

四季度的良好起点

——2023年9月PMI站上临界值

核心要点:

事件:9月30日国家统计局发布,9月中国制造业PMI为50.2%(前值49.7%),自5月以来持续改善,9月终于升至临界值以上。

分析:9月制造业PMI终于回归到临界值以上,其中生产指数和新订单指数都进一步扩张,出厂价和购进价也都在继续上行,但新出口订单与进口指数、库存指数、中小企业与从业人员指数仍然在收缩。服务业PMI结束了3月以来持续下行的趋势,但服务业新订单指数还在进一步收缩。建筑业PMI加速,其中建筑业新订单指数回升至50.0%。总之,经济已开始修复但斜率仍相对不足,2023Q4起点良好,下一阶段应期待政策组合的进一步效果和美联储最终停止加息之后的出口见底。

1.供需同时扩张。制造业生产指数升至52.7%(前值51.9%),新订单指数恢复至50.5%(前值50.2%)。

2.新出口订单指数和进口指数仍在临界值以下。分别为47.8%和47.6%(前值46.7%和48.9%)。当前美国制造业PMI已开始企稳并向临界值回归,美联储完全停止加息(预计2023Q4)之后中国进出口可能会进一步回升。

3.出厂价指数回归临界值以上。9月出厂价指数升至53.5%(前值52.0%),原材料购进价指数升至59.4%(前值56.5%),都进一步加速扩张。随着国内政策组合的逐步见效和出口增速的逐步见底,预计未来两季度内PPI同比增速将实现转正,工业企业利润增速也会进一步恢复。

4.尽管当前中国库存周期已经基本见底,但库存周期呈现见底但回升斜率不足的状态。9月采购量指数升至50.7%(前值50.5%),但产成品库存和原材料库存指数分别为46.7%和48.5%(前值分别为47.2%和48.4%)。

5.中小企业指数、从业人员指数仍在收缩。内生修复仍然不足,市场主体预期仍有波动。

6.服务业PMI回升至50.9%(前值50.5%),结束3月以来持续下行趋势。其中服务业销售价格指数回升至50.0%,但服务业新订单指数仍在收缩。

7.建筑业PMI加速至56.2%(前值53.8%),其中新订单指数升至50.0%(前值48.5%)。

总之,当前中国经济呈现出各路上升力量正在合力对冲房地产下行趋势的局面,预计制造业PMI将进一步修复。预计2023Q4至2023Q1主要支撑力量是财政政策节奏加快;2024Q2随着美联储政策拐点临近,同时美国经济实现软着陆,中国出口将加速回升;同时随着通胀率回归正常、人民币汇率的外部压力下降,国内货币政策效果将进一步释放;2024年下半年居民就业、消费与购房、民营企业投资等也将会陆续修复。总体来看,当前房地产投资的下行是集中、持续、大力度的,而上行力量的形成是分散、陆续、存在不确定性的。只有不断形成新的力量,并凝聚力,才能最终实现宏观经济和工业企业利润平稳回升。

分析师

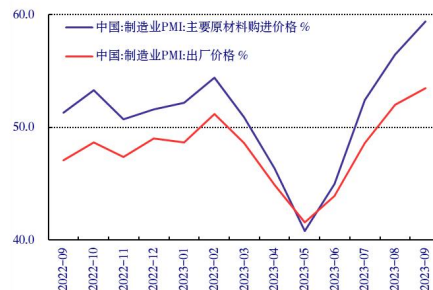
高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

图: 制造业出厂价和购进价指数进一步上升



风险提示:

1. 政策时滞的风险
2. 持续通缩的风险

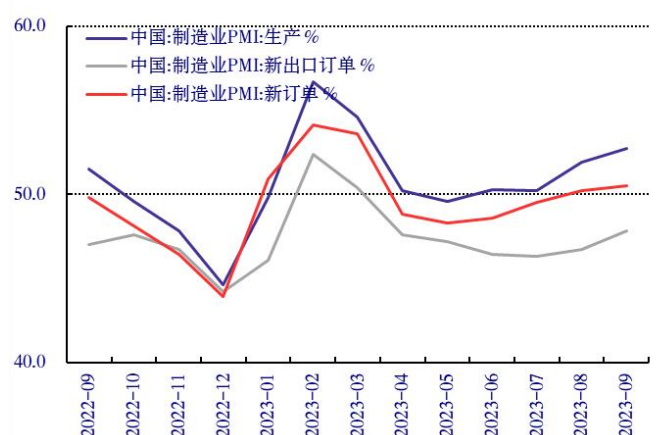
9月中采（官方）PMI回升至临界值以上；而此前财新（非官方）PMI也在50左右波动。中采制造业PMI在4月降至50以下，5月到达年内低点48.8%，随后逐渐回升9月达到50.2%，站在临界值以上。财新PMI在5月、6月出现50.9%、50.5%两次临界值以上的较高值，7月降至49.2%，但8月再次回到51.0%。财新PMI调查对象主要是私营企业尤其是出口型企业，财新制造业PMI相对较好的原因可能是今年以来中国的修复经济以消费和服务业为主，这些行业之中都是私营企业分布较多，同时财新制造业PMI波动较大也反映私营企业的景气预期存在波动。

图1. 2023年9月以来官方PMI回升至临界值以上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

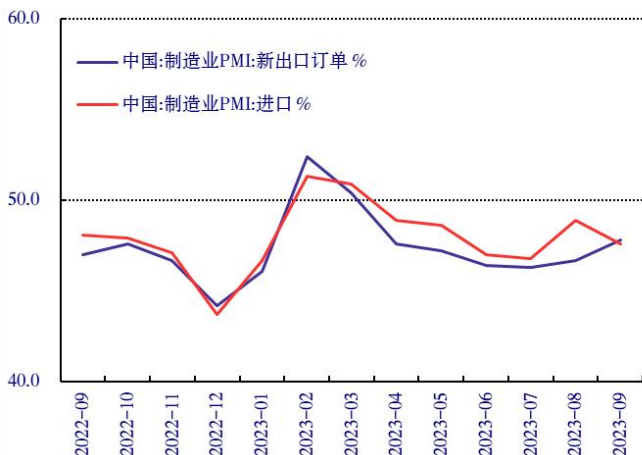
图2. 9月生产指数、新订单指数都在进一步加速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

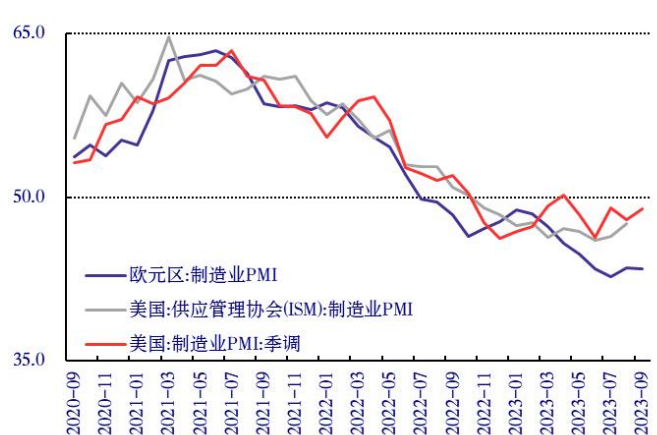
9月制造业新订单指数、生产指数都有进一步加速，供需同时扩张。9月生产指数升至52.7%（前值51.9%），新订单恢复至50.5%（前值50.2%），供给与需求同步恢复。但新出口订单指数和进口指数小幅回升但仍在临界值以下，分别为47.8%和47.6%（前值46.7%和48.9%），出口预期有一定修复，但进口预期回落。展望下一阶段，当前美国制造业PMI已经开始企稳并向临界值回归，未来美联储完全停止加息（预计2023Q4）之后，可能对中国出口会有进一步促进作用。

图3. 9月出口新订单指数和进口指数都在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4. 9月美国制造业PMI向临界值靠近，但欧元区仍然低迷（%）

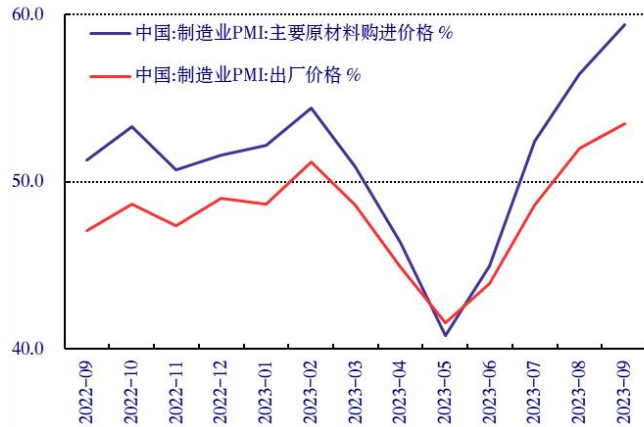


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从价格来看，9月制造业出厂价指数、购进价指数都进一步加速。9月出厂价指数升至53.5%（前值52.0%），原材料购进价指数升至59.4%（前值56.5%），进一步加速扩张。从PPI走势来看，8月（-3.0%）相比7月（-4.4%）已开始收窄降幅，尤其是环比实现转正（+0.2%），这与国内外大宗商品价格上升有关，这也使得1-8月工业企业利润增速明显回升（当月同比+17.2%，两年复合增速+8.3%）。随着国内政策组合的逐步见效和出口增速的逐步见底，预计未来两季度内PPI同比增速将实现转正，工业企业利润增速也会进一步恢复。

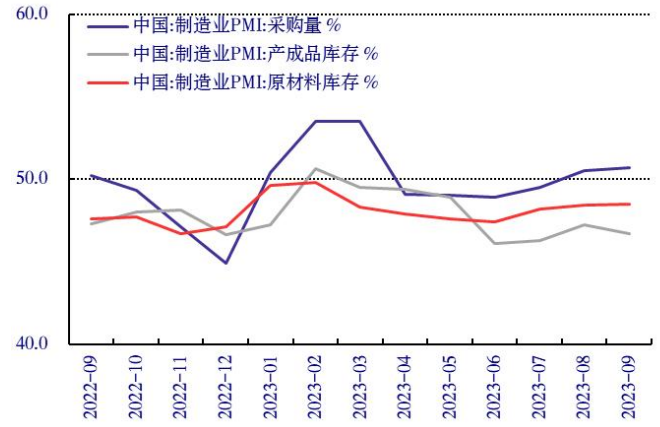
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 5. 9 月出厂价和购进价格指数进一步上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

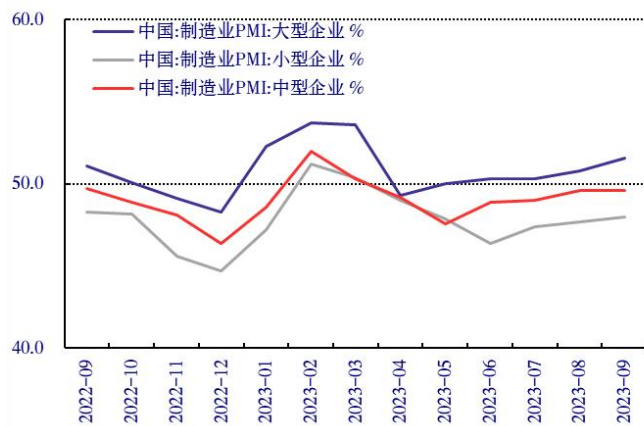
图 6. 9 月制造业采购量指数上升至 50.7%，但库存仍在 50% 以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

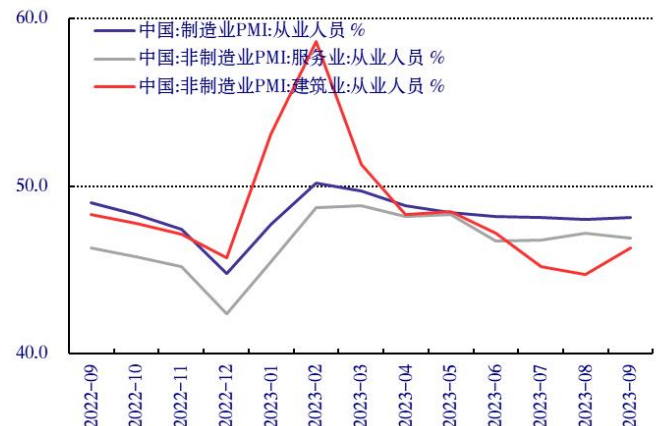
采购量指数进一步上升，但产成品库存、原材料库存都还在 50% 以下。9 月采购量指数升至 50.7%（前值 50.5%），回归临界值以上。但产成品库存和原材料库存指数分别为 46.7% 和 48.5%（前值分别为 47.2% 和 48.4%）。尽管当前中国库存周期已经基本见底，但内需与外需同时低迷，导致库存周期可能出现见底但回升斜率不足的状态。未来两个季度库存周期的回升力度也主要取决于政策组合的效果和美联储停止加息之后的中国出口回升。

图 7. 中、小型企业景气度仍在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 制造业、服务业、建筑业从业人员指数都持续低迷



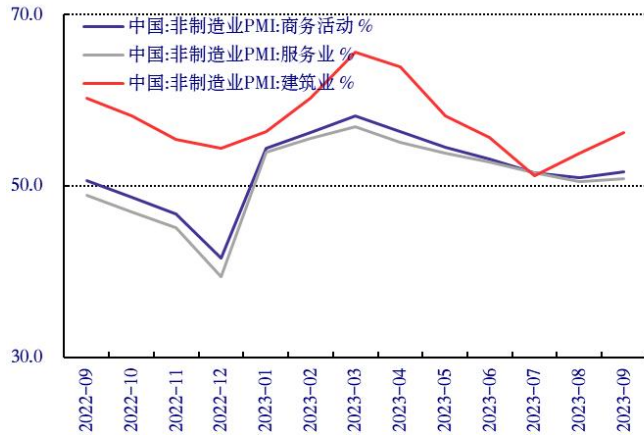
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中小企业指数在临界值以下继续恢复，但从业人员指数仍在继续收缩。9 月中、小型企业指数分别为 49.6%、48.0%（前值分别为 49.6%、47.7%）；大型企业指数升至 51.6%（前值 50.8%）。制造业从业人员指数回升至 48.1%（前值 48.0%），建筑和服务业从业人员指数分别为 46.3%（前值 44.7%）、46.9%（47.2%），仍处在收缩状态。

服务业 PMI 回升，服务业销售价格指数回升至 50.0%，但服务业新订单指数仍在收缩。9 月服务业 PMI 回升至 50.9%（前值 50.5%），结束 3 月以来持续下行趋势。其中新订单指数仍为 47.4%，持平前值。投入价格和销售价格分别为 52.1% 和 50.0%（前值为 52.3% 和 49.9%），销售价格指数回到临界值，反映服务业盈利能力开始改善。

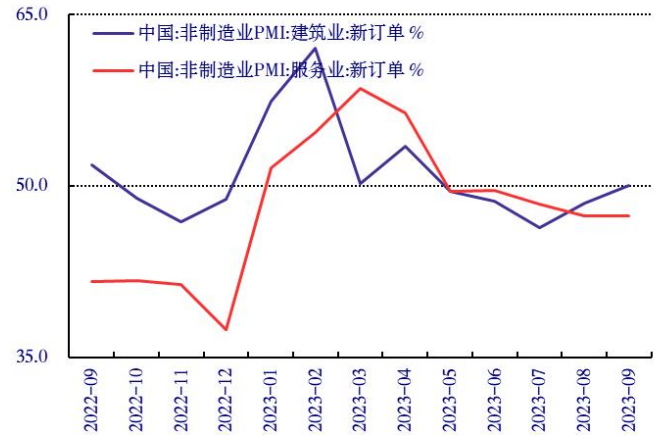
建筑业 PMI 进一步反弹，新订单指数回归临界值。9 月建筑业 PMI 加速至 56.2%（前值 53.8%），其中新订单指数为 50.0%（前值 48.5%）。

图 9. 建筑业 PMI 有所反弹，但服务业 PMI 持续下行至 50.5%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10. 服务业与建筑业新订单指数都持续位于临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

总体而言，9月制造业 PMI 有三项关键指标回归临界值以上，分别是新订单、出厂价、采购量，分别预示需求改善、盈利改善、初步补库存。但问题在于，制造业新出口订单、中小企业指数、从业人员指数仍恢复不足；服务业新订单指数进一步收缩，建筑业新订单指数持续位于临界值以下。总体呈现出制造业开始边际修复，但服务业和建筑业可能回落的局面。

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。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

评级标准

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn