

2023年09月30日

## “金九”乍现，料非重演三月——兼评9月PMI数据

宏观研究团队

据

——宏观经济点评

**何宁（分析师）**

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**陈策（联系人）**

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

2023年9月官方制造业PMI 50.2%，前值49.7%，预期50.0%；9月官方非制造业PMI 51.7%，前值51%，预期51.6%。9月BCI指数49.9%，前值49.0%。

### ● 制造业：“金九”乍现，料非重演三月

**(1)9月制造业PMI重返荣枯线上，供需均改善且供给好于需求。**其中，21个行业有11个PMI位于临界点以上、比8月增加2个，制造业景气面有所扩大。

**(2)3月至5月的经济节奏会重演吗？**9月PMI供给好于需求，且在手订单出现消耗，与二季度有一定相似之处：即年初经济复苏预期较高、企业提前加大生产，但需求改善缓慢导致4月、5月工业生产迅速下滑，进一步主动降价去库存。但我们认为9月与3月有两处不同，一则总需求政策边际加码；二则PMI产成品库存趋于下行，指向供需缺口可能不大。预计四季度经济改善具有持续性，后续总需求政策或将加码、巩固经济向上弹性。

**(3)价格继续回升，PPI同比降幅或将收窄。**结合高频指标，我们预计9月PPI环比可能在0.7%左右，同比为-2.3%左右。

**(4)制造业更可能进入“被动去库”。**我们在8月工业企业利润点评中指出“平减PPI后的实际库存为5.4%、仍趋下行，结合库销比ttm未见拐点，8月的库存回升可能是暂时性现象”。9月制造业仍在去库可能表明当前企业并未进入主动补库，当前更可能是进入“被动去库”阶段。

**(5)大宗商品涨价提振上游利润，大型企业经营生产显著改善。**近期多部门释放出重视民营企业、提振发展信心的积极信号，预计中小企业PMI有望稳步回升。

### ● 服务业：PMI回升但交运食宿低于临界点

**(1)9月服务业PMI小幅回升了0.4个百分点至50.9%，新订单PMI连续5个月低于荣枯线。**但有违直觉的是，中秋十一双节来临但相关服务业景气度不高，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等商务活动指数低于临界点，似乎与文旅高频数据有所背离。

**(2)往后看，9月29日国务院印发《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》。**在投资性中枢进入下行通道后，我们反复强调服务消费对经济转型、居民收入分配、吸纳民生就业的作用，未来我们可能会看到中央对服务消费的重视性和政策支持上一台阶。

### ● 建筑业：专项债加快发行提振建筑业景气

9月建筑业PMI改善了2.4个百分点至56.2%，新订单PMI再次回到50.0%。资金端，地方专项债加快发行、9月发行进度达到79.6%，有效缓解基建累计增速的下行态势。但基建整体动能趋缓，政策加码的可能性在上升。

● **风险提示：**政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《美国政府关门危机：源起、进展及可能影响—宏观经济点评》-2023.9.28

《利润修复扩散至周期品行业——8月企业利润点评—宏观经济点评》-2023.9.27

《高利率水平或将持续更久——9月FOMC会议点评—宏观经济点评》-2023.9.21

## 目 录

1、 制造业：“金九”乍现，料非重演三月 .....	3
2、 服务业：小幅回升，但交运食宿低于临界点.....	5
3、 建筑业：专项债加快发行，提振建筑业景气度.....	6
4、 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1： 9 月制造业 PMI 重返荣枯线 .....	3
图 2： 高炉开工持续改善 .....	4
图 3： 汽车开工率仍处高位 .....	4
图 4： 大型企业 PMI 改善较快 .....	5
图 5： BCI 指数处于荣枯线下 .....	5
图 6： 服务业 PMI 小幅回升 .....	5
图 7： 多部门预期“双节”消费有明显改善 .....	5
图 8： 建筑业景气度回升 .....	6
图 9： 9 月专项债发行进度追赶至 79.6% .....	6
图 10： 石油沥青开工高位回落 .....	6
图 11： 水泥开工率和发运率边际改善 .....	6

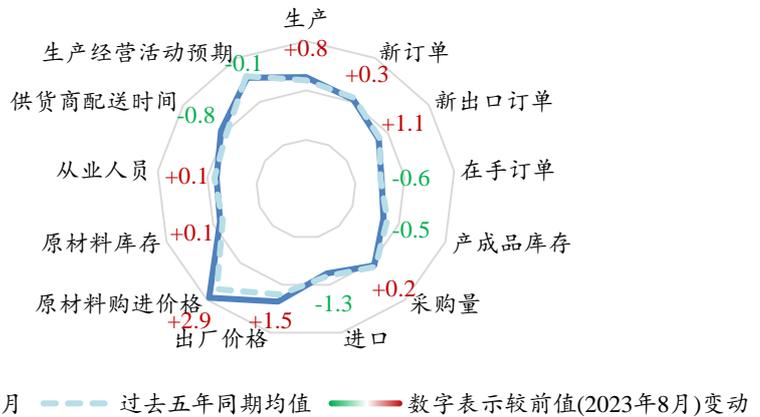
2023年9月官方制造业PMI 50.2%，前值49.7%，预期50.0%；9月官方非制造业PMI 51.7%，前值51%，预期51.6%。9月BCI指数49.9%，前值49.0%。

## 1、制造业：“金九”乍现，料非重演三月

**(1)9月制造业PMI重返荣枯线，供需均改善且供给好于需求。**9月制造业PMI为50.2%，好于预期，较前值改善了0.5个百分点，修复速率明显加快。其中，21个行业有11个PMI位于临界点以上、比8月增加2个，制造业景气面有所扩大。供给端看，PMI生产为52.7%，较前值提高了0.8个百分点；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别变动了0.3、1.1、-1.3个百分点至50.5%、47.8%、47.6%。

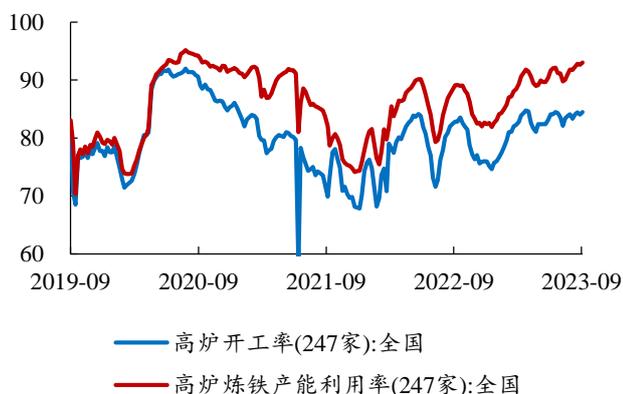
**3月至5月的经济节奏会重演吗？**9月PMI供给好于需求，且在手订单出现消耗，与二季度有一定相似之处：即年初经济复苏预期较高、企业提前加大生产，但需求改善缓慢导致4月、5月工业生产迅速下滑，进一步主动降价去库存。但我们认为9月与3月有两处不同，一则是总需求政策边际加码，包括一揽子地产政策放松、城中村改造或有资金支持、专项债加快发行支撑基建等；二则是PMI产成品库存趋于下行，指向供需缺口可能不大。我们预计四季度经济改善具有持续性，后续总需求政策或将加码、巩固经济向上弹性。

图1：9月制造业PMI重返荣枯线

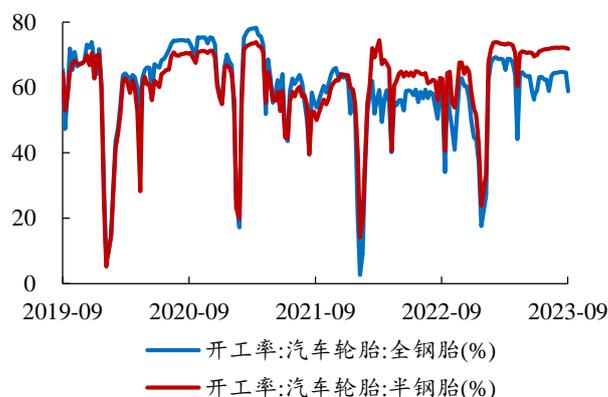


数据来源：Wind、开源证券研究所

**多数行业生产活动改善。**具体来看，9月高炉平均开工率为84.3%，小幅高于8月的83.7%；螺纹钢月均产量为253.86万吨、连续2个月回落；化工链中PTA、聚酯切片开工率改善；9月全钢胎和半钢胎的平均开工率为63.2%、72.1%，指向半钢胎适用的家用汽车延续向好；秦皇岛港煤炭库存517.47万吨，处于年内较低水平；水泥价格连续6个月下行。

**图2：高炉开工持续改善**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：汽车开工率仍处高位**


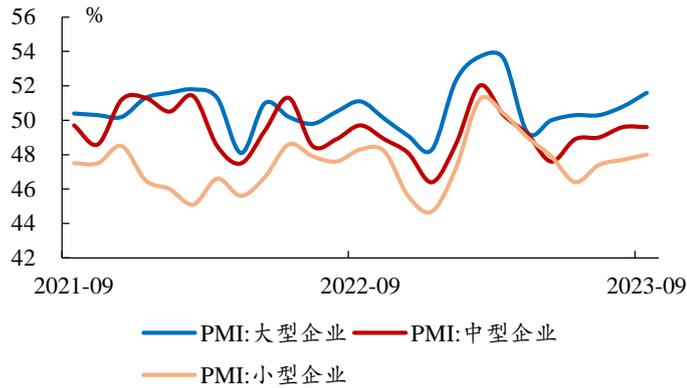
数据来源：Wind、开源证券研究所

**(2)价格继续回升，预计PPI同比降幅收窄。**9月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为59.4%、53.5%，较前值上行了2.9、1.5个百分点，表明原材料价格环比继续回升。高频指标显示，截至9月22日的生产资料价格指数环比回升2.3%，9月南华工业品指数环比回升5.9%，CRB工业原料现货指数环比回升0.1%，我们预计9月PPI环比可能在0.7%左右，同比为-2.3%左右。

**(3)制造业更可能进入“被动去库”。**9月PMI原材料库存、产成品库存分别为48.5%、46.7%，分别较前值变动了0.1、-0.5个百分点；我们在8月工业企业利润点评中指出“平减PPI后的实际库存为5.4%、仍趋下行，结合库销比ttm未见拐点，我们认为8月的库存回升可能是暂时性现象”。9月制造业仍在去库可能表明当前企业并未进入主动补库，当前更可能是进入“被动去库”阶段。

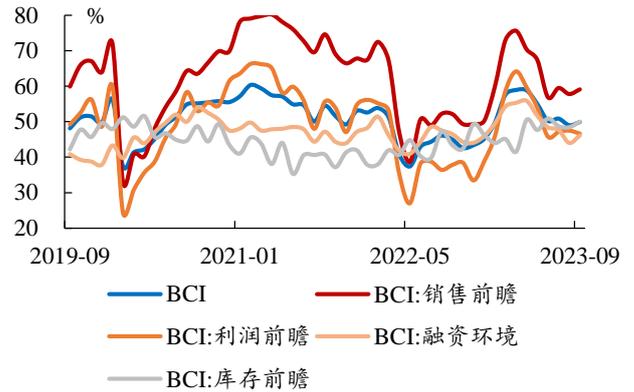
**(4)大宗商品涨价提振上游利润，大型企业经营生产显著改善。**9月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别为51.6%、49.6%、48.0%，分别改善了0.8、0.0、0.3个百分点。9月BCI指数49.9%，较8月小幅改善但仍处于荣枯线下。8月31日央行举行金融支持民营企业发展工作推进会、引导金融资源流向民企；9月4日发改委宣布设立民营经济发展局并积极推进建立重点民间投资项目库，释放出重视民营企业、提振发展信心的积极信号，预计中小企业PMI有望稳步回升。

图4：大型企业 PMI 改善较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：BCI 指数处于荣枯线下



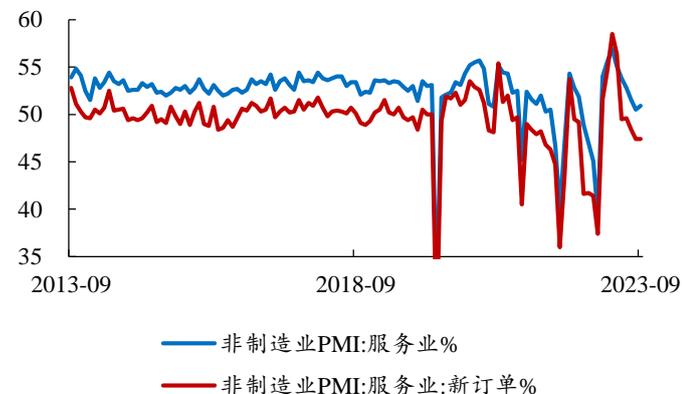
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、服务业：小幅回升，但交运食宿低于临界点

**(1)服务业：PMI 小幅回升。**9月服务业 PMI 为 50.9%，较 8 月回升了 0.4 个百分点，年内未曾低于荣枯线。但新订单 PMI 仅为 47.4%、连续 5 个月低于荣枯线，表明服务业需求边际收缩。分行业来看，水上运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间；但有违直觉的是，中秋十一双节来临但相关服务业景气度不高，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等商务活动指数低于临界点，似乎与文旅高频数据有所背离，需进一步跟踪观察。

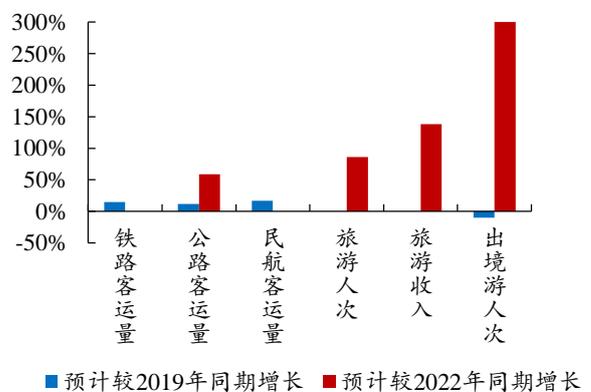
往后看，9月29日国务院印发《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》，指出“将旅游领域符合条件的项目纳入地方政府专项债券支持范围”。在投资性中枢进入下行通道后，我们反复强调服务消费对经济转型、居民收入分配、吸纳民生就业的作用，未来我们可能会看到中央对服务消费的重视性和政策支持上一台阶。

图6：服务业 PMI 小幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：多部门预计中秋国庆消费有明显改善



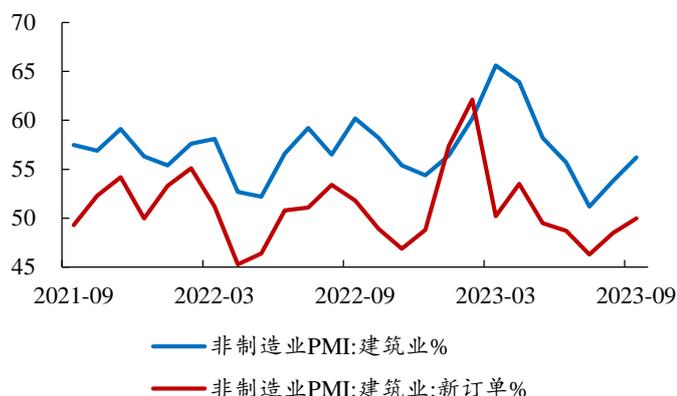
数据来源：交通运输部、文旅部、国家移民管理局等、开源证券研究所

### 3、建筑业：专项债加快发行，提振建筑业景气度

9月建筑业PMI改善了2.4个百分点至56.2%，新订单PMI再次回到50.0%，指向建筑业“现实”和“预期”均在改善。

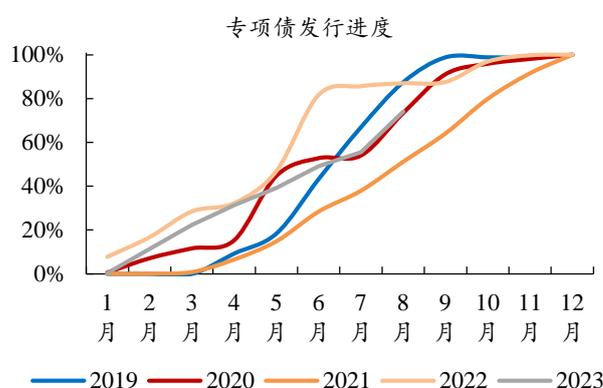
资金端，政治局会议指出“发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债发行和使用，促进民间投资”，9月地方发行进度达到79.6%，较7月大幅提高了24.0个百分点，有效缓解了基建累计增速的下行态势。但整体来看基建动能已有明显放缓，我们判断2022Q3、Q4基数压力增大，基建政策加码的可能性在上升。

图8：建筑业景气度回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：9月专项债发行进度追赶至79.6%



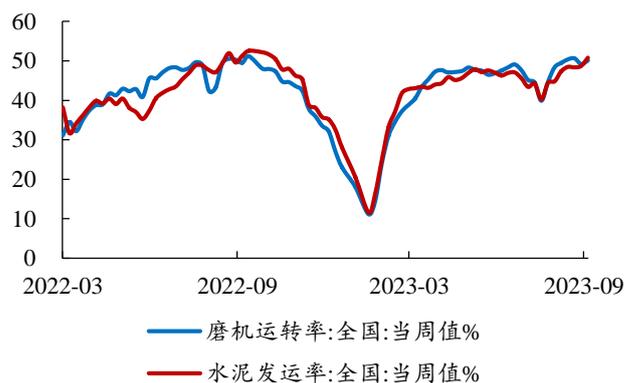
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：石油沥青开工高位回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：水泥开工率和发运率边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn