

宏观点评报告

2022年10月1日

弱修复继续 未来不确定性增强

9月PMI点评

核心内容:

- **制造业生产改善，需求依然偏弱** 9月份制造业 PMI 重返荣枯线以上，需求继续从低位回升，生产在季节性因素和上月订单积累的拉动下改善，库存从低位恢复。PMI 的改善主要是受生产上行的推动，除了高温退散和节日备货这类季节性因素和对积累订单的消化，政策支持下基建项目和保交楼的推进、此前库存的低位以及人民币汇率贬值也提供了支持。总体上，9月制造业产需仍在弱恢复，但要警惕外需走弱和疫情持续的压力；10月依然是生产季，但从历史规律来看 PMI 略微下行的可能更大。
- **外需出现下行，主动去库存暂缓** 外需方面，8、9月份欧美 CPI 多有超预期情况，美国严厉紧缩保持，欧洲仍有加码可能；消费虽然短期仍有仍行，但海外订单下行已有端倪，出口下滑对经济冲击需要警惕。生产旺季和基建托底暂时结束了去库存格局，但能否持续尚难判断；基建难以长时间托底，地产和消费不振影响内需，外需又处于下滑通道，所以未来企业能否扭转主动去库存可能取决于政策引导下消费、投资的恢复情况。
- **服务业修复受到疫情打击** 9月份服务业仍处于景气区间，但在疫情导致四川、山东、黑龙江、云南、贵州、天津等多地出现全域或局部静默的情况下明显回落：全国经营活动状况下行 2.0 至 50.6，低于近年平均水平。服务业新订单大幅下滑 6.7 至 43.1，反映需求受到疫情限制。消费性服务回落幅度明显大于生产性，其中住宿餐饮大幅下行至 36.0 (-22.8)，零售业下行 7.9 至 44.4，疫情封控打击的日常消费。服务业利润也随之大幅下行，中间投入价格却小幅上升，不利于服务业。库存仍在下降，经营活动预期下滑 1.3 至 57.1。
- **建筑业继续受基建提振** 9月份建筑业经营活动状况下行 3.7 至 60.2，土木工程建筑业上行 3.9 至 60.1，气温降低后基建相关开工改善，黑色系生产和价格恢复，价格、新订单和预期仍维持较高景气，就业也出现回升，显现出基建对投资的支撑作用；但是，如此高增速的基建投资持续的时间难以继续拉长，对冲作用可能在未来弱化，政策加快支持房地产企稳和消费扩张仍有重要意义。
- **关注未来不确定性** PMI 产需的回升、企业主动去库存的停歇和雇员改善的趋势能否延续存在诸多不确定性。首先，疫情和相关防控政策对内需的制约并未改变，未来的防控标准有待明晰，消费受到持续打击的可能性不低。其次，海外央行严厉的紧缩信号十分明确，但外海短期消费韧性的持续时间尚不能确定，出口的下行打击需求和预期的靴子还未落地。房地产的拖累仍然持续，政策在供需两端不断发力利于其更快企稳，但高频数据的信号目前不清晰。最后，基建近期起到重要的托底作用，但其高增速无法一直持续。所以，虽然未来短期的边际改善可能继续，但诸多不确定性导致更长时间的趋势不易判断，内需的改善仍是政策需要发力的重点。

核心风险：疫情和政策变化、房地产业下行与海外经济衰退超预期

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

特别感谢: 于金潼

2022年9月份中采制造业PMI指数50.1，比8月份上行0.7，低于近年均值0.2。服务业PMI录得50.6，比8月份下行2.0，低于近年均值3.7；建筑业PMI录得60.2，比上个月上行3.7，高于近年均值1.8。中采先进制造业EPMI录得48.8，比上月上行0.3，低于近年均值8.3。

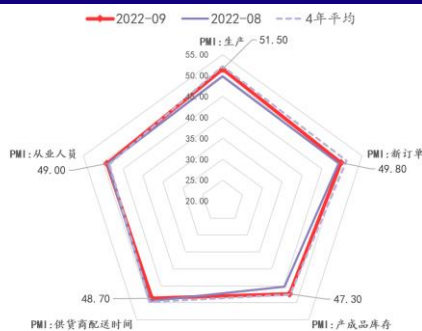
一、制造业生产改善，需求依然偏弱

9月份制造业PMI重返荣枯线以上，需求继续从低位回升，生产在季节性因素和上月订单积累的拉动下改善，库存从低位恢复。PMI的改善主要是受生产上行的推动，除了高温退散和节日备货这类季节性因素和对积累订单的消化，政策支持下基建项目和保交楼的推进、此前库存的低位以及人民币汇率贬值也提供了支持。虽然疫情反复对制造业仍有压制，低库存和需求回升给生产留出空间，生产的恢复进一步带动了采购价格的上行。需要注意的是9月财新PMI环比下行1.4至48.1，在方向上和中采出现了分歧，这可能因为中采的企业样本更偏重于大中型企业：前期发行的地方债和政策性金融工具等导致基建项目密集落地，这更利于国有企业和大中企业生产，但财新的样本中有更多中小和民营企业，更易受到疫情封控和内需偏弱的打击。总体上，9月制造业产需仍在弱恢复，但要警惕外需走弱和疫情持续的压力；10月依然是生产季，但从历史规律来看PMI略微下行的可能更大。

9月份制造业生产上行至51.5(+1.7)，新出口订单下行至47.0(-1.1)，产成品库存恢复至47.3(+2.1)。9月份生产上行幅度高于全国新订单(+1.7)，生产旺季、上月订单和基建带动需求弱恢复。海外的消费韧性和高企的通胀使全球主要央行下定决心严厉打击消费，重新平衡供需，因此尽管9月属于国外假期备货季、美国PCE数据显示部分耐用品消费短期韧性仍在，外需依旧处于下滑通道。虽然本月高温褪去，电力问题并不制约生产，但疫情导致的封控仍对内需恢复和预期向好形成制约，经济还需政策支持。9月PMI环比改善较为明显，不过在外需继续走低、疫情影响还未退散之下，10月不排除边际下行的可能。

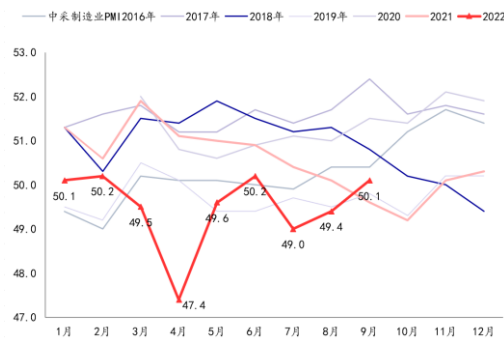
9月份生产环比上行较大，回到景气区间，略低于均值；内需继续回复，但外需有所下滑，同时库存上行，对下月供给的扩张形成限制。8月工业企业利润虽然环比改善，但主要是产量好转，利润率进一步下行；9月PMI基本延续了这一特征，虽然生产淡季过去、高温退散、订单有一定积累，利润趋势却依然下滑，这和PPI-CPI剪刀差收窄的趋势是符合的。大宗商品价格在大跌后企稳，需求弱恢复并有基建托底，除金属跟随设备类回落外，原材料与能源品生产季节性改善。设备类生产在过去三个月表现一直较强，9月环比回落并不意外，外需的下行也不利于设备类。消费品生产延续恢复，此前较差的医药改善最为明显，纺织服装、计算机通信和汽车均维持较高景气度。

图 1：中采制造业 PMI 变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新订单指数上升，出口下滑。全国订单指数上行 0.6 至 49.8，仍低于近年均值 1.1，出口订单下行 1.1 至 47.0，低于均值 1.4。内需在疫情和房地产影响下依然偏弱，基建继续对冲不利因素。外需方面，8、9 月份欧美 CPI 多有超预期情况，美国严厉紧缩保持，欧洲仍有加码可能；消费虽然短期仍有仍行，但海外订单下行已有端倪，出口下滑对经济冲击需要警惕。9 月内需中景气度居前的有石油加工及炼焦、纺织服装、电器机械和医药制造，设备类订单回落较大；外需方面，通用设备、计算机通信及电子、石油加工及炼焦和非金属制品订单较多，汽车海外订单稍有恢复。

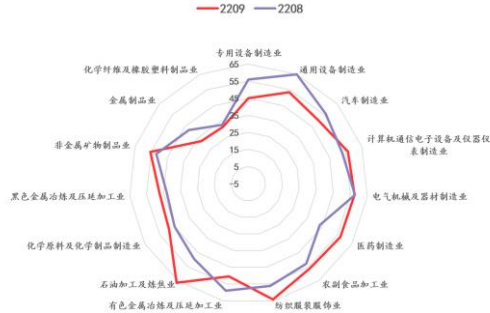
9 月配送时间指标下滑 0.8 至 48.7，略低于均值，其作为逆向指标的下行对 PMI 约有 0.12 个百分点的抬升，形成干扰。疫情导致的封控和部分城市“静默”对物流的阻力延续，导致配送时间延长，也拖累需求和生产，全国防疫防控标准的进一步统一更有利于制造业修复。

产成品库存出现上行，原材料库存下滑。9 月产成品库存上升 2.1 至 47.3，原材料指数下降 0.4 至 47.6。8 月份制造业整体在需求偏弱下主动去库存，9 月库存则在生产旺季、基建支撑和外需尚未显著走低的情况下回升，电器机械、农副食品加工、石油炼焦环比上行较多，黑色系出现修复。生产旺季和基建托底暂时结束了去库存格局，但能否持续尚难判断；基建难以长时间托底，地产和消费不振影响内需，外需又处于下滑通道，所以未来企业能否扭转主动去库存可能取决于政策引导下消费、投资的恢复情况。

8 月份购进价格和出厂价格都有明显回升，购进价格 51.3 (+7.0)，出厂价格 47.1 (+2.6)，价格回升主要受到生产上行的带动。生产旺季下购进价格的短期景气可以维持，但海外猛烈加息的衰退预期下，大宗商品价格难上行，内需疲弱和外需下行不利于出厂价格持续好转，工业利润继续承压。

图 3：各行业生产 (%)

图 4：各行业新订单 (%)



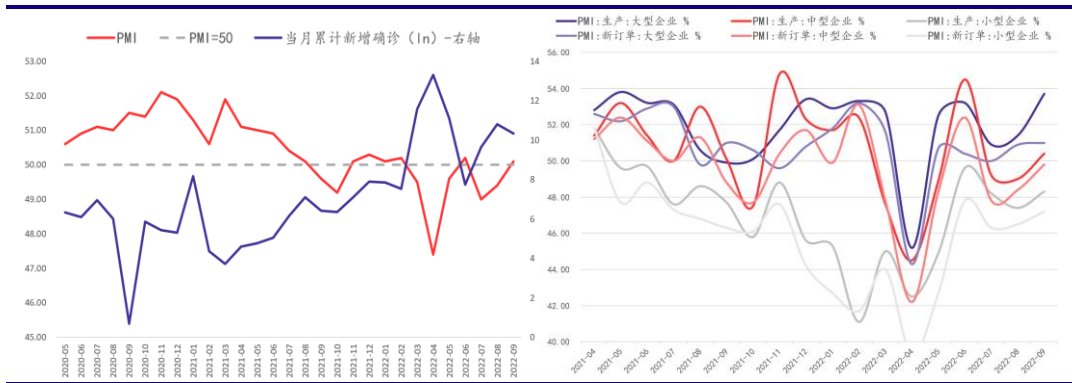
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

9 月大型企业 PMI 上行 0.6 至 51.1，中型企业上行 0.8 至 49.7，小型企业上行 0.7 至 48.3。由于生产旺季的原因，大中小企业的景气度都出现了回升，基建推进更利好大中型企业。随着景气度上升，中小企业就业出现恢复。虽然生产扩张，但中小企业的海外订单都出现下滑并低于近年均值。未来外需的下滑给中小企业重返扩张区间加大难度，财新 9 月 PMI 的下行也反映出中小民营企业继续面临压力。

图 5：疫情对 PMI 拖累依然明显

图 6：大中小企业景气度变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、疫情对服务业影响明显，建筑业受基建提振

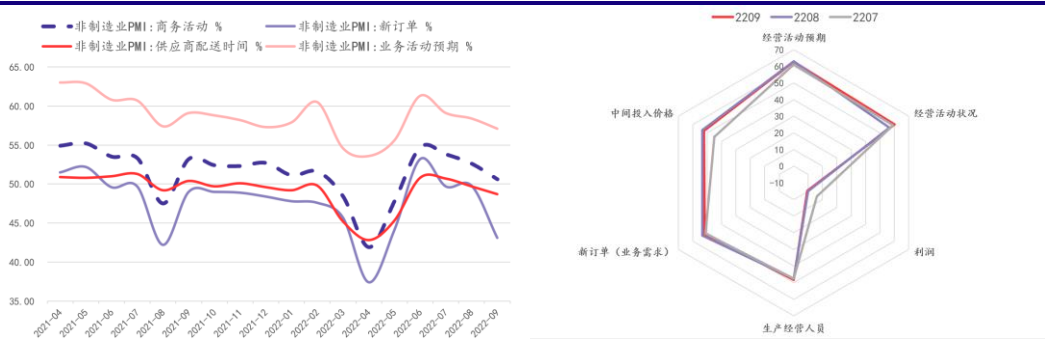
9月份服务业仍处于景气区间，但在疫情导致四川、山东、黑龙江、云南、贵州、天津等多地出现全域或局部静默的情况下明显回落：全国经营活动状况下行2.0至50.6，低于近年平均水平。服务业新订单大幅下滑6.7至43.1，反映需求受到疫情限制。高温退散有利于建筑行业表现，基建落地使建筑业连续四个月处于景气区间并高于近年均值；虽然房地产在保交楼政策推进下出现改善，竣工上行，销售有企稳迹象，但整体还在下行。

生产性服务业继续回落，但信息服务业情况仍然较好，回落最明显的是批发业(-6.8)，运输仓储业也明显下滑，道路和航空运输由于疫情封控表现不佳。消费性服务回落幅度明显大于生产性，其中住宿餐饮大幅下行至36.0(-22.8)，零售业下行7.9至44.4，显著反映出四川、天津等大城市的疫情封控打击的日常消费。服务业利润也随之大幅下行，中间投入价格却小幅上升，不利于服务业。库存仍在下降，经营活动预期下滑1.3至57.1。10月的国庆假期是消费旺季，虽然疫情的威胁没有解除，但9月低基数下服务业可能迎来修复，在政策变化前整体还是弱恢复。

9月份建筑业经营活动状况下行3.7至60.2，土木工程建筑业上行3.9至60.1，气温降低后基建相关开工改善，黑色系生产和价格恢复，价格、新订单和预期仍维持较高景气，就业也出现回升，显现出基建对投资的支撑作用；但是，如此高增速的基建投资持续的时间难以继续拉长，对冲作用可能在未来弱化，政策加快支持房地产企稳和消费扩张仍有重要意义。尽管保交楼有效推进，房地产还在下滑，其经营活动下行0.9个百分点至44.0，新订单继续下滑至36.3，预期继续下行。稳定房地产的重要性凸显，在房住不炒的基础上政策继续加码：不仅8月份LPR降调、“政策性银行专项借款方式”作为保交楼后盾，9月末人民银行和银保监会发文阶段性调整差别化信贷政策，使房价和销售下行地区的政策自主度提升，首套个人住房公积金贷款利率也下调15bps，同时银行将进一步为地产公司提供融资。政策在供需两侧同时发力，未来地产销售降幅有望缩窄，触底企稳可能上升。

图 7：非制造业 PMI 回落 (%)

图 8：建筑业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、行业情况

9月各行业中PMI景气度居前的有纺织服装、石油炼焦、计算机通讯电子设备和农副产品加工；而表现较差的有金属制品、化纤及橡胶塑料制品、专用设备和黑色金属冶炼加工。

纺织服装虽然出口订单下滑，但的新订单和生产量都有上行，内需表现较强。石油炼焦的恢复主要由于8月产量和需求都处于低位，9月需求端继续恢复、生产旺季到来都对环比的大幅改善做出了贡献。计算机通信电子设备方面，外需的环比出现较大回升，海外总需求和消费的短期韧性和内需的小幅改善带动了其景气度上行。而农副食品加工同样受到海外需求大幅回升的提振，外部的高食品通胀和上月的低基数都有作用。前期表现较好的通用和专用设备环比下行较大，带动有色和金属制品表现不佳，但环比的下行并不意味着设备类疲弱；外需回落对专用设备回落影响较大，基建依然为通用设备提供支撑。汽车制造业产量和订单处于景气区间，雇员改善明显，出口订单也有小幅恢复，未来有上行空间。

从PMI环比改善的幅度看，石油加工及炼焦、医药制造、计算机通讯电子设备和化学原料与制品修复较好。石油类和医药主要还是在低基数基础上的改善，计算机通讯电子设备得益于外需上行；由于设备类9月表现较差，但受到基建托底，10月有修复空间。石油加工及炼焦在OPEC+减产可能极大的情况下也可能延续回升。

图 9: 各行业 PMI 变化 (%)

图 10: 各行业产成品库存变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、9月弱修复继续，关注未来的不确定性

综合来看，9月PMI的修复源于包括高温退散和生产备货旺季等季节性因素、基建的持续托底和上月订单的积压，同时部分行业外需也出现改善，但是疫情反复对需求和生产形成持续压制，房地产链条的负面影响继续传导，外需的下行也开始显现。10月仍是生产旺季，基建的贡献将继续、房地产在政策支持下企稳概率上升，但外需的下滑、疫情的不确定性和9月基数的回升可能导致10月PMI边际下行。

虽然PMI产需的回升、企业主动去库存的停歇和雇员改善都是好消息，但未来这种趋势能否延续存在诸多不确定性。首先，疫情和相关防控政策对内需的制约并未改变，未来的防控标准的进一步规范化和统一也有待明晰，消费受到持续打击的可能性不低，需求的边际改善弱化。其次，海外央行严厉的紧缩信号十分明确，衰退概率极大，矛盾在于外海短期消费韧性的持续时间尚不能确定，所以出口的下行可能是对需求和经济预期的又一打击，这一靴子还未落地。房地产的拖累仍然持续，政策在供需两端不断发力利于其更快企稳，但高频数据的信号目前不清晰；即使企稳，在居民资产负债表收缩和房住不炒的基调下也难以成为经济上行的动力。最后，基建近期起到重要的托底作用，但其高增速无法一直持续，对经济的单位拉动作用也出现弱化。所以，虽然未来短期的边际改善可能继续，但诸多不确定性导致更长时间的趋势不易判断，内需的改善仍是政策需要发力的重点；当然，不确定性中也蕴含超预期的机会。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn