

# 2023年9月PMI点评

## 宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组

联系人：袁征宇（执业 S1130123020066）

yuanzhengyu@gjzq.com.cn

## 增长动能回升

### 事件：

9月30日，国家统计局公布9月PMI指数，制造业PMI为50.2，前值49.7；非制造业PMI为51.7，前值51。

### 制造业PMI重返扩张区间，需求修复有所分化

制造业PMI重返扩张区间，生产端的贡献较大。9月，制造业PMI录得50.2%、较上月回升0.5个百分点，多数指标均有所改善。其中，生产指数改善对当月PMI贡献0.2个百分点、配送和新订单指数分别贡献0.1个百分点。值得关注的是，从业人员指数结束6个月的下行、小幅回升0.1个百分点至48.1%，或指向就业压力有所缓解。

外需修复快于内需，产成品库存延续去化。9月，外需修复进一步加快，新出口订单回升1.1个百分点至47.8%、接近近年均值水平（48%）。分上下游看，终端需求仍需巩固，在手订单和产成品库存指数连续两月回落、分别录得45.3%和46.7%；上游需求修复更强，生产改善带动原材料库存回升0.2个百分点至48.5%。

需求改善持续推动上游价格回暖，终端价格连续2个月处于扩张区间。9月，主要原材料购进价格指数回升2.9个百分点至59.4%、或指向PPI环比转正，出厂价格指数连续4个月改善，当月回升1.5个百分点至53.5%，或指向工业企业利润加快修复。近期高频数据也有所印证，9月南华金属和南华工业品指数的持续上行，均处于年内高位。

大型企业产需延续扩张，中小企业需求收缩。9月，大型企业PMI回升0.8个百分点至51.6%，生产和新订单指数分别录得54.4%和52.7%。中型企业PMI持平于上月，其中新订单指数回落0.6个百分点至49.7%、再度跌入收缩区间；小型企业PMI小幅回升至48%、其中新订单指数回落0.4个百分点至47.1%。

### 房屋施工链景气回升，服务业扩张动能仍不强

非制造业PMI止跌回升，建筑业景气延续转好。9月，非制造业PMI录得51.7%、结束连续5个月的景气下行，建筑PMI较上月回升2.4个百分点至56.2%。其中，建筑业新订单指数回升1.5个百分点至50%、再度站上荣枯线，或与地产销售阶段性回暖有关。高频数据显示，二线城市新房销售有所改善、全国二手房成交面积明显回升。

服务业需求仍较低迷，扩张动能有待改善。9月，服务业新订单指数持平上月、录得47.4%，从业人员指数小幅回落0.3个百分点至46.9%。与此同时，服务业业务活动预期止跌回升，较上月回升0.3个百分点至58.1%、或主要缘于双节长假带来的阶段性信心提振。往后看，生活性服务业的扩张动能或进一步减弱、而生产性服务业的支撑或具韧性。重申观点：9月制造业PMI重返扩张区间、服务业PMI止跌回升，经济企稳向上的信号更加明确。其中，生产扩张进一步加快、就业压力小幅缓解，但需求修复有所分化、服务业扩张动能仍不强。往后看，伴随稳增长落地效果持续显现、地产政策“组合拳”阶段性见效，经济有望加快修复、内生动能不断增强。

### 风险提示

政策落地效果不及预期，经济复苏不及预期。

## 内容目录

1、制造业 PMI 重返扩张区间，需求修复有所分化.....	3
2、房屋施工链景气回升，服务业扩张动能仍不强.....	5
风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1： 9 月，制造业 PMI 重返扩张区间.....	3
图表 2： 9 月，生产指数对 PMI 贡献较大.....	3
图表 3： 9 月，外需景气度加快回升.....	3
图表 4： 9 月，采购量指数延续回升.....	3
图表 5： 9 月，在手订单和产成品库存延续回落.....	4
图表 6： 9 月，原材料库存延续回升.....	4
图表 7： 9 月，原材料购进价格指数延续回升.....	4
图表 8： 9 月，工业品价格继续攀升.....	4
图表 9： 9 月，大中小企业景气指数延续回升.....	5
图表 10： 9 月，中小企业新订单指数有所回落.....	5
图表 11： 9 月，非制造业 PMI 小幅回升.....	5
图表 12： 9 月，服务业 PMI 止跌回升.....	5
图表 13： 9 月，建筑业新订单指数站上荣枯线.....	6
图表 14： 9 月，二线城市商品房改善更为明显.....	6
图表 15： 9 月，二手房成交面积明显改善.....	6
图表 16： 9 月，沥青开工率高位回落.....	6
图表 17： 9 月，服务业新订单指数持平上月.....	6
图表 18： 9 月，服务业业务活动预期止跌回升.....	6

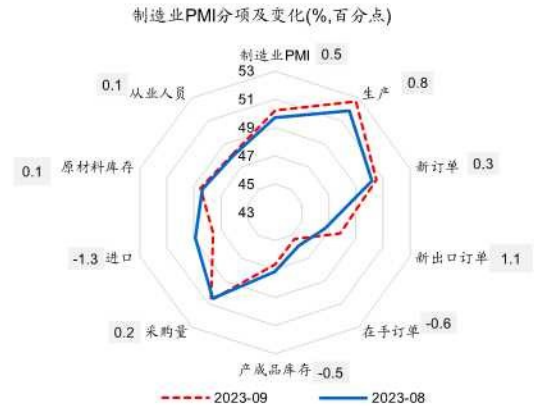
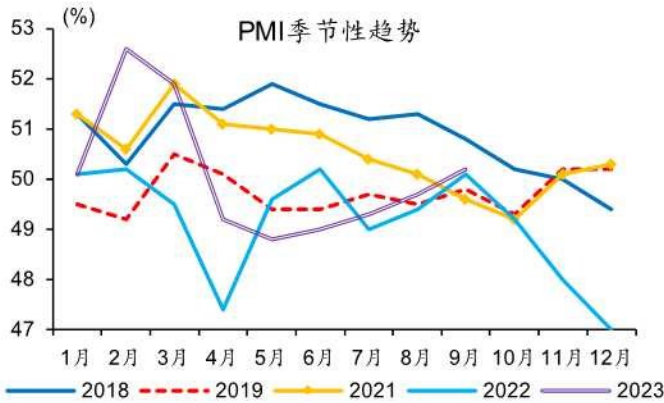
9月30日，国家统计局公布9月PMI指数，制造业PMI为50.2，前值49.7；非制造业PMI为51.7，前值51。

## 1、制造业PMI重返扩张区间，需求修复有所分化

制造业PMI重返扩张区间，生产端的贡献较大。9月，制造业PMI录得50.2%、较上月回升0.5个百分点，多数指标均有所改善。其中，生产指数改善对当月PMI贡献0.2个百分点、配送和新订单指数分别贡献0.1个百分点。值得关注的是，从业人员指数结束6个月的下行、小幅回升0.1个百分点至48.1%，或指向就业压力有所缓解。

图表1：9月，制造业PMI重返扩张区间

图表2：9月，生产指数对PMI贡献较大



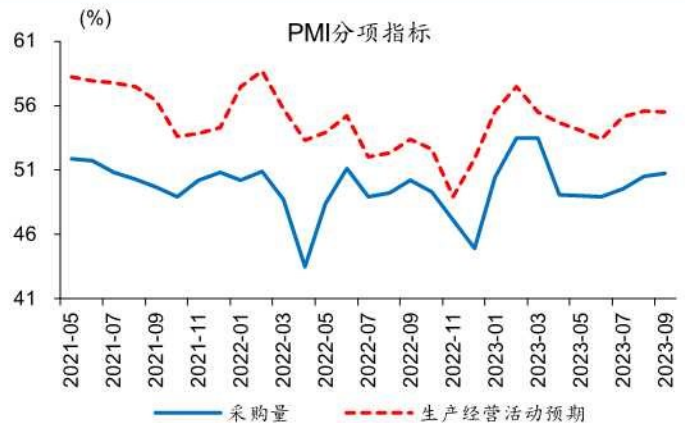
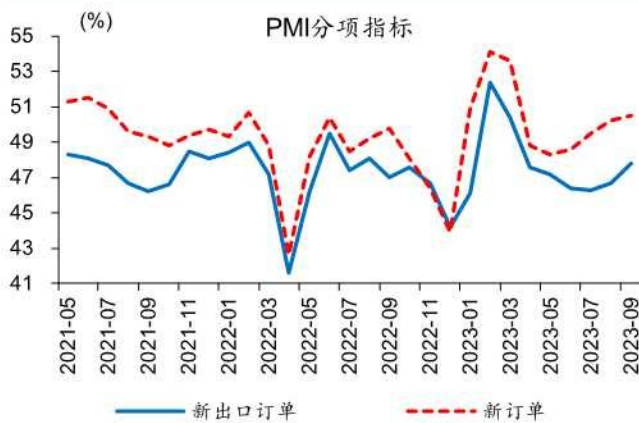
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

外需修复快于内需，产成品库存延续去化。9月，外需修复进一步加快，新订单指数小幅回升0.3个百分点，而新出口订单回升1.1个百分点至47.8%、接近近年均值水平(48%)。上下游看，终端需求仍需巩固，在手订单和产成品库存指数连续两月回落、分别录得45.3%和46.7%；上游需求修复更强，生产改善带动原材料库存回升0.2个百分点至48.5%。

图表3：9月，外需景气度加快回升

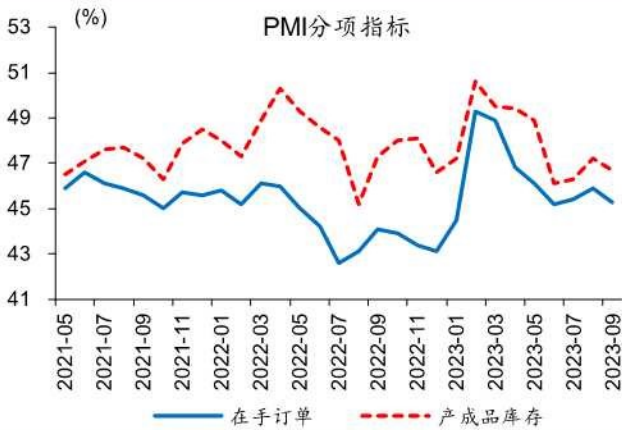
图表4：9月，采购量指数延续回升



来源：Wind、国金证券研究所

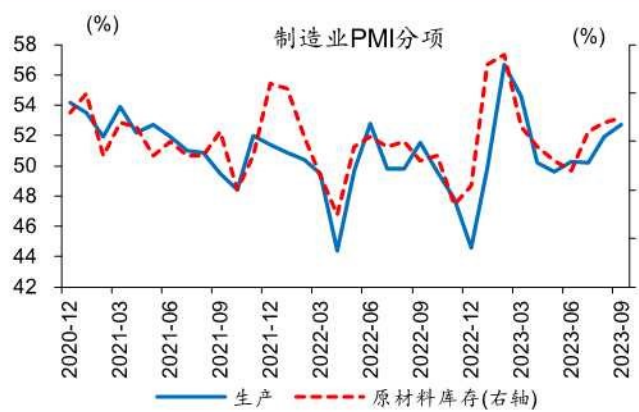
来源：Wind、国金证券研究所

图表5: 9月, 在手订单和产成品库存延续回落



来源: Wind、国金证券研究所

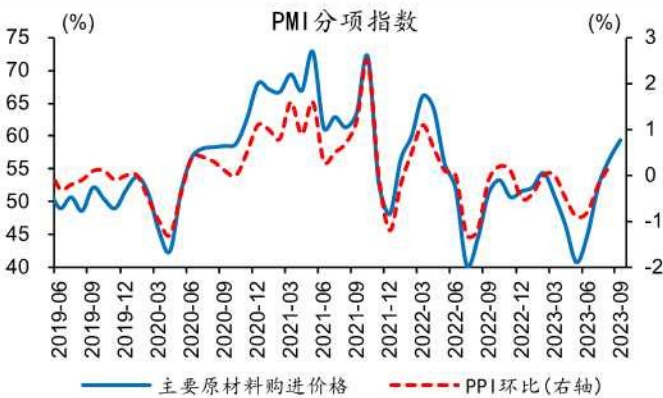
图表6: 9月, 原材料库存延续回升



来源: Wind、国金证券研究所

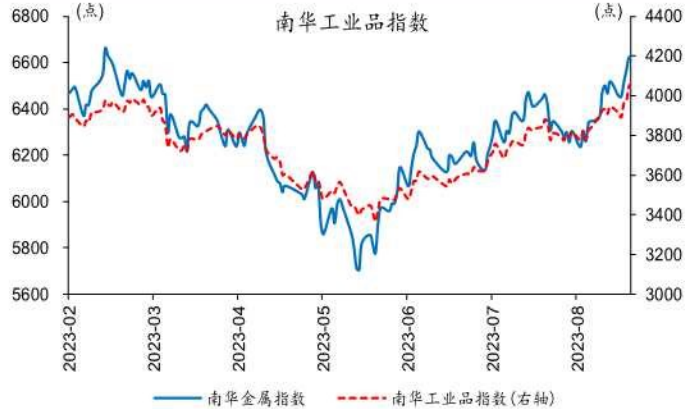
需求改善持续推动上游价格回暖, 终端价格连续2个月处于扩张区间。9月, 主要原材料购进价格指数回升2.9个百分点至59.4%、或指向PPI环比转正, 出厂价格指数连续4个月改善, 当月回升1.5个百分点至53.5%、或指向工业企业利润加快修复。近期高频数据也有所印证, 9月南华金属和南华工业品指数的持续上行, 均处于年内高位。

图表7: 9月, 原材料购进价格指数延续回升



来源: Wind、国金证券研究所

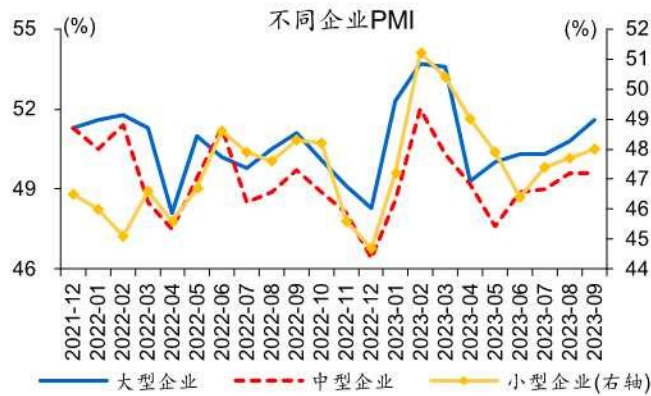
图表8: 9月, 工业品价格继续攀升



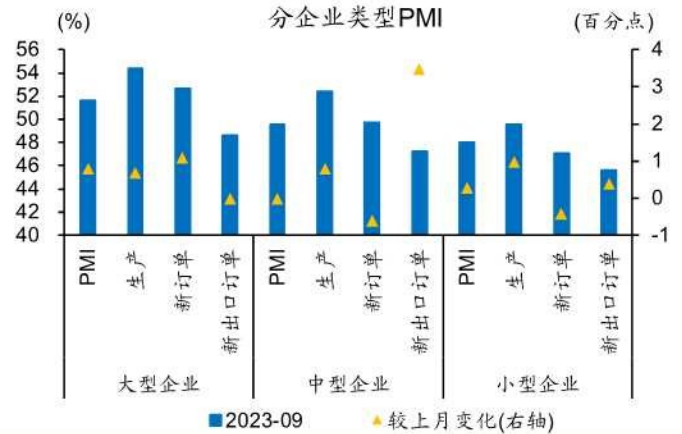
来源: Wind、国金证券研究所

大型企业产需延续扩张, 中小企业需求收缩。9月, 大型企业PMI回升0.8个百分点至51.6%, 生产和新订单指数分别录得54.4%和52.7%。中型企业PMI持平于上月, 其中新订单指数回落0.6个百分点至49.7%、再度跌入收缩区间; 小型企业PMI小幅回升至48%、其中新订单指数回落0.4个百分点至47.1%。与此同时, 外需对中小企业的拖累进一步减弱, 新订单指数分别回升3.5、0.4个百分点至47.2%、45.6%。

图表9: 9月, 大中小企业景气指数延续回升



图表10: 9月, 中小企业新订单指数有所回落



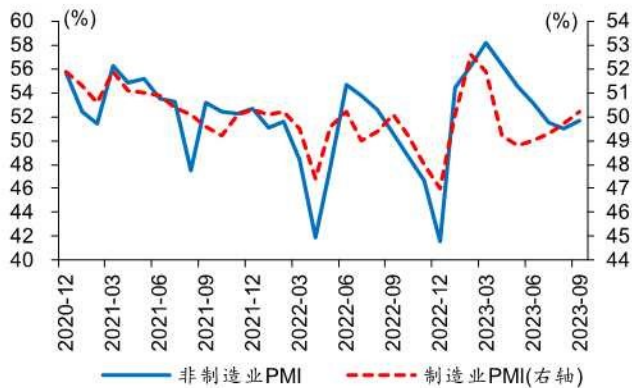
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

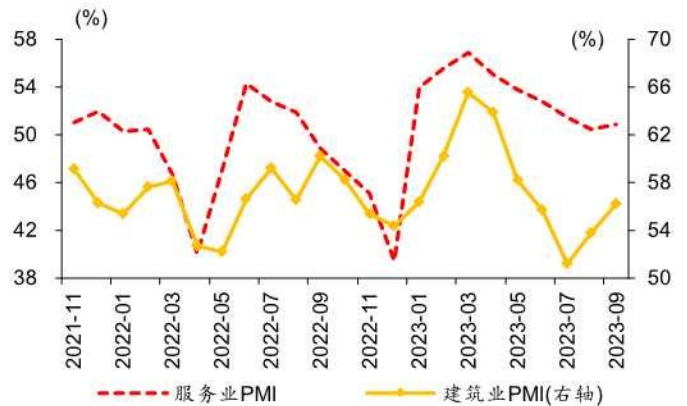
## 2、房屋施工链景气回升, 服务业扩张动能仍不强

建筑业景气延续转好, 服务业止跌回升。9月, 非制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至 51.7%、结束连续 5 个月的景气下行。其中, 建筑 PMI 较上月回升 2.4 个百分点至 56.2%; 服务业 PMI 回升 0.4 个百分点至 50.9%。分行业看, 水上运输、邮政、电信广播及卫星传输、互联网软件及信息技术、货币金融等位于 55% 以上较高景气区间。

图表11: 9月, 非制造业 PMI 小幅回升



图表12: 9月, 服务业 PMI 止跌回升

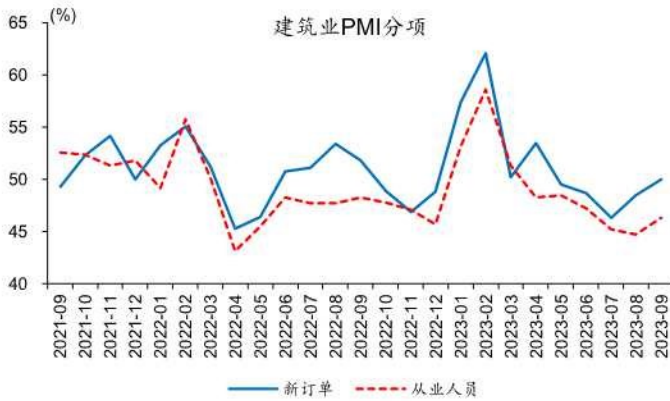


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

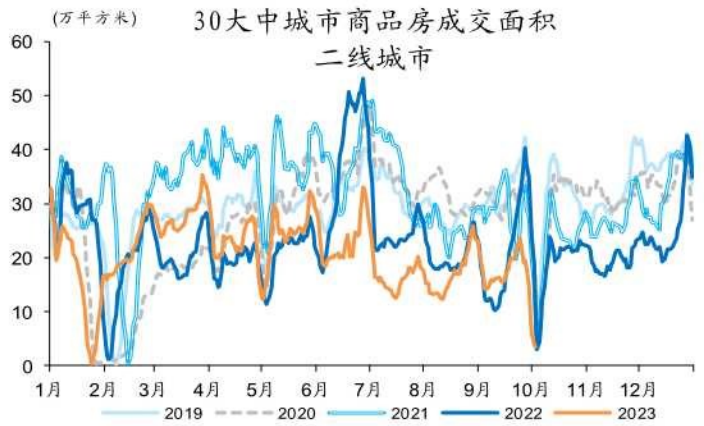
地产政策“组合拳”落地, 房屋施工链有所改善。9月, 建筑业新订单指数回升 1.5 个百分点至 50%、再度站上荣枯线, 或与地产销售阶段性回暖有关。高频数据显示, 一揽子地产政策出台后, 二线城市新房销售有所改善、全国二手房成交面积明显回升; 沥青开工率虽高位回落, 但 9 月平均来看开工水平并不低, 后续仍需密切跟踪。与此同时, 建筑业业务预期进一步回升 1.5 个百分点至 61.8%, 往后看生产施工对经济支撑有望逐步增强。

图表13: 9月, 建筑业新订单指数站上荣枯线



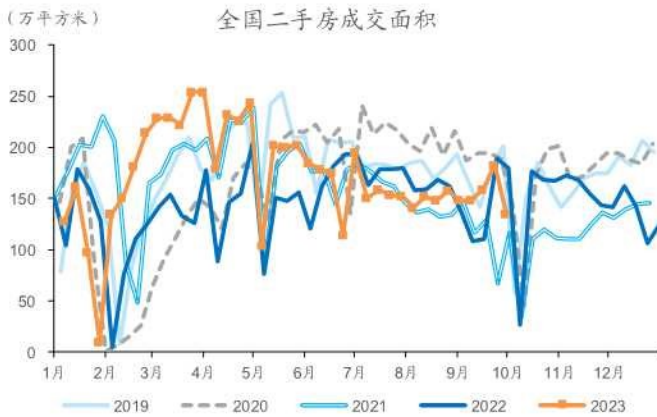
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 9月, 二线城市商品房改善更为明显



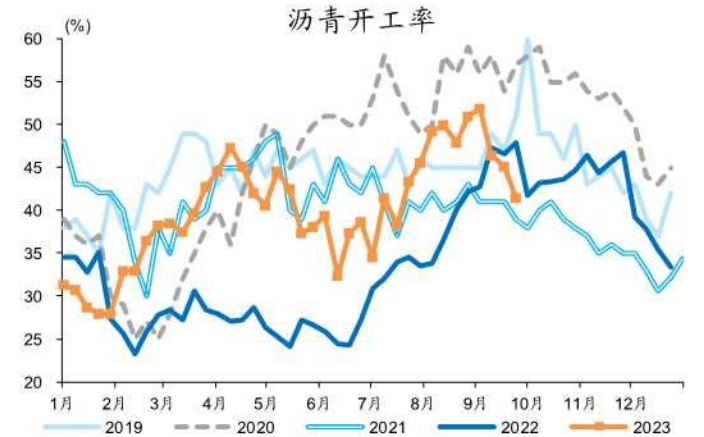
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 9月, 二手房成交面积明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

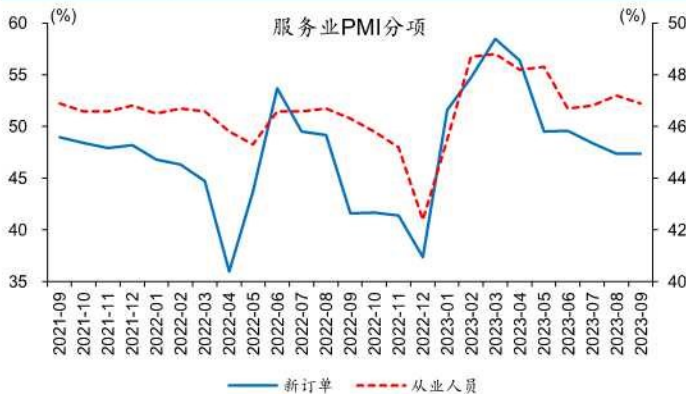
图表16: 9月, 沥青开工率高位回落



来源: Wind、国金证券研究所

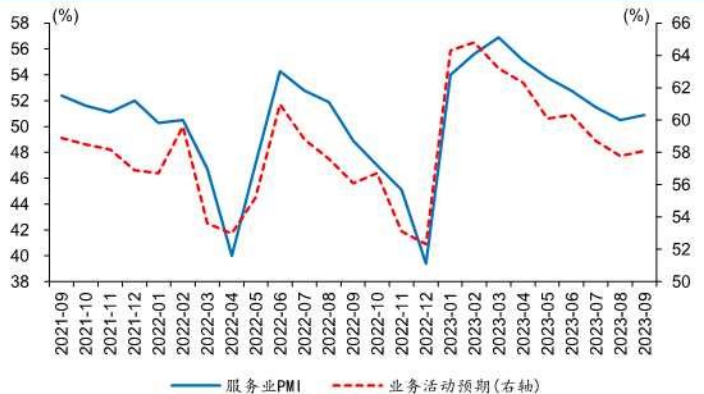
服务业需求仍较低迷, 扩张动能有待改善。9月, 服务业新订单指数持平上月、录得 47.4%, 从业人员指数小幅回落 0.3 个百分点至 46.9%。与此同时, 服务业业务活动预期止跌回升, 较上月回升 0.3 个百分点至 58.1%、或主要缘于双节长假带来的阶段性信心提振。往后看, 生活性服务业的扩张动能或进一步减弱、而生产性服务业的支撑或具韧性。

图表17: 9月, 服务业新订单指数持平上月



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 9月, 服务业业务活动预期止跌回升



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点：9月制造业 PMI 重返扩张区间、服务业 PMI 止跌回升，经济企稳向上的信号更加明确。其中，生产扩张进一步加快、就业压力小幅缓解，但需求修复有所分化、服务业扩张动能仍不强。往后看，伴随稳增长落地效果持续显现、地产政策“组合拳”阶段性见效，经济有望加快修复、内生动能不断增强。

## 风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402