

供需双扩张，PMI 超季节性回升

—— 9月 PMI 数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

陈韵阳（联系人）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号：S0280118040020

● 供需双扩张，PMI 超季节性回升

9月PMI从49.5%上升至49.8%，为下半年以来最高，虽然还是在荣枯线以下，但是升幅为2013年以来同期次高，我们对各细分项数据理解如下。

其一，生产指数回升基本符合季节性。9月生产指数从51.9%回升至52.3%，升幅基本符合季节性。企业生产经营活动预期指数回升1.1个百分点至54.4%，1.1个百分点的升幅为2013年同期最高，一定程度是因为之前企业生产经营偏谨慎，导致基数偏低，更为重要的可能是，当前库存水平处于历史低位，一旦需求边际改善，企业有较大动机补库存，9月新订单指数与新出口订单指数双双改善。其二，新订单指数重回荣枯线以上。不过需求回升能否持续有待观察，在此之前，逆周期政策力度可能继续加大。

其三，价格指数回升，再度重申当前不存在通缩风险。出厂价格指数从46.7%上升至49.9%，原材料购进价格指数从48.6%升至52.2%。受高基数影响，PPI同比增速的确可能继续回落，但“PPI环比向上，同比向下”的组合不等于传统意义上的通缩，重申当前不存在工业品通缩风险。近期市场对于降息的预期频频落空，对货币政策的宽松程度预期也得到了修正。其四，就业压力依然很大。9月就业指数小幅回升0.1个百分点，依旧在低位徘徊，9月BCI企业招工前瞻指数从58.27%降至56.83%，反映就业压力依然很大。其五，继续关注景气度回升的行业。统计局在9月PMI解读稿提到“电气机械器材等制造业扩张较快”，关注景气度回升的行业，例如电气机械、汽车、有色金属等行业。

● 地产融资收紧，建筑业PMI显著弱于季节性

9月建筑业PMI降至57.6%，显著弱于季节性，为年初以来最低，并且降幅为历史同期最大，其中，房屋建筑业商务活动指数为55.2%，环比回落4.1个百分点，可能与近期地产融资收紧有关，房屋施工增速可能已经到了顶部区域。土木工程建筑业商务活动指数为60.9%，低于上月3.0个百分点，可能9月地方债发行放缓导致基建投资需求暂时回落有关。

● 风险提示：政策落实不及预期

相关报告

宏观报告：数据回归常态，货币政策微调但未转向——4月PMI数据点评

2019-4-30

宏观报告：PMI小幅回升源于节前备货与低基数——2019年1月PMI数据点评

2019-2-1

目 录

1、 供需双扩张，PMI 超季节性回升.....	3
2、 地产融资收紧，建筑业 PMI 显著弱于季节性.....	6

图表目录

图 1: 9 月 PMI 升幅为 2013 年以来同期次高.....	4
图 2: 9 月生产指数回升基本符合季节性.....	4
图 3: 9 月企业生产经营活动预期指数升幅为 2013 年同期最高.....	4
图 4: 新订单指数升幅为 2013 年以来同期次高.....	5
图 5: 价格指数回升 (%).....	5
图 6: 就业压力依然很大.....	5
图 7: 9 月建筑业 PMI 显著弱于季节性.....	6

1、供需双扩张，PMI 超季节性回升

9月PMI从49.5%上升至49.8%，为下半年以来最高，虽然还是在荣枯线以下，但是升幅为2013年以来同期次高，我们对各细分项数据理解如下。

其一，生产指数回升基本符合季节性。9月生产指数从51.9%回升至52.3%，升幅基本符合季节性。值得一提的是，企业生产经营活动预期指数回升1.1个百分点至54.4%，1.1个百分点的升幅为2013年同期最高，一定程度是因为之前企业生产经营偏谨慎，导致基数偏低，更为重要的可能是，当前库存水平处于历史低位，一旦需求边际改善，企业有较大动机补库存，9月新订单指数与新出口订单指数双双改善。

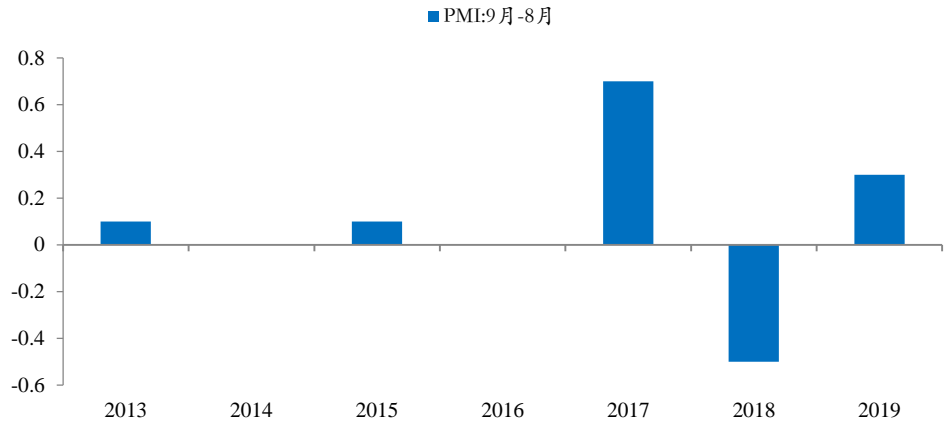
其二，新订单指数重回荣枯线以上。9月新订单指数从49.7%回升至50.5%，重回荣枯线以上，并且0.8个百分点的升幅为2013年同期次高（仅次于2017年）。其中，新出口订单指数回升至48.2%，一方面，此前特朗普在推特上宣布将推迟加征中国商品关税，另一方面，国外圣诞节备货带动新出口订单季节性回升（2018年是个例外，由于贸易摩擦影响，9月新出口订单反而回落）。从高频数据来看，9月内需亦有所回升，9月钢材社会库存环比下降13.2%，库存去化速度较2019年8月（-0.5%）回升，也快于2013-2018年同期；9月前三周乘用车零售同比下降21%，增速较8月同期（-21%）小幅回升；9月30大中城市商品房成交面积同比增速从-9.1%回升至-7.6%。当然，需求回升能否持续有待观察，在此之前，逆周期政策力度可能继续加大。

其三，价格指数回升，再度重申当前不存在通缩风险。出厂价格指数从46.7%上升至49.9%，原材料购进价格指数从48.6%升至52.2%。同时，从高频数据来看，大宗商品价格指数BPI环比增速从-0.54%上升至1.85%。因此，9月PPI环比增速可能回升。受高基数影响，PPI同比增速的确可能继续回落，但“PPI环比向上，同比向下”的组合不等同于传统意义上的通缩，重申当前不存在工业品通缩风险。此前央行行长易纲表示“降息主要是应对通缩危险，但现在中国物价走势温和”，既然不存在通缩风险，可以看到近期市场对于降息的预期频频落空，对货币政策的宽松程度预期也得到了修正。

其四，就业压力依然很大。9月就业指数小幅回升0.1个百分点，依旧在低位徘徊，9月BCI企业招工前瞻指数从58.27%降至56.83%，反映就业压力依然很大。一方面，制造业与外部环境关联很大，贸易摩擦的不确定性短期内通过收缩生产、长期内通过产业链转移等途径影响就业，即便贸易摩擦不加剧，制造业的就业压力可能也会加剧。另一方面，缓解民营与中小企业融资难题的政策一直在出台，9月央行实施“全面降准+定向降准”，但融资困局依然存在，9月BCI企业融资环境指数仅仅小幅回升。

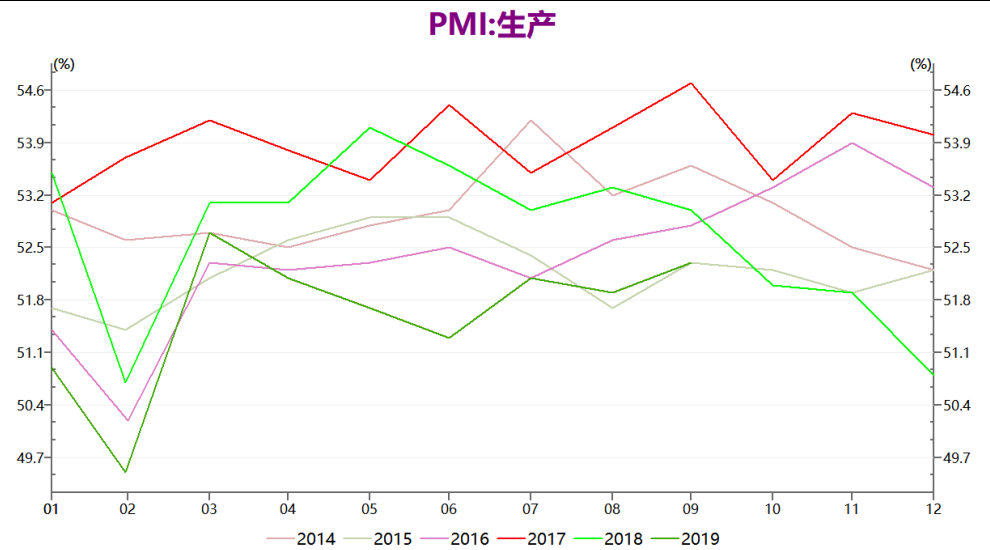
其五，继续关注景气度回升的行业。统计局在9月PMI解读稿提到“电气机械器材等制造业扩张较快”，关注景气度回升的行业，例如电气机械、汽车、有色金属等行业。

图1： 9月 PMI 升幅为 2013 年以来同期次高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

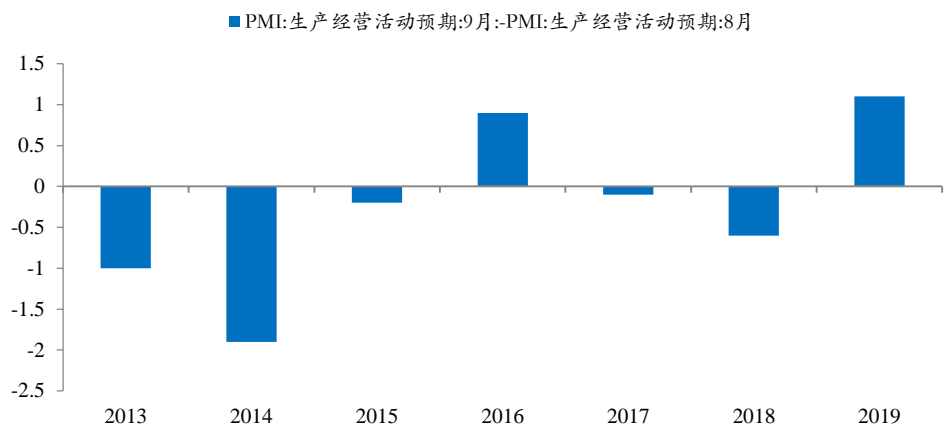
图2： 9月生产指数回升基本符合季节性



数据来源：Wind

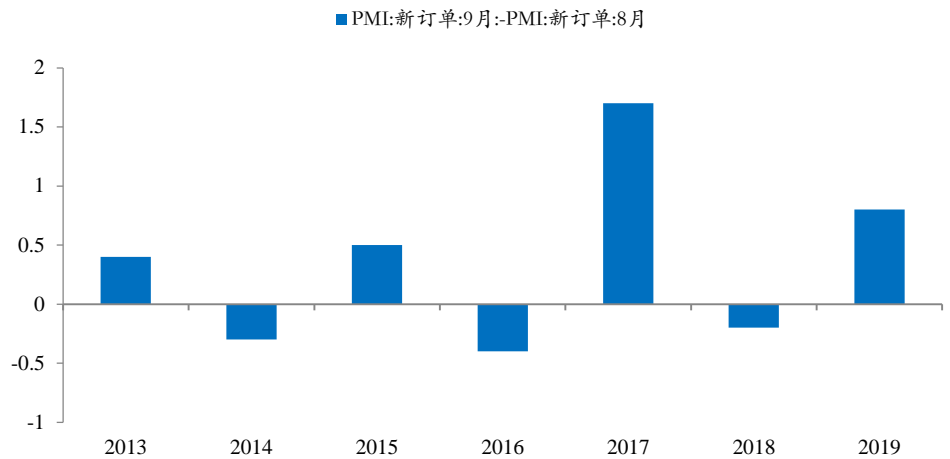
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 9月企业生产经营活动预期指数升幅为 2013 年同期最高



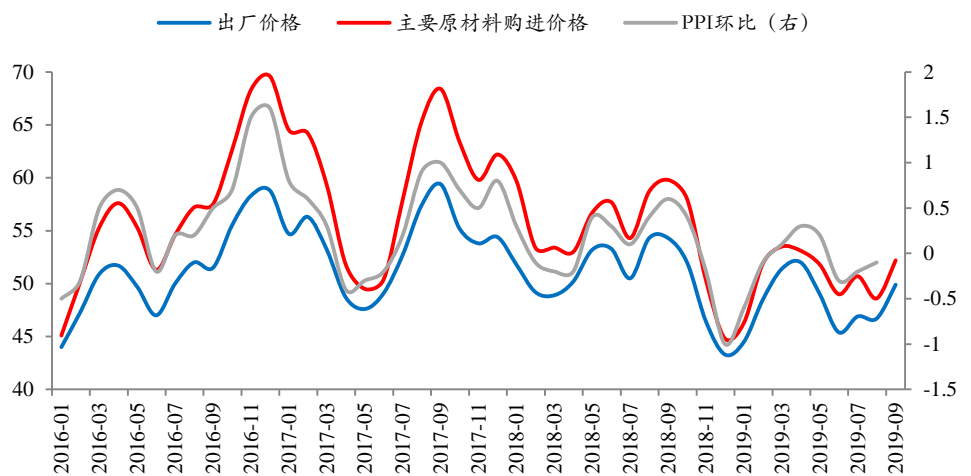
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 新订单指数升幅为 2013 年以来同期次高



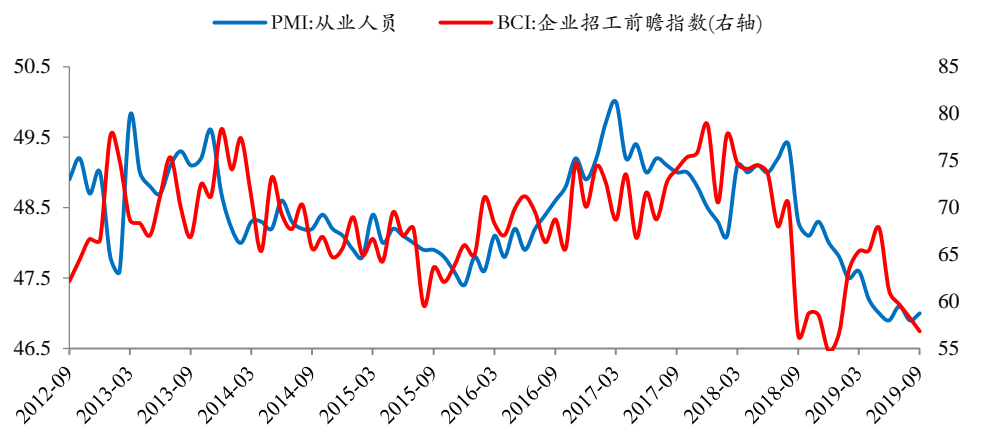
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 价格指数回升 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 就业压力依然很大

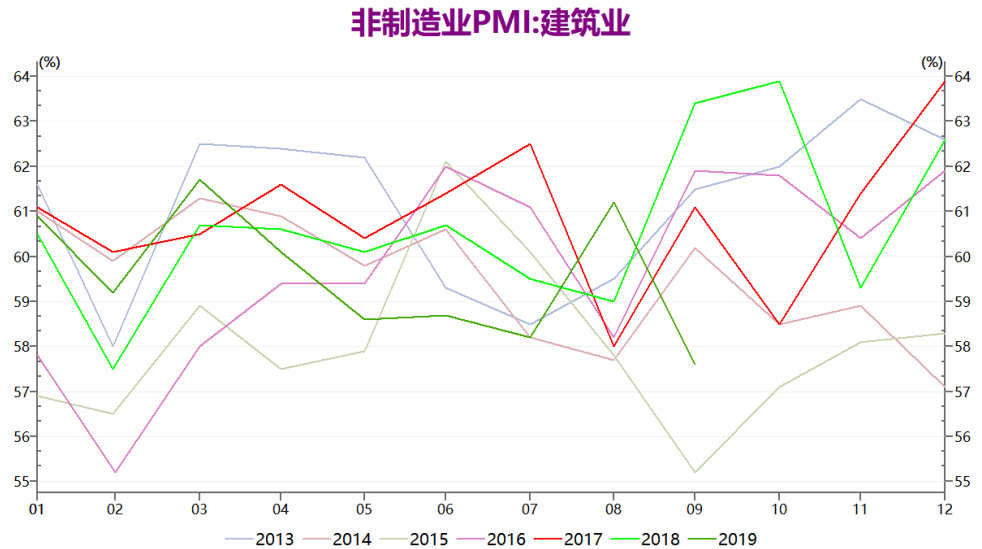


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、地产融资收紧，建筑业 PMI 显著弱于季节性

9月建筑业PMI降至57.6%，显著弱于季节性，为年初以来最低，并且降幅为历史同期最大，其中，房屋建筑业商务活动指数为55.2%，环比回落4.1个百分点，可能与近期地产融资收紧有关，房屋施工增速可能已经到了顶部区域。土木工程建筑业商务活动指数为60.9%，低于上月3.0个百分点，可能9月地方债发行放缓导致基建投资需求暂时回落有关。

图7：9月建筑业PMI显著弱于季节性



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

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_9844

