

外需走弱，内需能否撑住？

事件：

9月30日，国家统计局公布9月PMI指数，制造业PMI指数录得50.1%、较上月回升0.7个百分点。

点评：

■ 制造业PMI超预期回升、产需双双改善，但出口增长动能或趋于减弱

制造业PMI回到临界值上方，产、需双双改善。9月，制造业PMI录得50.1%、好于市场平均预期的49.7%和前值的49.4%，时隔2个月再次回到临界值上方；多数分项指标改善，生产回升1.7个百分点至51.5%，新订单回升0.6个百分点至49.8%、仍处于临界值下方，原材料库存下降、而产成品库存和采购量增加。

经济转向内需驱动的特征更加凸显，新出口订单下滑。9月，产、需改善，一方面缘于高温、缺电等影响消退，另一方面也体现稳增长效果的加快显现和疫后修复；新订单增加的同时，新出口订单回落1.1个百分点至47%，为年内除4月和5月疫情期间外最低，或指向外需走弱对出口拉动趋于减弱，与高频指示类似。

不同企业景气均回升、大型企业连续处于临界值上方。9月，大型和中型企业PMI分别回升0.6和0.8个百分点至51.1%和49.7%，小型企业景气越过连续下滑态势、回升0.7个百分点至48.3%；主要分项来看，大型企业产需指标大多改善，中、小型企业新出口订单回落，中型企业经营预期、采购量逆势下降。

■ 疫情反复下，服务业拖累非制造业PMI回落，但稳增长“加力”效果继续显现

服务业拖累非制造业PMI回落，或缘于疫情反复的干扰。9月，非制造业PMI录得50.6%、较上月回落2个百分点，其中服务业继续回落、建筑业回升；服务业PMI较上月回落3个百分点至48.9%、时隔3个月再度回落临界值下方，服务业新订单拖累较大、较上月回落7.6个百分点，而服务业活动预期回落幅度较小。

稳增长“加力”效果继续显现，建筑业PMI大幅回升。9月，建筑业PMI较上月回升3.7个百分点至60.2%、创2021年4月以来新高，建筑业新订单和活动预期虽小幅回落、仍处于高位；与高频指标透露的信息类似，稳增长“加力”措施的落地在持续加快，沥青开工率持续回升、钢材成交量8月以来也明显放量。

重申观点：经济或转向内需驱动为主，稳增长“加力”的支撑或持续显现。伴随外需走弱，出口拐头向下趋势明确，高频数据和9月新出口订单进一步确认。稳增长“加力”落地加快，对需求支撑持续显现；同时，疫情反复对经济的干扰或趋于减弱。但宏观环境等不同，或使得本轮疫后经济修复并非过往简单复制。

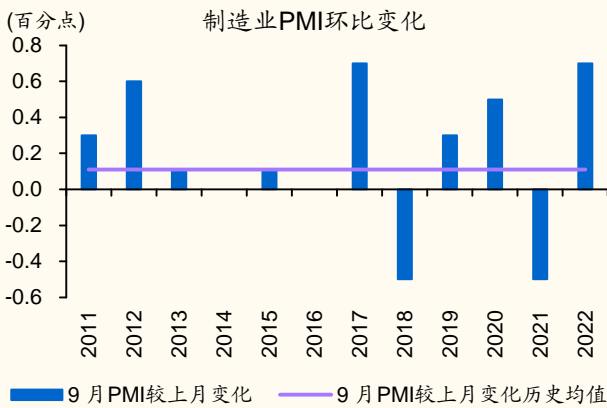
风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

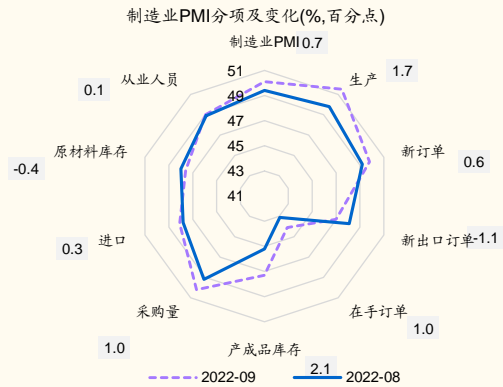
马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 9月PMI超季节性回升



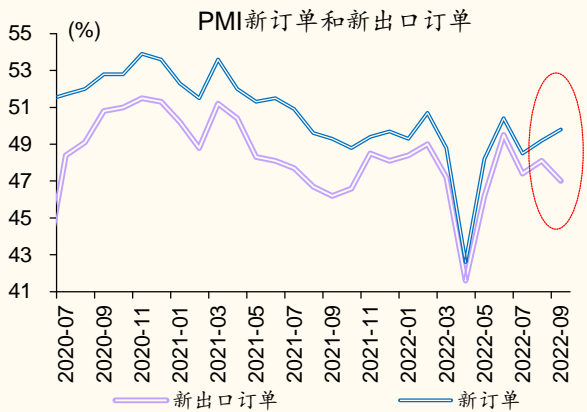
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 多数指标回升, 新出口订单、原材料库存回落



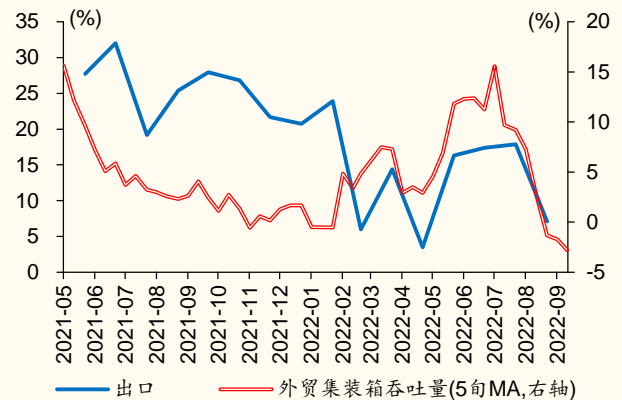
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 新订单上升, 而新出口订单大幅回落



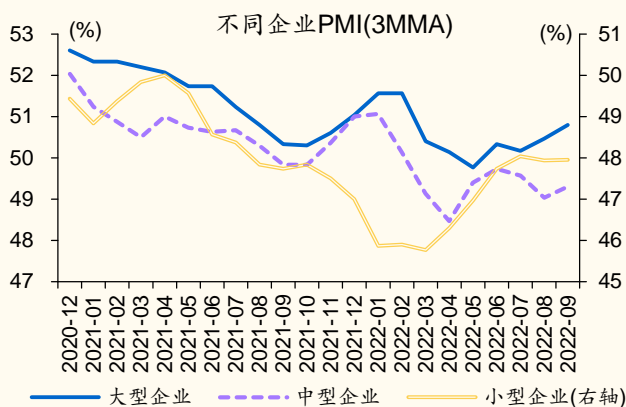
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 外贸集装箱吞吐量明显回落



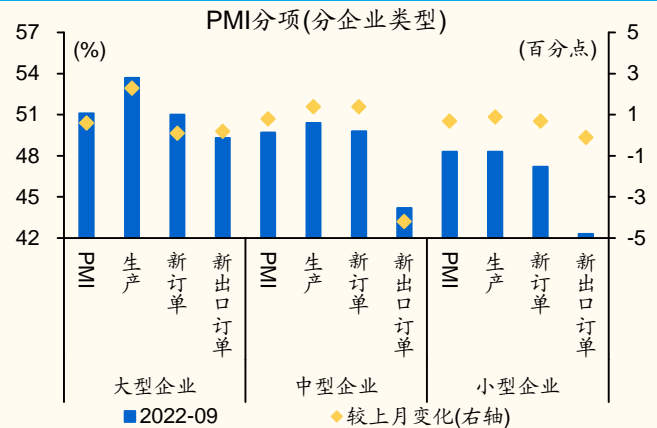
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 不同企业景气均回升



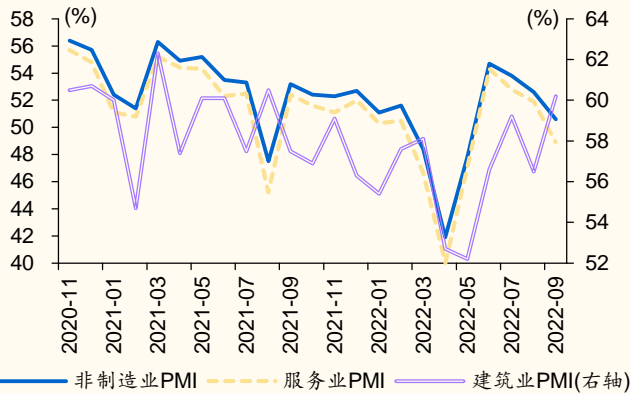
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 中型企业新出口订单明显回落



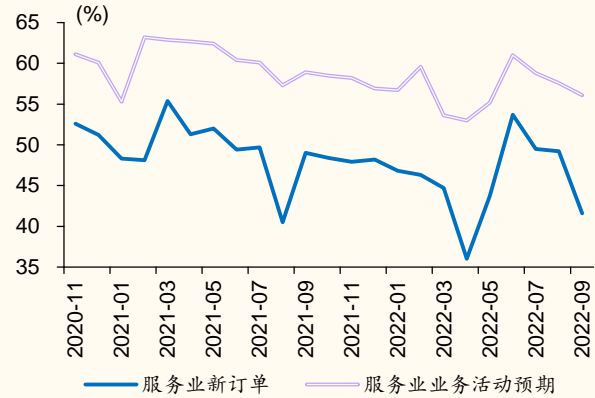
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 服务业拖累非制造业 PMI 回落



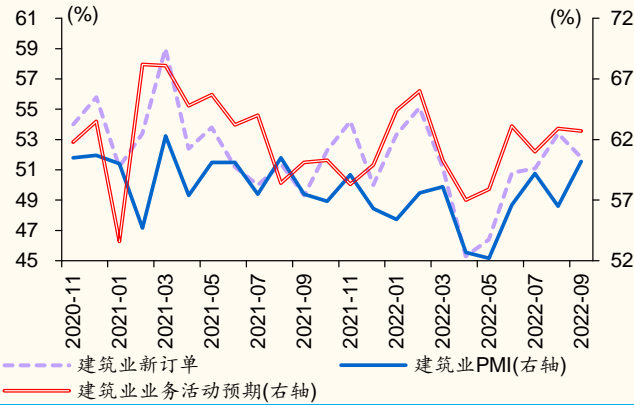
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 服务业新订单指数大幅回落



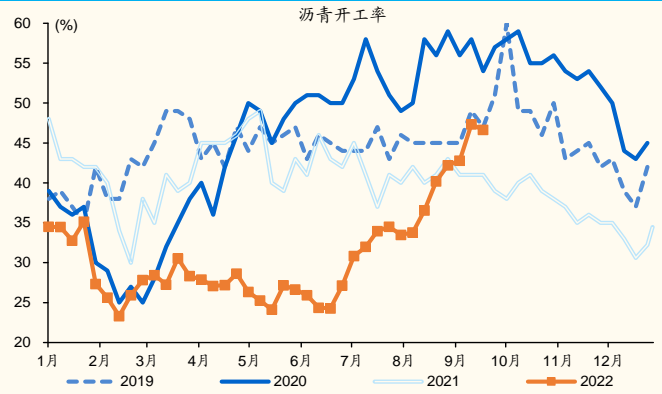
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 建筑业 PMI 回升, 活动预期处于高位



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 沥青开工率持续提升



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情潜在反复风险, 对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402