



报告日期：2022年10月10日

大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，稳投资将是“扩内需”的主力军

——9月PMI数据点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 9月制造业PMI50.10，预期值49.60，前值49.40；9月非制造业PMI50.60，预期值52.40，前值52.60；9月综合PMI50.90，前值51.70。我们点评如下：

风险因素

1. OPEC+减产力度超预期；
2. “俄乌冲突”激烈程度超预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20220919）央行大概率重启逆周期因子，人民币汇率反转时点有可能在2023年春季
2. 英大宏观评论（20220907）工业企业处于主动去库存阶段，短期之内制造业PMI跃至荣枯线之上概率较低
3. 英大宏观评论（20220830）美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”，降息时点大概率落在2023年下半年
4. 英大宏观评论（20220822）不排除2022年下半年降准的可能，2023年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件
5. 英大宏观评论（20220812）8-12月制造业PMI或面临一定压力，“稳就业”背景下“扩内需”力度还将维持在较高水平
6. 英大宏观评论（20220801）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
7. 英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
8. 英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
9. 英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
10. 英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
11. 英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能

➤ 一、大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，服务业PMI弱于季节性拖累非制造业PMI；

➤ 二、4季度我国外需大概率继续承压，稳投资将是“扩内需”的主力军；

➤ 三、9月PPI当月同比大概率还将继续下行，国际油价下行时点不晚于11月初；

➤ 四、9月工业企业产成品存货同比或将继续下行，从历史经验看利率债最为受益；

➤ 五、“动态清零”总方针在年内还将继续执行，或对服务业PMI形成一定影响。

年度展望报告

1. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
2. 英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

目录

一、大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，服务业 PMI 弱于季节性拖累非制造业 PMI	3
二、4 季度我国外需大概率继续承压，稳投资将是“扩内需”的主力军	4
三、9 月 PPI 当月同比大概率还将继续下行，国际油价下行时点不晚于 11 月初	6
四、9 月工业企业产成品存货同比或将继续下行，从历史经验看利率债最为受益	8
五、“动态清零”总方针在年内还将继续执行，或对服务业 PMI 形成一定影响	11

事件：9月制造业 PMI50.10，预期值 49.60，前值 49.40；9月非制造业 PMI50.60，预期值 52.40，前值 52.60；9月综合 PMI50.90，前值 51.70。

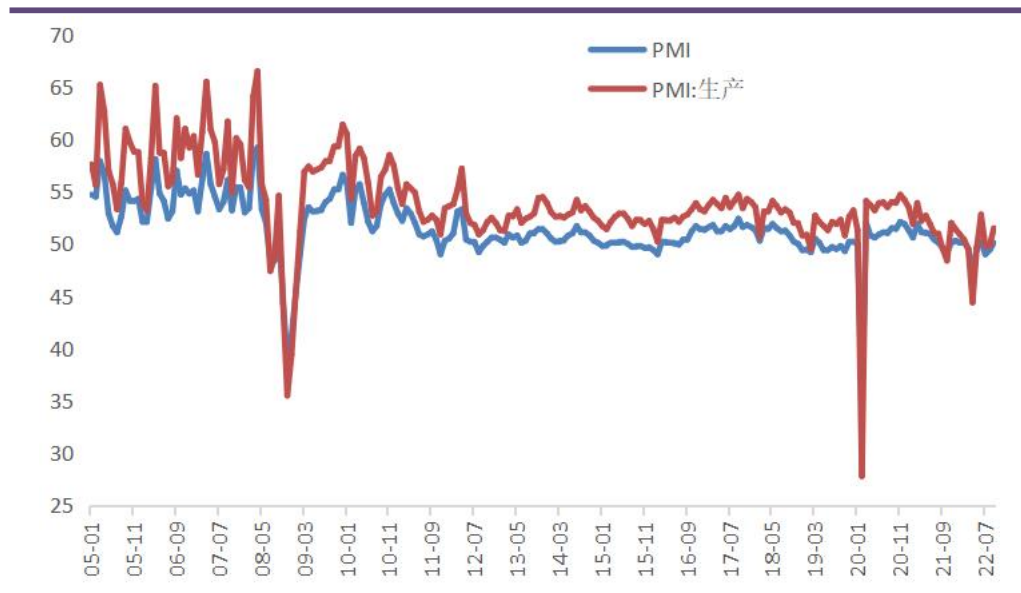
点评：

一、大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，服务业 PMI 弱于季节性拖累非制造业 PMI

9月制造业 PMI 录得 50.10，高于预期 0.50 个百分点，较前值上行 0.70 个百分点，时隔 2 个月重返荣枯线之上。就制造业 PMI 的绝对读数而言，在 2005 年以来 18 年的历年同期中，2022 年 9 月位列倒数第四位，居于中下游水平，但是从制造业 PMI 月度边际上行幅度看，2022 年 9 月较前值上行 0.70 个百分点，位列第六位，位于中上游水平。可见，从绝对读数看，9 月制造业 PMI 弱于季节性，但是从月度边际上行幅度看，9 月制造业 PMI 强于季节性。

从 5 个主要分项看，9 月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存分别录得 49.80、51.50、49.00、48.70、47.60，分别较前值上行 0.60、1.70、0.10、-0.80、-0.40 个百分点。其中，生产指数大幅上行 1.70 个百分点，并重返荣枯线之上，为五大分项中唯一位于荣枯线之上的分项，是 9 月制造业 PMI 的主要拉动项。此外，新订单虽然依旧处于荣枯线之下，但是较前值上行 0.60 个百分点，表明在国家“扩内需”政策的拉动下，我国需求收缩程度放缓。再次，从业人员虽然依旧处于荣枯线之下，但是较前值上行 0.10 个百分点，也在边际上推升 9 月制造业 PMI。最后，作为逆指标，供货商配送时间在荣枯线之下持续下探，也对 9 月制造业 PMI 形成支撑。

图 1：生产指数大幅上行，是 9 月制造业 PMI 的主要拉动项（%）



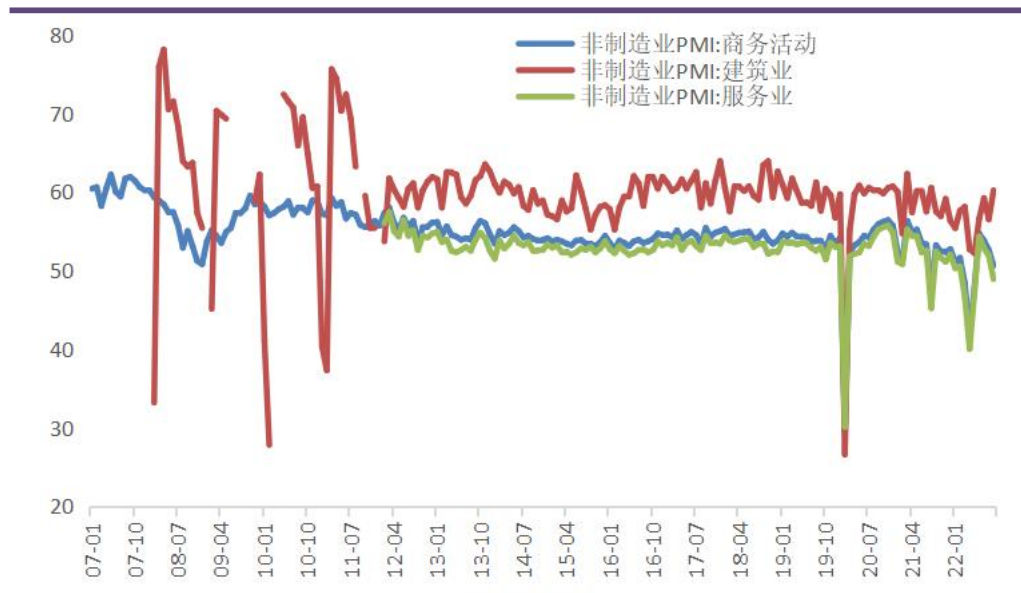
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

分企业规模看，9 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 51.10、49.70、48.30，分别较前值上行 0.60、0.80、0.70 个百分点。其中，大型企业在荣枯线之上持续上行，创 2022 年 4 月以来新高，表明大型企业持续发挥“顶梁柱”作用，而中小企业虽然较前值上行，且均处近 3

个月新高，但是依旧位于荣枯线之下，表明中小企业经营依旧面临一定压力。

9月非制造业PMI为50.60，低于预期1.80个百分点，较前值下行2.0个百分点，创近4个月新低。虽然9月非制造业PMI依旧位于荣枯线之上，但是拉长时间周期看，尚处于历史低位区间。就非制造业PMI的绝对读数而言，在2007年以来16年的历年同期中，2022年9月位列倒数第一位，表明9月非制造业PMI不理想，而非制造业PMI的月度边际下行幅度看，2022年9月较前值下行2.0个百分点，位列倒数第2位，仅强于2012年9月的-2.60个百分点。可见，不论是从绝对读数看，还是从月度边际变动幅度看，9月非制造业PMI均弱于季节性。**从结构上看：**9月建筑业PMI为60.20，较前值上行3.70个百分点，创2021年9月以来新高，时隔12个月重返60以上景气区间；9月服务业PMI为48.90，较前值下行3.0个百分点，时隔3个月再次滑至荣枯线之下，表明我国服务业进入收缩状态。**从非制造业PMI的9个分项看：**绝大部分分项较前值下行，其中，位于荣枯线以下的指标有7个，持平于8月，位于50-60之间的指标有2个，持平于8月，位于60以上的指标有0个，持平于8月。

图2：服务业PMI弱于季节性拖累9月非制造业PMI（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

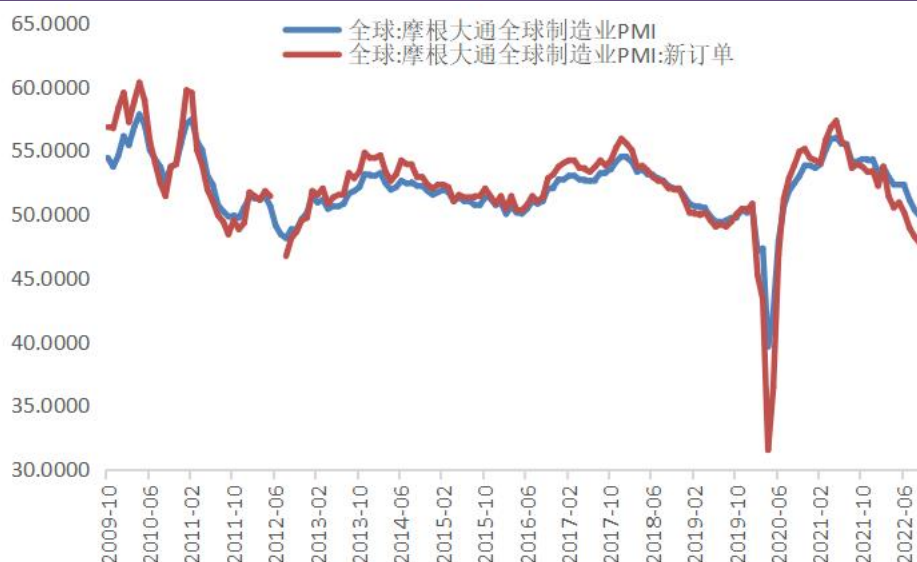
二、4季度我国外需大概率继续承压，稳投资将是“扩内需”的主力军

9月新订单、新出口订单与在手订单分别为49.80、47.00、44.10，分别较前值上行0.60、-1.10、1.00个百分点。其中，新订单与在手订单均创近3个月新高，而新出口订单则创近4个月新低。9月“新订单-新出口订单”这一复合指标录得2.80个百分点，较其前值走阔1.70个百分点，创2021年10月以来新高，结合9月新出口订单创近4个月新低，表明9月我国外需弱于内需。

外需方面，在9月欧洲央行与美联储均加息75个基点的背景下，9月摩根大通全球制造业PMI较前值下行0.50个百分点至49.80，自2020年7月以来首次跌破荣枯线，表明全球制造业进入收缩状态。其中，9月摩根大通全球制造业PMI新订单录得47.70，较前值下行0.50

个百分点，连续3个月在荣枯线之下持续下探，且创2020年7月以来新低，表明全球制造业需求收缩力度进一步加大。在此背景下，10月5日世贸组织“警告”称，各国央行的过度干预会导致经济衰退。对此，我们有两个观点。**第一**，随着9月摩根大通全球制造业PMI跌破荣枯线，全球经济已经进入衰退阶段。**第二**，随着新订单指数的持续下探，短期之内摩根大通全球制造业PMI大概率继续下探，预计全球经济衰退程度大概率进一步加深。

图3：全球经济已经进入衰退阶段，后期衰退程度大概率进一步加深（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从主要经济体制造业PMI看：美国方面，虽然9月美国Markit制造业PMI录得52.0，较前值上行0.50个百分点，但是9月美国ISM制造业PMI录得50.90，较前值大幅下行1.90个百分点，逼近荣枯线且创2020年6月以来新低；欧元区方面，9月欧元区制造业PMI录得48.40，较前值下行1.20个百分点，连续3个月在荣枯线之下持续下探，且创2020年7月以来新低，其中，9月德国制造业PMI录得47.80，较前值下行1.30个百分点，同样连续3个月在荣枯线之下持续下探，且创2020年7月以来新低；日本方面，受宽松货币政策的支撑，9月日本制造业PMI录得50.80，依旧位于荣枯线之上，但是较前值下行0.70个百分点，创2021年2月以来新低；英国方面，9月英国制造业PMI录得48.40，虽然较前值上行1.10个百分点，但是依旧位于荣枯线之下。

众所周知，制造业PMI是宏观经济的领先指标。如果我们能够对这一“领先指标”做出准确预判，就能够走在市场的“前面”。问题的关键是，是否存在以及能否找到制造业PMI的“领先指标”？马克思主义哲学认为，“物质决定意识，意识反作用于物质”。宏观经济走势是客观存在的，属于“物质”的范畴，宏观经济政策则属于“意识”的范畴。也就是说，宏观经济走势决定宏观经济政策，而宏观经济政策反作用于宏观经济走势。这一过程也就是逆周期调节政策从酝酿、执行直至生效的过程。既然宏观经济政策反作用于宏观经济走势，那么作为宏观经济走势领先指标的制造业PMI，也在很大程度上也受宏观经济政策的影响。也

就是说，我们可以从宏观经济政策走向出发来预判制造业 PMI 的走势。

“紧缩”是当前全球宏观政策的“主基调”。美联储方面，9 月 27 日美联储埃文斯表示，对美联储联邦基金利率的共识是：将在年底达到 4.25%-4.5%。欧洲央行方面，9 月 28 日欧洲央行行长拉加德表示，恢复物价稳定是欧洲央行的主要目标，在未来的几次会议上将继续加息，即使收紧政策的副作用是经济增长走弱。其他国家央行方面：澳洲联储发布声明称，未来几个月内将继续加息，加息没有预设路径，承诺采取一切必要手段使得通胀率重返目标；瑞士央行将政策利率上调 75 个基点至 0.5%，告别负利率时代；挪威央行将关键利率上调 50 个基点至 2.25%，并预计 11 月极有可能进一步上调利率；卡塔尔央行宣布加息 75 个基点至 3.75%，为今年第五次加息；菲律宾央行将政策利率上调 50 个基点至 4.25%。**综上**，在全球掀起加息浪潮的背景下，预计 10-12 月摩根大通全球制造业 PMI 将持续下行，我国外需大概率继续承压。

内需方面，9 月进口指数录得 48.10，较前值上行 0.30 个百分点，为近 3 个月新高。这一现象与“新订单-新出口订单”这一复合指标创 2021 年 10 月以来新高相呼应，表明我国内需边际意义上出现一定幅度好转。

在外需下行已经成为市场共识的背景下，扩内需成为当务之急。9 月 28 日李克强总理主持召开稳经济大盘四季度工作推进会议时指出“要抓好重点工作”。“针对需求偏弱的突出矛盾，想方设法扩大有效投资和促进消费”，在具体举措方面李克强总理指出两点：“**一是**用好政策性开发性金融工具”，主要针对的是基础设施项目建设；“**二是**用好专项再贷款、财政贴息等政策”，主要针对制造业、服务业、社会服务等领域设备更新改造，也就是制造业投资。此外，李克强总理指出，“因城施策运用政策工具箱中的工具，支持刚性和改善性住房需求，实施好保交楼政策”，主要针对的是房地产投资。关于消费，李克强总理并未提出具体举措。可见，通过“稳投资”进而“稳内需”，是当前我国的重点工作。

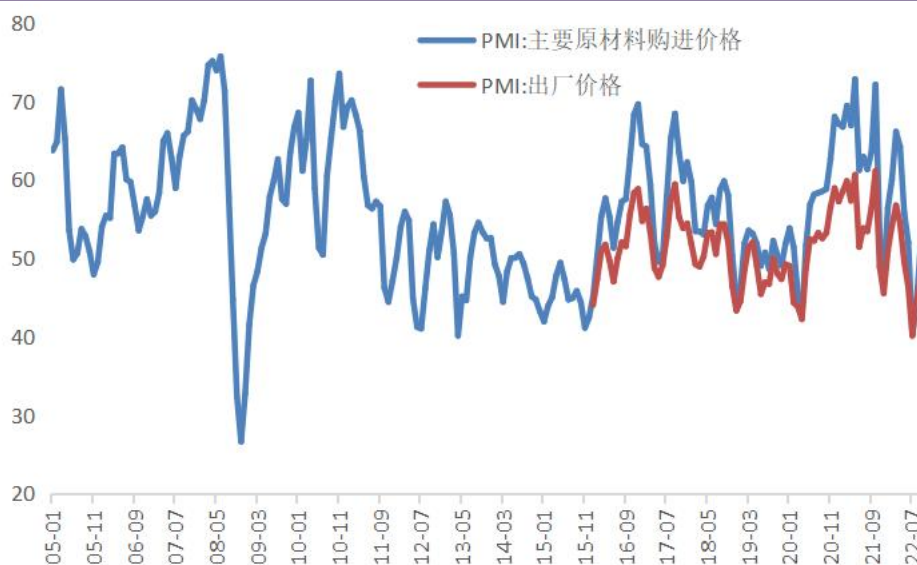
三、9 月 PPI 当月同比大概率还将继续下行，国际油价下行时点不晚于 11 月初

9 月主要原材料购进价格指数为 51.30，较前值大幅上行 7.0 个百分点，时隔 2 个月重返荣枯线之上；9 月出厂价格指数为 47.10，较前值上行 2.60 个百分点，创近 4 个月新高，但是依旧位于荣枯线之下。分企业规模看：9 月大中小型企业主要原材料购进价格分别为 50.20、51.20、53.80，分别较前值上行 7.30、6.50、7.00 个百分点，三者均时隔 2 个月重返荣枯线之上；9 月大中小型企业出厂价格分别为 45.30、47.10、51.10，分别较前值上行 0.70、3.90、4.90 个百分点，其中，大中企业位于荣枯线之下，而小型企业则时隔 4 个月重返荣枯线之上。

9 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双自低位反弹，且主要原材料购进价格指数跃至荣枯线之上，进入扩张区间。在此背景下，9 月 PPI 当月同比走势如何？我们认为 9 月 PPI 当月同比大概率在 8 月 2.30% 的基础上继续大幅下行。我们做出这一判断的依据有以下三点。**第一**，虽然 9 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双反弹，但是依旧位于历

史低位区间，表明反弹力度较弱。**第二**，从基数角度看，2021 年 7 月、8 月、9 月 PPI 当月同比分别为 9.0%、9.50%、10.70%，9 月边际上行幅度大于 8 月边际上行幅度，也就是说，呈加速上行态势，而从翘尾因素角度看，2022 年 7 月、8 月、9 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为 3.20%、2.49%、1.27%，9 月边际下行幅度大于 8 月边际下行幅度，也就是说，呈加速下行态势。如果仅就这一点看，9 月 PPI 当月同比下行幅度要大于 1.90 个百分点，也就是说，9 月 PPI 当月同比大概率不高于 0.40%。**第三**，从新涨价因素看，虽然 9 月螺纹钢、铁矿石、煤炭系价格收阳，但是 9 月国际油价与国际铜价大幅下探，对 9 月 PPI 当月同比形成压制。

图 4：9 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双自低位反弹（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

10 月 5 日 OPEC+ 部长级会议决定，将 11 月和 12 月的 OPEC+ 产量配额相比 8 月下调 200 万桶/日，同时宣布本轮减产协议框架有效期将延续至 2023 年 12 月末。受这一决定影响，布伦特原油期货与 WTI 原油期货均大幅上行。当前问题的关键是，国际油价会不会继续大幅上行？我们认为，本轮国际油价上行具有较强的反弹性质，后期大概率继续下行。我们做出这一判断的依据有以下六点。**第一**，在 9 月摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯线，尤其是新订单指数连续 3 个月在荣枯线之下持续下探的背景下，全球宏观经济复苏前景黯淡，随着全球宏观经济

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_47056

