



报告日期：2022年10月10日

大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，稳投资将是“扩内需”的主力军

——9月PMI数据点评

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

1. OPEC+减产力度超预期；
2. “俄乌冲突”激烈程度超预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20220919）央行大概率重启逆周期因子，人民币汇率反转时点有可能在2023年春季
2. 英大宏观评论（20220907）工业企业处于主动去库存阶段，短期之内制造业PMI跃至荣枯线之上概率较低
3. 英大宏观评论（20220830）美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”，降息时点大概率落在2023年下半年
4. 英大宏观评论（20220822）不排除2022年下半年降准的可能，2023年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件
5. 英大宏观评论（20220812）8-12月制造业PMI或面临一定压力，“稳就业”背景下“扩内需”力度还将维持在较高水平
6. 英大宏观评论（20220801）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
7. 英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
8. 英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
9. 英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
10. 英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
11. 英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能

年度展望报告

1. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
2. 英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 9月制造业PMI50.10，预期值49.60，前值49.40；9月非制造业PMI50.60，预期值52.40，前值52.60；9月综合PMI50.90，前值51.70。我们点评如下：
- 一、大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，服务业PMI弱于季节性拖累非制造业PMI；
- 二、4季度我国外需大概率继续承压，稳投资将是“扩内需”的主力军；
- 三、9月PPI当月同比大概率还将继续下行，国际油价下行时点不晚于11月初；
- 四、9月工业企业产成品存货同比或将继续下行，从历史经验看利率债最为受益；
- 五、“动态清零”总方针在年内还将继续执行，或对服务业PMI形成一定影响。



目录

一、大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，服务业 PMI 弱于季节性拖累非制造业 PMI	3
二、4 季度我国外需大概率继续承压，稳投资将是“扩内需”的主力军	4
三、9 月 PPI 当月同比大概率还将继续下行，国际油价下行时点不晚于 11 月初	6
四、9 月工业企业产成品存货同比或将继续下行，从历史经验看利率债最为受益	8
五、“动态清零”总方针在年内还将继续执行，或对服务业 PMI 形成一定影响	11

事件：9月制造业 PMI50.10，预期值 49.60，前值 49.40；9月非制造业 PMI50.60，预期值 52.40，前值 52.60；9月综合 PMI50.90，前值 51.70。

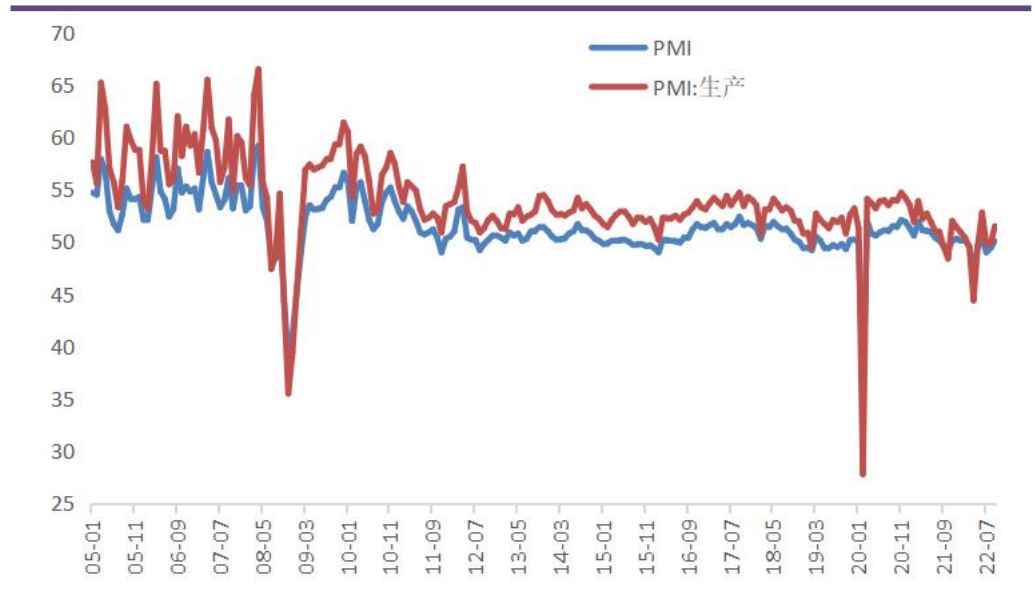
点评：

一、大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，服务业 PMI 弱于季节性拖累非制造业 PMI

9月制造业 PMI 录得 50.10，高于预期 0.50 个百分点，较前值上行 0.70 个百分点，时隔 2 个月重返荣枯线之上。就制造业 PMI 的绝对读数而言，在 2005 年以来 18 年的历年同期中，2022 年 9 月位列倒数第四位，居于中下游水平，但是从制造业 PMI 月度边际上行幅度看，2022 年 9 月较前值上行 0.70 个百分点，位列第六位，位于中上游水平。可见，从绝对读数看，9 月制造业 PMI 弱于季节性，但是从月度边际上行幅度看，9 月制造业 PMI 强于季节性。

从 5 个主要分项看，9 月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存分别录得 49.80、51.50、49.00、48.70、47.60，分别较前值上行 0.60、1.70、0.10、-0.80、-0.40 个百分点。其中，生产指数大幅上行 1.70 个百分点，并重返荣枯线之上，为五大分项中唯一位于荣枯线之上的分项，是 9 月制造业 PMI 的主要拉动项。此外，新订单虽然依旧处于荣枯线之下，但是较前值上行 0.60 个百分点，表明在国家“扩内需”政策的拉动下，我国需求收缩程度放缓。再次，从业人员虽然依旧处于荣枯线之下，但是较前值上行 0.10 个百分点，也在边际上推升 9 月制造业 PMI。最后，作为逆指标，供货商配送时间在荣枯线之下持续下探，也对 9 月制造业 PMI 形成支撑。

图 1：生产指数大幅上行，是 9 月制造业 PMI 的主要拉动项（%）



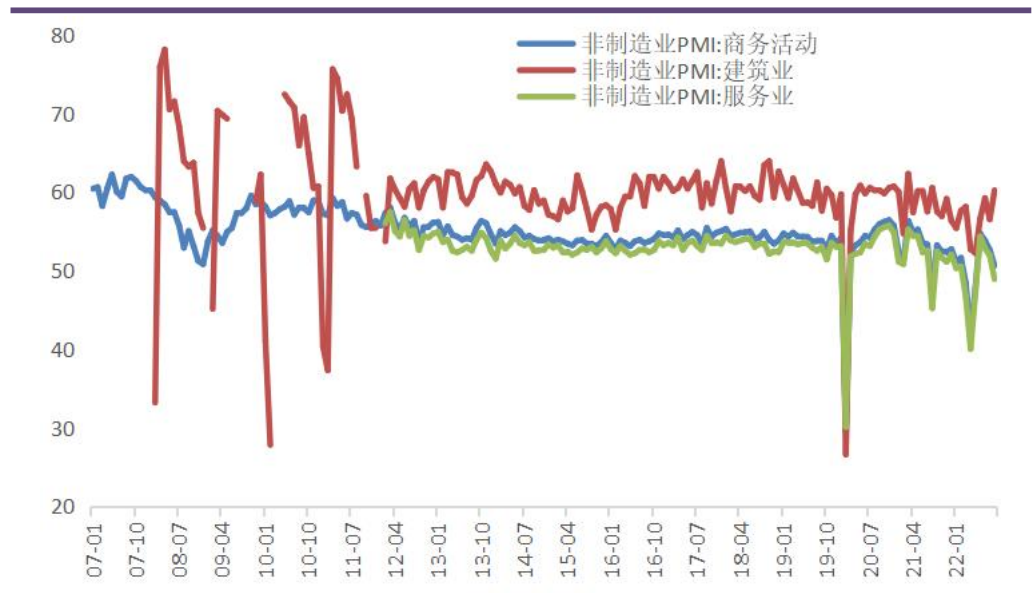
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

分企业规模看，9 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 51.10、49.70、48.30，分别较前值上行 0.60、0.80、0.70 个百分点。其中，大型企业在荣枯线之上持续上行，创 2022 年 4 月以来新高，表明大型企业持续发挥“顶梁柱”作用，而中小企业虽然较前值上行，且均处近 3

个月新高，但是依旧位于荣枯线之下，表明中小企业经营依旧面临一定压力。

9月非制造业PMI为50.60，低于预期1.80个百分点，较前值下行2.0个百分点，创近4个月新低。虽然9月非制造业PMI依旧位于荣枯线之上，但是拉长时间周期看，尚处于历史低位区间。就非制造业PMI的绝对读数而言，在2007年以来16年的历年同期中，2022年9月位列倒数第一位，表明9月非制造业PMI不理想，而非制造业PMI的月度边际下行幅度看，2022年9月较前值下行2.0个百分点，位列倒数第2位，仅强于2012年9月的-2.60个百分点。可见，不论是从绝对读数看，还是从月度边际变动幅度看，9月非制造业PMI均弱于季节性。**从结构上看：**9月建筑业PMI为60.20，较前值上行3.70个百分点，创2021年9月以来新高，时隔12个月重返60以上景气区间；9月服务业PMI为48.90，较前值下行3.0个百分点，时隔3个月再次滑至荣枯线之下，表明我国服务业进入收缩状态。**从非制造业PMI的9个分项看：**绝大部分分项较前值下行，其中，位于荣枯线以下的指标有7个，持平于8月，位于50-60之间的指标有2个，持平于8月，位于60以上的指标有0个，持平于8月。

图2：服务业PMI弱于季节性拖累9月非制造业PMI（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

二、4季度我国外需大概率继续承压，稳投资将是“扩内需”的主力军

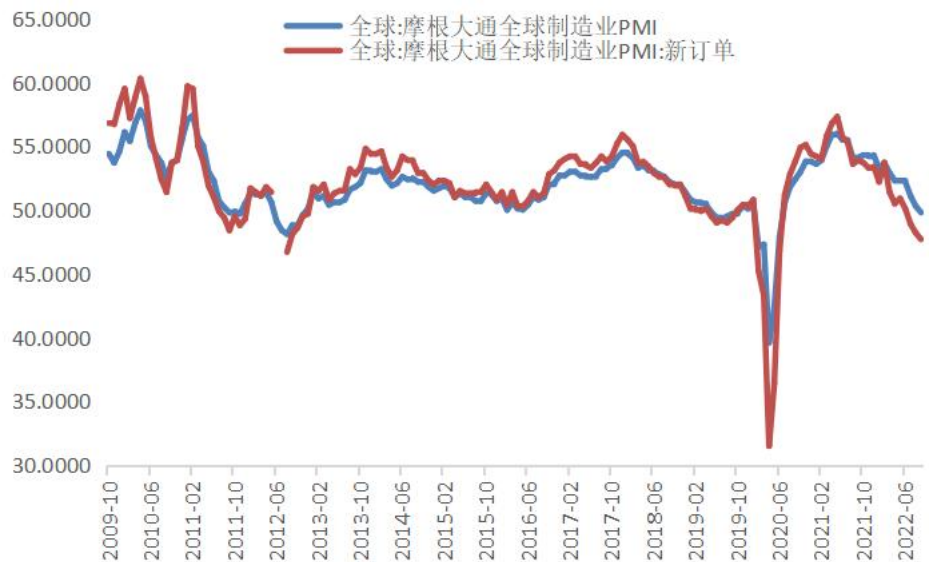
9月新订单、新出口订单与在手订单分别为49.80、47.00、44.10，分别较前值上行0.60、-1.10、1.00个百分点。其中，新订单与在手订单均创近3个月新高，而新出口订单则创近4个月新低。9月“新订单-新出口订单”这一复合指标录得2.80个百分点，较其前值走阔1.70个百分点，创2021年10月以来新高，结合9月新出口订单创近4个月新低，表明9月我国外需弱于内需。

外需方面，在9月欧洲央行与美联储均加息75个基点的背景下，9月摩根大通全球制造业PMI较前值下行0.50个百分点至49.80，自2020年7月以来首次跌破荣枯线，表明全球制造业进入收缩状态。其中，9月摩根大通全球制造业PMI新订单录得47.70，较前值下行0.50



个百分点，连续3个月在荣枯线之下持续下探，且创2020年7月以来新低，表明全球制造业需求收缩力度进一步加大。在此背景下，10月5日世贸组织“警告”称，各国央行的过度干预会导致经济衰退。对此，我们有两个观点。**第一**，随着9月摩根大通全球制造业PMI跌破荣枯线，全球经济已经进入衰退阶段。**第二**，随着新订单指数的持续下探，短期之内摩根大通全球制造业PMI大概率继续下探，预计全球经济衰退程度大概率进一步加深。

图3：全球经济已经进入衰退阶段，后期衰退程度大概率进一步加深（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从主要经济体制造业PMI看：美国方面，虽然9月美国Markit制造业PMI录得52.0，较前值上行0.50个百分点，但是9月美国ISM制造业PMI录得50.90，较前值大幅下行1.90个百分点，逼近荣枯线且创2020年6月以来新低；欧元区方面，9月欧元区制造业PMI录得48.40，较前值下行1.20个百分点，连续3个月在荣枯线之下持续下探，且创2020年7月以来新低，其中，9月德国制造业PMI录得47.80，较前值下行1.30个百分点，同样连续3个月在荣枯线之下持续下探，且创2020年7月以来新低；日本方面，受宽松货币政策的支撑，9月日本制造业PMI录得50.80，依旧位于荣枯线之上，但是较前值下行0.70个百分点，创2021年2月以来新低；英国方面，9月英国制造业PMI录得48.40，虽然较前值上行1.10个百分点，但是依旧位于荣枯线之下。

众所周知，制造业PMI是宏观经济的领先指标。如果我们能够对这一“领先指标”做出准确预判，就能够走在市场的“前面”。问题的关键是，是否存在以及能否找到制造业PMI的“领先指标”？马克思主义哲学认为，“物质决定意识，意识反作用于物质”。宏观经济走势是客观存在的，属于“物质”的范畴，宏观经济政策则属于“意识”的范畴。也就是说，宏观经济走势决定宏观经济政策，而宏观经济政策反作用于宏观经济走势。这一过程也就是逆周期调节政策从酝酿、执行直至生效的过程。既然宏观经济政策反作用于宏观经济走势，那么作为宏观经济走势领先指标的制造业PMI，也在很大程度上也受宏观经济政策的影响。也



就是说，我们可以从宏观经济政策走向出发来预判制造业 PMI 的走势。

“紧缩”是当前全球宏观政策的“主基调”。美联储方面，9月27日美联储埃文斯表示，对美联储联邦基金利率的共识是：将在年底达到4.25%-4.5%。欧洲央行方面，9月28日欧洲央行行长拉加德表示，恢复物价稳定是欧洲央行的主要目标，在未来的几次会议上将继续加息，即使收紧政策的副作用是经济增长走弱。其他国家央行方面：澳洲联储发布声明称，未来几个月内将继续加息，加息没有预设路径，承诺采取一切必要手段使得通胀率重返目标；瑞士央行将政策利率上调75个基点至0.5%，告别负利率时代；挪威央行将关键利率上调50个基点至2.25%，并预计11月极有可能进一步上调利率；卡塔尔央行宣布加息75个基点至3.75%，为今年第五次加息；菲律宾央行将政策利率上调50个基点至4.25%。**综上**，在全球掀起加息浪潮的背景下，预计10-12月摩根大通全球制造业 PMI 将持续下行，我国外需大概率继续承压。

内需方面，9月进口指数录得48.10，较前值上行0.30个百分点，为近3个月新高。这一现象与“新订单-新出口订单”这一复合指标创2021年10月以来新高相呼应，表明我国内需边际意义上出现一定幅度好转。

在外需下行已经成为市场共识的背景下，扩内需成为当务之急。9月28日李克强总理主持召开稳经济大盘四季度工作推进会议时指出“要抓好重点工作”。“针对需求偏弱的突出矛盾，想方设法扩大有效投资和促进消费”，在具体举措方面李克强总理指出两点：“**一是**用好政策性开发性金融工具”，主要针对的是基础设施项目建设；“**二是**用好专项再贷款、财政贴息等政策”，主要针对制造业、服务业、社会服务等领域设备更新改造，也就是制造业投资。此外，李克强总理指出，“因城施策运用政策工具箱中的工具，支持刚性和改善性住房需求，实施好保交楼政策”，主要针对的是房地产投资。关于消费，李克强总理并未提出具体举措。可见，通过“稳投资”进而“稳内需”，是当前我国的重点工作。

三、9月 PPI 当月同比大概率还将继续下行，国际油价下行时点不晚于 11 月初

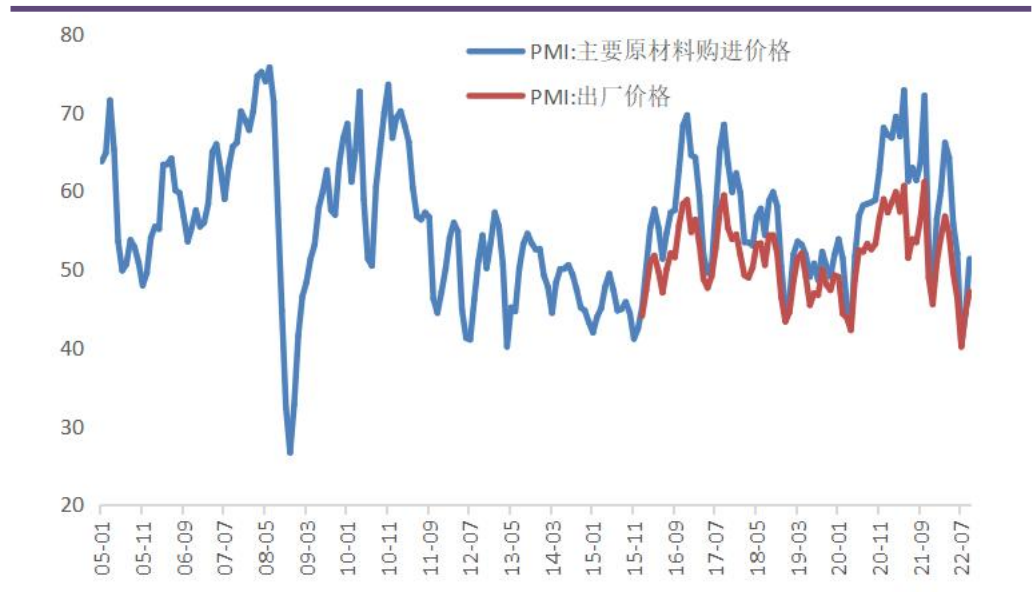
9月主要原材料购进价格指数为51.30，较前值大幅上行7.0个百分点，时隔2个月重返荣枯线之上；9月出厂价格指数为47.10，较前值上行2.60个百分点，创近4个月新高，但是依旧位于荣枯线之下。分企业规模看：9月大中小型企业主要原材料购进价格分别为50.20、51.20、53.80，分别较前值上行7.30、6.50、7.00个百分点，三者均时隔2个月重返荣枯线之上；9月大中小型企业出厂价格分别为45.30、47.10、51.10，分别较前值上行0.70、3.90、4.90个百分点，其中，大中企业位于荣枯线之下，而小型企业则时隔4个月重返荣枯线之上。

9月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双自低位反弹，且主要原材料购进价格指数跃至荣枯线之上，进入扩张区间。在此背景下，9月 PPI 当月同比走势如何？我们认为9月 PPI 当月同比大概率在8月2.30%的基础上继续大幅下行。我们做出这一判断的依据有以下三点。**第一**，虽然9月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双反弹，但是依旧位于历



史低位区间，表明反弹力度较弱。**第二**，从基数角度看，2021年7月、8月、9月PPI当月同比分别为9.0%、9.50%、10.70%，9月边际上行幅度大于8月边际上行幅度，也就是说，呈加速上行态势，而从翘尾因素角度看，2022年7月、8月、9月PPI当月同比翘尾因素分别为3.20%、2.49%、1.27%，9月边际下行幅度大于8月边际下行幅度，也就是说，呈加速下行态势。如果仅就这一点看，9月PPI当月同比下行幅度要大于1.90个百分点，也就是说，9月PPI当月同比大概率不高于0.40%。**第三**，从新涨价因素看，虽然9月螺纹钢、铁矿石、煤炭系价格收阳，但是9月国际油价与国际铜价大幅下探，对9月PPI当月同比形成压制。

图 4：9 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双自低位反弹（%）

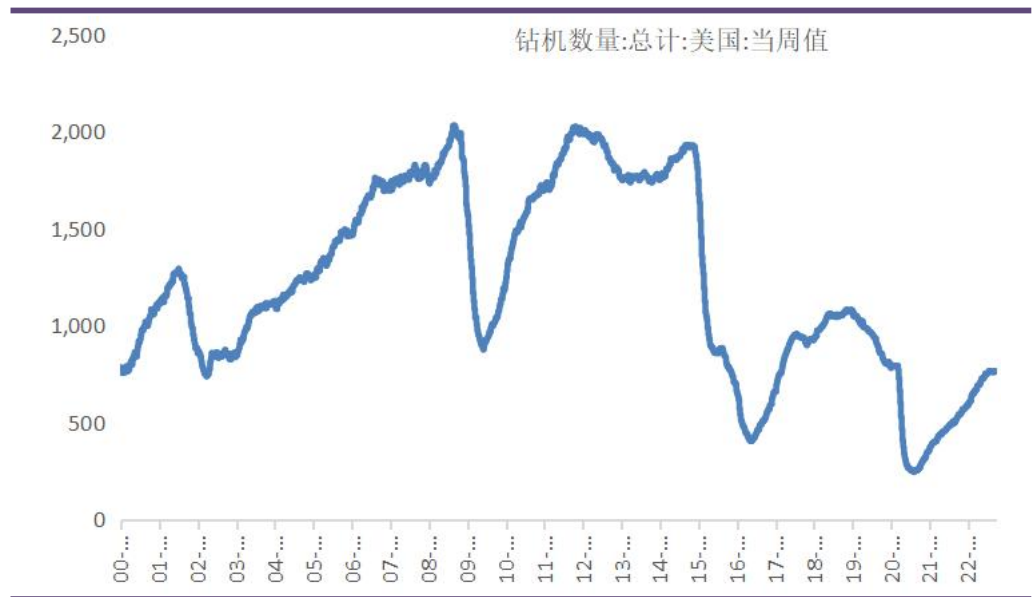


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

10月5日OPEC+部长级会议决定，将11月和12月的OPEC+产量配额相比8月下调200万桶/日，同时宣布本轮减产协议框架有效期将延续至2023年12月末。受这一决定影响，布伦特原油期货与WTI原油期货均大幅上行。当前问题的关键是，国际油价会不会继续大幅上行？我们认为，本轮国际油价上行具有较强的反弹性质，后期大概率继续下行。我们做出这一判断的依据有以下六点。**第一**，在9月摩根大通全球制造业PMI跌破荣枯线，尤其是新订单指数连续3个月在荣枯线之下持续下探的背景下，全球宏观经济较为疲弱。随着全球主要经济体加息进程的不断推进，预计后期全球宏观经济大概率进一步承压，在需求端利空国际油价。**第二**，在全球宏观经济下行的背景下，减产在推升国际油价的同时，使得全球通胀继续位于高位，对全球总需求形成冲击，此外，全球通胀位于高位将强化美欧央行大幅加息的决心，预计后期美欧央行大概率继续大幅度加息，这将再次对全球总需求形成压力。**第三**，OPEC+的减产行为不具有可持续性。OPEC+减产，虽然在短期内推升国际油价，但是同时也降低产油国的产量，对产油国的财政带来的利多有限。一旦全球宏观经济下行施压国际油价，产油国将面临国际油价下跌带来的财政冲击。届时，不排除OPEC+出于稳定财政收入而增产的可能，形成“增产”-“国际油价下跌”-“财政收入恶化”-“进一步增产”的恶性循环。**第四**，美国也是重要的产油国，此外，9月美国的钻机数为762部，较前一轮周期的高点即2018年12月

的 1078 部尚有 316 部的差距，或者说增长空间。换个角度看，8 月美国采矿业产能利用率为 88.13%，较前一轮周期的高点即 2018 年 12 月的 91.12%尚有 2.98 个百分点的差距，或者说上行空间。**第五**，作为利益共同体，OPEC+并不是铁板一块。从自身利益看，在高油价的背景下，其成员国存在增产的内在驱动力。从外部环境看，美国作为超级大国，可运用美元霸权与军事霸权，轻车熟路地对 OPEC+成员国施压。只要撕开一道“口子”，则不排除 OPEC+“减产”行动遭受挫折的可能。**第六**，日益严峻的“俄乌冲突”确实在一定时期一定程度上推升国际油价，但是拉长时间周期看，国际油价的主导因素主要还是全球经济增速。一旦全球经济增速下行，使得全球对原油的需求下行超过 200 万桶/日，则 OPEC+的减产将面临对冲，更何况此次 OPEC+减产的实际执行数量并未到达 200 万桶/日，仅约为 100 万桶/日。

图 5：美国钻机数较前一轮周期的高点尚有 316 部的差距（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在以上分析的基础上，我们认为本轮国际油价反弹之后触顶下行的时点很可能不晚于 11 月初。这一判断的依据有两点。**第一**，欧洲方面，在国际油价反弹的背景下，10 月 27 日欧洲央行大概率继续加息 75 个基点，通过大幅加息来抑制需求。美国方面，11 月 1 日-2 日美联储 FOMC 将举行为期两天的议息会议。在国际油价反弹的背景下，叠加 9 月美国失业率再度下行 0.20 个百分点至 3.50%的历史低位，预计美联储在该次议息会议上大概率继续加息 75 个基点。**第二**，10 月下旬将公布 10 月欧元区 Markit 制造业 PMI，预计该指标大概率继续下行，利空国际油价。11 月初将公布 10 月美国 ISM 制造业 PMI 以及 10 月摩根大通全球制造业 PMI，预计这两个反映美国与全球宏观经济总需求的指标大概率继续下行，其表现大概率不乐观。以上两方面均在需求端以及情绪端对国际油价产生利空。

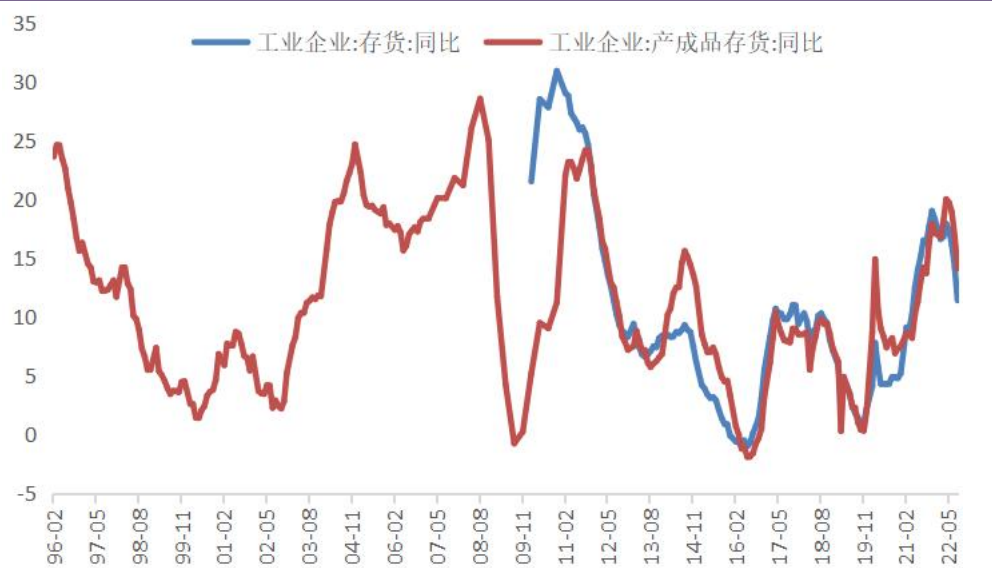
四、9 月工业企业产成品存货同比或将继续下行，从历史经验看利率债最为受益

9 月原材料库存为 47.60，较前值下行 0.40 个百分点，创近 5 个月新低；9 月产成品库存为 47.30，较前值上行 2.10 个百分点，自低位反弹。分企业规模看：9 月大中小型企业原材

料库存分别为 47.90、48.30、45.90，分别较前值下行 0.10、0、1.70 个百分点，可见小型企业是 9 月原材料库存下行的主要拖累项；9 月大中小型企业产成品库存分别为 48.60、46.00、46.20，分别较前值上行 2.60、1.20、2.20 个百分点。

从工业企业数据来看，8 月工业企业存货同比与工业企业产成品存货同比分别录得 11.40%、14.10%，分别较前值下行 2.80、2.70 个百分点，分别较 2022 年 4 月的阶段性高点单边累计下行 6.50、5.90 个百分点，进一步验证“工业企业进入主动去库存阶段”的判断。展望 9 月，虽然 9 月制造业 PMI 产成品库存自低位反弹，但是考虑到 9 月 PPI 当月同比大概率在 8 月的基础上继续大幅下行，预计 9 月工业企业产成品存货同比大概率还将继续下行。

图 6：8 月工业企业存货同比与工业企业产成品存货同比继续双双下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在《英大证券宏观评论：工业企业处于主动去库存阶段，短期之内制造业 PMI 跃至荣枯线之上概率较低（20220908）》中我们提出，“2000 年 5 月以来一共有 7 轮库存周期，目前处于第七轮周期的下行期”。我们知道，工业企业产成品存货同比的下行进程可分为两个阶段，前半阶段是主动去库存阶段，后半阶段是被动去库存阶段。在主动去库存阶段，宏观经济、宏观政策以及大类资产价格表现如何？我们选取七轮库存周期中的第四轮周期与第五轮周期进行分析。具体看：第四轮周期下行期是从 2011 年 10 月的 24.17% 至 2013 年 8 月的 5.73%，周期时长为 22 个月，其中 2011 年 10 月至 2012 年 10 月为主动去库存阶段；第五轮周期下行期是从 2014 年 8 月的 15.60% 至 2016 年 6 月的 -1.90%，周期时长为 22 个月，其中，2014 年 8 月至 2015 年 8 月为主动去库存阶段。我们分别看在这两个阶段宏观经济、宏观政策以及大类资产价格的表现。

首先看宏观经济指标。2011 年 10 月至 2012 年 10 月，工业企业产成品存货同比从 24.17% 下行至 8.32%，下降了 15.85 个百分点。期间，除了基建投资增速上行 5.74 个百分点之外，主要宏观经济指标均下行，具体看：工业增加值累计同比下行 4.10 个百分点；出口金额累计



同比下行 14.16 个百分点；进口金额累计同比下行 22.31 个百分点；固定资产投资完成额累计同比下行 4.20 个百分点；房地产开发投资完成额累计同比下行 15.70 个百分点；制造业投资累计同比下行 8.49 个百分点；社会消费品零售总额累计同比下行 2.90 个百分点。

2014 年 8 月至 2015 年 8 月，工业企业产成品存货同比从 15.60% 下行至 5.70%，下降了 9.90 个百分点。期间，主要宏观经济指标均下行，具体看：工业增加值累计同比下行 2.20 个百分点；出口金额累计同比下行 5.56 个百分点；进口金额累计同比下行 14.91 个百分点；固定资产投资完成额累计同比下行 5.60 个百分点；房地产开发投资完成额累计同比下行 9.70 个百分点；基础设施建设投资累计同比下行 2.77 个百分点；制造业投资累计同比下行 5.17 个百分点；社会消费品零售总额累计同比下行 1.64 个百分点。

综上，在我们选取的这两个主动去库存时段，宏观经济总体承压，与此同时，基建投资发挥较强的逆周期调节作用。

其次看宏观政策走势。2011 年 10 月至 2012 年 10 月：大型存款类金融机构法定存款准备金率下调 1.50 个百分点；1 年期定期存款利率下调 0.50 个百分点；USD/CNY 即期从 6.3566 升值至 6.3144。

2014 年 8 月至 2015 年 8 月：大型存款类金融机构法定存款准备金率下调 1.50 个百分点；1 年期定期存款利率下调 1.25 个百分点；USD/CNY 即期从 6.1606 贬值至 6.3056。

综上，在我们选取的这两个主动去库存时段，货币政策主基调偏宽松，央行多次下调法定存款准备金率与利率。

最后看大类资产价格。2011 年 10 月至 2012 年 10 月：上证综合指数下跌 301.05 个点；10 年期中债国债到期收益率下行 25.34 个基点；WTI 原油期货结算价上行 3.14 美元/桶；LME3 个月铜期货收盘价上行 656.84 美元/吨；COMEX 黄金期货收盘价上行 74.63 美元/盎司；螺纹钢期货收盘价下行 535.56 元/吨。

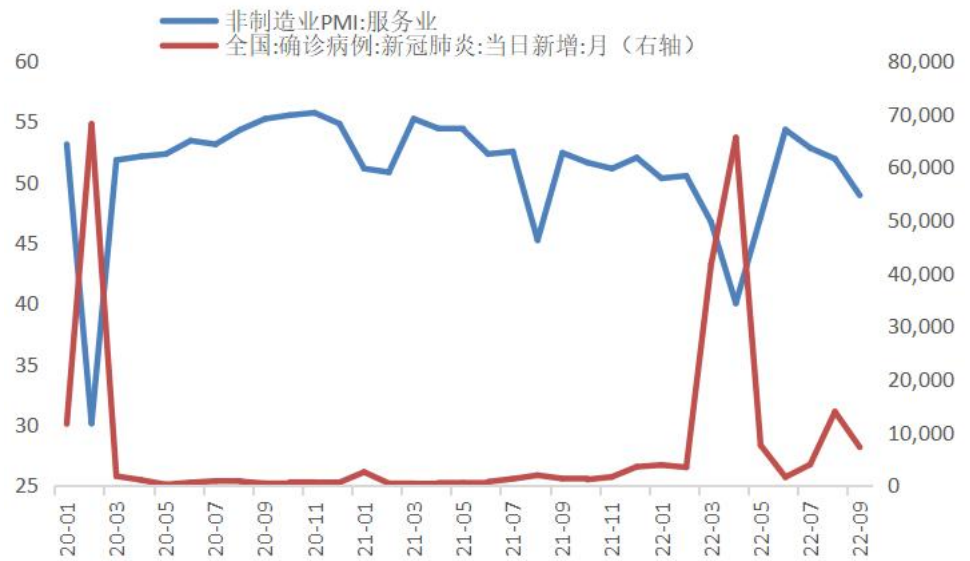
2014 年 8 月至 2015 年 8 月：上证综合指数上行 1,375.66 个点；10 年期中债国债到期收益率下行 77.56 个基点；WTI 原油期货结算价下行 53.19 美元/桶；LME3 个月铜期货收盘价下行 1,860.63 美元/吨；COMEX 黄金期货收盘价下行 176.53 美元/盎司；螺纹钢期货收盘价下行 953.57 元/吨。

综上，在我们选取的这两个主动去库存时段，10 年期中债国债到期收益率与螺纹钢期货收盘价均下行。其中，10 年期中债国债到期收益率受益于宏观经济疲弱，以及央行货币政策偏宽松，而螺纹钢期货收盘价则主要受宏观经济下行，以及房地产投资增速下行的拖累。

五、“动态清零”总方针在年内还将继续执行，或对服务业 PMI 形成一定影响

9 月服务业 PMI 为 48.90，较前值下行 3.0 个百分点，时隔 3 个月再次滑至荣枯线之下，且处于历史低位区间。从图形走势上看，服务业 PMI 与新冠肺炎新增确诊病例数具有较强的负相关性。其中，2020 年 2 月服务业 PMI 录得创纪录的 30.1，主因新冠肺炎新增确诊病例录得疫情爆发以来的最高值 68,036 例，而 2022 年 4 月服务业 PMI 录得次低值 40.0，主因新冠肺炎新增确诊病例录得次高值 65,484 例。在新冠肺炎疫情恶化的背景下，类似“动态清零”，以及“静默管理”等疫情防控举措就会被推出，对服务业 PMI 形成一定影响。

图 7：服务业 PMI 与新冠肺炎新增确诊病例数具有较强的负相关性（%；例）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

目前市场关心的问题是，在海外纷纷放开疫情管控的背景下，我国的“动态清零”总方针有可能在 10 月重大会议之后被淡化吗？我们认为“动态清零”总方针在年内被淡化的概率较低。我们做出这一判断的依据主要有以下四点。**第一**，在海外放开疫情管控的背景下，我国面临的疫情输入压力较大，10 月 1-9 日新冠肺炎新增确诊病例数维持在较高水平。**第二**，针对疫情防控，728 政治局会议明确指出“坚持就是胜利”，“坚持动态清零”。在此背景下，时隔不到 3 个月，10 月召开的重要会议淡化“动态清零”总方针的概率较低。**第三**，10 月 7 日，人民日报发表社论《牢牢守住不发生规模性疫情的底线》指出，“我们必须坚决克服麻痹思想、厌战情绪、侥幸心理、松劲心态，抓实抓细疫情防控各项举措”，“慎终如始，则无败事”，“当前国内外疫情防控具有复杂性、艰巨性、反复性，远没有到可以松口气、歇歇脚的时候”。字里行间透露着坚持疫情管控的气息。**第四**，如果放开疫情管控，在短期内大概率会造成医疗资源紧张，对患有基础病的老年人不利。儒家思想是我国的传统文化，核心是“仁”，“孝”作为“仁”之本，“百善孝为先”。因此，放开疫情管控在一定程度上与我国的传统文化相背离。西方国家则不同，游牧性质的“马背文化”使得西方国家更为注重“社会达尔文主义”，以及“个体”的自由，而包括家庭以及家族在内的“集体”意识与“集体”文化相对薄弱。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
