

2023年10月06日

经济恢复中亦有隐忧——9月PMI数据点评

事件点评

投资要点

- ◆ **事件：**统计局公布9月制造业PMI重回扩张区间，环比提高0.5至50.2；非制造业PMI反弹0.7至51.7；综合PMI上升0.7至52。
- ◆ **一、制造业：产需扩张加快、生产强于需求、成本压力持续增强**
- ◆ **生产与投资端：**9月生产指数提升0.8至52.7，连续4个月提升；采购量连续两个月处于扩张区间，9月较前值提高0.2至50.7；原材料库存连续3个月提高，6月为年内库存周期低点。
- ◆ **需求端：**内外需同步改善，内需持续强于外需。新订单继续小幅改善，9月为50.5，较前值提高0.3。其中，外需连续六个月低于临界点，但收缩幅度连续两个月收窄，内需是需求侧改善的主力。
- ◆ **分行业看，**石油煤炭及其他燃料加工、汽车、电气机械器材等行业生产指数和新订单指数均高于53，相关行业产需较快释放；农副食品加工、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业生产经营活动预期指数位于60以上高位景气区间。
- ◆ **价格与利润方面，**原材料购进价格指数、出厂价格指数均创2022年5月以来新高，但两者差距持续扩大，制造业企业利润承压。伴随原油、工业金属、化工品等原材料价格上涨，叠加企业采购活动增加，原材料购进价格继续快速上行，9月为59.4，较前值增加2.9。出厂价格继上个月重回扩张区间（52）后继续提升至53.5，但与原材料价格的差距连续3个月扩张。
- ◆ **生产扩张尚未有效传导至就业，**就业景气度仍有待改善，9月从业人员指数小幅改善0.1至48.1，但连续6个月低于荣枯线。
- ◆ **大型企业是PMI回升的主导力量。**9月大、中、小型制造业企业PMI分别提高0.8、0、0.3至51.6、49.6、48。大型企业的领先主要在于需求侧，9月大型企业新订单扩张幅度继续扩大至52.7，相比之下，中型企业新订单重回收缩区间（9月下降0.6至49.7），小型企业新订单收缩幅度继续扩大（9月下降0.4至47.1）。
- ◆ **二、非制造业：建筑业带动下重回扩张区间；出行相关服务业回落至收缩区间**
- ◆ **非制造业景气度扩张幅度继前期连续5个月收缩后，9月反弹0.7至51.7，**主要得益于专项债加速落地、高温多雨天气消退背景下，建筑业景气度的阶段性改善。9月建筑业新订单指数回到50，前期连续4个月在荣枯线以下，新订单带动下建筑业商务活动指数回升2.4至56.2。分行业来看，房屋建筑业商务活动指数环比升幅明显（升至56%以上），土木工程业景气度维持较高水平。
- ◆ **9月服务业回升0.4至50.9，**中断4月以来的下行趋势。中秋国庆黄金周提振下，业务活动预期的回升为主要因素。分行业看，暑期出行旺季结束，此前景气度较高的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均低于临界点。服务业业务活动预期指数为58.1，较8月的年内最低点上升0.3个百分点。
- ◆ **三、投资建议**
- ◆ **总体而言，经济恢复中亦有隐忧。**近期稳地产、扩投资、促销费等政策密集出台，产需两端均进入扩张区间，商品房销量改善，但后续仍需关注居民就业改善、需求侧对于生产端能否形成支撑、基建对于投资端支撑的持续性、二手房出清等问题。
- ◆ **制造业方面，**企业生产投资意愿继续扩张，但用工需求上并未有明显体现，且企业分化、行业竞争加剧、成本压力持续上行。需求侧，内需主导需求扩张，外需收缩程度有所收窄，但整体上反应需求不足的企业占比仍达58%。
- ◆ **非制造业方面，**受基建加速落地影响，建筑业主导重回扩张区间；服务业中断4月以来的下行趋势，但或主要受黄金周对于经营活动预期的阶段性提振。
- ◆ **资产配置方面，**影响各类资产价格的核心因素是负债端的收敛，在资产端温和改善

分析师

罗云峰

 SAC执业证书编号：S0910523010001
 luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

 SAC执业证书编号：S0910523050002
 yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

2023年9月信用债市场跟踪 2023.10.3

地方债发行计划半月报-2023年四季度地方债发行计划已披露 5277亿元 2023.10.2

 ESG市场跟踪双周报
 (2023.9.11-2023.9.24)-TNFD发布关于自然相关问题的最终建议 2023.9.24

资产配置周报(2023-9-24)-顺势而为 2023.9.24

资产配置周报(2023-9-16)-风格确认 2023.9.17



背景下，可以讨论的更多是配置和结构行情。债市配置窗口开放，久期策略占优，8月降息后我们预计今年一年期国债收益率中枢下降至在1.9%附近，在年内剩余时间里，十债收益率将在2.6%左右窄幅震荡，区间或在2.5%-2.7%。

◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松

图 1: PMI 分项数据

制造业		PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
与PMI相关系数		1	0.97	0.98	0.84	0.88	(0.04)	0.97	0.89	0.39	0.54	0.85	0.87	0.46	0.59
环比 (PMI原值)	2023年9月	50.20	52.70	50.50	47.80	45.30	46.70	50.70	47.60	53.50	59.40	48.50	48.10	50.80	55.50
	2023年8月	49.70	51.90	50.20	46.70	45.90	47.20	50.50	48.90	52.00	56.50	48.40	48.00	51.60	55.60
	2023年7月	49.30	50.20	49.50	46.30	45.40	46.30	49.50	46.80	48.60	52.40	48.20	48.10	50.50	55.10
	9月较8月	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↓	↓
	历年9月均值	52.26	55.29	54.05	51.56	47.61	46.91	53.73	50.28	53.78	55.72	48.23	49.99	50.54	56.54
	9月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↑	↓	↑
非制造业		PMI	新订单	新出口订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	供货商配送时间				
与PMI相关系数		1	0.96	0.71	0.86	0.50	0.51	0.82	0.70	0.67	0.83				
环比 (PMI原值)	2023年9月	51.70	47.80	49.40	58.70	52.50	50.30	46.80	43.30	46.90	51.30				
	2023年8月	51.00	47.50	47.90	58.20	51.70	50.00	46.80	43.70	46.20	52.00				
	2023年7月	51.50	48.10	47.70	59.00	50.80	49.70	46.60	43.80	45.90	51.40				
	9月较8月	↑	↑	↑	↑	↑	↑	→	↓	↑	↓				
	历年9月均值	55.59	52.21	50.17	63.05	55.89	50.58	50.92	44.31	47.18	52.36				
	9月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓				
建筑业		PMI	新订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	服务业							
与PMI相关系数		1	0.88	0.30	0.35	0.23	0.13	与PMI相关系数							
环比 (PMI原值)	2023年9月	56.2	50	61.8	54.7	51.5	46.3	2023年9月							
	2023年8月	53.8	48.5	60.3	48.4	50.4	44.7	2023年8月							
	2023年7月	51.2	46.3	60.5	50.7	52	45.2	2023年7月							
	9月较8月	↑	↑	↑	↑	↑	↑	环比(原值)							
	历年9月均值	61.16	55.61	52.95	65.81	55.50	51.61	9月较8月							
	9月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓	历年9月均值							
								9月较历史均值							

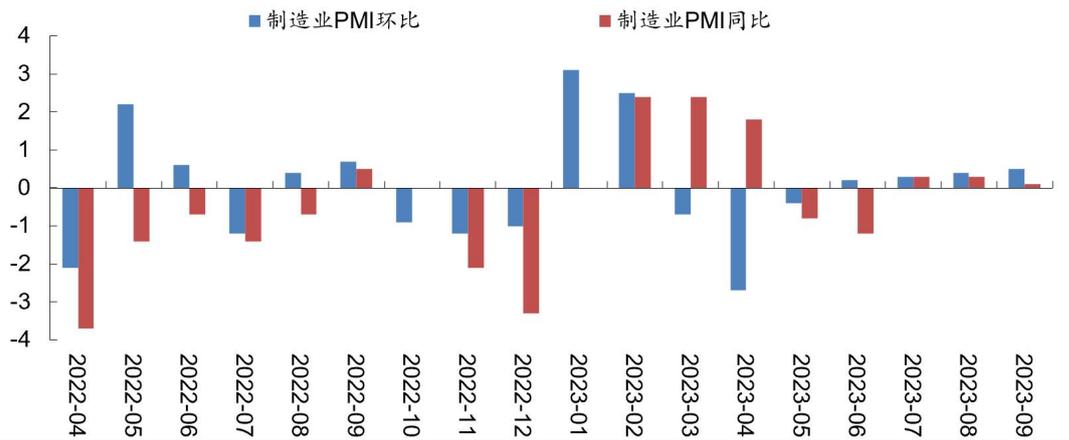
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: PMI——分大、中、小型企业

	PMI	制造业													
		生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	生产经营活动预期	在手订单	产成品库存	采购量	主要原材料购进价格	出厂价格	从业人员	供货商配送时间	
大型企业	2023年09月	51.6	54.4	52.7	48.7	48.6	49.9	56.8	46.7	47	52.1	61	55.1	49.4	51
	2023年08月	50.8	53.7	51.6	50.6	48.6	49	57.1	47.7	47.5	53	57.3	52.5	48.9	51.9
	2023年07月	50.3	52	51.4	46.8	46.4	47.8	55.9	47.4	46.8	51.7	53.5	50	48.7	50.7
	2023年06月	50.3	52.7	51	48.1	47.9	47.2	54.6	47	46.3	51.5	44	43.5	48.4	50.3
	2023年05月	50	51.5	50.3	48.8	48.9	48.2	54.2	47.5	50.1	50.6	38.5	39.2	48.9	50.8
中型企业	2023年09月	49.6	52.4	49.7	45.1	47.2	47.8	55.4	44.9	46.9	50.9	58.2	53.9	47.2	51.1
	2023年08月	49.6	51.6	50.3	46.1	43.7	48.7	56.3	45.7	47.6	49.7	56.3	51.8	47.5	51.4
	2023年07月	49	49.5	49.4	46.6	47.5	49	54.4	43.3	46.6	48.5	51.4	47.1	47.4	50.3
	2023年06月	48.9	50.2	48.5	45.8	46.5	48	53.1	45	47	48.4	45.2	44.6	47.9	50.6
	2023年05月	47.6	48	46.3	48.2	45.2	47.5	54.5	44.8	47.8	48.2	41.9	43.4	47.5	50.2
小型企业	2023年09月	48	49.6	47.1	46.6	45.6	46.5	53.1	42.9	45.9	47.6	57.7	50.2	46.7	50
	2023年08月	47.7	48.6	47.5	45	45.2	46.7	51.6	42.6	46.1	46.6	55.2	50.2	46.9	51.3
	2023年07月	47.4	47.4	45.8	47.4	42.8	48	54.3	44	44.9	46.5	51.6	47.2	47.9	50.2
	2023年06月	46.4	45.7	44	42.8	39.4	47.2	51.4	41.9	44.6	44.5	46.7	43.9	48.2	50.5
	2023年05月	47.9	47.9	46.9	48.5	44.1	46.6	53.4	44.9	48	46.9	44	43.9	48.7	50.4

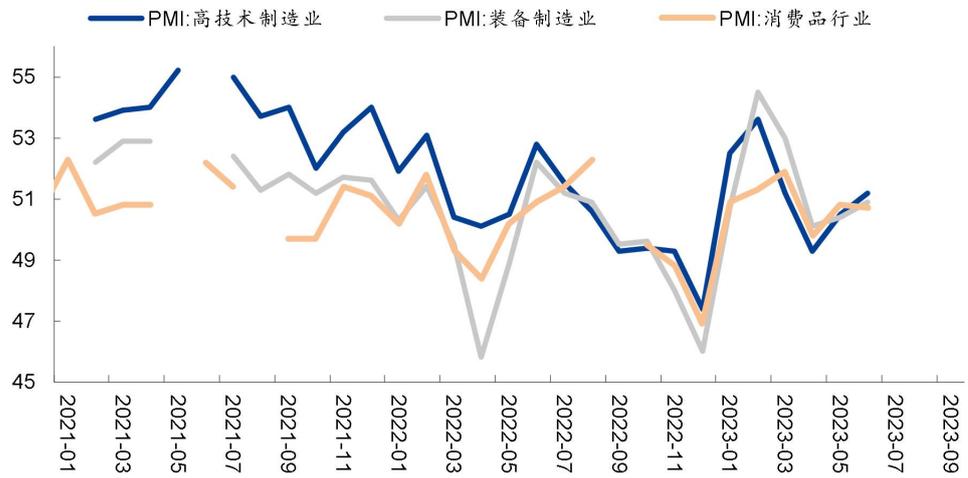
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3：9 月制造业 PMI 环比提升幅度扩大（单位：pct）



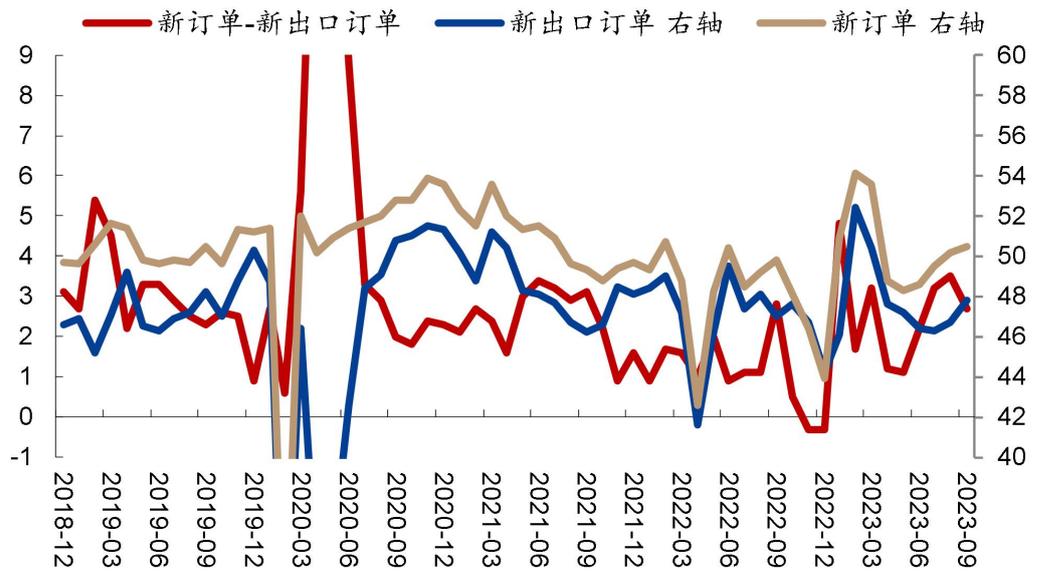
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：PMI 制造业分行业数据



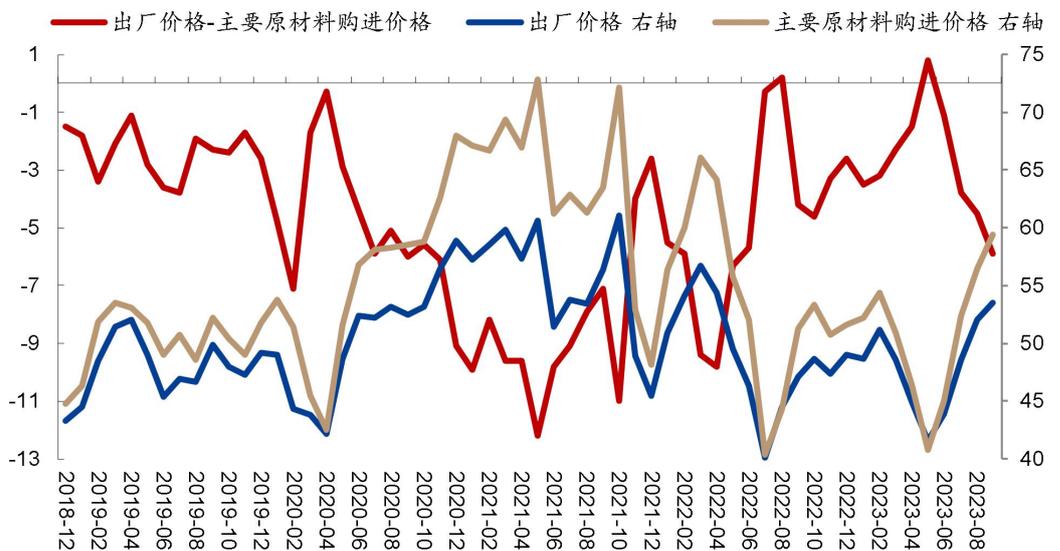
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：9 月制造业出口底部改善但仍处收缩区间



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：企业成本压力持续增加



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn