

来自基本面的冲击未完待续

——9月 PMI 数据点评 20220930

报告日期：2022-09-30

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 事件：

9月30日，统计局公布2022年9月PMI数据。9月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，比上月回升0.7个百分点；非制造业商务活动指数为50.6%，比上月回落2.0个百分点。

● 供需两侧边际回暖，债市回调尚未结束

整体来看，9月PMI数据表明当前供需两端均呈现边际回暖态势。具体而言，制造业方面，生产端先行回归景气区间，在此背景下企业加快工业生产，同时由于需求侧恢复弱于生产端，出现产成品累库现象；需求侧的边际改善亦提振企业经营预期，企业加快用工及备料，原材料采购及进口提速，备料需求回暖使得原材料价格有所上行。非制造业方面，建筑业在基建投资拉动下进入高景气区间，而服务业则受制于国内散点疫情影响，景气度跌破荣枯线。

债市观点方面，9月PMI数据体现出的供需回暖对债市影响偏空，近期利空因素的密集落地也使得债市出现明显回调。后续来看，我们认为短期内债市仍有回调的空间，近期地产端放松政策频出或将延续债市悲观情绪，重要窗口或在10月金融及经济数据披露前后；而从中长期视角来看，当下债券市场欠配行情并未出现根本性改变，保险资金的入场在需求侧对债市提供支撑，同时考虑到四季度抢跑行情，因此年内利率存在一定下行空间，地产端刺激政策还需关注其实际效果。整体而言，回调即是机会，当下应当把握债市回调带来的配置窗口。

◆ 供给端先行回暖，产成品主动累库。

9月制造业新订单指数录得49.8%，环比上行0.6pct，较过去5年同期均值低出2.1pct，尽管仍位于临界值以下，但呈现出边际回暖态势。外需方面，本月新出口订单指数录得47.0%，较前值大幅下行1.1pct，继续处于收缩区间，整体而言，海外高通胀仍在持续，货币政策仍在持续收紧，同时地缘冲突导致部分地区出现能源危机，进一步制约经济活动，因

此预计外需后续仍有下行的可能，出口或继续承压。

9月生产指数录得51.5%，较前值提升1.7pct，重回临界值以上，较过去5年同期均值低出1.2pct。在手订单与产成品库存分别较前月回升1.0pct与回升2.1pct，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数较前月回落1.5pct，当月录得2.5%，生产动能有所下行。

整体来看，疫情及高温对生产端的制约在9月明显减弱，生产端回暖明显，需求侧虽仍低于临界值但继续呈现出边际改善的迹象，企业盈利情况有改善的预期，因而供需两端恢复进度的短暂失衡导致产成品出现主动累库，后续需继续关注需求侧的恢复情况。

◆ **价格原材料价格重回临界线上，预计9月PPI或在1.0%左右。**

9月出厂价格指数与原材料购进价格指数录得47.1%与51.3%，分别较前值回升2.6pct与7.0pct，仍低于历史平均水平。本月在生产端回暖的带动下，企业对原材料需求增加，引起原材料价格上涨，而出厂价格仍处于临界值以下，需关注下游企业利润空间可能被挤压的情况。

具体来看，本月国际原油价格继续下行，各类工业品价格多数走弱，动力煤价格本月环比走高，水泥价格环比小幅增长，猪肉价格环比上涨。根据两大价格指数与PPI环比的相关性，我们对9月PPI进行测算，预计9月PPI环比降幅较8月大幅收窄，PPI同比涨幅或在1.0%左右。

◆ **需求侧回暖提振经营预期，企业用工及备料提速。**

9月制造业企业经营预期录得53.4%，较前值回升1.1pct，较去年同期下降3.0pct，较过去5年同期均值下降3.7pct，尽管据历史平均水平仍有一定恢复空间，但需求侧的回暖已对企业经营预期形成提振作用。

企业用工及备料边际改善，原材料库存走低。9月，制造业采购与进口指数分别录得50.2%与48.1%，分别较前月回升1.0pct与0.3pct，原材料库存指数小幅回落0.4pct至47.6%，从业人员指数小幅回升0.1pct至49.0%，逆指数供货商配送速度的下行同样指出，当前原材料需求相对旺盛。整体来看，需求侧回暖影响，企业经营预期改善，用工及备料均有所提速，同时由于生产端制约因素影响的减弱，供给侧先行回暖，使得原材料库存小幅回落。

◆ **各类型企业PMI全线回暖，但中小企业仍低于临界值。**

9月大中小型制造业企业PMI分别录得51.1%、49.7%与48.3%，分别较前值回升0.6pct、0.8pct与0.7pct。其中，大型企业景气度连续两个

月边际回暖，当前处于荣枯线上，中小型企业景气度虽同样边际改善，但当前仍处于收缩区间。

整体而言，各类型企业供需两侧均有明显回暖，其中小型企业景气度结束连续两个月的下跌，表明当前稳增长系列政策的落地与施行，对提振中小企业发展发挥了正向影响，但考虑到当前中小企业景气度仍低于临界值，后续或仍需增量政策的出台与落地。

◆ **建筑业进入高景气区间，服务业景气度回落。**

非制造业方面，9月非制造业商务活动指数录得**50.6%**，较上月大幅回落**2.0pct**。其他主要分类指标多数回落，其中新订单指数为**43.1%**，比上月下降**6.7**个百分点，投入品价格指数为**50.0%**，与上月持平，销售价格指数为**48.2%**，比上月上升**0.6**个百分点，从业人员指数为**46.6%**，比上月下降**0.2**个百分点，业务活动预期指数为**57.1%**，比上月下降**1.3**个百分点。分行业来看，服务业商务活动指数下行**3.0pct**至**48.9%**，建筑业商务活动指数大幅上行**3.7pct**至**60.2%**，处于高景气区间。

整体来看，在国内疫情多点散发的影响下，线下接触型服务业再度受挫，据统计局公布，零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等接触型聚集型服务行业商务活动指数均低于**45.0%**，回落幅度较大。建筑业方面，受益于资本金工具、专项债发行等政策支持下，基建投资持续走强，带动建筑业景气度大幅上行。

● **投资策略：把握回调带来的配置窗口**

债市观点方面，9月PMI数据体现出的供需回暖对债市影响偏空，近期利空因素的密集落地也使得债市出现明显回调。后续来看，我们认为短期内债市仍有回调的空间，近期地产端放松政策频出或将延续债市悲观情绪，重要窗口或在10月金融及经济数据披露前后；而从中长期视角来看，当下债券市场欠配行情并未出现根本性改变，保险资金的入场在需

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_46618

