

官方 PMI 指数全面升至扩张区间，宏观经济扩张势头加快

—— 2023 年 9 月 PMI 数据点评

王青 闫骏 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2023 年 9 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，高于上月的 49.7%；9 月，非制造业商务活动指数为 51.7%，高于上月的 51.0%。

9 月 PMI 数据要点解读如下：

9 月制造业 PMI 指数连续第四个月反弹，时隔五个月后重新站上荣枯平衡线。背后的主要原因是 7 月 24 日中央政治局会议明确“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需”后，包括央行降息降准、专项债发行提速、房地产行业系列支持政策及其它促消费稳投资措施陆续出台，带动制造业供需两端持续回升，制造业景气水平明显改善。另外，此前该指数连续五个月处于收缩区间，环比基数低，也是推动 9 月制造业 PMI 指数回升至扩张区间的一个原因。

高频数据显示，9 月钢铁、汽车、化工等行业开工率升多降少，背后是需求拉动及库存回补；另外，当月石油沥青装置开工率等基建投资相关指标环比走强，是逆周期调节力度显著加大的清晰信号。加之当月极端天气影响全面消退，9 月制造业 PMI 指数中的生产指数升至 52.7%，较上月上升 0.8 个百分点，是带动当月制造业 PMI 指数升至扩张区间的主要力量。

9 月地铁客运量高企，汽车销售走强，居民消费持续修复，伴随“金九银十”季节到来，房地产销售也在好转，叠加近期基建投资活动较为活跃，当月制造业 PMI 新订单指数上升 0.3 个百分点，达到 50.5%，连续两个月处在扩张区间。不过，9 月生产指数继续明显高于新订单指数，且差距进一步扩大，预示市场仍存在需求相对不足现象，也意味着物价短期内仍缺乏较快上涨动力。这是未来一段时间 PPI 将持续处于通缩状态、CPI 将继续处于低增长区间的一个重要原因。

除生产指数、新订单指数外，9 月构成制造业 PMI 指数的其他三个分项也有不同程度改善。当前经济修复动能转强，9 月从业人员指数为 48.1%，较上月回升 0.1 个百分点，但仍略低于历史平均水平。9 月原材料库存指数升至 48.5%，较上月上升 0.1 个百分点，明显高于历史平均水平，显示经济预期向好，企业去库存状况缓解。9 月供货商配送时间指数为 50.8%，较上月大幅回落 0.8 个百分点，也在释放经济增长动能改善的信号——供货商配送时间是一个反向指标，越低表明物流配送量越多，相应

的物流配送时间越长，也就代表经济景气度越高。

其他市场比较关注的分项指数方面，9月制造业PMI中的两个价格指数继续在较高扩张水平基础上大幅回升。其中出厂价格指数连续两个月处于扩张区间，显示在需求拉动及成本上升带动下，近期工业品出厂价格环比上升较快，也从价格角度折射出当前经济修复动能确实在改善。近期稳增长政策频出，带动国际原油、煤炭、有色金属等大宗商品价格上扬，9月这些商品的同比跌幅都有不同程度收窄。我们预计，9月PPI同比降幅有可能从上月的-3.0%收窄到-2.7%左右，进一步确认6月就是本轮PPI通缩的谷底。

受外贸商为欧美消费旺季备货带动，9月新出口订单指数较上月回升1.1个百分点至47.8%，但仍处于偏低水平，显示当前出口仍面临考验。我们判断短期内出口增速大概率会延续同比下滑态势，不过下滑幅度会收窄。另外，9月小型企业PMI指数回升0.3个百分点至48.0%，继续处于偏低水平。值得注意的是，9月小型企业的新订单指数为47.1%，较上月不升反降，表明小型企业市场需求偏弱。这源于当前经济回升主要受基建投资等逆周期调节政策发力推动，而居民消费总体疲弱。由于小型企业是吸纳城镇就业的主力军，未来一段时间稳增长政策将进一步向提振居民消费、定向支持小微企业倾斜。

9月服务业PMI指数为50.9%，高于上月0.4个百分点，显示作为本轮经济修复的主要拉动力量，当月服务业景气水平也在回升。从细分行业看，随着暑期结束，住宿、餐饮、交通运输和景区服务等行业商务活动指数都较上月有所下降，属于正常的季节性波动。不过，在经济修复势头转强带动下，9月批发业商务活动指数升至53.0%以上，环比升幅近2个百分点；另外，8月以来银行信贷投放明显加速，9月这一势头延续，带动当月银行业商务活动指数环比上升，且指数水平在60.0%左右，也是拉动服务业PMI回升的重要因素。展望未来，随着中秋、国庆“双节”消费旺季到来，10月住宿、餐饮、交通运输和景区服务等行业商务活动指数将再度上行，服务业PMI还有上升空间。

9月建筑业商务活动指数为56.2%，较上月上升2.4个百分点，主要原因有两个：一是极端天气对建筑施工的影响全面消退后，建筑业活动加快；二是稳增长政策发力，基建投资和制造业投资活跃度上升，抵消了房地产投资下滑带来的影响，带动整体建筑业商务活动指数走高。值得一提的是，建筑业新订单指数在连续四个月处于收缩区间后，9月升至50%，表明后期建筑业高景气水平会持续。

整体上看，9月制造业PMI升至扩张区间，非制造业PMI也在上扬，综合PMI产出指数比上个月回升0.7个百分点，达到52.0%，显示经济复苏势头连续两个月全面走强，表明在经历二季度经济复苏动能阶段性转弱后，三季度经济运行回稳向上。

考虑到稳增长政策效应会进一步显现，我们预计 10 月制造业 PMI 指数将升至 50.6%，并有望在年底前延续扩张态势——历史规律也显示，制造业 PMI 指数运行具有较强惯性，即一旦升至扩张区间，往往会持续下去。

后期影响制造业 PMI 指数走势的主要因素有三个：首先是在国际经济贸易投资下行趋势下，四季度外需的放缓程度。我们判断年底前出口同比增速转正难度较大，但受上年同期基数变化影响，净出口对国内经济增长的拖累程度会有所减弱。其次是房地产支持政策持续发力前景下，“金九银十”之后楼市能否持续回暖。我们判断后期稳楼市措施还会进一步加码，将主要集中在进一步放松限购、引导新发放居民房贷利率较快下行等方面，楼市有望延续企稳回暖势头。最后，四季度是否会有新的稳增长增量措施出台。我们判断可能性比较大的有两项：一是四季度将灵活运用专项债限额空间，加发 3000 亿元左右专项债，二是有望增加政策性开发性金融工具额度 3000 至 6000 亿元，支持基建投资。由此，尽管 9 月制造业 PMI 指数重返扩张区间，但从进一步提升经济增长动能，切实稳定就业大局等角度出发，当前还不是稳增长政策力度放缓的时候。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。