

# 四季度经济增长动能有望继续增强

——9月PMI数据点评



甬兴证券  
YONGXING SECURITIES

## 核心观点

**供需改善带动制造业活力回升，市场信心有所恢复。**9月制造业PMI延续回升走势。在政策持续发力和经济自我修复持续推进下，我国市场供需两端均加快回升：供给端生产指数和需求端新订单指数分别比前值回升0.8和0.3个百分点，为近5个月以来高点。当前市场需求稳步恢复，带动制造业生产活动持续改善。

**外需降幅收窄。**9月新出口订单指数录得47.80%，进口指数录得47.60%，分别升1.1pct和降1.3pct。从9月海外PMI数据来看，欧元区9月制造业PMI为43.40%，景气程度依旧不容乐观，综合影响外需景气度。

**经济动能转正，企业采购意愿增强，对原材料价格形成支撑。**9月经济动能指标连续三个月保持正区间，经济向好回升势头或将进一步巩固。在制造业生产和市场需求改善带动下，近期企业采购活动有所加快，采购量指数保持扩张区间。原材料价格连续上升，叠加市场需求增加，带动产品销售价格上涨。

**大型企业对经济的支撑作用得到进一步巩固。**从企业规模看，大型企业扩张加快。9月大型企业PMI为51.6%，较前值上升0.8个百分点，为近半年高点。调查结果还显示，大型企业产能利用率超过八成的企业占比升至年内高点，产能释放有所加快。中型企业PMI与前值持平，小型企业PMI较前值升0.3个百分点，景气水平连续三个月回升。结合来看，中小微企业生产活动有望继续向好。

**9月非制造业PMI平稳扩张。**9月服务业比前值上升0.4个百分点。分行业看，零售业和邮政业的商务活动指数较上月均有不同程度回升，显示居民日常线上线下消费活动较为积极，带动服务业PMI预期至58.1%，比前值上升0.3个百分点。极端天气影响消除，带动建筑业活动回升。

## 投资建议

**四季度经济增长动能有望继续增强。**根据国家统计局最新数据显示，2023年前三季度我国GDP同比增长5.2%，其中，三季度GDP按不变价格计算同比增长4.9%，环比增长1.3%。经济环比增速加快，一方面显示经济动能不断增强，供需两端改善带动制造业活力回升，市场信心在逐步恢复；另一方面企业采购意愿增强，对上游原材料价格形成支撑，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相关行业原材料采购成本和产品销售价格水平上升较快，大型企业对经济的支撑作用得到进一步巩固，随着进出口降幅收窄，投资呈现较强增长韧性，消费潜力不断释放，在住宿餐饮、旅游等服务消费带动下，消费拉动经济增长的基础性作用将更加稳固。我们预计四季度经济增长动能有望继续增强，全年实现5%的经济增长目标可期，随着市场调整，权益资产配置性价比提升，关注特殊再融资债发行对于弱资质区域城投平台债务风险缓解，短久期标的值得关注。

## 风险提示

地缘政治风险；美联储加息步伐超预期；海外经济增速不及预期；国内通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2023年10月26日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC编号：S1760523080003

## 相关报告：

《政策持续加码，经济稳步回升》

——2023年10月15日

《社融增速企稳，结构有待优化》

——2023年10月13日

《物价回升 关注上游传导效应》

——2023年10月12日

## 正文目录

1. 供需改善带动制造业活力回升 .....	3
2. 外需降幅收窄 .....	3
3. 经济动能转正，采购意愿增强 .....	5
4. 大型企业对经济的支撑作用得到进一步巩固 .....	5
5. 非制造业稳中有升 .....	6
6. 投资建议 .....	7
7. 风险提示 .....	7

## 图目录

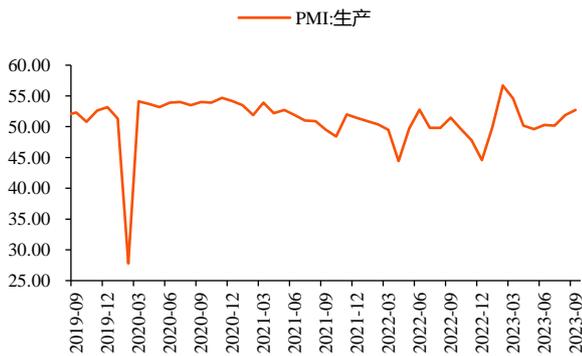
图 1: 制造业供给端 PMI (%) .....	3
图 2: 制造业供给端 PMI (%) .....	3
图 3: 历年制造业 PMI 指数 (%) .....	3
图 4: 贷款需求二季度保持增长 (%) .....	3
图 5: PMI 新出口订单指数 (%) .....	4
图 6: PMI 进口指数 (%) .....	4
图 7: 整体需求景气程度 (%) .....	4
图 8: 波罗的海干散货指数 (%) .....	4
图 9: 原材料与产成品库存 (%) .....	5
图 10: 经济动能指标 (%) .....	5
图 11: 原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%) .....	5
图 12: 大中小型企业景气度 (%) .....	6
图 13: 建筑业和服务业高景气边际回落 (%) .....	7

**事件：**2023年9月30日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了中国9月官方制造业PMI为50.2%，较前值回升0.5个百分点，重返扩张区间；非制造业商务活动指数为51.7%，比前值回升0.7个百分点，扩张力度有所增强；综合PMI产出指数为52.0%，比前值回升0.7个百分点。

## 1. 供需改善带动制造业活力回升

供需持续改善，市场信心有所恢复。9月制造业PMI延续回升走势，升至50.2%。在政策持续发力和经济自我修复持续推进下，我国市场供需两端均加快回升：供给端生产指数和需求端新订单指数分别升至52.7%和50.5%，比前值回升0.8和0.3个百分点，为近5个月以来高点。特别是新订单指数连续4个月上升，连续2个月在50%以上。企业调查显示，反映市场需求不足的企业比重已连续3个月下降。当前市场需求稳步恢复，带动制造业生产活动持续改善。从行业看，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%，相关行业产需得到较快释放。

图1:制造业供给端 PMI (%)



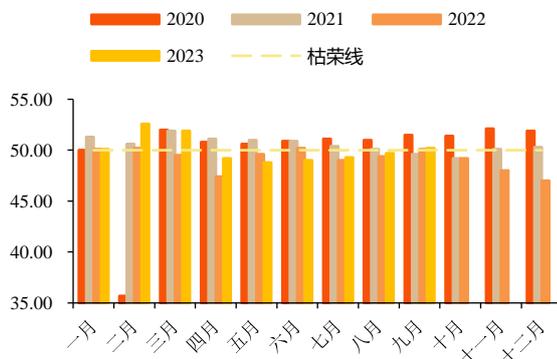
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图2:制造业供给端 PMI (%)



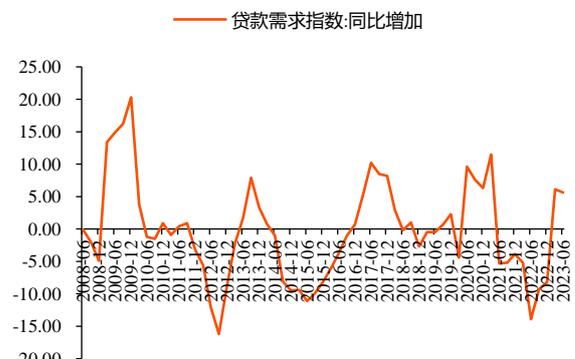
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图3:历年制造业 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图4:贷款需求二季度保持增长 (%)



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 2. 外需降幅收窄

9月新出口订单指数录得47.80%，进口指数录得47.60%，分别升1.1pct和降1.3pct。从国际货运情况来看，BDI航运指数9月整体上行56.63%，显示了国外需求不弱。从9月海外PMI数据来看，美国制造业PMI指数虽然仍位于枯荣线下方，但边际回升至49.80%（前值47.90%）；但也要注意，欧元区9月制造业PMI为43.40%，景气程度依旧不容乐观。综合来看我们认为，美联储仍将维持高利率一段时间，综合影响外需景气度，从而拖累制造业PMI。

图5:PMI新出口订单指数 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:PMI进口指数 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:整体需求景气程度 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:波罗的海干散货指数 (%)

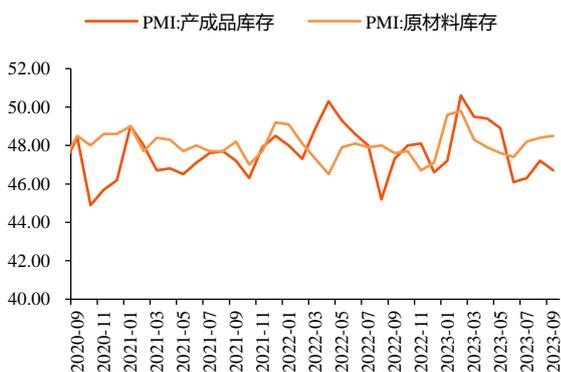


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

### 3. 经济动能转正，采购意愿增强

企业采购意愿增强，对原材料价格形成支撑。经济动能指标（新订单指数-产成品库存指数）9月为3.00%，近三个月保持在正区间，四季度经济动能恢复有望继续增强，向好回升势头或将进一步巩固。在制造业生产和市场需求改善带动下，近期企业采购活动有所加快，采购量指数保持扩张区间，9月录得50.7%，较前值上升0.2个百分点，连续3个月回升。9月，企业采购和进口原材料增加对原材料价格支撑作用继续加强，购进价格指数为59.4%，较前值上升2.9个百分点，连续4个月回升。原材料价格连续上升，叠加市场需求增加，带动产品销售价格上涨，出厂价格指数为53.5%，较前值上升1.5个百分点，同样连续4个月回升。从行业看，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%及以上高位，相关行业原材料采购成本和产品销售价格水平上升较快。

图9:原材料与产成品库存 (%)



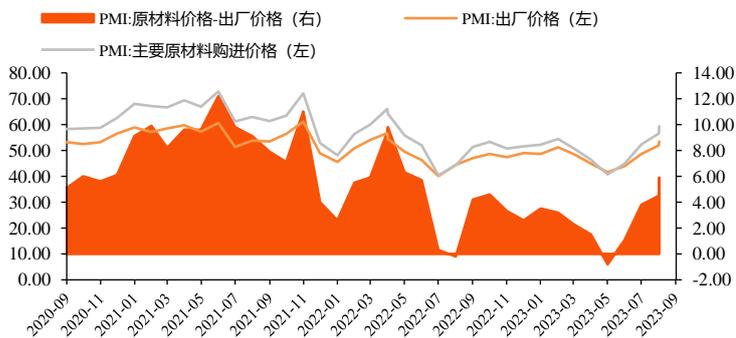
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:经济动能指标 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%)



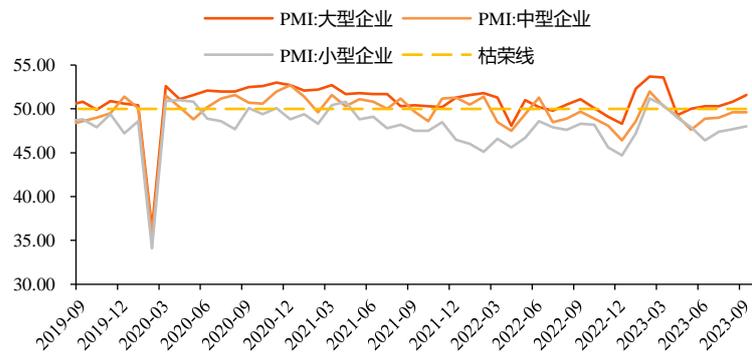
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

### 4. 大型企业经济的支撑作用得到进一步巩固

从企业规模看，大型企业扩张加快。9月，大型企业 PMI 为 51.6%，

较前值上升 0.8 个百分点，为近半年高点。调查结果还显示，大型企业产能利用率超过八成的企业占比升至年内高点，产能释放有所加快。中型企业 PMI 为 49.6%，与前值持平，而小型企业 PMI 为 48.0%，较前值升 0.3 个百分点，景气水平连续三个月回升。结合来看，中小微企业生产活动有望继续向好。行业层面，四大行业的生产指数都运行在扩张区间，其中装备制造业、高技术制造业和消费品行业 PMI 分别为 50.6%、50.1%和 51.3%，比上月上升 0.6、0.7 和 0.3 个百分点，均位于扩张区间。高耗能行业 PMI 为 49.7%，尽管低于临界点，但高于上月 0.6 个百分点，景气水平有所改善。

图12:大中小型企业景气度 (%)

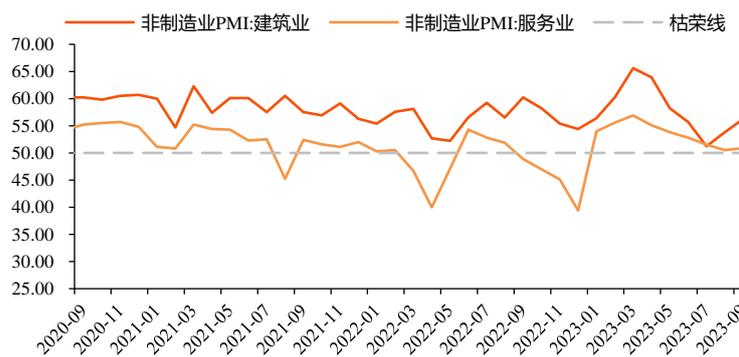


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 5. 非制造业稳中有升

**9月非制造业 PMI 平稳扩张。**官方非制造业 PMI 录得 51.70%，高于前值 0.7pct。其中，9月服务业 PMI 为 50.9%，比前值上升 0.4 个百分点。分行业看，零售业和邮政业的商务活动指数较上月均有不同程度回升，显示居民日常线上线下消费活动较为积极，带动服务业 PMI 预期至 58.1%，比前值上升 0.3 个百分点。

**极端天气影响消除，带动建筑业活动回升。**9月建筑业 PMI 为 56.2%，比前值上升 2.4 个百分点。夏季高温天气过后，建筑业生产施工加快，建筑业供需连续上升，投资活动企稳。建筑业新订单指数为 50%，较上月上升 1.5 个百分点，均连续 2 个月环比上升。综合市场预期看，建筑业活动预期指数为 61.8%，高于上月 1.5 个百分点，继续位于高位景气区间，建筑业企业对近期市场发展信心较强。此外，银行业商务活动指数和新订单指数环比升幅较为明显，连续 2 个月环比上升，且指数水平在 60%左右，在一定程度上反映出实体经济融资需求有所回升。

**图13:建筑业和服务业高景气边际回落 (%)**


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 6. 投资建议

**四季度经济增长动能有望继续增强。**根据国家统计局最新数据显示, 2023 年前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%, 其中, 三季度 GDP 按不变价格计算同比增长 4.9%, 环比增长 1.3%。经济环比增速加快, 一方面显示经济动能不断增强, 供需两端改善带动制造业活力回升, 市场信心在逐步恢复; 另一方面企业采购意愿增强, 对上游原材料价格形成支撑, 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相关行业原材料采购成本和产品销售价格水平上升较快, 大型企业对经济的支撑作用得到进一步巩固, 随着进出口降幅收窄, 投资呈现较强增长韧性, 消费潜力不断释放, 在住宿餐饮、旅游等服务消费带动下, 消费拉动经济增长的基础性作用将更加稳固。我们预计四季度经济增长动能有望继续增强, 全年实现 5% 的经济增长目标可期, 随着市场调整, 权益资产配置性价比提升, 关注特殊再融资债发行对于弱资质区域城投平台债务风险缓解, 短久期标的值得关注。

## 7. 风险提示

**地缘政治风险:** 俄乌地缘政治冲突加剧, 不确定性增加;

**美联储加息步伐超预期:** 美联储加息步伐会有随市场变化进行调整超出预期的可能;

**海外经济增速不及预期:** 海外经济数据暂不完整, 存在经济增速不及预期可能;

**国内通胀超市场预期:** 国内经济数据暂不完整, 存在通胀超预期可能;

**上市公司业绩不及预期:** 上市公司业绩披露暂不完整, 存在业绩不及预期可能;

**市场波动超市场预期:** 市场波动存超预期可能。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。