

企业景气度小幅回升，或是短期改善而非趋势回升

点评

- **统计局公布数据显示企业景气度小幅回升。**9月中采制造业 PMI 较上月回升 0.3 个百分点至 49.8%，但依然低于荣枯线（图 1、表 1）。非制造业商务活动指数较上月下降 0.1 个百分点至 53.7%。各类企业景气度均小幅改善，大型、中型和小型企业景气度分别较上月回升 0.4、0.4 和 0.2 个百分点至 50.8%、48.6% 和 48.8%。企业景气度小幅改善与 9 月高频数据显示的生产面小幅回升，需求面强韧，已经工业品价格保持平稳相一致，显示 9 月经济数据应该企稳甚至会小幅回升。
- **供需改善，分项指数普遍小幅回升。**分项指数显示供需均小幅改善，9 月生产分项指数较上月回升 0.4 个百分点至 52.3%，这与高频数据显示的回升一致。9 月发电耗煤量同比增速为 5.2%，较 8 月回升 7.4 个百分点，显示状况较 8 月有所回升。而从需求面看，9 月新订单指数回升 0.8 个百分点至 50.5%。其中新出口订单较上月回升 1.0 个百分点至 48.2%，但依然处于收缩区间，显示出口可能延续弱平稳。但 9 月韩国前 20 日出口同比下跌 21.8%，跌幅较 8 月继续扩大，显示全球需求并不好，中国出口将继续承压。而内需受前期地方债发行放量推动的基建回升支撑，9 月依然保持韧性。但随着信用的持续收缩，内需依然存在放缓压力。
- **工业品价格环比下行速度减缓，企业继续去库存。**9 月 PMI 分项中主要原材料购进价格和工业品出厂价格分别回升 3.6 和 3.2 个百分点至 52.2% 和 49.9%（图 4），这与高频数据显示的 9 月工业品价格环比结束持续下跌，而有所企稳的状况一致，同时 9 月油价环比有所上涨，因而 PPI 环比下行速度将减缓。但在需求前景不确定环境下，企业继续去库存，9 月产成品库存指数较上月下降 0.9 个百分点至 47.1%（图 5），显示未来企业库存可能继续下行，经济继续处于去库存通道内。
- **企业景气度短期改善，信用收缩环境下趋势依然走弱。**制造业景气度小幅回升显示 9 月经济数据可能出现小幅改善。从需求面来看，前期地方债集中发行推动近几个月基建投资小幅回升，在地产投资尚未明显下滑之前支撑整体需求保持平稳。另一方面，近几年多次出现的经济数据在季末上升的状况在 9 月可能再度出现。因而 9 月实体经济数据可能保持平稳甚至小幅改善。但从趋势上看，这种回升难以持续。结构性政策下信贷社融将延续同比收缩态势，实体信用收缩趋势下，需求将继续放缓。而由于今年地方债额度已经基本用完，明年提前下发的额度落地尚需时日，最早也会在 4 季度后半段，因而地方债对基建的支撑将在 4 季度减弱，季末因素退出后经济数据将在 10 月份再度走弱，经济依然处在放缓趋势中。
- **风行提示：经济下行超预期。**

西南证券研究发展中心

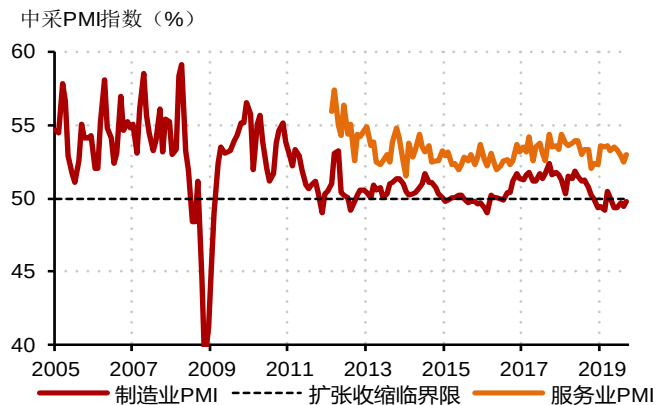
分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

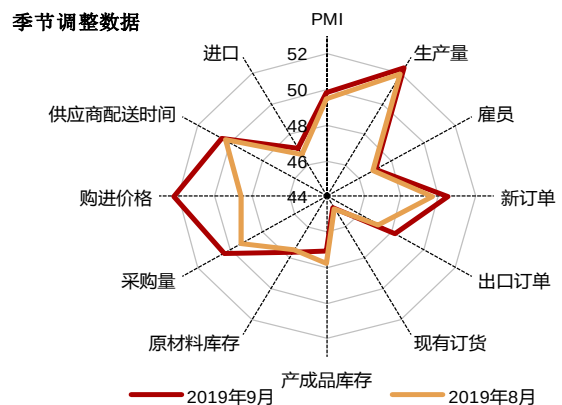
1. 限产带动生产走弱，地产需求继续强韧 (2019-09-29)
2. 企业盈利保持弱势，需要政策更为有效 (2019-09-29)
3. 经济延续弱势，LPR 再下行降低成本效果有待观察 (2019-09-22)
4. 解密数字货币：概念、局限和前景 (2019-09-21)
5. 联储降息内部分歧加大，经济走势决定宽松持续 (2019-09-20)
6. 供需双缩经济放缓压力上升，稳增长政策需更有效 (2019-09-17)
7. 经济预期改善风险资产回升，调整还是反转？ (2019-09-15)
8. 信贷社融略超预期但不改融资收缩趋势 (2019-09-12)
9. 猪周期推升通胀，但无需过度担忧 (2019-09-10)
10. 贸易战影响渐显叠加全球经济走弱，外需继续走弱 (2019-09-08)

图 1：企业景气度小幅改善



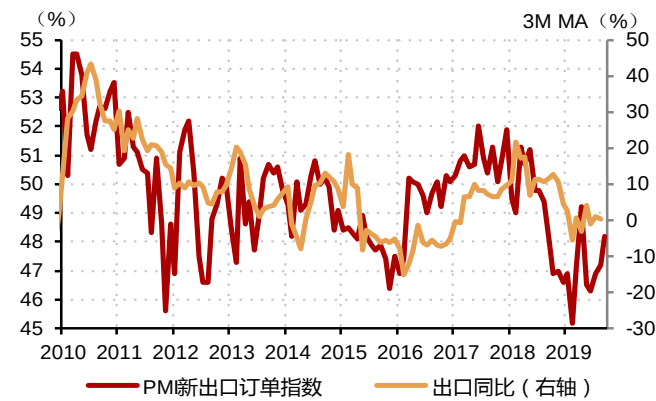
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：各分项指数均小幅回升



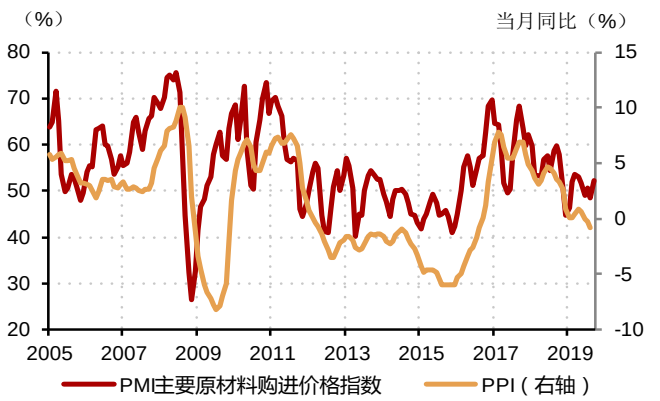
数据来源：wind、西南证券整理。

图 3：出口增速或小幅改善



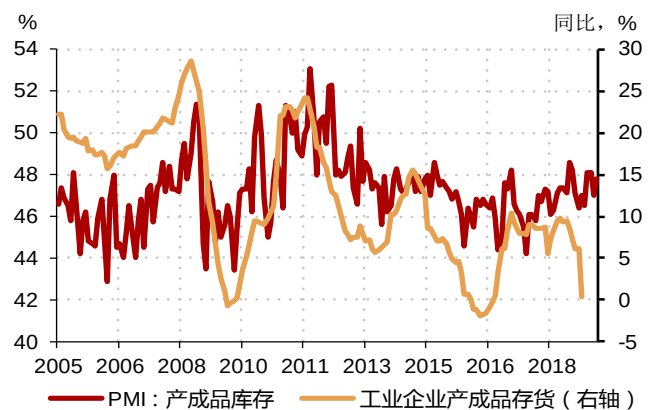
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：PPI 与原材料购进价格指数



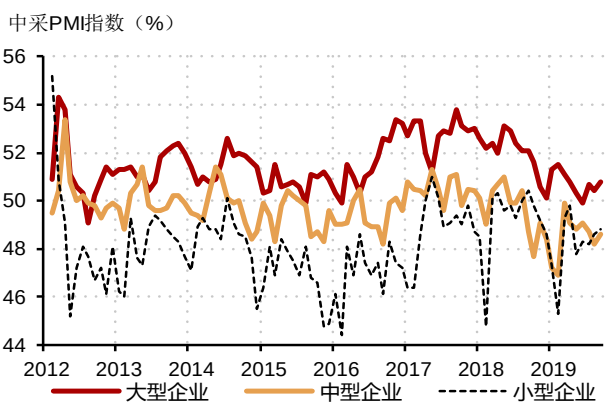
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：企业继续去库存



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：大型企业景气度均有所回升，而中小型企业有所回落



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 指数

指标	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09
中采制造业PMI																
PMI总指数	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8
生产量	53.6	53.0	53.3	53.0	52.0	51.9	50.8	50.9	49.5	52.7	52.1	51.7	51.3	52.1	51.9	52.3
雇员	49.0	49.2	49.4	48.3	48.1	48.3	48.0	47.8	47.5	47.6	47.2	47.0	46.9	47.1	46.9	47.0
新订单	53.2	52.3	52.2	52.0	50.8	50.4	49.7	49.6	50.6	51.6	51.4	49.8	49.6	49.8	49.7	50.5
出口订单	49.8	49.8	49.4	48.0	46.9	47.0	46.6	46.9	45.2	47.1	49.2	46.5	46.3	46.9	47.2	48.2
现有订货	45.5	45.7	46.7	45.2	44.3	44.3	44.1	43.7	43.6	46.4	44.0	44.3	44.5	44.7	44.8	44.7
产成品库存	46.3	47.1	47.4	47.4	47.1	48.6	48.2	47.1	46.4	47.0	46.5	48.1	48.1	47.0	47.8	47.1
原材料库存	48.8	48.9	48.7	47.8	47.2	47.4	47.1	48.1	46.3	48.4	47.2	47.4	48.2	48.0	47.5	47.6
采购量	52.8	51.5	51.8	51.5	51.0	50.8	49.8	49.1	48.3	51.2	51.1	50.5	49.7	50.4	49.3	50.4
购进价格	57.7	54.3	58.7	59.8	58.0	50.3	44.8	46.3	51.9	53.5	53.1	51.8	49.0	50.7	48.6	52.2
供应商配送时间	50.2	50.0	49.6	49.7	49.5	50.3	50.4	50.1	49.8	50.2	49.9	50.9	50.2	50.1	50.3	50.5
进口	50.0	49.6	49.1	48.5	47.6	47.1	45.9	47.1	44.8	48.7	49.7	47.1	46.8	47.4	46.7	47.1
中采服务业PMI	54.0	53.0	53.4	53.4	52.1	52.4	52.3	53.6	53.5	53.6	53.3	53.5	53.4	52.9	52.5	53.0
中采建筑业PMI	60.7	59.5	59.0	63.4	63.9	59.3	62.6	60.9	59.2	61.7	60.1	58.6	58.7	58.2	61.2	57.6
综合PMI产出指数	54.4	53.6	53.8	54.1	53.1	52.8	52.6	53.2	52.4	54.0	53.4	53.3	53.0	53.1	53.0	53.1
非制造业商务活动指数	55.0	54.0	54.2	54.9	53.9	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7
财新制造业PMI	51.0	50.8	50.6	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4

数据来源：Wind，西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9801

