

### 核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号：S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152692

崔紫涵  
研究助理  
cuizihan@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152670

#### 相关研究

- 8月物价数据点评：CPI和PPI底部或已确认
- 8月PMI数据点评：经济延续弱修复，股市或有支撑
- 8月外贸数据点评：总量有好转，结构趋均衡

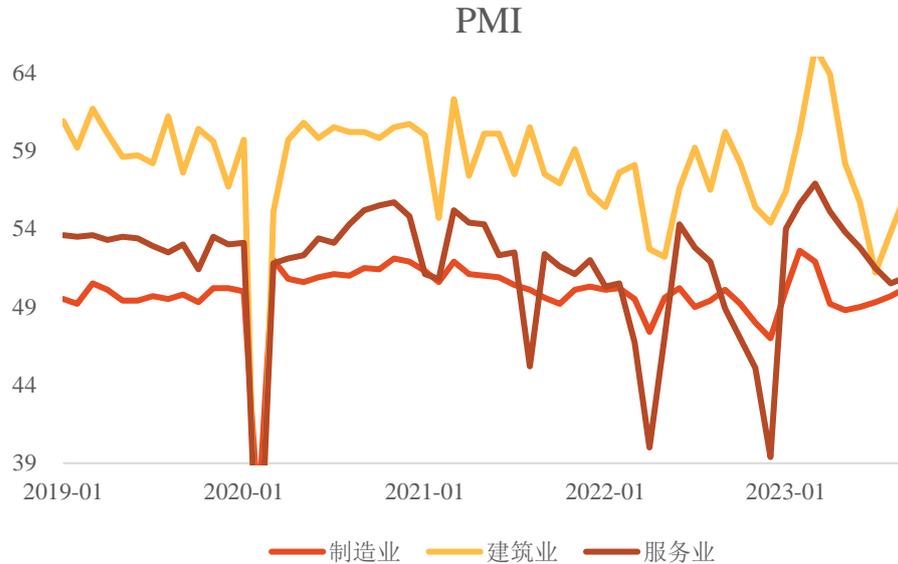
- **制造业 PMI 重回扩张区间。**9月制造业 PMI、服务业 PMI、建筑业 PMI 分别录得 50.2%、50.9%和 56.2%，较前值分别上升 0.5、0.4 和 2.4 个百分点。9月制造业 PMI 延续反弹，重回扩张区间，且反弹幅度略超市场预期（预期值 50%），其中生产和新出口订单是主要拉动。
- **服务业边际好转，短期内仍有支撑。**9月服务业 PMI 小幅反弹，结束了4月以来的连续下跌趋势。9月暑运进入淡季，但服务业 PMI 仍有小幅反弹，运输、信息技术、金融等可能是主要拉动项。9月服务业活动预期指数小幅回升 0.3 个百分点至 58.1%，考虑到10月双节的旅游热度，预计服务业短期内仍有支撑。
- **建筑业持续大幅反弹，后续动能可能由基建切换至地产。**9月建筑业 PMI 大幅反弹，随着高温多雨天气影响逐渐消退，建筑业生产施工加快。9月专项债发行进度有所放缓，基建对建筑业的拉动可能后劲不足。从高频数据来看，纯碱开工率9月有明显提升，可能反映出地产端的边际修复，地产业或许能成为后续建筑业的主要拉动项，9月建筑业活动预期指数大幅反弹 1.5 个百分点至 61.8%。
- **多数指标走强，但结构上仍有隐忧：**1) 产需均走强，但整体生产仍明显强于需求。内需修复程度整体仍然偏弱的背景下，生产端强势的持续性有待进一步观察，9月生产经营活动预期指数 PMI 小幅回落 0.1 个百分点至 55.5%；2) 外需好于内需。新出口订单较国内订单的反弹幅度更为显著；3) 企业整体仍处于被动去库阶段，产成品仍未开始补库。生产端持续走强下原材料持续补库，同时由于新出口订单走强带动下，产成品库存再次去化；4) 企业景气度分化再度扩大，大型企业改善明显，同时原材料补库力量主要来自大型企业，中小型企业原材料仍在去库；5) 企业利润端仍然承压。受近期大宗商品国际价格上涨影响，9月原材料价格、出厂价格指数分别回升 2.9、1.5 个百分点至 59.4%和 53.5%，原材料价格弹性更高，企业的盈利预期仍未明显改善。
- 历史上观察，PMI 与股票市场走势具有较强的相关性，但近期二者出现明显背离，在经济持续修复背景下，股市持续探底，可见除国内基本面影响外，近期外盘对 A 股的影响更为显著。往后看，经济短期内延续弱修复的可能性较大，但目前海外扰动较大，需要持续观察美债高位企稳的迹象。

风险提示：地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

## 1 制造业 PMI 重回扩张区间，服务业边际好转

9月制造业 PMI、服务业 PMI、建筑业 PMI 分别录得 50.2%、50.9%和 56.2%，较前值分别上升 0.5、0.4 和 2.4 个百分点。9月制造业 PMI 延续反弹，重回扩张区间，且反弹幅度略超市场预期（预期值 50%），其中生产和新出口订单是主要拉动。

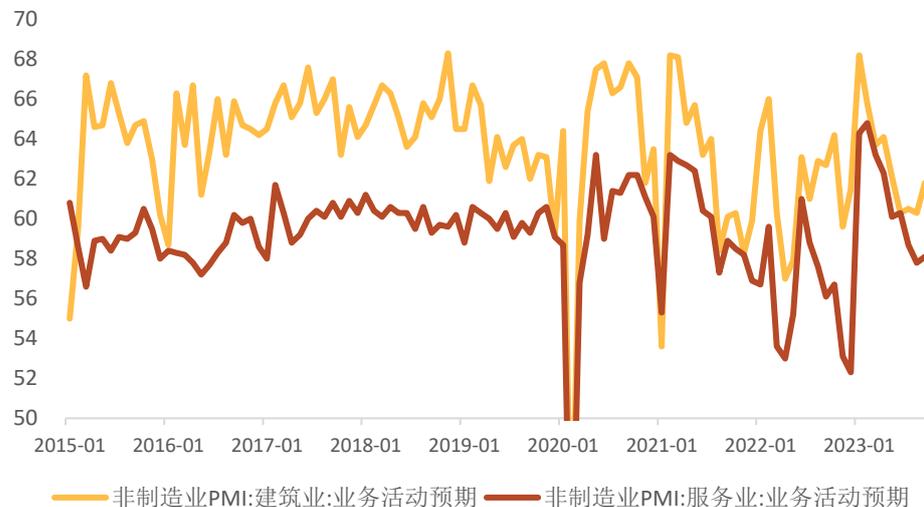
图 1：三大行业 PMI 较上月均回升（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

非制造业景气度同样有所提高，其中 9 月服务业 PMI 小幅反弹，结束了 4 月以来的连续下跌趋势，反映经济内生动能边际有一定好转。9 月暑运进入淡季，但服务业 PMI 仍有小幅反弹，统计局分析称，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，可能是服务业的主要拉动项。9 月服务业活动预期指数小幅回升 0.3 个百分点至 58.1%，考虑到 10 月双节的旅游热度，预计服务业短期内仍有支撑。

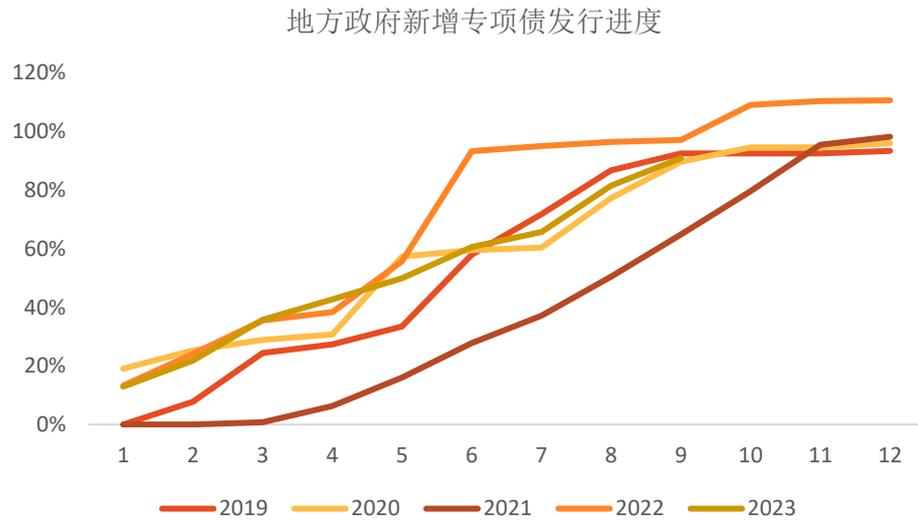
图 2：非制造业业务活动预期（%）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

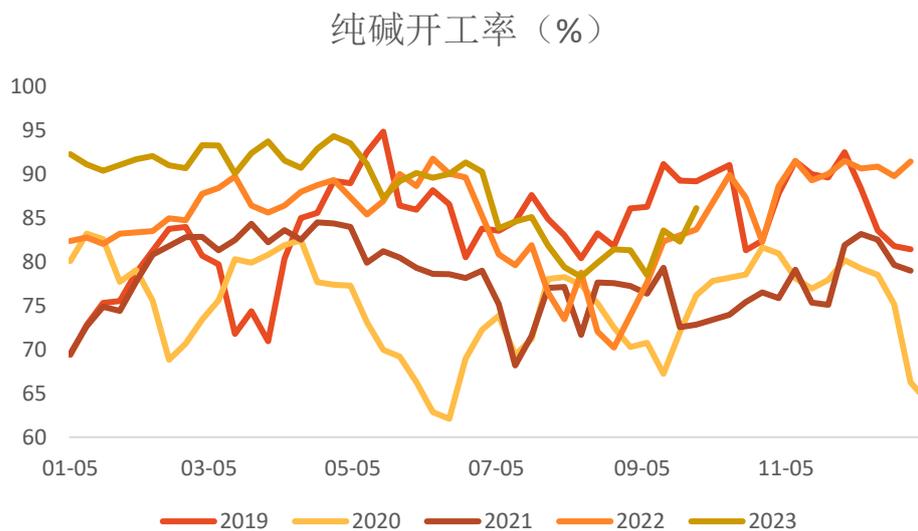
建筑业 PMI 大幅反弹, 随着高温多雨天气影响逐渐消退, 建筑业生产施工加快。9 月专项债发行进度有所放缓, 基建对建筑业的拉动可能后劲不足。从高频数据来看, 纯碱开工率 9 月有明显提升, 可能反映出地产端的边际修复, 地产业或许能成为后续建筑业的主要拉动项, 9 月建筑业活动预期指数大幅反弹 1.5 个百分点至 61.8%。

图 3: 9 月地方政府新增专项债发行进度放缓 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 4: 9 月纯碱开工率有所提升 (%)

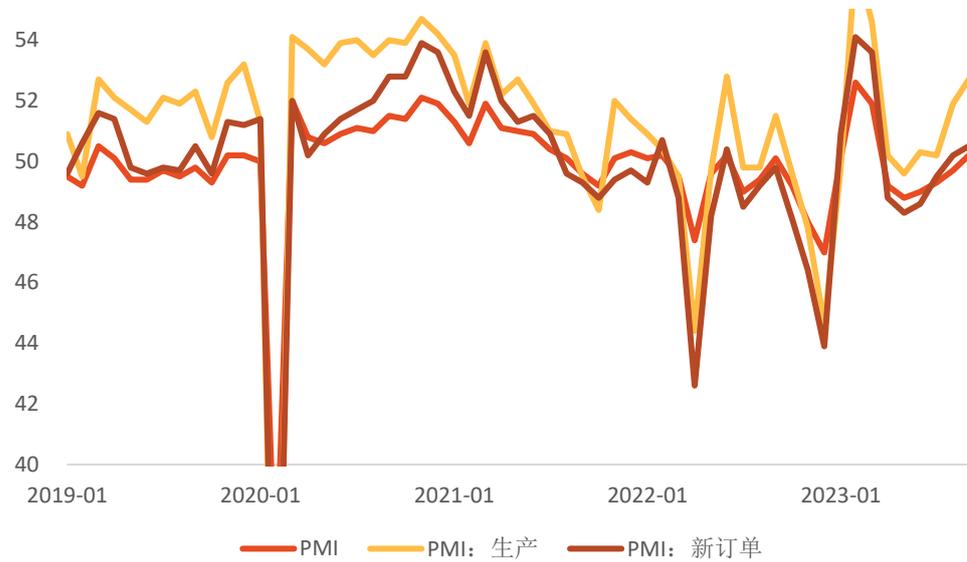


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

## 2 多数指标走强, 但结构上仍有隐忧

一是产需均走强，但整体生产仍明显强于需求。9月制造业 PMI 分项来看，生产大幅回升 0.8 个百分点至 52.7%，新订单回升 0.3 个百分点至 50.5%，生产端修复较需求端更为强劲。内需修复程度整体仍然偏弱的背景下，生产端强势的持续性有待进一步观察，9月生产经营活动预期指数 PMI 小幅回落 0.1 个百分点至 55.5%。

图 5：生产仍明显强于需求（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

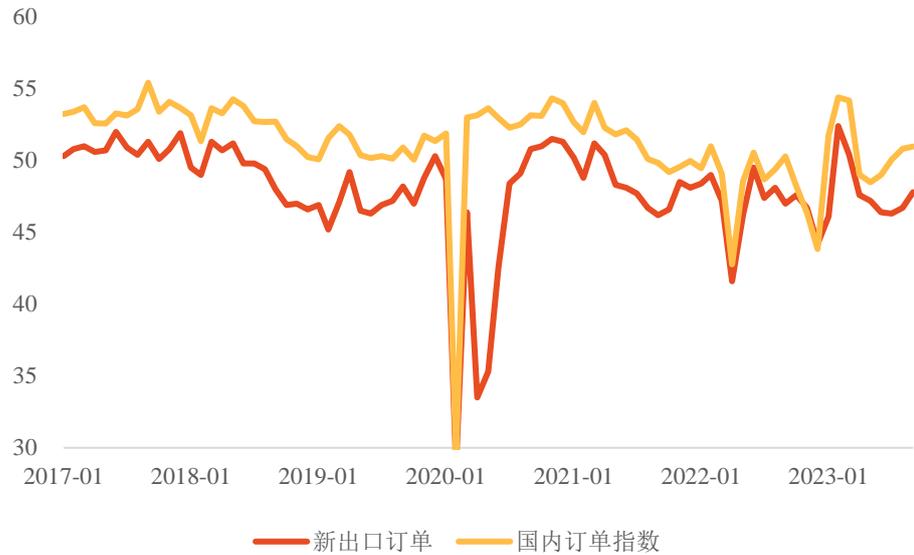
图 6：生产经营活动预期小幅回落（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

二是外需好于内需。9月新出口订单 PMI 和倒算的国内订单 PMI 分别为 47.8%和 50.98%，较前值分别回升 1.10 和 0.16 个百分点，尽管新出口订单景气度仍在临界值以下，但反弹幅度更为显著。

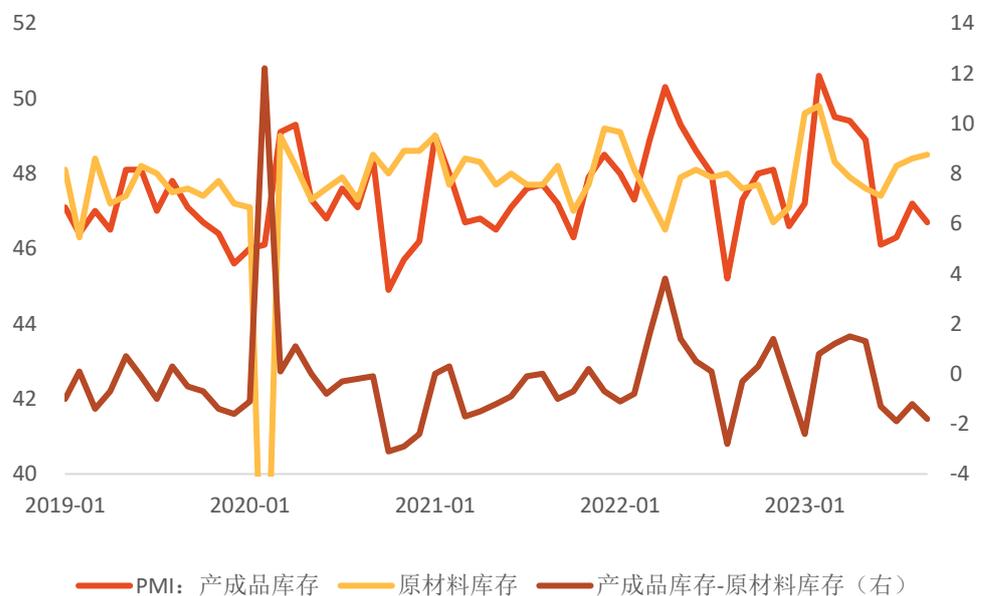
图 7：外需反弹幅度强于内需（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

三是企业整体仍处于被动去库阶段，产成品仍未开始补库。9月原材料库存和产成品库存分别上升0.1、下降0.5个点至48.5%、46.7%，当前企业整体处于被动去库阶段，生产端持续走强下原材料持续补库，同时由于新出口订单走强带动下，产成品库存再次去化。

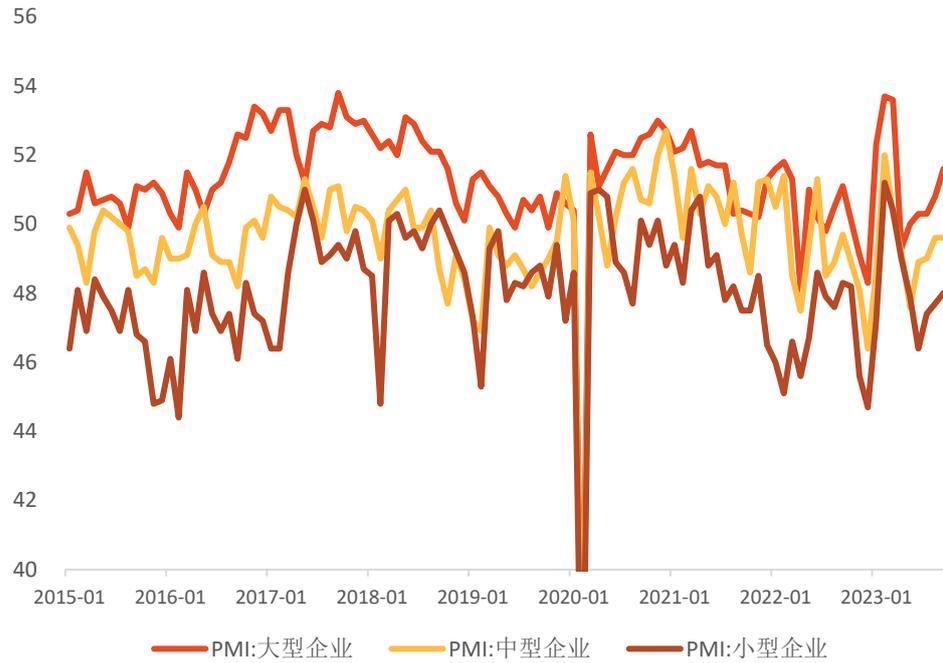
图 8：企业整体仍处于被动去库阶段（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

四是企业景气度分化再度扩大，大型企业改善明显。9月大型、中型、小型企业PMI分别录得51.6%、49.6%、48%，较前值分别上升0.8、持平 and 上升0.3个百分点。同时原材料补库力量主要来自大型企业，中小型企业原材料仍在去库。

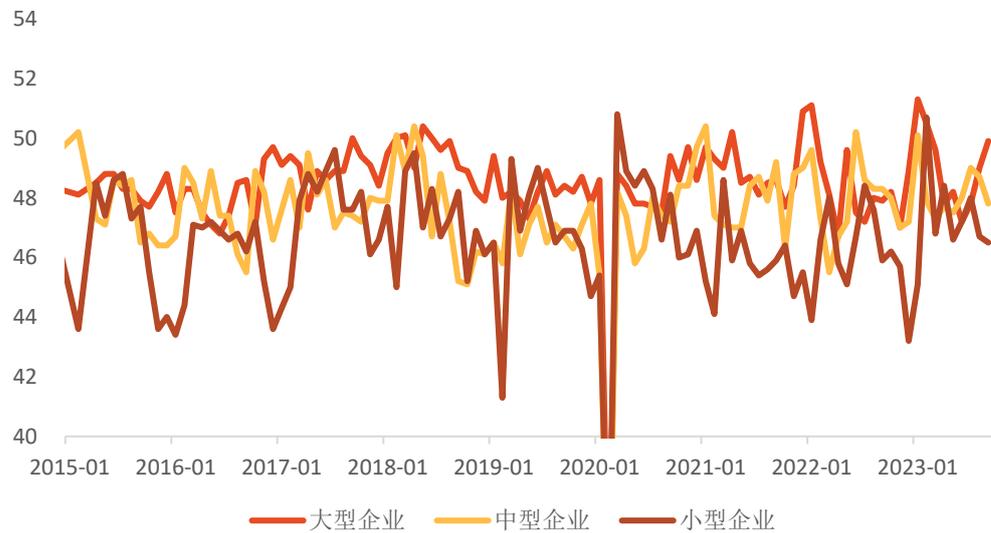
图9：企业景气度分化扩大（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图10：原材料补库力量主要来自大型企业（%）

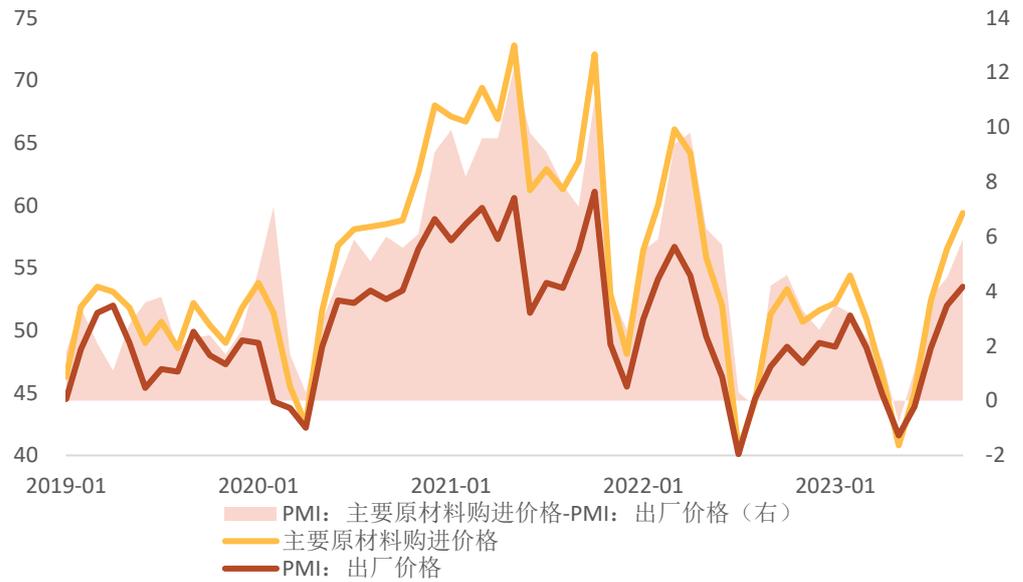
中国:制造业PMI:原材料库存



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

五是企业利润端仍然承压。受近期大宗商品国际价格上涨影响，9月原材料价格、出厂价格指数分别回升2.9、1.5个百分点至59.4%和53.5%，原材料价格弹性更高，导致企业的盈利预期仍未明显改善。

图 11：价格大幅反弹 (%)

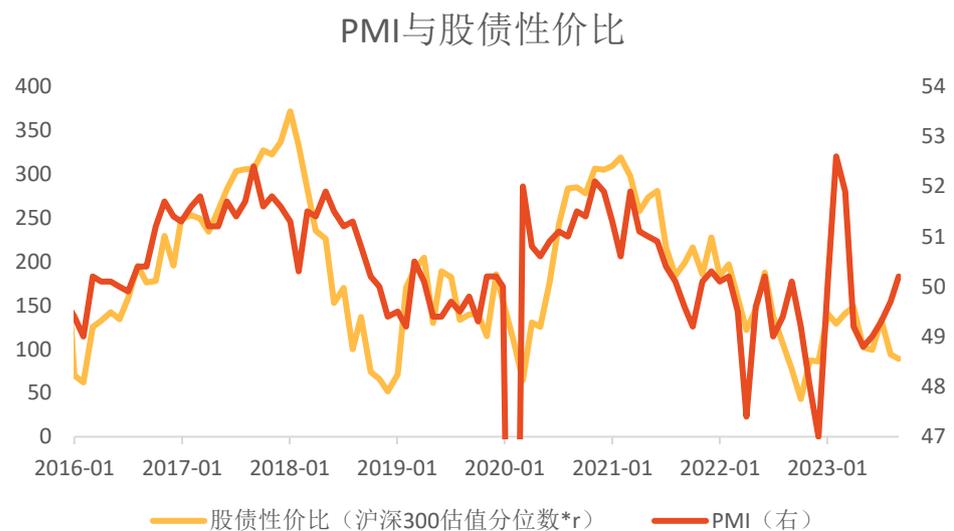


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

### 3 后市展望

历史上观察，PMI 与股票市场走势具有较强的相关性，但近期二者出现明显背离，在经济持续修复背景下，股市持续探底，可见除国内基本面影响外，近期外盘对 A 股的影响更为显著。往后看，经济短期内延续弱修复的可能性较大，但目前海外扰动较大，需要持续观察美债高位企稳的迹象。

图 12：PMI 与沪深 300 股债性价比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

## 4 风险提示

地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

## 分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现