

经济仍为弱复苏

——9月 PMI 数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

制造业 PMI 重回扩张区间。9月制造业指数相比上月提高0.7个百分点，重回扩张区间且略高于市场预期，经济恢复态势延续。制造业景气度的回升主要来自生产端的拉动。本月为传统生产旺季，此前高温天气的短期扰动削弱，电力供给也有所改善，此外稳经济大盘举措不断深化，前期政策继续显效，带动制造业生产活动加快，支撑制造业 PMI 持续上行。具体而言，9月 PMI 表现出以下几个特点：一是生产活跃度上升，需求制约仍存。9月生产指数上升至51.5%，主要受到高温天气影响减弱以及稳增长经济政策持续发力的支撑。产成品库存上升2.1个百分点，在十一假期之前可能有提前备货的需求。但原材料库存反而下降0.4个百分点。即使需求端有所提升，但企业补充原材料库存的意愿并不强，反映出企业预期仍然偏弱。需求表现弱于供给，且内需支撑更强，外需表现趋于疲软，目前国内需求对经济复苏的制约依旧存在，未来刺激内需仍然是发力重点。二是价格边际回升。9月主要原材料购进价格及出厂价格指数均有所抬升，其中前者升幅更大。随着基建项目落地提速，拉动了对于原材料的需求，推动原材料购进价格环比走高。不过我们认为在基数抬升的影响下，PPI 同比仍将呈现下行趋势。三是大中小企业景气度全面上行。各类型企业9月 PMI 均出现不同程度的增长，其中小型企业由降转升，大、中型企业延续景气度上行趋势。但中小企业仍未升至扩张区间，疫情冲击之下小企业仍然相对困难。值得注意的是，9月官方 PMI 与财新 PMI 出现了较大程度的背离，9月财新制造业 PMI 只有48.1%。尤其是供需表现以及两类价格指数，均与官方 PMI 呈反向变动。两者数据的表现分化主要源于调查样本差异。官方调查范围涉及全国3000多家企业，财新 PMI 的调查样本数则为400多家，且多侧重于中小民企，这两个数据的背离反映出中小民企的景气度可能没有很明显改善。

非制造业扩张继续放缓。9月非制造业商务活动指数弱于市场预期，扩张速度继续放缓，其中服务业及建筑业表现分化，前者因疫情影响景气度回落至临界线以下，是非制造业的主要拖累；后者则受政策推动下基建提速的影响持续扩张，较上月提升3.7个百分点至高位水平。9月生活性服务业景气度弱于生产性服务业，这主要是受疫情“点多、面广”的拖累。9月建筑业活动指数持续扩张，达60.2%的高位，其中基建为主要贡献，土木工程建筑业商务活动指数上行至61.0%的高点。在

多重政策的推进下，基建作为经济稳增长的抓手作用持续凸显，并有效缓和房地产低迷的拖累，带动整体建筑业的景气度上行。预计年内基建的支撑作用仍将持续，是推动经济回稳向上的重要保障。

经济弱复苏，基础还需巩固。整体来看，9月PMI数据反映经济继续复苏，但基础仍需巩固，一是需求仍然相对疲软，尤其是受疫情直接影响的服务业消费，二是中小企业生产经营继续承压，政策扶持还需加码，三是企业补库存意愿仍低，预期还有待改善。目前来看较为确定的支撑来自基建，政策的密集推出对其持续性有一定保证，而消费和地产则是不确定性的主要来源。疫情之下居民支出谨慎、避险意识增强在疫情完全结束之前难以消解，这也压低了消费修复的天花板。高频数据显示近期房地产销售有所回暖，但可能与部分地区政府集中采购有关，持续性仍有待观察。政策对于经济的支持不会很快退出，未来将继续处于政策宽松的环境中。

风险提示：国内疫情不确定性。

目录

1. 数据	5
2. 制造业 PMI 重回扩张区间	5
3. 非制造业扩张继续放缓	7
4. 经济弱复苏，基础还需巩固	8

图表目录

图表 1: 9月制造业 PMI 重回扩张区间.....	5
图表 2: 9月两类价格指数边际回升.....	6
图表 3: 9月大中小型企业景气度全面上行.....	6
图表 4: 非制造业活动指数继续下行.....	7
图表 5: 9月沥青装置开工率呈上行趋势.....	8

1. 数据

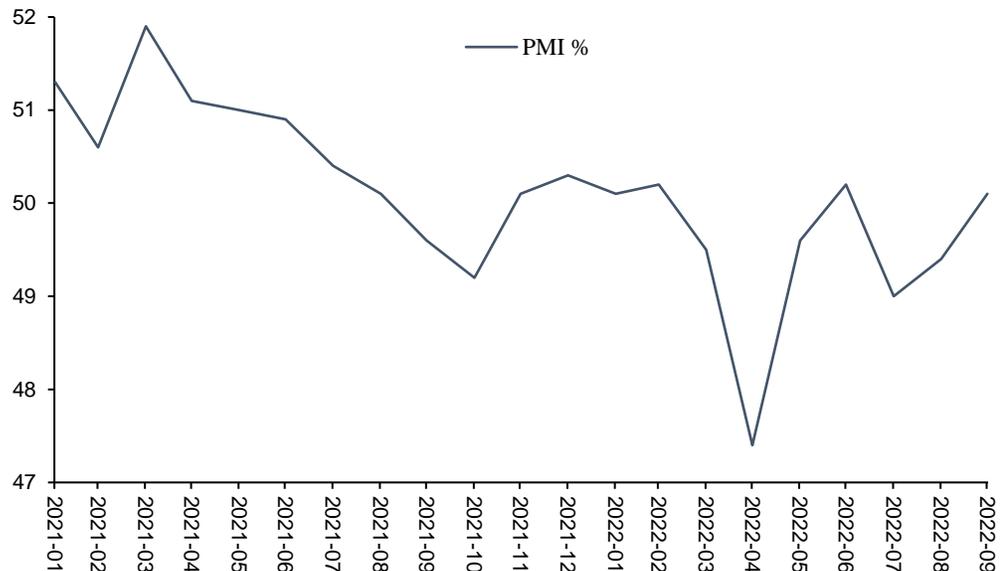
中国 9 月制造业 PMI 指数 50.1%。预期 49.6%，前值 49.4%。

中国 9 月非制造业指数 50.6%，预期 52.4%，前值 52.6%。

2. 制造业 PMI 重回扩张区间

9 月制造业指数相比上月提高 0.7 个百分点，重回扩张区间且略高于市场预期，经济复苏态势延续。制造业景气度的回升主要来自生产端的拉动。本月为传统生产旺季，此前高温天气的短期扰动削弱，电力供给也有所改善，此外稳经济大盘举措不断深化，前期政策继续显效，带动制造业生产活动加快，支撑制造业 PMI 持续上行。

图表 1：9 月制造业 PMI 重回扩张区间



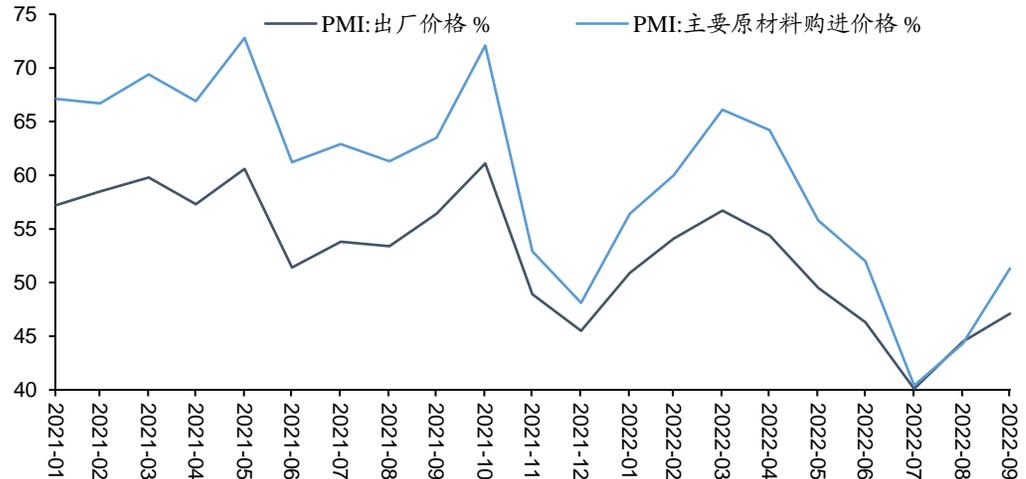
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，9 月 PMI 表现出以下几个特点：

生产活跃度上升，需求制约仍存。9 月生产指数上升至 51.5%，比 8 月高出 1.7 个百分点，位于临界线上方。具体行业来看，食品、黑色金属冶炼及压延加工、通用设备制造等中下游行业生产指数均超 54.0%。制造业生产景气度的提高主要受到高温天气影响减弱以及稳增长经济政策持续发力的支撑。一方面，9 月高温天气有所缓和，电力供给改善。另一方面政策执行有效，针对企业的减负纾困力度不断加大，包括减税降费、融资便利、设备更新改造贷款支持等，这为企业生产经营的企稳向好提供保证。产成品库存上升 2.1 个百分点，在十一假期之前可能有提前备货的需求。但原材料库存反而下降 0.4 个百分点。即使需求端有所提升，但企业补充原材料库存的意愿并不强，反映出企业预期仍然偏弱。需求表现弱于供给，且内需支撑更强，外需表现趋于疲软。9 月新订单指数为 49.8%，前值为 49.2%，总体需求的提振主要来自内需的支撑。9 月份的需求虽然出现边际转好迹象，但还是处于收缩区间且弱于生产，这表明目前国内需求对经济复苏的制约依旧存在，未来刺激内需仍然是发力重点。

价格边际回升。9月主要原材料购进价格及出厂价格指数均有所抬升，其中前者升幅更大。随着基建项目落地提速，拉动了对于原材料的需求，推动原材料购进价格环比走高。不过我们认为在基数抬升的影响下，PPI同比仍将呈现下行趋势。

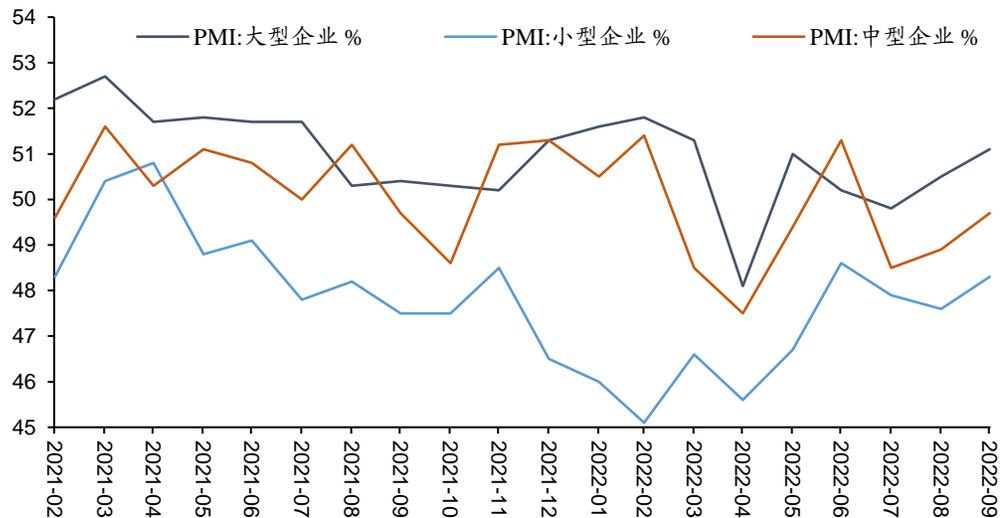
图表 2: 9月两类价格指数边际回升



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

大中小型企业景气度全面上行。各类型企业9月PMI均出现不同程度的增长，其中小型企业由降转升，9月PMI为48.3%，前值47.6%。大、中型企业延续景气度上行趋势。但小型企业仍未升至扩张区间，与大型企业表现还是存在差距。政府针对中小微企业减负纾困提出多项举措，税收优惠及融资担保等政策支持对中小企业现金流的改善起到一定作用，但疫情冲击之下小企业仍然相对困难。

图表 3: 9月大中小型企业景气度全面上行



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

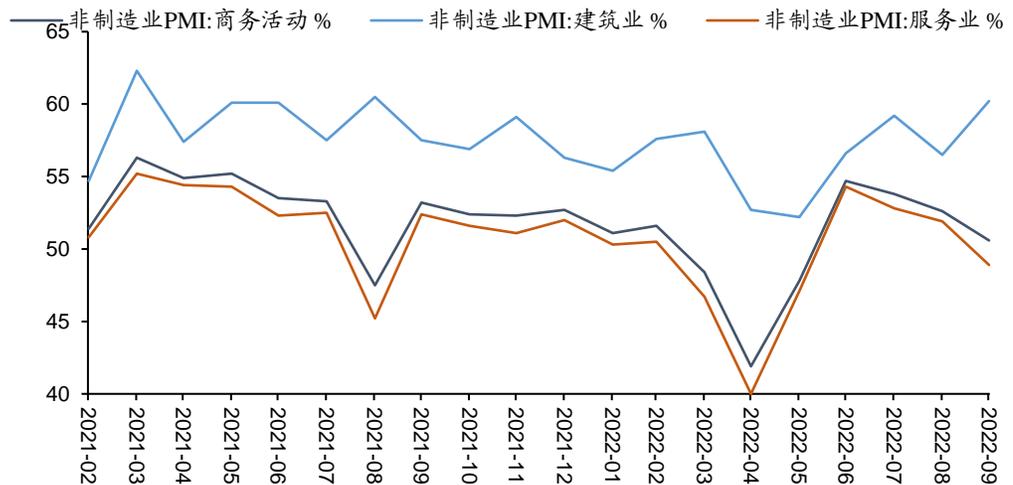
值得注意的是，9月官方PMI与财新PMI出现了较大程度的背离，9月财新制造业PMI只有48.1%。尤其是供需表现以及两类价格指数，均与官方PMI呈反向变动。两者数据的表现分

化主要源于调查样本差异。官方调查范围涉及全国 3000 多家企业，财新 PMI 的调查样本数则为 400 多家，且多侧重于中小民企，这两个数据的背离反映出中小民企的景气度可能没有很明显改善。

3. 非制造业扩张继续放缓

9 月非制造业商务活动指数弱于市场预期，较 8 月下降 2.0 个百分点至 50.6%，扩张速度继续放缓，其中服务业及建筑业表现分化，前者因疫情影响景气度回落至临界线以下，是非制造业的主要拖累；后者则受政策推动下基建提速的影响持续扩张，较上月提升 3.7 个百分点至高位水平。

图表 4：非制造业活动指数继续下行

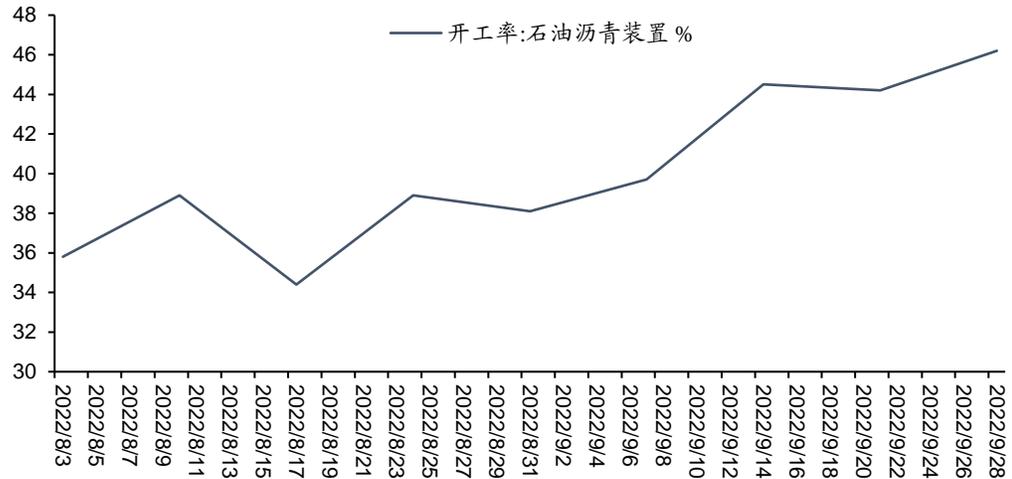


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

9 月服务业活动指数降至收缩区间，较上月回落 3.0 个百分点至 48.9%。分行业看，生活性服务业景气度弱于生产性服务业，这主要是受疫情“点多、面广”的拖累。邮政、电信广播、货币金融服务等行业指数在生产景气度上升的带动下均超 60.0%，零售、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数则大幅回落，降至 45% 以下。疫情多点散发、频发增强消费的不确定性，部分地区疫情防控举措收紧，聚集性活动被压缩，消费场景和消费空间也随之削减，直接影响服务业表现。

9 月建筑业活动指数持续扩张，达 60.2% 的高位，比 8 月增加了 3.7 个百分点，其中基建为主要贡献，土木工程建筑业商务活动指数上行至 61.0% 的高点。在多重政策的推进下，基建作为经济稳增长的抓手作用持续凸显，并有效缓和房地产低迷的拖累，带动整体建筑业的景气度上行。政策性金融工具、专项债限额等资金支持叠加“适度超前推进重大工程建设”的政策指引，基建项目落地落实速度加快，9 月份沥青装置开工率呈上行趋势，反映出基建发力提速。预计年内基建的支撑作用仍将持续，是推动经济回稳向上的重要保障。

图表 5: 9月沥青装置开工率呈上行趋势



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. 经济弱复苏，基础还需巩固

整体来看，9月PMI数据反映经济继续复苏，但基础仍需巩固，一是需求仍然相对疲软，尤其是受疫情直接影响的服务业消费，二是中小企业生产经营继续承压，政策扶持还需加码，三是企业补库存意愿仍低，预期还有待改善。目前来看较为确定的支撑来自基建，政策的密集推出对其持续性有一定保证，而消费和地产则是不确定性的主要来源。疫情之下居民支出谨慎、避险意识增强在疫情完全结束之前难以消解，这也压低了消费修复的天花板。高频数据显示近期房地产销售有所回暖，但可能与部分地区政府集中采购有关，持续性仍有待观察。政策对于经济的支持不会很快退出，未来将继续处于政策宽松的环境中。

风险提示：国内疫情不确定性。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。