

制造业改善持续性待观察，逆周期政策仍需发力

数据：9月官方制造业PMI为49.8（前值49.5），非制造业PMI为53.7（前值53.8），综合PMI产出指数为53.1（前值53.0）。

1、9月制造业PMI较上月小幅回升，依然位于收缩区间，生产、需求改善，价格环比回升，制造业景气度有所改善。

（1）供需角度看，生产高于上月（+0.4至52.3），新订单指数上行（+0.8至50.5），生产和需求均有所改善。

（2）采购库存角度，原材料库存存在收缩区内小幅回升（+0.1至47.6），产成品库存存在收缩区间内下行（-0.7至47.1）。与此对应的是，采购量回升至扩张区间（+1.1至50.4），企业仍处于去库存阶段。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数上升（+3.6至52.2），出厂价格指数在收缩区间继续上升（+3.2至49.9）。

（4）进出口看，进口收缩区内回升（+0.4至47.1），出口在收缩区间内回升（+1.0至48.2），全球经济增速放缓，叠加贸易摩擦影响，对外需形成拖累。

（5）就业压力仍存，从业人员指数在收缩区间内小幅上行（+0.1至47.0）。

（6）企业规模看，大型企业在扩张区间上行（+0.4至50.8），中型企业收缩区间内上行（+0.4至48.6），小型企业收缩区内上行（+0.2至48.8），各类型企业景气度总体依然偏弱。

（7）未来看，生产经营活动预期指数上行（+1.1至54.4），当前市场信心有所改善。

2、9月非制造业商务活动下行，服务业景气度回升，建筑业景气度回落。服务业商务活动指数回升（+0.5至53.0），从行业大类看，航空运输、邮政快递、互联网软件、银行、证券等行业商务活动指数位于58.0%以上较高景气区间，业务总量快速增长。建筑业商务活动指数下降（-3.6至57.6），但新订单指数回升（+1.2至55.1），建筑业市场需求仍有支撑。

3、9月PMI数据有以下三点值得关注：（1）PMI生产、需求有所回升，但持续性待观察。虽然基建、房地产建安投资对于需求有一定支撑，但经济内生需求依然相对较弱。生产数据的回升部分可能与企业在国庆节前赶工期有一定关系，且今年由于70年大庆因素，9月工期明显减少，赶工期的因素影响可能会更大一些。但生产的进一步回升是存疑的，从数据来看，钢材社会库存已经处于近年来高位，在库存积累下，高炉开工率也明显下降。此外，海外需求也不乐观。政策方面，需要财政政策（中央政府加杠杆）的方式来对冲私人需求走弱。（2）价格改善与原油冲击有一定关系，随着房地产建安投资的走弱，将对价格形成拖累。

9月受沙特事件影响，原油价格环比上升，以人民币来计，较8月环比上升5.6%，成为价格重要的支撑，其他工业品价格表现相对平稳。今年4月以来南华工业品指数与CRB工业原料价格指数的背离，反映了房地产建安投资对国内工业品价格的支撑，但随着期房销售的完成，叠加房地产严控政策下，建安投资也将放缓，这样国内工业品价格也将面临下行压力，进而带动PPI同比走弱。其结果是导致实际利率的被动攀升，政策方面而言，则需要央行降息来降低企业实际融资成本。（3）建筑业PMI回落，但基建总体有支撑。建筑业PMI回落可能与国庆停工有一定关系，表现在8月建筑业PMI的反季节上升，但从新订单来看，建筑业需求依然是比较好的。此外，平地机、沥青混凝土摊铺机等销量均有所改善，也印证了基建投资的改善。因此，基建进一步回升的方向是确定，但今年力度相对有限，全年来看，基建增速有望回升至5%。

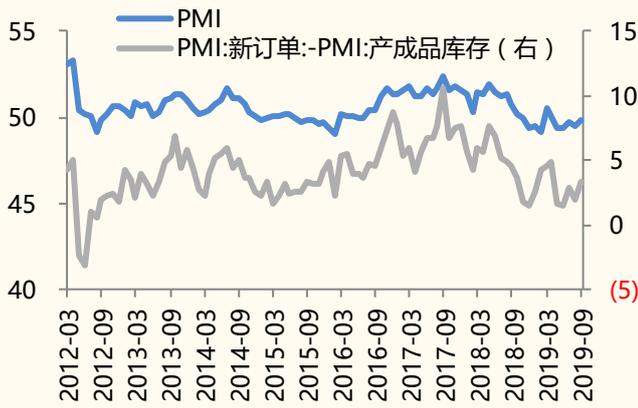
风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

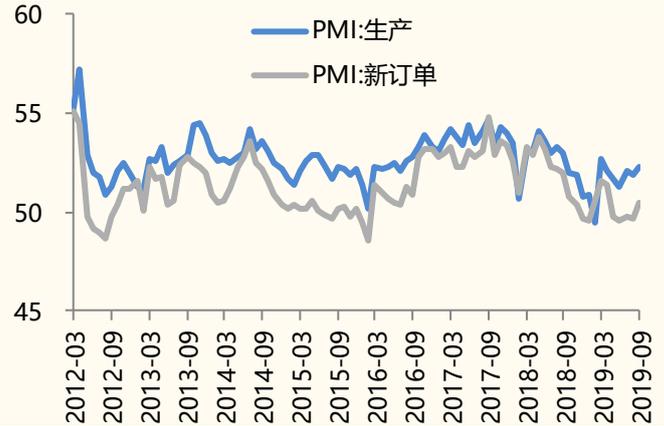
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1: 9月份制造业 PMI 回升



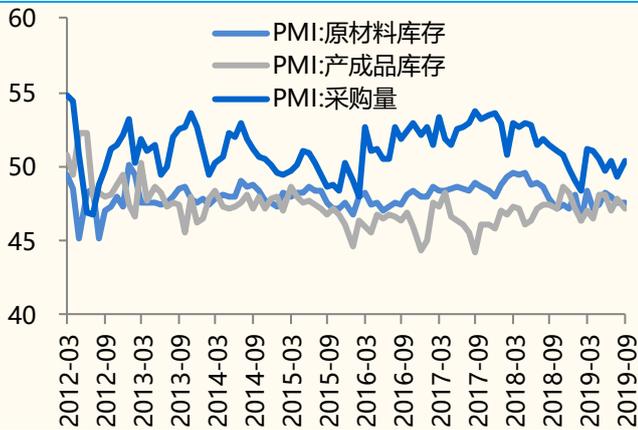
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 2: 制造业生产、新订单指数均有所回升



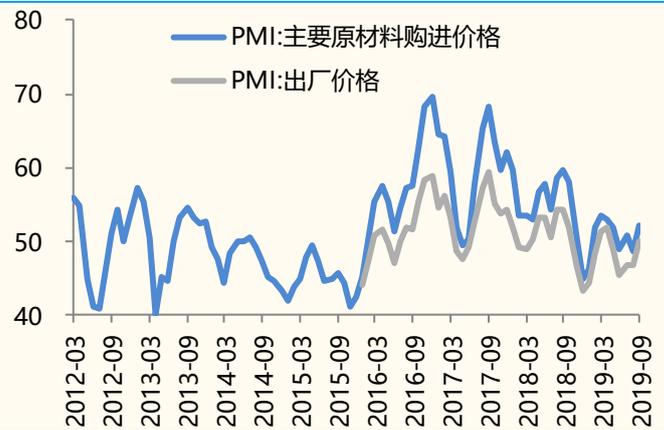
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 3: 原材料库存指数上行, 产成品库存指数下行



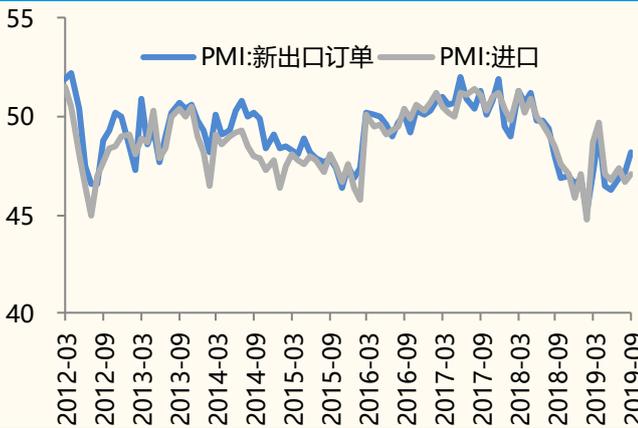
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 主要原材料和出产价格指数上升



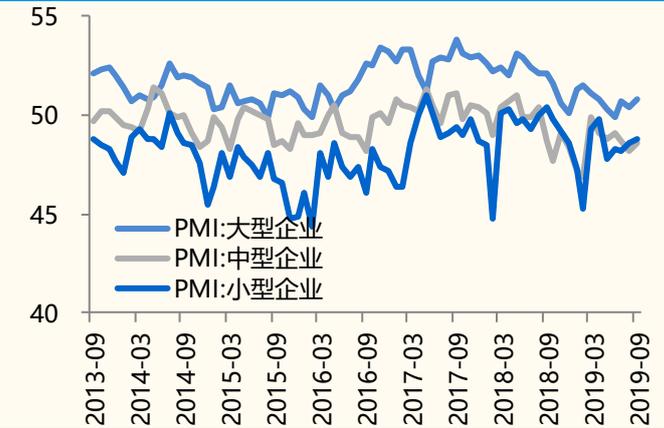
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 5: 进口指数回升, 出口小幅回升



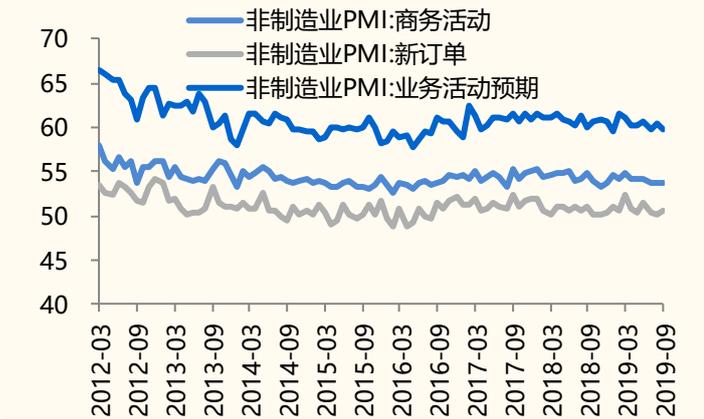
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 6: 大中企业景气度回升, 小企业景气度小幅上行



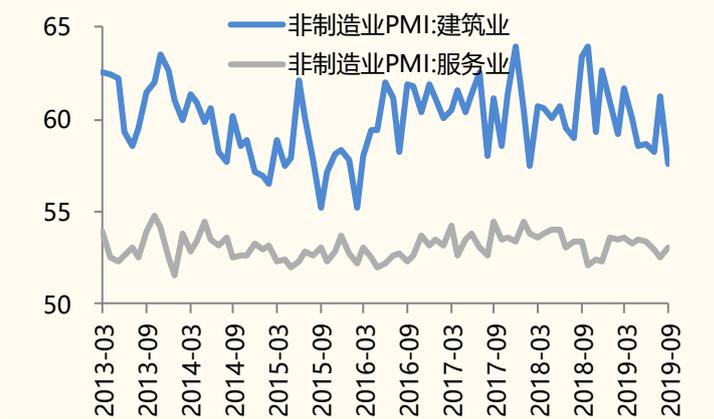
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 7: 非制造业商务活动指数小幅下行



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 8: 建筑业指数下行, 服务业指数小幅上行



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

风险提示:

1. 财政宽松力度不足, 减税降费力度不够或者执行力度不够, 难以对冲经济下行压力, 导致企业盈利进一步下降, 失业等问题加剧;
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升, 同时物价下滑, 实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力;
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧, 令政策层面对经济增长的压力上升, 导致阶段性经济增长失速;
4. 房地产市场持续收紧, 叠加资管新规严格执行程度超预期, 可能造成部分金融机构出现风险, 从而导致系统性风险发生概率上升;
5. 中美贸易摩擦升温, 对双方需求形成较大冲击; 如果美联储加息速度和幅度高于市场预期, 将推升美元大幅上升, 资本流入美国, 新兴市场将再度面临资本流出, 可能诱发风险。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH

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_9822

