

9 月经济有喜有忧，四季度经济弱修复

——9 月 PMI 点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

内需边际改善及库存回补推动 9 月制造业生产明显加快，而外需进一步走弱，制造业综合 PMI 回升 0.7 个百分点至 50.1%。四季度稳增长将继续发力，但外需趋于走弱，房地产投资仍偏弱，预计我国制造业继续弱修复。疫情反复使得 9 月服务业增长显著放缓，而稳增长发力推动建筑业有所改善，非制造业 PMI 回落 2.0 个百分点至 50.6%。四季度疫情的边际缓解以及稳增长持续发力将推动非制造业改善。



摘要：

事件：9 月份中国制造业 PMI 为 50.1%，前值 49.4%；非制造业商务活动指数为 50.6%，前值 52.6%。

点评：

1) 9 月制造业有所改善，预计四季度继续弱修复。9 月份我国制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至 50.1%，制造业有所改善。需求方面，9 月新订单指数回升 0.6 个百分点至 49.8%，内需边际修复但仍偏弱；新出口订单指数回落 1.1 个百分点至 47.0%，外需进一步走弱。供应方面，9 月生产指数回升 1.7 个百分点至 51.5%，生产显著加快；产成品库存指数大幅回升 2.1 个百分点至 47.3%，反映生产的改善与企业补充产成品库存有较大关系。8 月份四川限电对部分企业的供应构成限制，在限电解除之后，这些企业会努力将损失的供应(库存)补回来，这是 9 月份生产加快的一个原因。8 月中旬以来我国持续推出稳经济措施，9 月 28 号国务院总理李克强主持召开会议，对稳经济大盘四季度工作再部署、推进再落实。预计四季度稳增长继续发力。9 月 30 号人民银行、银保监会发布通知，对于符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底现阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。该政策能够较好地支持刚性住房需求的释放，但并不支持投资投机性需求，预计四季度我国商品房销售会有所修复，但改善幅度不会很大，而房地产投资仍然偏弱。在海外经济增长趋于放缓的背景下，四季度我国外需仍趋于走弱。综合来看，预计四季度我国制造业弱修复。

2) 9 月非制造业增长放缓，预计四季度会有所改善。9 月非制造业 PMI 商务活动指数为 50.6%，较 8 月回落 2.0 个百分点，非制造业增长明显放缓。分行业看，服务业商务活动指数大幅回落 3.0 个百分点至 48.9%，疫情的反复对服务业的抑制仍较为显著；建筑业商务活动指数大幅回升 3.7 个百分点至 60.2%，其中土木工程建筑业商务活动指数进一步提高至 61.0%，反映近期出台的稳经济政策推动基础设施建设进一步加快。随着防疫经验的累积，四季度我国疫情有望边际缓解，但考虑到冬季是疫情高发期，疫情可能难以彻底控制，预计四季度服务业会有所修复，但仍受到疫情抑制。四季度稳增长政策发力将推动基础设施建设继续加快，预计建筑业增长有所加快。

风险提示：房地产下滑超预期、海外地缘冲突加剧

宏观研究团队

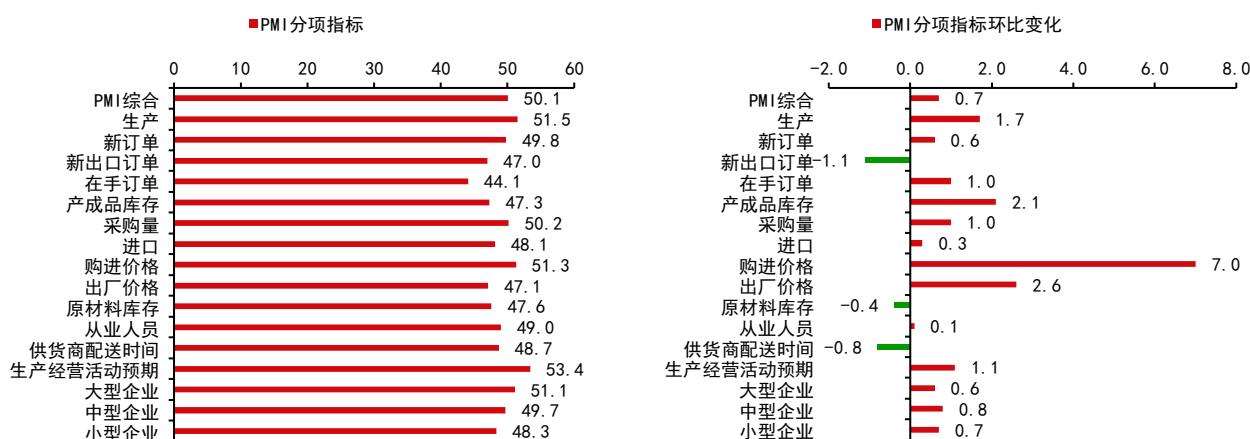
研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、9月制造业有所改善，预计四季度继续弱修复

内需边际改善及库存回补推动9月制造业生产明显加快，而制造业外需进一步走弱。9月份我国制造业PMI为50.1%，较8月回升0.7个百分点，且略高于50%的临界水平。需求方面，9月份新订单指数回升0.6个百分点至49.8%，但仍低于50%的临界水平，内需边际修复但仍偏弱；新出口订单指数回落1.1个百分点至47.0%，外需进一步走弱。供应方面，9月份生产指数回升1.7个百分点至51.5%，生产显著加快。9月份生产的改善显著高于需求的改善，产成品库存指数大幅回升2.1个百分点至47.3%，这说明生产的改善与企业补充产成品库存有较大关系。8月份四川限电对部分企业的供应构成限制，在限电解除之后，这些企业会努力将损失的供应补回来，这是9月份生产显著加快的一个原因。9月份购进价格和出厂价格指数分别回升7.0、2.6个百分点至51.3%、47.1%，购进价格止跌回升，出厂价格下跌放缓。分企业类型来看，9月大、中、小型企业PMI分别回升0.6、0.8、0.7个百分点至51.1%、49.7%、48.3%，均有所改善。

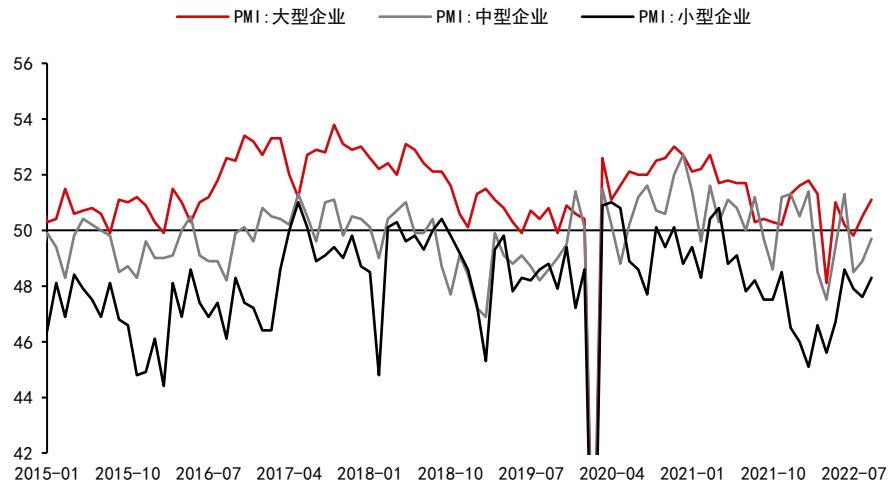
往前看，四季度稳增长将继续发力，但外需趋于走弱，房地产投资仍偏弱，预计我国制造业继续弱修复。8月中旬以来我国持续推出稳经济措施，9月28日国务院总理李克强主持召开会议，对稳经济大盘四季度工作再部署、推进再落实。预计四季度稳增长继续发力。9月30日人民银行、银保监会发布通知，对于符合条件的城市政府，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。70个大中城市中有23个城市符合条件；中小城市中有更大比例符合条件；全国范围内符合条件的城市并非少数。该政策能够较好地支持刚性住房需求的释放，但并不支持投资投机性需求，预计四季度我国商品房销售会有所修复，但改善幅度可能不会很大，而房地产投资仍然偏弱。在海外经济增长趋于放缓的背景下，四季度我国外需仍趋于走弱。综合来看，预计四季度我国制造业弱修复。

图表1：制造业PMI分项指标及其环比变化（%）



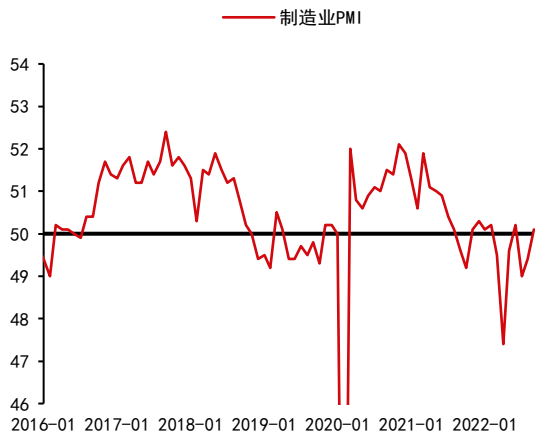
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2：制造业 PMI 大型企业、中型企业和小型企业指数 (%)



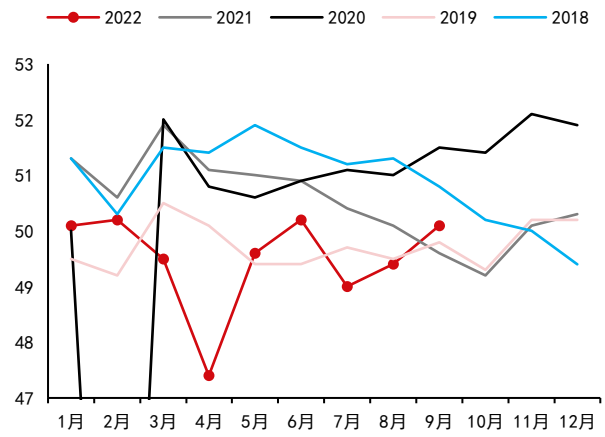
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表3：制造业 PMI 综合指数 (%)



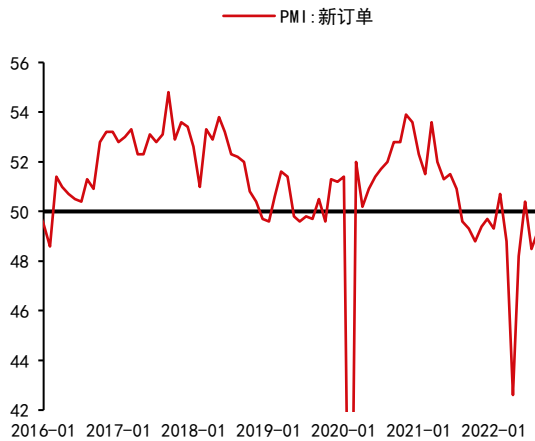
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4：历年各月制造业 PMI 综合指数 (%)



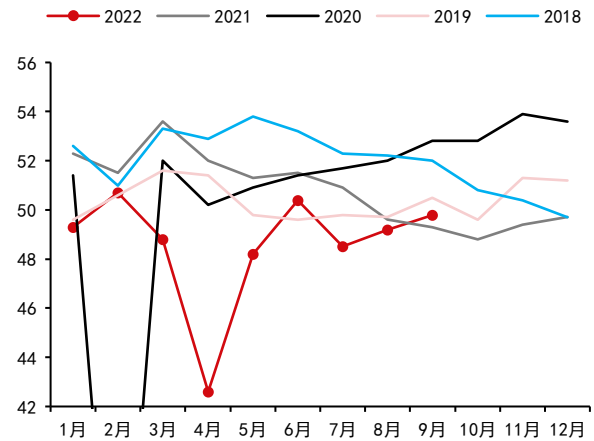
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5：制造业 PMI 新订单指数 (%)



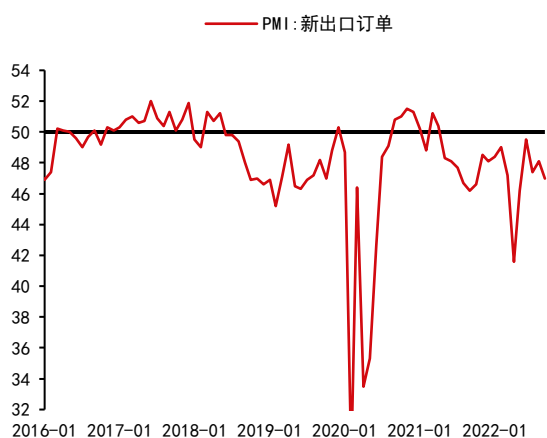
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6：历年各月制造业 PMI 新订单指数 (%)



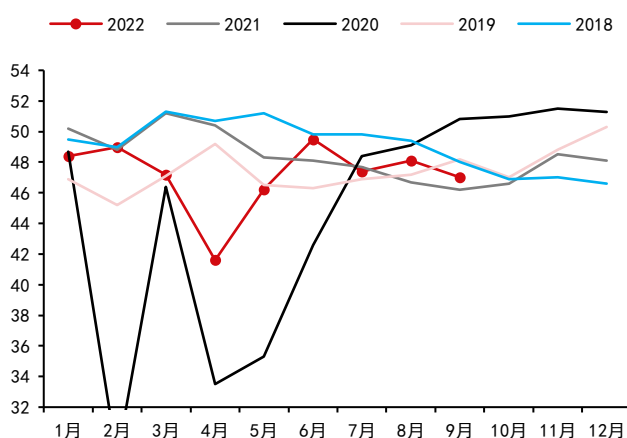
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7：制造业 PMI 新出口订单指数 (%)



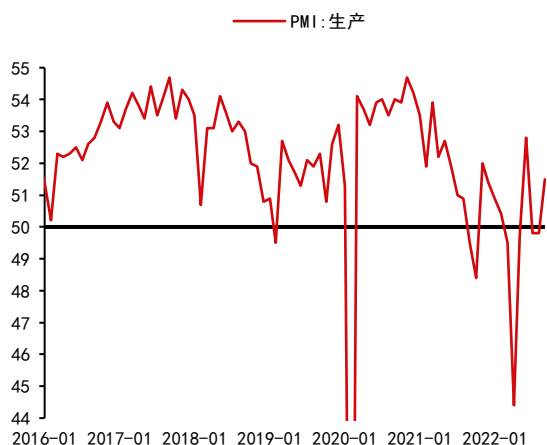
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8：历年各月制造业 PMI 新出口订单指数 (%)



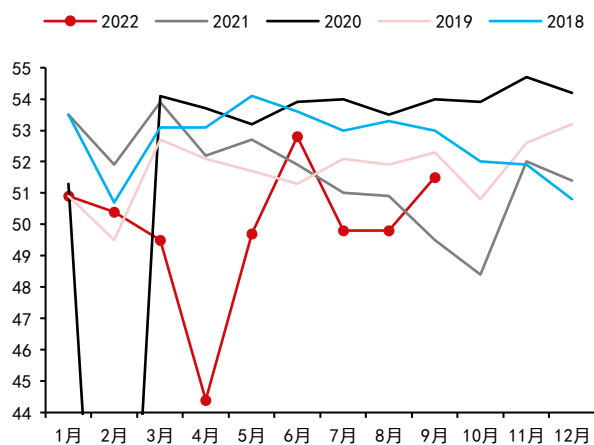
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9：制造业 PMI 生产指数 (%)



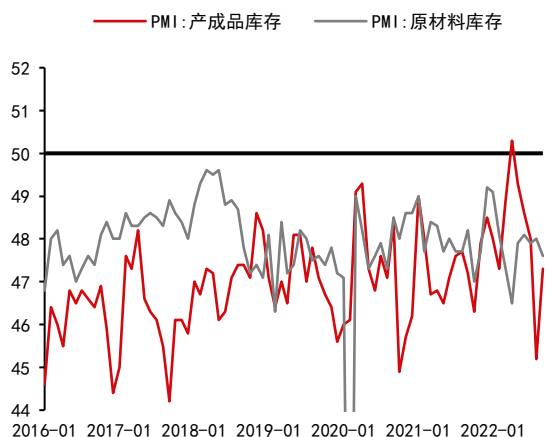
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表10：历年各月制造业 PMI 生产指数 (%)



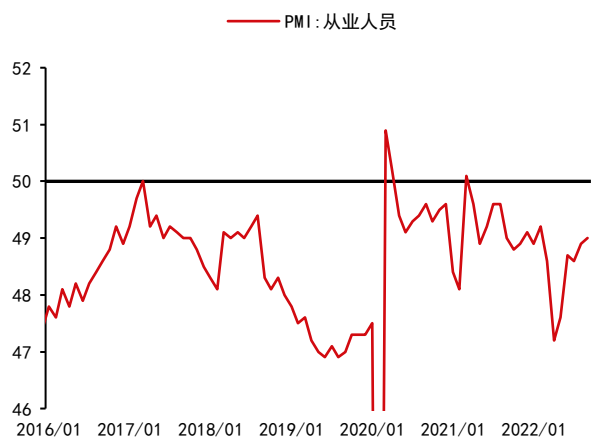
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表11：制造业 PMI 产成品及原材料库存指数 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12：PMI 从业人员指数 (%)



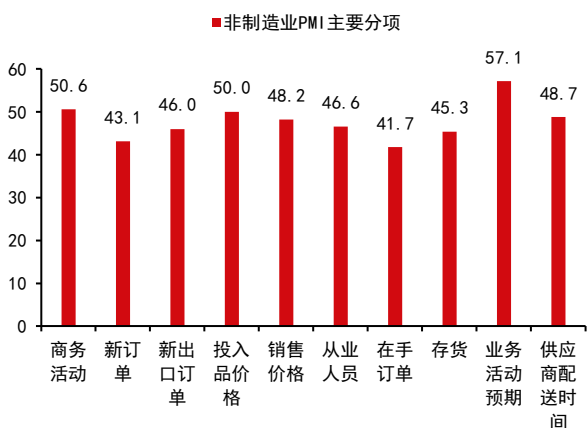
资料来源：Wind 中信期货研究部

二、9月服务业增长放缓，而建筑业增长加快

9月我国疫情反复使得服务业增长显著放缓，而稳增长发力推动建筑业增长有所加快。9月非制造业PMI商务活动指数为50.6%，较8月回落2.0个百分点，非制造业增长明显放缓。分行业看，服务业商务活动指数大幅回落3.0个百分点至48.9%，疫情的反复对服务业的抑制仍较为显著；建筑业商务活动指数大幅回升3.7个百分点至60.2%，且高于去年58.3%的中位数水平。其中，土木工程建筑业商务活动指数为61.0%，进一步提高，反映近期出台的稳经济政策推动基础设施建设进一步加快。

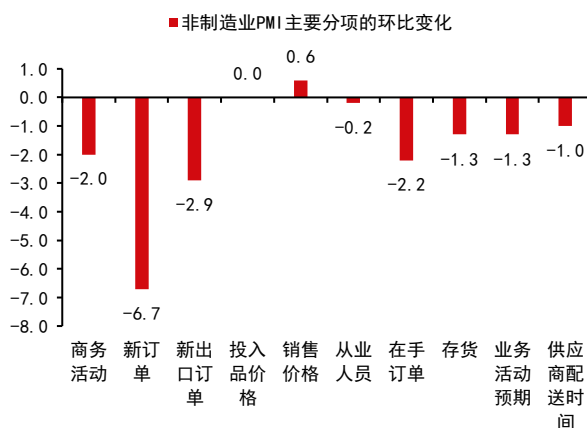
往前看，疫情的边际缓解以及稳增长持续发力将推动非制造业有所改善。随着防疫经验的累积，四季度我国疫情有望边际缓解，但考虑到冬季是疫情高发期，疫情可能难以彻底控制，预计四季度服务业会有所修复，但仍明显受到疫情抑制。四季度稳增长政策发力将推动基础设施建设继续加快，预计建筑业增长有所加快。

图表13：非制造业PMI主要分项（%）



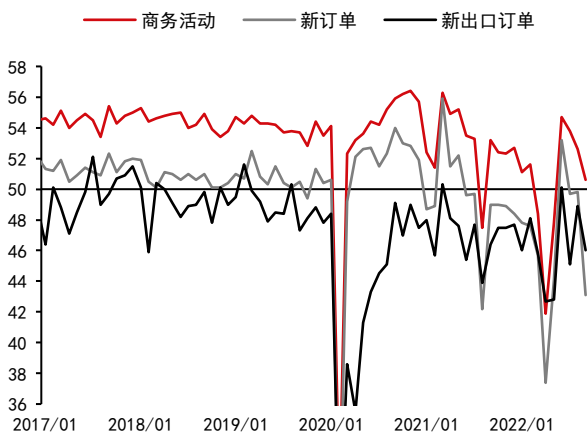
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表14：非制造业PMI主要分项的环比变化（%）



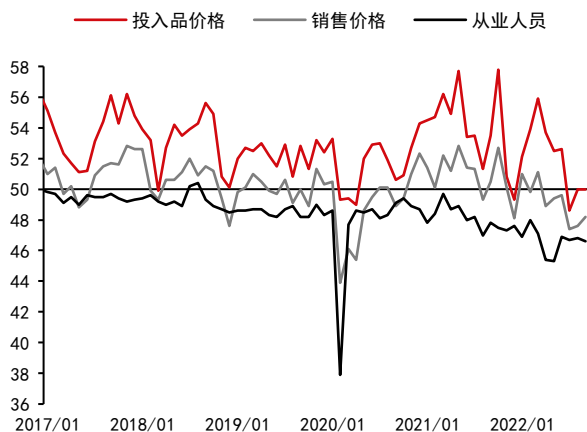
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表15：非制造业PMI商务活动、新订单及新出口订单（%）



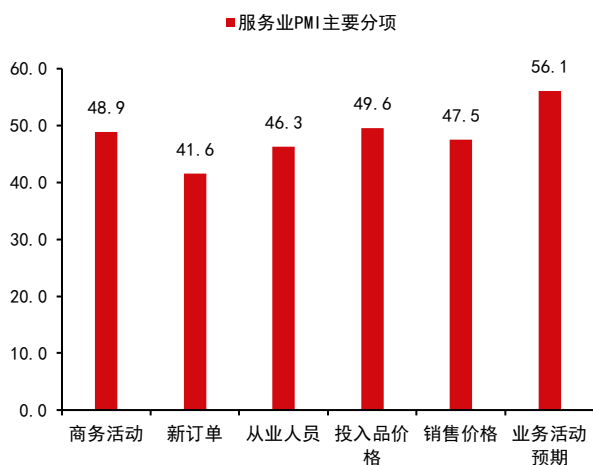
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表16：非制造业PMI投入品价格、销售价格及从业人员（%）



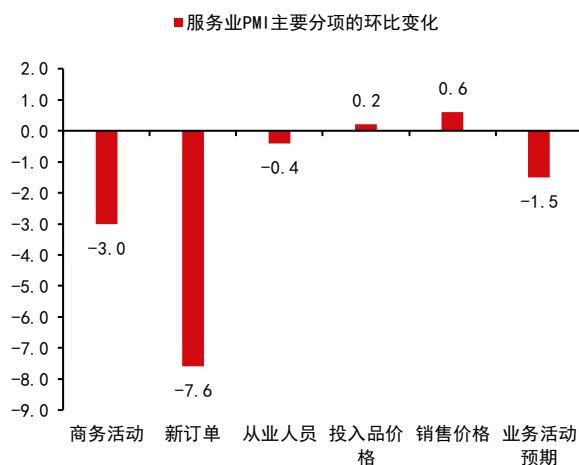
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表17: 服务业 PMI 主要分项 (%)



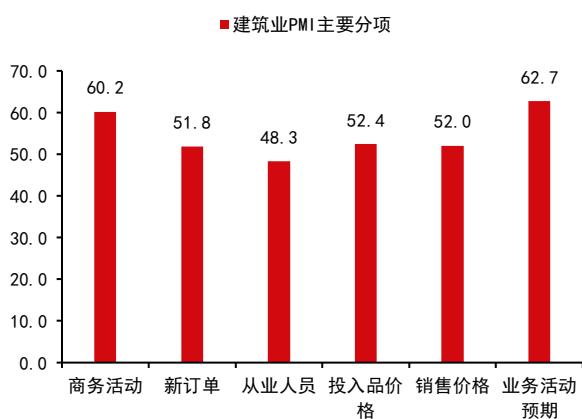
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表18: 服务业 PMI 主要分项的环比变化 (%)



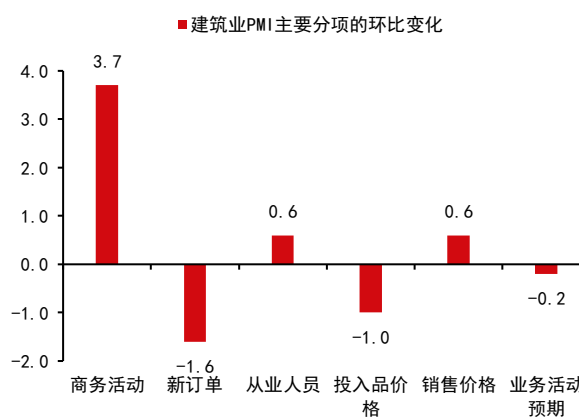
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表19: 建筑业 PMI 主要分项 (%)



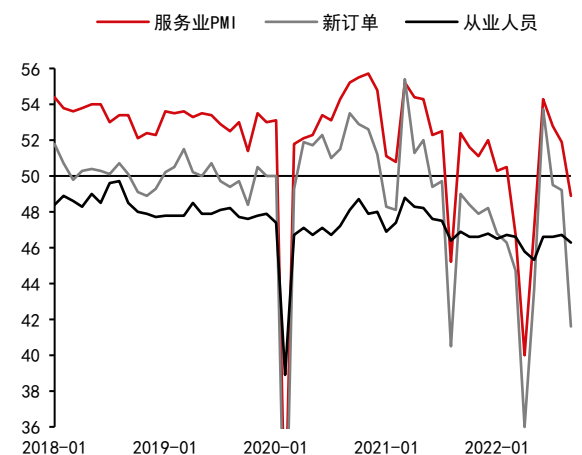
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表20: 建筑业 PMI 主要分项的环比变化 (%)



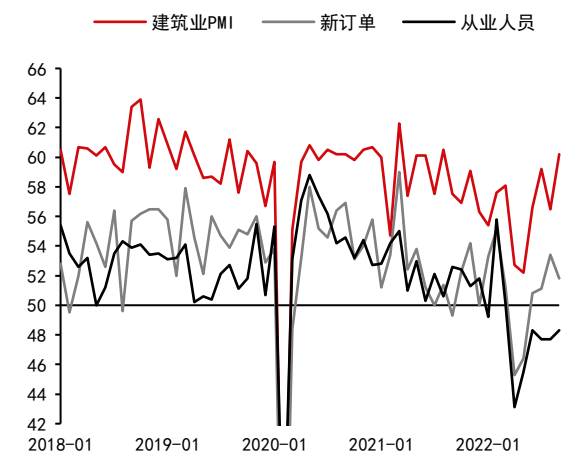
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表21: 服务业 PMI (%)



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表22: 建筑业 PMI (%)



资料来源: Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>