

9月PMI数据解读

“秋旺”带动PMI“双扩张”

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项：

9月30日，9月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为50.2（环比+0.5pct），市场预期50.1；非制造业为51.7（环比+0.7pct），市场预期51.6。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2023-09	50.20	51.60	49.60	48.00	52.70	50.50	47.80	48.50	46.70	59.40	53.50	50.80	48.10	55.50
	2023-08	49.70	50.80	49.60	47.70	51.90	50.20	46.70	48.40	47.20	56.50	52.00	51.60	48.00	55.60
	2023-07	49.30	50.30	49.00	47.40	50.20	49.50	46.30	48.20	46.30	52.40	48.60	50.50	48.10	55.10
	2023-06	49.00	50.30	48.90	46.40	50.30	48.60	46.40	47.40	46.10	45.00	43.90	50.40	48.20	53.40
	2023-05	48.80	50.00	47.60	47.90	49.60	48.30	47.20	47.60	48.90	40.80	41.60	50.50	48.40	54.10
	2023-04	49.20	49.30	49.20	49.00	50.20	48.80	47.60	47.90	49.40	46.40	44.90	50.30	48.80	54.70
	较上月	0.50	0.80	0.00	0.30	0.80	0.30	1.10	0.10	-0.50	2.90	1.50	-0.80	0.10	-0.10
非制造	2023-09	51.70	56.20	48.40	51.40	-	47.80	49.40	-	46.90	52.50	50.30	51.30	46.80	58.70
	2023-08	51.00	55.00	46.80	52.10	-	47.50	47.90	-	46.20	51.70	50.00	52.00	46.80	58.20
	2023-07	51.50	56.70	47.10	51.50	-	48.10	47.70	-	45.90	50.80	49.70	51.40	46.60	59.00
	2023-06	53.20	55.10	50.00	55.90	-	49.50	49.00	-	47.10	49.00	47.80	51.90	46.80	60.30
	2023-05	54.50	57.20	54.60	52.80	-	49.50	49.70	-	47.10	47.40	47.60	51.90	48.40	60.40
	2023-04	56.40	62.00	53.40	54.60	-	56.00	52.10	-	47.20	51.10	50.30	52.40	48.30	62.50
	较上月	0.70	1.20	1.60	-0.70	-	0.30	1.50	-	0.70	0.80	0.30	-0.70	0.00	0.50

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：9月PMI数据呈现出四点特征：

一是传统“秋旺”带动PMI总体向好。二季度触底后，制造业与非制造业同时环比改善，进入“双扩张”区间。

二是制造业产需两端同时修复，但产需缺口进一步拉大。本月制造PMI“产需差”继续扩大仍是基本特征：一方面生产持续走强（+0.8pct至52.7），另一方面新订单在扩张区间小幅复苏（+0.3pct至50.5），“产需差”扩大0.5pct至2.2pct。同时，本月新出口订单出现显著修复（+1.1pct至47.8）。

三是库存与价格变化呈现新特征。库存7月以来触底回升，但本月修复受阻。一方面，原材料库存修复放缓（+0.1pct至48.5）。另一方面，生产显著改善下，成品库存仍保持在中低位波动（-0.5pct至46.7），可能与新出口订单修复和需求仍有不确定性的情况下企业管控库存水平有关。与此同时，价格延续修复态势。原材料与出厂价格指数均延续6月以来的修复趋势，在扩张区间环比大幅上升，但幅度较前月放缓。

四是非制造业回暖主要受建筑业拉动。从结构看，建筑业PMI环比超季节性改善，与专项债支出提速、房

地产政策优化不无关系；服务业 PMI 有所企稳，结束了连续 5 个月的下滑。其内部分化态势依然明显，但风格出现逆转：前月表现较差的生产性服务业景气度大幅反弹（+3pct 至 54.9），而消费性服务业则回落至收缩区间（-1.4pct 至 49.4）。

◆ 制造业

9 月制造业 PMI 再度回升 0.5pct 至 50.2，连续 4 个月修复后回归扩张区间。分贡献因素看，主要拉动来自生产、配送和新订单，分别贡献 0.20pct、0.12pct 和 0.09pct，其它因素影响较小。

从产需的力量对比观察，尽管两端同时修复，但产需缺口进一步拉大。从相对变化看，本月 PMI “产需差”继续扩大仍是基本特征：一方面生产持续走强（+0.8pct 至 52.7），另一方面新订单在扩张区间小幅复苏（+0.3pct 至 50.5），“产需差”扩大 0.5pct 至 2.2pct。从绝对水平看，生产指数在扩张区间进一步巩固（52.7），三大需求指标尽管有所改善，但依然不强：新订单、新出口订单和在手订单分别为 50.5、47.8（+1.1pct）和 45.3（-0.6pct）。

库存与价格变化呈现新特征。库存方面，今年 7 月以来在方向上触底回升，但本月修复受阻。一方面，原材料库存修复放缓（+0.1pct 至 48.5）。另一方面，在生产显著改善和“产需差”拉大的情况下，成品库存仍保持在中低位波动（-0.5pct 至 46.7），可能与新出口订单修复和需求仍有不确定性的情况下企业管控库存水平有关。与此同时，价格延续修复态势。原材料与出厂价格指数均延续 6 个月以来的修复趋势，在扩张区间环比大幅上升，但幅度有所放缓。具体来看，原材料价格上升 2.9pct 至 59.4，而出厂价格也上升 1.5pct 至 53.5。需要提示的是，投入品价格领先产成品价格改善，可能压制中下游企业利润。供应链方面，随着产需回暖，配送时间显著上升（-0.8pct），说明随着生产端持续改善，产品开始向批发、零售端传递，物流压力有所上升。

与此同时，制造业预期保持稳定，但企业目前仍以提升既有产能利用率为主。就业方面，从业人员指数在连续 6 个月回落后终于企稳（+0.1pct），目前位于 48.1，高于（位于 61 分位）过去三年的中位数水平。预期方面，制造业预期指数环比基本稳定（-0.1pct 至 55.5），回归今年 3 月水平。此外，大小企业感受差异依然明显，三种规模企业中，只有大型制造业企业处于扩张区间，但小型制造业企业 PMI 有所修复（+0.3pct）。“大小企业差”小幅扩张 0.5pct 至 3.6pct。从新订单指标变化观察，只有大型企业出现上升（+1.1pct 至 52.7），中型企业从扩张区间跌落至收缩区间（-0.6pct 至 49.7），小型企业仍位于收缩区间（-0.4pct 至 47.1）。这进一步解释了为何在产需改善的情况下，雇员指标并未明显修复。

◆ 非制造业

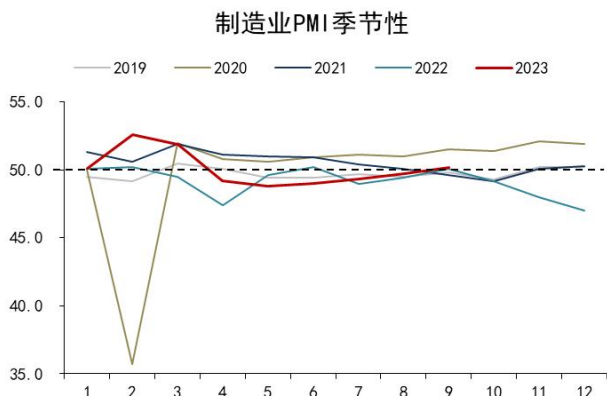
9 月非制造业 PMI 结束了连续 5 个月的下降，回升 0.7pct 至 51.7。从结构上看，非制造业 PMI 反弹主要受到建筑业拉动。

服务业 PMI 在连续 5 个月的下滑后有所企稳，环比上升 0.4pct 至 50.9。需要注意的是，服务业内部分化态势依然明显，但风格出现逆转：前月表现较差的生产性服务业景气度大幅反弹（+3pct 至 54.9），而消费性服务业则回落至收缩区间（-1.4pct 至 49.4）。

建筑业 PMI 环比超季节性改善，与专项债支出提速、房地产政策优化不无关系。建筑业 PMI 当月环比上升 2.4pct 至 56.2，而过去 3 年同期平均仅上升 0.2pct。具体来看，一方面房屋建筑业大幅上升 8.3pct 至 56.8，进入扩张区间，但仍低于过去 3 年同期均值 3.1pct，此外土木工程建筑业也边际上升 0.1pct 至 58.7，小幅高于近年均值；另一方面，建筑安装装饰及其它建筑业环比回落 11.3pct 至 48.4。

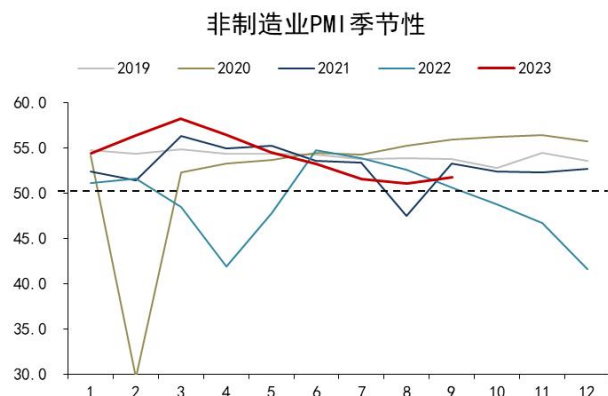
从分项表现看，有三方面值得关注：一是小型企业景气度逆势下降。当月大中型非制造业企业 PMI 环比分别回升 1.2 和 1.6pct，而小型企业有所回落（-0.7pct）。小企业感受走弱与新订单改善乏力（+0.2pct）有一定关系，本月建筑业的超季节性改善更多利好大型企业。二是非制造业企业利润持续下滑。当月价格指数回升且收费价格-投入价格指数倒挂幅度扩大（-0.5pct），导致企业利润下滑。三是就业未见广泛改善。尽管非制造业需求有所改善（新订单+0.3pct），但利润总体压缩且利好集中在规模较大的建筑业企业的情况下，非制造业就业整体稳定（+0pct），但结构分化（建筑业+1.6pct，服务业-0.3pct）。

图2: 制造业 PMI 的季节性



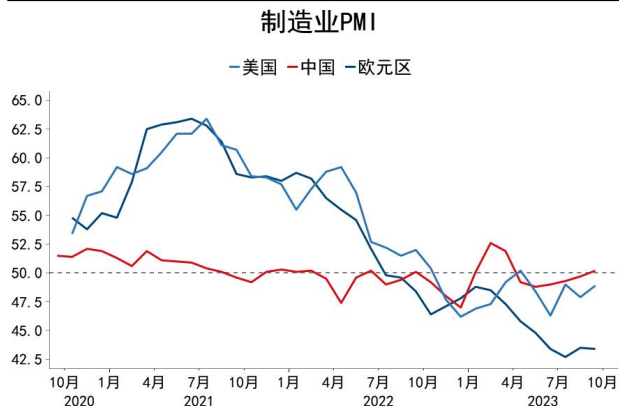
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



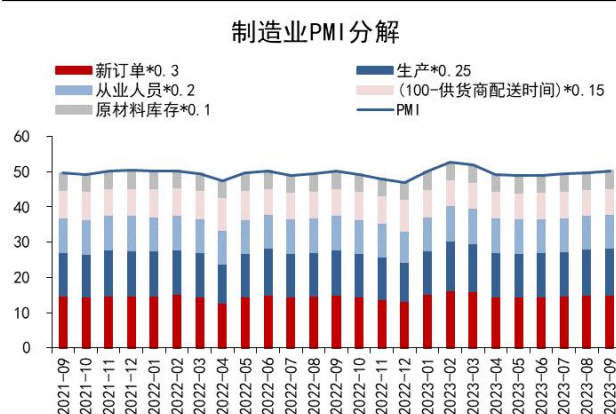
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 主要经济体制造业 PMI



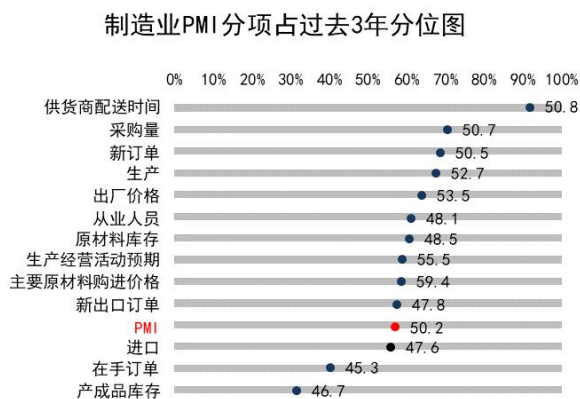
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



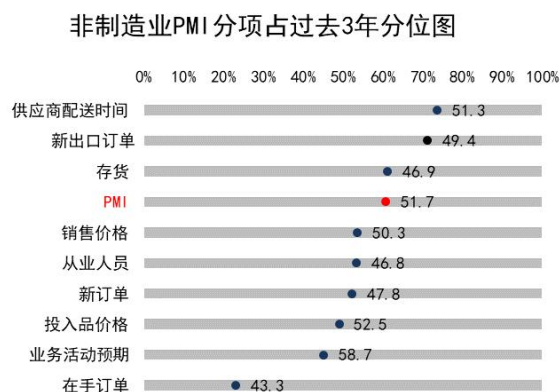
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



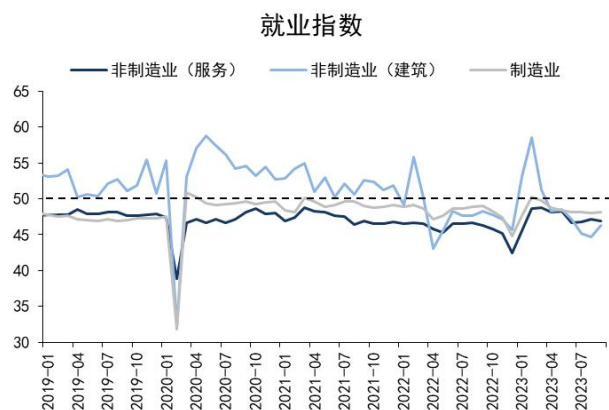
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



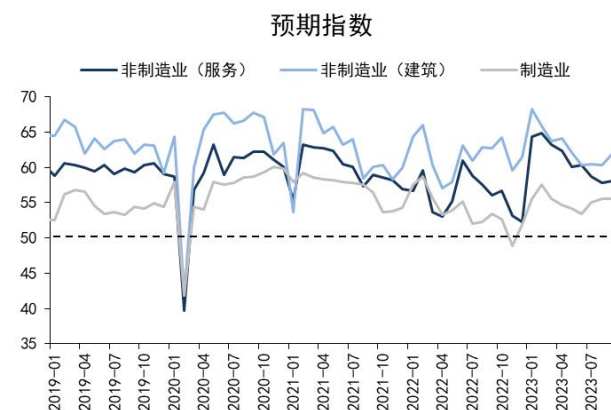
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 建筑业就业企稳修复



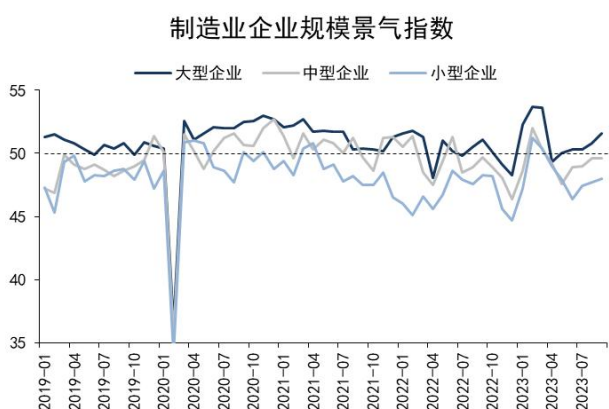
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 建筑业预期有所修复



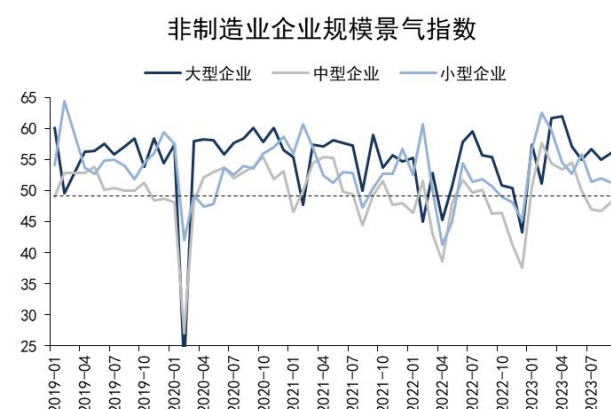
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 制造业企业景气度全面改善



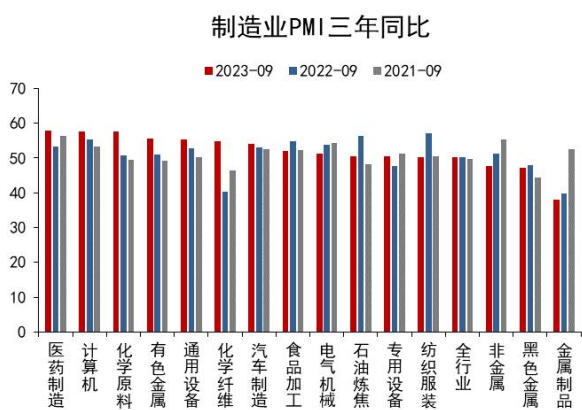
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 非制造业小企业景气度小幅回落



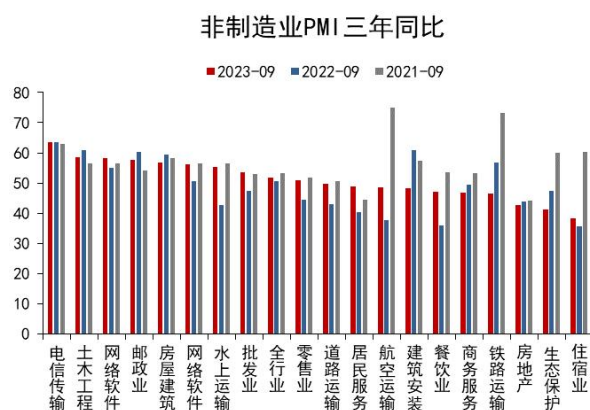
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《2023年8月财政数据快评-收入探底，支出提速》——2023-09-18

《宏观经济数据前瞻-2023年8月宏观经济指标预期一览》——2023-09-04

《8月PMI数据解读-产需内生性“筑底”》——2023-09-01

《印花税下调及资本市场一揽子政策解读：-多措并举活跃资本市场》——2023-08-28

《2023年7月财政数据快评-收支仍然偏弱 支出或将提速》——2023-08-24

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032