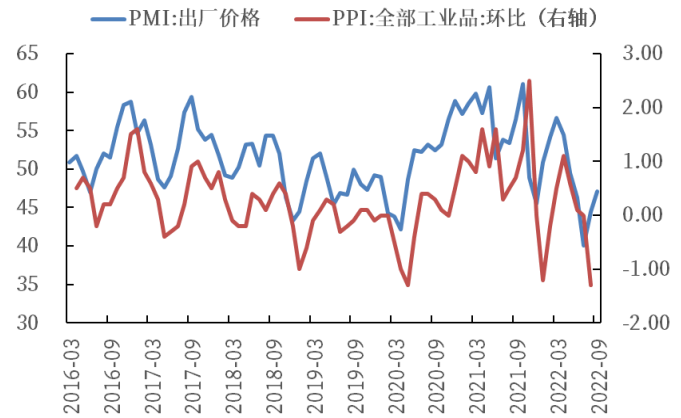
9月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为47.1%和51.3%，分别较上月+2.6PCTS 和+7.0PCTS，均为连续4个月下行后，连续第2个月上行。PMI 出厂价格指数-PMI 主要原材料购进价格指数的差由上月的+0.2PCTS 变为-4.2%，反映出与8月相比，9月制造业产品出厂价格下滑幅度虽然放缓，但原材料价格由下滑转向略微上升，制造业企业成本压力有所回升。

9月，原油价格继续下行，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格也较上月继续下行，但因化工、建材等行业开工旺季和夏季保民用电之下错峰延后生产，无烟煤、普通混煤、1/3焦煤等煤种价格上行。在煤、钢和油三大原料中，煤价的上行是制造业成本压力边际抬升的主因。虽然煤价支撑下，9月 PPI 环比或出现下滑

幅度放缓或转正，但在翘尾因素作用下，9月PPI同比将继续较大幅度下行，预计9月PPI将录得+0.5%左右。

图5 PMI出厂价格指数与主要原材料购进价格指数走势(%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图6 PMI出厂价格指数与PPI环比走势(%)


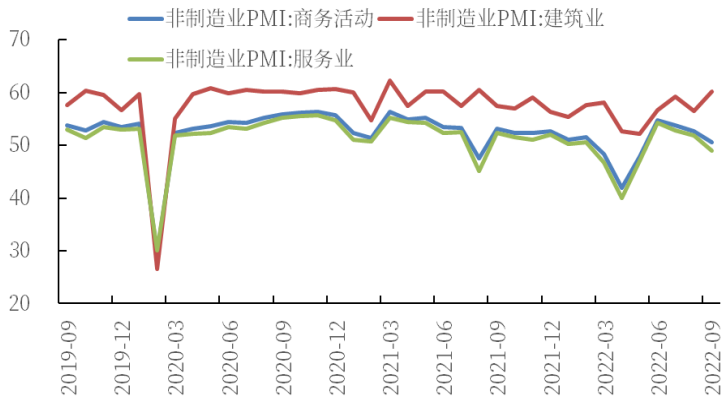
资料来源：wind，中航证券研究所

(4) 建筑业维持高景气度，居民出行再次受限下服务业景气度下滑明显

2022年9月，非制造业商务活动指数50.6%，较上月-2.0PCTS，其中，建筑业PMI为60.2%，较上月+3.7PCTS，服务业PMI为48.9%，较上月-3.0PCTS。服务业景气度下滑拖累下，9月非制造业景气度有所回落，但仍位于荣枯线之上。

9月服务业PMI由荣枯线之上转到荣枯线之下，景气度明显下行。从行业情况看，生产性服务业商务活动指数继续位于扩张区间，其中邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均高于60.0%，业务总量增长较快；生活性服务业商务活动指数降至收缩区间，是本月服务业景气回落的主要因素，其中零售、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。9月服务业PMI指数的下行与我们观察到的受疫情影响，18个大中城市地铁客流量9月重回同比下行态势相吻合。9月疫情有所抬头之下，居民出行再次受到限制。8月18大城市地铁客流量合计值同比为+7.2%，是今年3月以来首次为正，但9月上旬和中旬，18大城市地铁客流量合计值同比分别为-21.3%和-12.4%，重回负值区间。从地铁客流量同比为正的城市的个数看，8月为12个，9月上旬和中旬分别仅为5个和6个。

9月建筑业PMI录得60.2%，较上月上行，维持高景气区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数为61.0%，是近4个月高点。近期出台的盘活专项债、政策性金融工具等政策利好下，基建项目加速落地，建筑业生产活动扩张加快。

图7 非制造业 PMI 指数走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 18大城市地铁客流量同比

时间区间	同比正增长城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
9月中旬	6	-12.4%	-13.2%	-6.0%	-6.6%	-70.8%	14.1%	6.4%	-3.4%	6.6%	-	-6.1%	-20.7%	18.5%	-28.1%	-12.3%	-12.4%	-39.5%	80.4%	18.7%
9月上旬	5	-21.3%	-12.7%	-12.2%	-10.9%	-90.9%	26.7%	-17.1%	-3.1%	13.5%	-	-26.7%	-53.8%	38.0%	-9.9%	-7.6%	-3.2%	-67.4%	6.0%	27.0%
8月下旬	9	-0.1%	4.2%	-5.1%	13.3%	-18.4%	61.0%	37.5%	-24.2%	19.0%	-	-45.7%	-15.0%	53.5%	-8.4%	11.7%	-8.9%	-33.3%	3.0%	39.2%
8月中旬	11	4.8%	3.2%	-19.6%	6.1%	-3.3%	130.6%	123.0%	3.0%	20.9%	-	-12.2%	-7.9%	100.6%	16.9%	11.6%	-6.5%	46.1%	-26.6%	38.2%
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	-	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%	43.0%
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	-	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.9%	11.6%	13.8%	21.8%
7月中旬	6	-17.7%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-28.8%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%	9.6%
7月上旬	9	-16.5%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	-32.6%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%	4.7%
6月下旬	10	-9.0%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	-32.4%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%	12.2%
6月中旬	7	-11.0%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-38.4%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%	9.9%
6月上旬	6	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	3	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	3	-41.0%	-77.2%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	0	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	2	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	1	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	0	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	0	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	1	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬	8	-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
8月	12	7.2%	7.1%	-12.2%	10.1%	-7.1%	125.6%	81.0%	5.2%	22.9%	#DIV/0!	-14.7%	-9.3%	106.0%	15.6%	9.4%	-3.0%	21.2%	10.9%	40.1%
7月	11	-12.7%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	-9.2%	3.8%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%	11.9%
6月	8	-13.1%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	-37.4%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.4%	25.5%	11.6%
5月	1	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	1	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月	3	-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 7月下旬开始, 剔除郑州数据)

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637