



Research and
Development Center

制造业景气重回扩张的逻辑

2023年10月7日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

制造业景气重回扩张的逻辑

2023年10月7日

摘要：9月制造业PMI重回扩张区间，工业品涨价补库带动产需改善，建筑业和服务业延续扩张势头，10月PMI有望继续扩张，但要警惕今年年底经济不会出现发力后的乏力情况

- **9月制造业PMI重回扩张区间，产需改善和配送时间缩短是主要贡献因素。**9月制造业生产指数和新订单指数均继续上升，市场需求企稳，带动生产活动更加活跃。9月生产指数较8月大幅提升0.8个百分点，新订单指数较8月上升0.3个百分点，分别录得52.7%和50.5%。尤其后者指数，在经历4-7月连续4个月的收缩后，8月重回扩张，9月能继续维持，表明近两个月制造业市场需求已逐渐企稳。9月采购量指数录得50.7%，企业采购也延续了8月的扩张势头。供应商配送时间指数比8月下降0.8个百分点，制造业配货时间也出现加快。
- **9月数据印证了我们的涨价补库带动产需回升的判断。**在8月《工业品涨价和PMI回升的逻辑》一文中我们认为制造业PMI连续回升的背后或是主要工业品涨价补库带动的产需回升，且具备持续性。9月价格端指数较8月大幅改善，9月主要原材料购进价格和出厂价格指数比8月上升2.9和1.5个百分点，分别为59.4%和53.5%。统计局指出9月“石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、有色金属冶炼及压延加工等上游行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均处于65.0%及以上高位”。同时，原材料库存指数延续了8月的降幅收窄趋势，表明制造业企业继续进行原材料补库，涨价补库带动产需回升的观点得到了印证。
- **大型企业景气加快扩张，小型企业也有改善。**9月大、中、小型企业PMI分别录得51.6%、49.6%和48.0%。其中大型企业的景气水平较8月上升0.8个百分点，中型企业和8月持平，小型企业比8月上升0.3个百分点。总体上，在经济下行压力下，中小企业的处境仍比较艰难。大型企业在技术、资金等方面的竞争优势是中小型企业所缺少的，企业的竞争压力比此前更大。我们认为，后续还需经济进一步恢复，利好民营企业发展的政策进一步落地见效，中小企业的景气水平才有望重回扩张。
- **10月制造业PMI有望延续扩张。**8、9两个月的PMI数据连续向好，制造业产需连续改善，原材料继续补库，工业品价格继续回升，加之政策不断加码，我们认为后续制造业景气水平能延续9月扩张势头。关键是年底经济的表现，是增长乏力还是企稳向好，我们认为还要看后续的政策力度和效果。尤其地产刺激政策会不会继续加码，财政政策是否还有重磅政策工具出台等。9月初财政部表示，对后续财政工作的重心可能会放在化解地方债务上，这属于防风险的范畴，所以要警惕今年年底经济不会出现发力后的乏力情况

风险因素：地产刺激政策力度不及预期，财政缺乏有力的政策工具

目录

一、产需均改善，原材料继续补库	3
二、建筑业和服务业加快扩张	5
三、10月制造业 PMI 有望延续扩张	6
风险因素	7

图目录

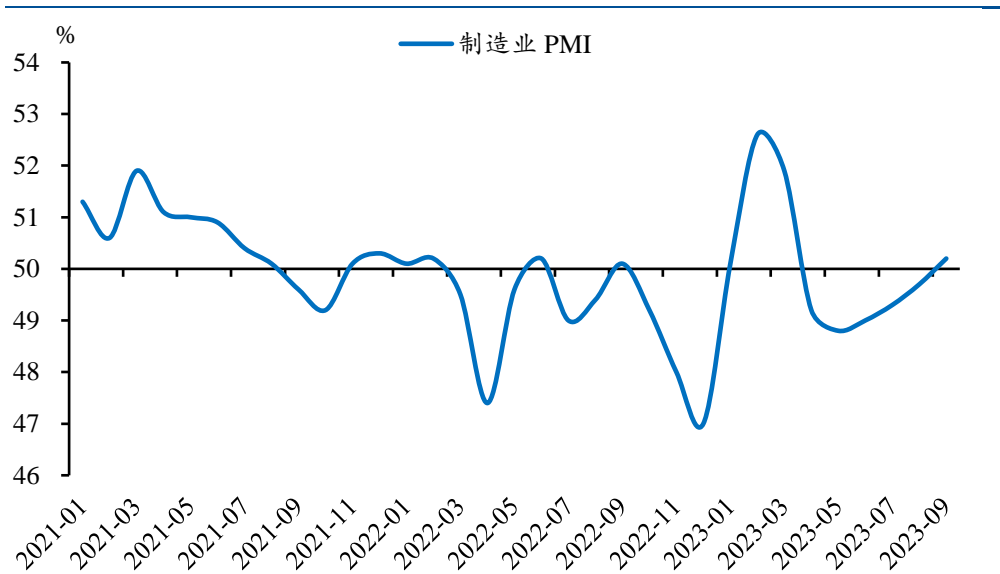
图 1：9 月制造业 PMI 重回扩张区间	3
图 2：产需和配送时间的改善带动了 9 月制造业 PMI 的提升	3
图 3：工业品价格在 6 月触底后企稳回升	4
图 4：原材料库存指数在 6 月触底后企稳回升	4
图 5：大型企业的经济动能较为领先	5
图 6：新增专项债 8 月提速发行	6
图 7：建筑业和服务业景气均延续扩张势头	6

9月30号国家统计局发布的9月金融数据显示：9月制造业PMI录得50.2%，较前值上升0.5个百分点，为4月份以来重回扩张区间，好于市场预期0.1个百分点；非制造业商务活动指数录得51.7%，较前值上升0.7个百分点，略高于市场预期；综合PMI录得52.0%，也较前值上升0.7个百分点。三大指数均处扩张区间，尤其制造业景气面表现突出。

一、产需均改善，原材料继续补库

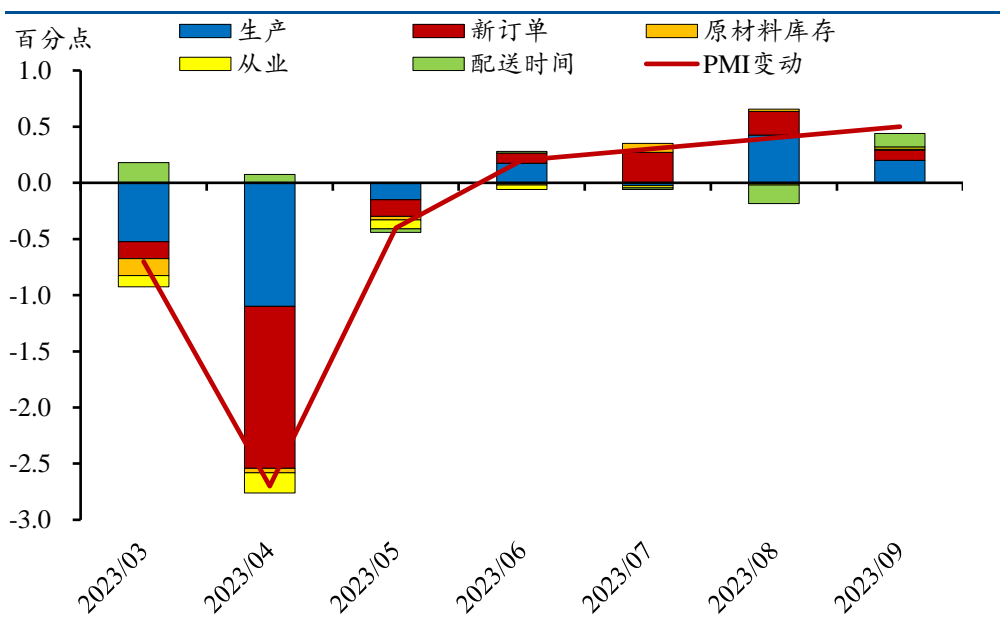
9月制造业生产指数和新订单指数均上升，市场需求企稳，带动生产活动更加活跃。9月生产指数较8月大幅提升0.8个百分点，新订单指数较8月上升0.3个百分点，分别录得52.7%和50.5%。尤其后者指数，在经历4-7月连续4个月的收缩后，8月重回扩张，9月能继续维持，表明近两个月制造业市场需求已逐渐企稳。9月采购量指数录得50.7%，企业采购也延续了8月的扩张势头。

图1：9月制造业PMI重回扩张区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

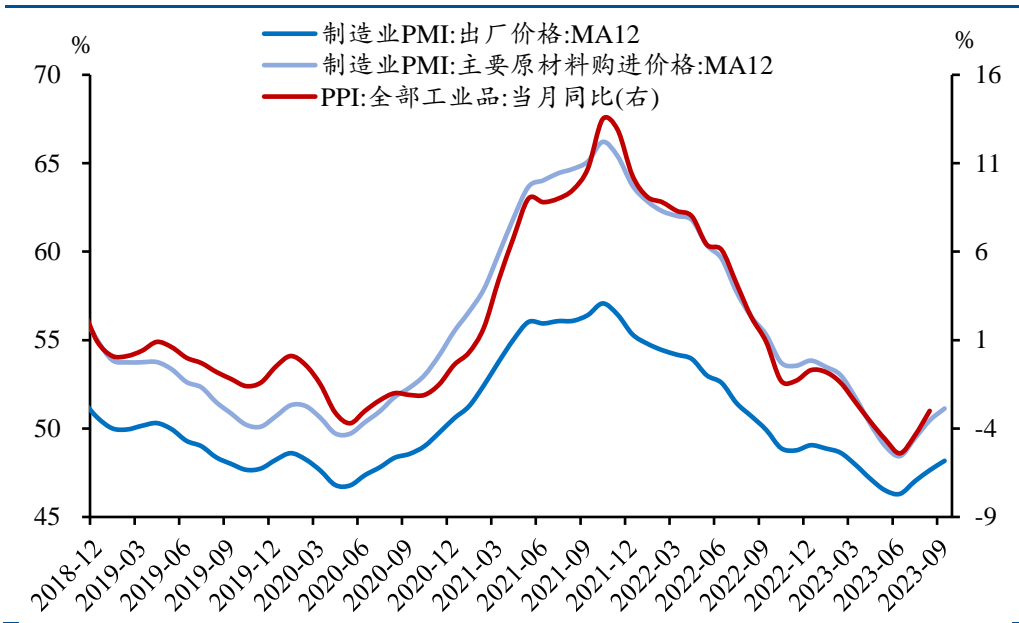
图2：产需和配送时间的改善带动了9月制造业PMI的提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

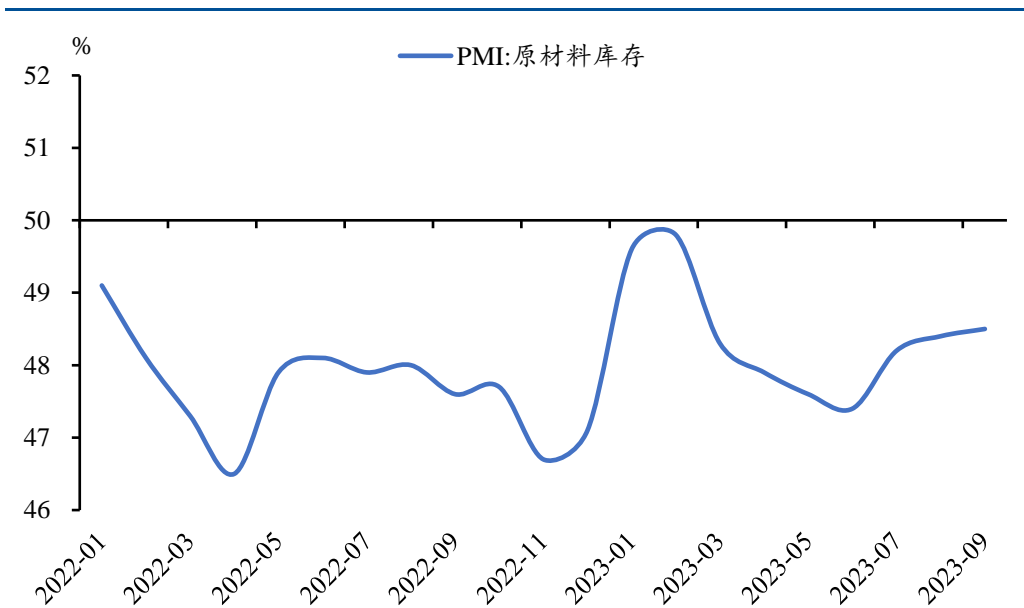
9月数据印证了工业品涨价补库带动产需改善的可持续性。在8月PMI点评《工业品涨价和PMI回升的逻辑》一文中我们认为制造业PMI连续回升的背后或是主要工业品涨价补库带动的产需回升，且具备持续性。9月价格端指数较8月大幅改善，9月主要原材料购进价格和出厂价格指数比8月上升2.9和1.5个百分点，分别为59.4%和53.5%，出厂价格继8月企稳回升。统计局指出9月“石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、有色金属冶炼及压延加工等上游行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均处于65.0%及以上高位”。同时，原材料库存指数延续了8月的降幅收窄趋势，表明制造业企业继续进行原材料补库。综上，涨价补库均延续，涨价补库带动产需回升的观点得到了印证。

图3：工业品价格在6月触底后企稳回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

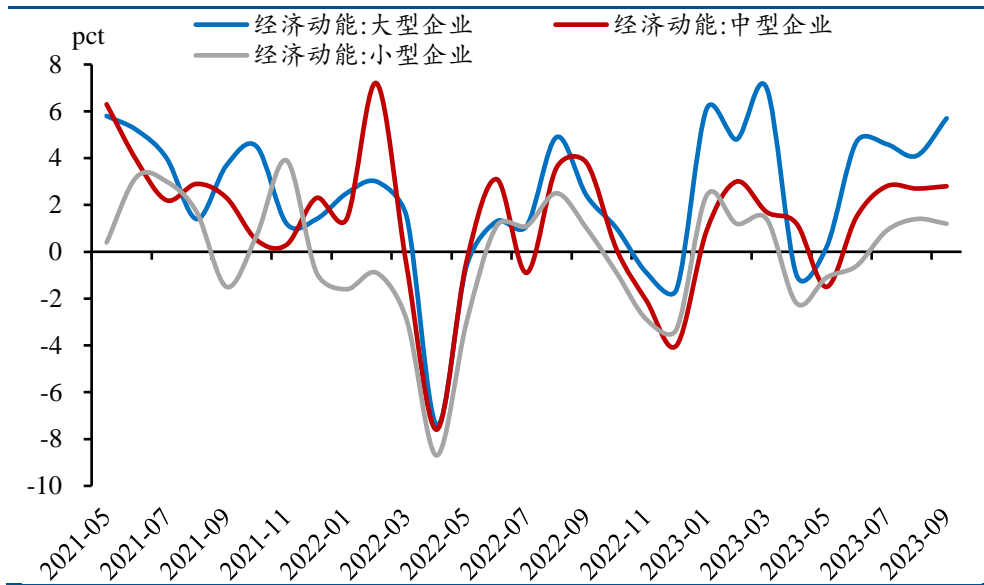
图4：原材料库存指数在6月触底后企稳回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

大型企业景气加快扩张，小型企业也有所改善。9月大、中、小型企业PMI分别录得51.6%、49.6%和48.0%。其中大型企业的景气水平较8月上升0.8个百分点，中型企业和8月持平，小型企业比8月上升0.3个百分点。总体上，在经济下行压力下，中小企业的处境仍比较艰难。大型企业在技术、资金等方面的竞争优势是中小型企业短期内难以赶上的。后续还需经济进一步恢复，助力民营企业发展的政策进一步落地见效，中小企业的景气水平才有望重回扩张。

图5：大型企业的经济动能较为领先



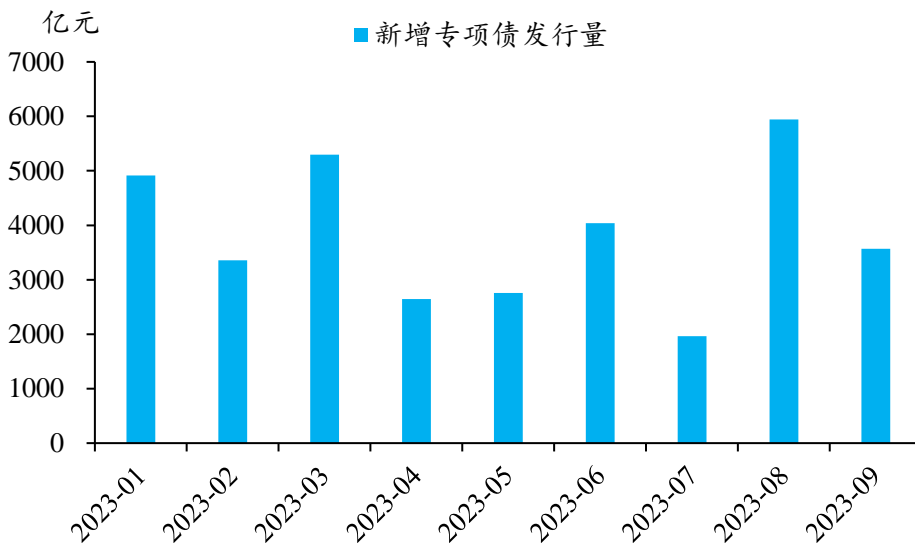
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、建筑业和服务业加快扩张

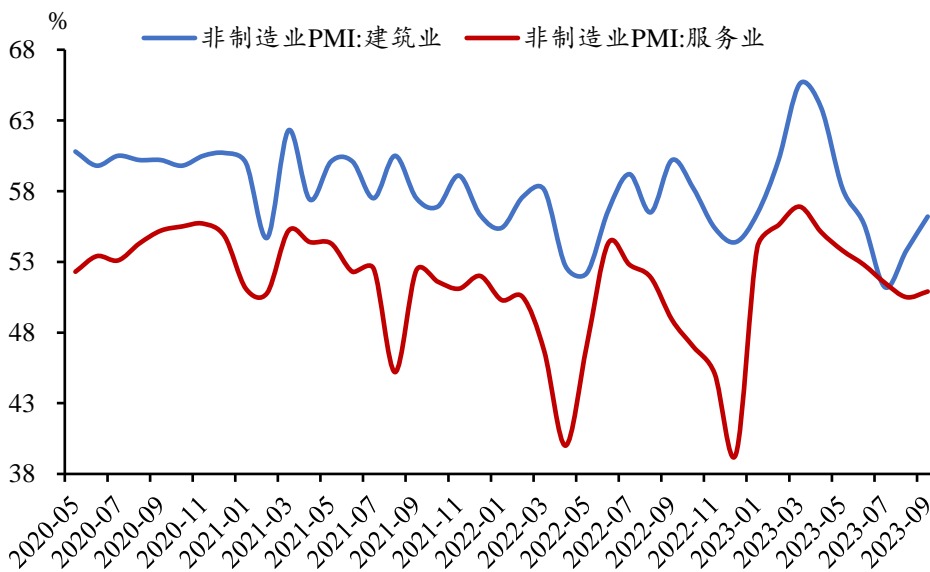
8月地方专项债发行提速，9月建筑业PMI录得56.2%，比8月提升了2.4个百分点。8月地方专项债发行5945.77亿元，较7月增加约4000亿元，有效支持了9月基建旺季的施工，9月建筑业新订单指数录得50%，5月以来首次停止收缩。1-9月新增专项债已发行34486.5亿元，剔除用于支持中小银行资本金的专项债约1523亿元，已基本发行完90%，距离全年限额还差约4000亿没发。在此背景下，我们认为后续建筑业仍能维持在较高景气水平。

服务业延续扩张势头，9月服务业PMI录得50.9%，较8月上升0.4个百分点。今年4月以来，服务业扩张势头逐月放缓，到9月才触底回升，我们推测和各类促消费、扩内需的政策累积生效有关。经文旅部测算，中秋节、国庆节假期8天，国内旅游出游人数8.26亿人次，按可比口径同比增长71.3%，按可比口径较2019年增长4.1%；实现国内旅游收入7534.3亿元，按可比口径同比增长129.5%，按可比口径较2019年增长1.5%。我们认为，市场信心的提振或能支持后续服务业景气的持续扩张。

拉长时间看，相较制造业，我国服务业的潜力和韧性要明显更强。我们认为，公众的消费潜力长期内可能是被压抑的，一旦出现“阀门”，即出现引导消费动能释放的长假日、好产品等，压抑许久的消费动能就会被释放。而我国制造业受制于西方国家的各类打压加上新兴市场国家的竞争加剧，未来的发展处境相较从前或会变得更艰难。

图 6：新增专项债 8 月提速发行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：建筑业和服务业景气均延续扩张势头


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、10 月制造业 PMI 有望延续扩张

8、9 两个月的 PMI 数据连续向好，制造业供需连续改善，原材料继续补库，工业品价格继续回升，加之政策不断加码，我们认为后续制造业景气水平能延续 9 月扩张势头。不确定性较大的是年底经济的表现，是增长乏力还是企稳向好，我们认为还要看后续的政策力度和效果，比如地产刺激政策会不会继续加码，财政政策是否还有重磅政策工具出台等。根据 9 月初财政部对后续财政工作的重点安排，四季度可能财政重心放在化解地方债务上，这属于防风险的范畴，所以要警惕今年年底经济会不会出现发力后的乏力情况。

风险因素

地产刺激政策力度不及预期，财政缺乏有力的政策工具

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究地方债和财政政策。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 : 沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准 20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。