

经济进一步修复，但隐忧仍在

2022年9月官方PMI点评

报告摘要

9月制造业PMI较8月上行，时隔两个月重回荣枯线之上，非制造业PMI受服务业拖累较8月下行，但继续位于景气区间。总体来看，9月官方PMI数据显示经济呈现弱复苏态势，但同时隐忧仍然存在，显示我国经济复苏基础仍然薄弱。首先是制造业新出口订单指数下滑，显示9月外需回落压力增大。其次是PMI出厂价格指数与PMI主要原材料购进价格指数的差从8月的+0.2PCTS变为-4.2%，显示制造业企业成本压力有边际增大趋势。最后是9月服务业PMI时隔3个月重回荣枯线之下，显示服务业景气度在居民出行重新受限之下，仍需进一步修复。

总体上我们认为，尽管面临着外部紧缩压力，但在经济复苏基础仍然薄弱之下，稳增长仍是我国宏观政策首要目标。国务院总理李克强9月21日主持召开国务院常务会议，听取国务院第九次大督查情况汇报，要求狠抓政策落实、推动经济回稳向上，再次强调稳经济的优先性。短期内货币政策预计仍将维持相对宽松态势，流动性外紧内松的局面仍将维持。9月官方PMI具体分析如下：

◆ 需求和生产同步改善，9月制造业PMI重回荣枯线之上

2022年9月官方制造业PMI录得50.1%，较上月+0.7PCTS，时隔两个月，重回荣枯线之上。总体上看，从8月到9月，制造业景气程度有所改善，但因为8月为景气度低点，9月改善之后，制造业景气度与历史同期相比仍然有差距。结构上看，9月PMI五大分项指数除PMI原材料库存指数为拖累项外，其余分项指数均不同程度带动制造业PMI指数上行，其中PMI新订单指数和PMI生产指数分别带动制造业PMI上行0.2PCTS和0.4PCTS，是向上带动作用最大的两项。

分大中小企业看，9月大型、中型和小型制造业企业景气度均较上月回升，其中大型企业景气度连续第2个月位于荣枯线之上，中、小型企业PMI仍位于荣枯线之下。9月大、中、小企业PMI新订单指数和PMI生产指数均实现回升，表明制造业需求和生产的回升具有全面性。

◆ 内需支撑制造业需求修复，生产恢复速度快于需求，原材料库存去化

9月PMI新订单指数较上月+0.6PCTS，但9月新出口订单指数较上月-1.1PCTS，显示在外需拖累的情况下，9月制造业需求的恢复主要靠内需支撑。9月PMI生产指数较上月+1.7PCTS，显示生产恢复进一步加快。结合近10年历史同期数据看，制造业需求和生产自低位快速修复，但尚需进一步恢复以达到历史平均水平。

9月，PMI产成品库存指数、PMI原材料库存指数、PMI采购量指数和PMI生产经营活动预期指数分别较上月+2.1PCTS、-0.4PCTS、+1.0PCTS和+1.1PCTS，显示在内需恢复的支撑下，9月制造业企业预期有所改善，采购意愿回升，同时生产的恢复速

主要数据

上证指数	3024.3905
沪深300	3804.8853
深证成指	10778.6145

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

9月PMI相关数据

2022年9月30日统计局发布9月官方PMI数据：官方制造业PMI录得50.1%，较上月+0.7PCTS；非制造业PMI50.6%，较上月-2.0PCTS，其中建筑PMI60.2%，较上月+3.7PCTS，服务业PMI48.9%，较上月-3.0PCTS；综合PMI产出指数为50.9%，比上月-0.8PCTS。

度较需求恢复速度更快，原材料库存加速向产成品库存转化，最终产成品库存累积，原材料库存去化。

◆ 主要原材料购进价格指数快速上行，制造业企业成本压力有所增大

9月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为 47.1%和 51.3%，分别较上月+2.6PCTS 和+7.0PCTS，均为连续 4 个月下行后，连续第 2 个月上行。PMI 出厂价格指数—PMI 主要原材料购进价格指数的差由上月的+0.2PCTS 变为-4.2%，制造业企业成本压力有所回升。9月，在煤、钢和油三大原料中，煤价的上行是制造业成本压力边际抬升的主因。虽然煤价支撑下，9月 PPI 环比或出现下滑幅度放缓或转正，但在翘尾因素作用下，9月 PPI 同比将继续较大幅度下行，预计 9月 PPI 将录得+0.5%左右。

◆ 建筑业维持高景气度，居民出行再次受限下服务业景气度下滑明显

2022 年 9 月，非制造业商务活动指数 50.6%，较上月-2.0PCTS，较上月走弱但继续位于荣枯线之上，其中，建筑业 PMI 为 60.2%，较上月+3.7PCTS，服务业 PMI 为 48.9%，较上月-3.0PCTS。

9月服务业 PMI 由荣枯线之上转到荣枯线之下，景气度明显下行，与我们观察到的受疫情影响，18 个大中城市地铁客流量 9 月重回同比下行态势相吻合。9 月疫情有所抬头之下，居民出行再次受到限制。9 月建筑业 PMI 录得 60.2%，较上月上行，维持高景气区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 61.0%，是近 4 个月高点。近期出台的盘活专项债、政策性金融工具等政策利好下，基建项目加速落地，建筑业生产活动扩张加快。

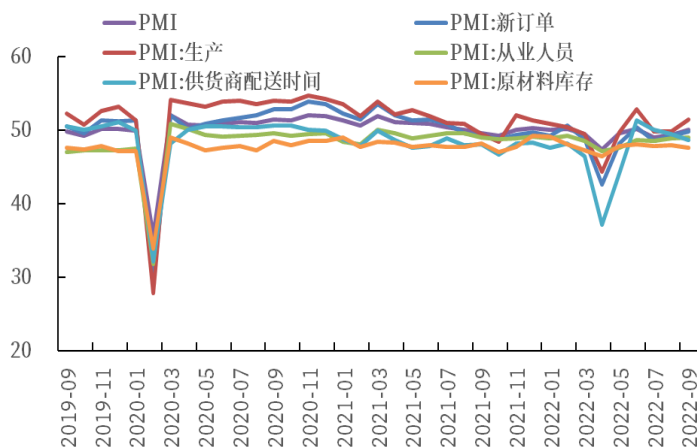
(1) 需求和生产同步改善，9月制造业 PMI 重回荣枯线之上

2022年9月官方制造业 PMI 录得 50.1%，较上月+0.7PCTS，时隔两个月，重回荣枯线之上。季节性上看，今年9月制造业 PMI 低于近10年（2012年-2021年，下同）历史同期均值的 50.6%，与历史同期相比不算强。9月 PMI 较8月上行幅度为 0.7PCTS，明显超过近10年9月 PMI 较8月 PMI 平均上行幅度的 0.1PCTS，表明8月到9月制造业景气度改善力度较大。总体上看，从8月到9月，制造业景气程度有所改善，但因为8月为景气度低点，9月改善之后，制造业景气度与历史同期相比仍有差距。

结构上看，9月 PMI 新订单指数 49.8%（较上月+0.6PCTS，下同）、PMI 生产指数 51.5%（+1.7PCTS）、PMI 从业人员指数 49.0%（+0.1PCTS）、PMI 供应商配送时间指数 48.7%（-0.8PCTS）、PMI 原材料库存指数 47.6%（-0.4PCTS）。9月制造业 PMI 五大分项指数除 PMI 原材料库存指数是拖累项外，其余分项指数均不同程度带动制造业 PMI 指数上行，其中 PMI 新订单指数和 PMI 生产指数分别带动制造业 PMI 上行 0.2PCTS 和 0.4PCTS，是向上带动作用最大的两项。

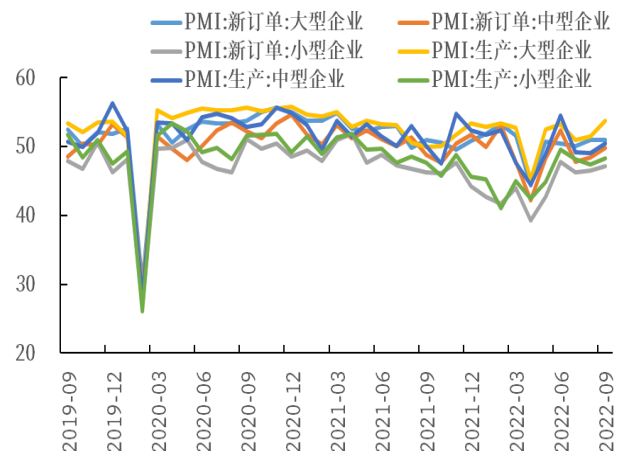
分大中小企业看，9月大型企业 PMI 录得 51.1%，较上月上行 0.6PCTS，中型企业 PMI 录得 49.7%，较上月上行 0.8PCTS，小型企业 PMI 录得 48.3%，较上月上行 0.7PCTS。大型、中型和小型企业景气度均较上月回升，其中大型企业景气度连续第2个月位于荣枯线之上，中、小型企业 PMI 仍位于荣枯线之下。9月大、中、小企业 PMI 新订单指数和 PMI 生产指数均实现回升，表明制造业需求和生产的回升具有全面性，需求回升幅度上中型企业>小型企业>大型企业，生产回升幅度上大型企业>中型企业>小型企业。

图1 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 不同规模企业新订单和生产指数走势 (%)



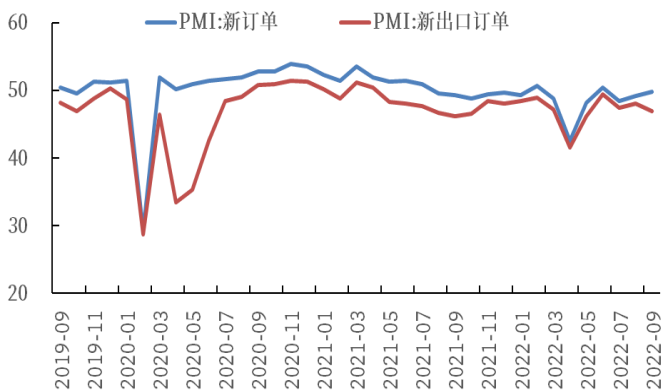
资料来源：wind，中航证券研究所

(2) 内需支撑制造业需求修复，生产恢复速度快于需求，原材料库存去化

9月 PMI 新订单指数较上月+0.6PCTS, PMI 生产指数较上月+1.7PCTS。历史同期数据看：今年 9 月 PMI 新订单指数和生产指数分别低于近 10 年 9 月相关指数均值，但较 8 月上行幅度均超过近 10 年平均上行幅度，总体上体现了制造业需求和生产自低位快速修复，但尚需进一步恢复以达到历史平均水平。

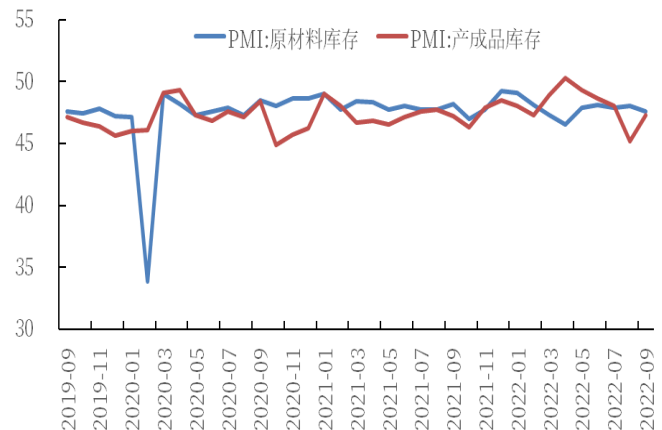
9 月新出口订单指数录得 47.0%，较上月-1.1PCTS, 结合 9 月较 8 月上行 0.6PCTS 的制造业新订单指数，显示在外需拖累的情况下，9 月制造业需求的恢复主要靠内需支撑。9 月，PMI 产成品库存指数和 PMI 原材料库存指数分别为 47.3%和 47.6%，分别较上月+2.1PCTS 和-0.4PCTS，同时，PMI 采购量指数录得 50.2%，较上月+1.0PCTS，PMI 生产经营活动预期指数录得 53.4%，较上月+1.1PCTS。9 月虽然外需回落，但在内需恢复的支撑下，制造业企业预期有所改善，采购意愿回升，同时生产的恢复速度比需求更快，原材料库存加速向产成品库存转化，最终产成品库存累积，原材料库存去化。

图3 9月制造业需求回升靠内需支撑 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图4 9月制造业原材料库存去化，产成品库存累积 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

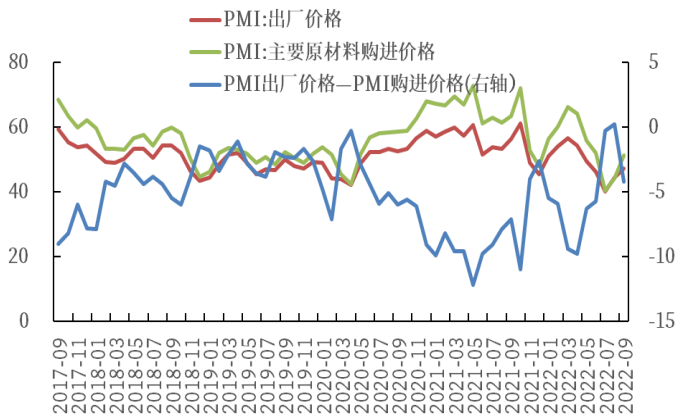
(3) 主要原材料购进价格指数快速上行，制造业企业成本压力有所加大

9月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为 47.1%和 51.3%，分别较上月+2.6PCTS 和+7.0PCTS，均为连续 4 个月下行后，连续第 2 个月上行。PMI 出厂价格指数—PMI 主要原材料购进价格指数的差由上月的+0.2PCTS 变为-4.2%，反映出与 8 月相比，9 月制造业产品出厂价格下滑幅度虽然放缓，但原材料价格由下滑转向略微上升，制造业企业成本压力有所回升。

9 月，原油价格继续下行，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格也较上月继续下行，但因化工、建材等行业开工旺季和夏季保民用电之下错峰延后生产，无烟煤、普通混煤、1/3 焦煤等煤种价格上行。在煤、钢和油三大原料中，煤价的上行是制造业成本压力边际抬升的主因。虽然煤价支撑下，9 月 PPI 环比或出现下滑

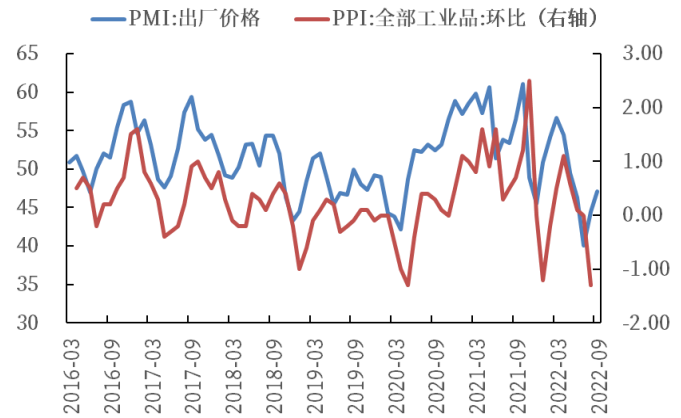
幅度放缓或转正，但在翘尾因素作用下，9月PPI同比将继续较大幅度下行，预计9月PPI将录得+0.5%左右。

图5 PMI出厂价格指数与主要原材料购进价格指数走势(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 PMI出厂价格指数与PPI环比走势(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

(4) 建筑业维持高景气度，居民出行再次受限下服务业景气度下滑明显

2022年9月，非制造业商务活动指数50.6%，较上月-2.0PCTS，其中，建筑业PMI为60.2%，较上月+3.7PCTS，服务业PMI为48.9%，较上月-3.0PCTS。服务业景气度下滑拖累下，9月非制造业景气度有所回落，但仍位于荣枯线之上。

9月服务业PMI由荣枯线之上转到荣枯线之下，景气度明显下行。从行业情况看，生产性服务业商务活动指数继续位于扩张区间，其中邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均高于60.0%，业务总量增长较快；生活性服务业商务活动指数降至收缩区间，是本月服务业景气回落的主要因素，其中零售、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。9月服务业PMI指数的下行与我们观察到的受疫情影响，18个大中城市地铁客流量9月重回同比下行态势相吻合。9月疫情有所抬头之下，居民出行再次受到限制。8月18大城市地铁客流量合计值同比为+7.2%，是今年3月以来首次为

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_46807

