

## 改善幅度弱于历史均值

### ——2019年9月PMI数据点评

宏观简报

#### ◆要点

2019年9月中国制造业PMI为49.8%，较上月上行0.3个百分点，不过这已是2019年以来制造业PMI连续第5个月落于枯荣线以下，其中新订单和生产分项指数分别贡献了0.24和0.1个百分点。9月PMI环比增量明显低于2005年至2018年的同月平均增量，9月新订单指数环比上行但受新出口订单影响可能较大，并且非贸易品生产的建筑业和服务业就业小幅下行都表明9月制造业PMI的上行可能具有暂时性，内需难言好转。

不过从光大供给压力指数来看，上游企业盈利在季节效应以及“宽财政”的拉动下受到一定支撑。9月PMI所隐含的PPI同比增速仍可能落于-1%附近。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebsecn.com](mailto:zhangwenlang@ebsecn.com)

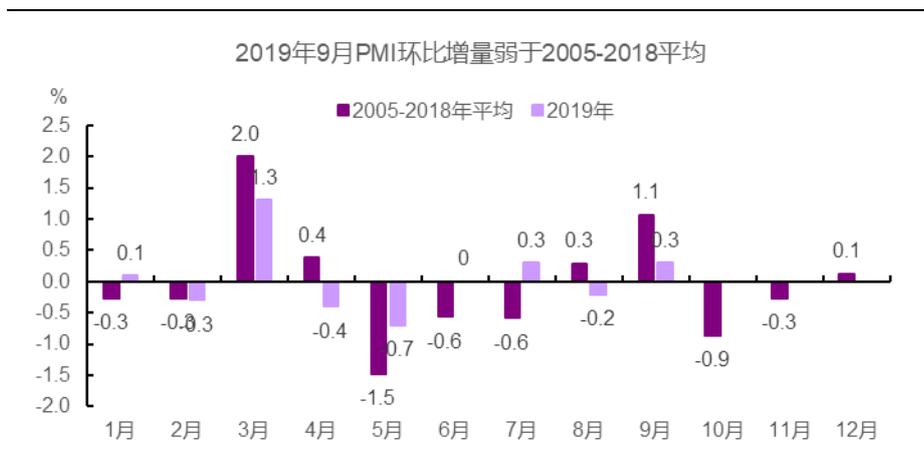
周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)  
021-52523803  
[zhouzipeng@ebsecn.com](mailto:zhouzipeng@ebsecn.com)

## PMI 改善不及历史均值

2019年9月中国制造业 PMI 较上月上行 0.3 个百分点至 49.8%，但已经连续第 5 个月处于枯荣线以下，也意味着在过去的 10 个月当中，中国制造业有 8 个月处于收缩状态。

2019年9月的制造业 PMI 环比变动并未改变季节性特征，从季节效应来看，过去 15 年（2005-2019 年）中，9 月份中国制造业 PMI 平均值高于 8 月份的占比为 93.3%。不过本次制造业 PMI 环比增量显然弱于 2005 年至 2018 年对应的 9 月份平均环比增量（值为 1.1%）。

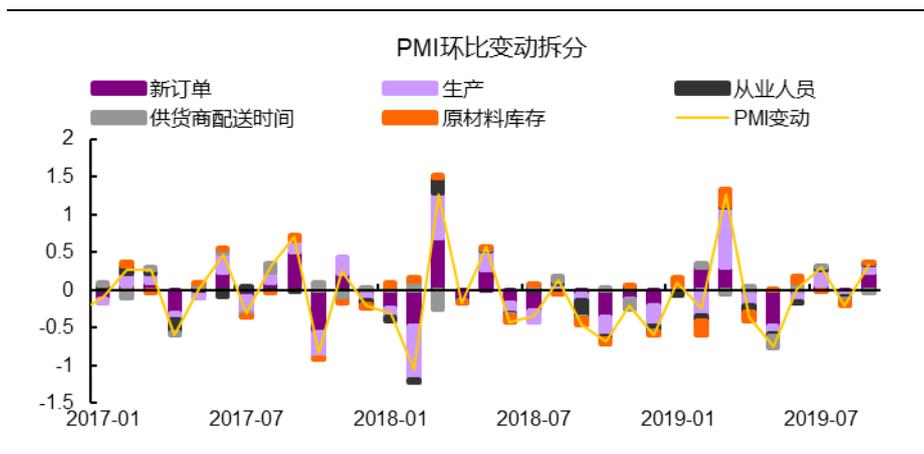
图 1：2019 年 9 月 PMI 环比



资料来源：Wind，光大证券研究所

2019年9月 PMI 环比上行 0.3 个百分点贡献最大的是新订单指数（贡献 0.24 个百分点）和生产指数（贡献 0.1 个百分点）（图 2），除供应商配送时间外，9 月制造业 PMI 各分项指数都有所增加。

图 2：9 月制造业 PMI 环比上行 0.3 百分点——PMI 环比变动构成分解

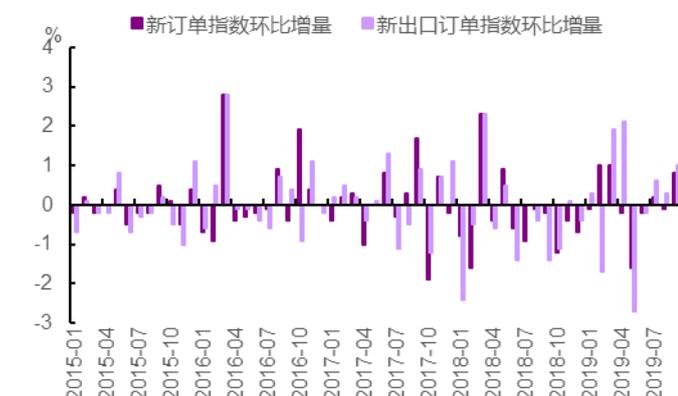


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019-9-30

## 内需还有压力

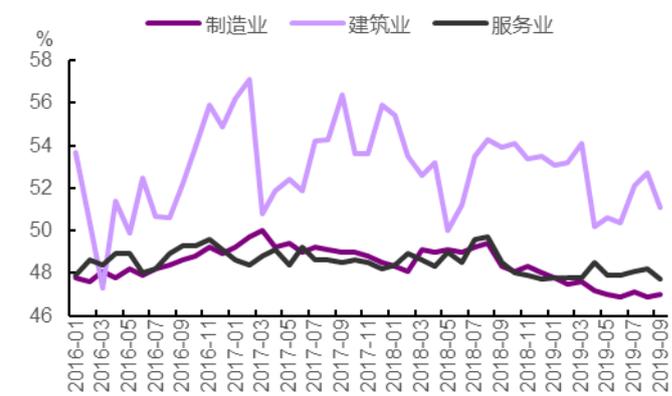
9月制造业PMI中贡献最大的是新订单分项上行了0.8个百分点，然而从历史数据中看，新出口订单指数与新订单指数有极高的相关性。新出口订单指数的波动能解释接近60%的新订单指数的波动（图3）。而9月新订单指数的环比增幅可能有一大部分<sup>1</sup>是由新出口订单拉动。新出口订单则可能是由于贸易抢跑以及海外圣诞季的季节性订单导致。实际上从劳动市场上看，尽管制造业就业指数9月份环比上行0.1个百分点，但是代表非贸易品的建筑业和服务业的就业指数环比却都出现了一定下行，这从侧面反映内需仍面临一定压力。

图3：新出口订单支撑了9月新订单



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年9月

图4：建筑业和服务业就业指数依然下滑

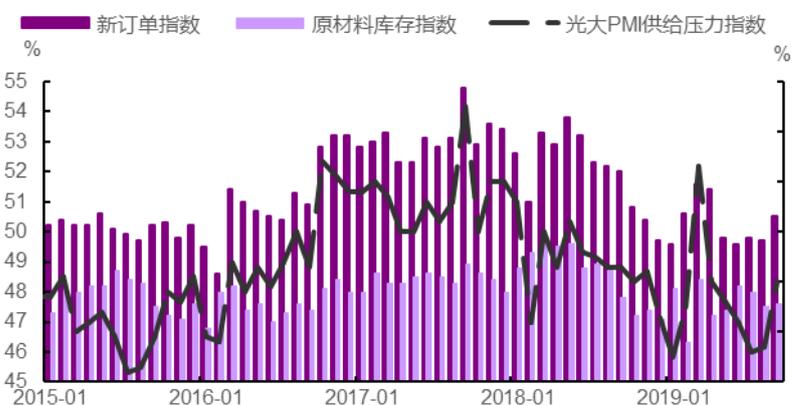


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年9月

## 上游盈利9月或改善

经历了1季度财政支出加大，基建反弹以及低基数效应带动的上游行业的活性复苏后，从2季度开始光大供给侧压力指数持续下滑。但是9月份供给侧压力指数上行1.3个百分点至3.0%，尽管仍然处于历史较低位置（图6），但改善可能性较大，这与季节性相关，另一方面也可能与“宽财政”等有关。

图6：供给侧压力指数继续下行，上游行业盈利仍受抑制



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间截至2019年9月30日

<sup>1</sup> 据作者估算超80%。

进入9月份，在2020年部分专项债额度可能提前发放等政策利好刺激下，9月份建筑业新订单指数为55.1%，较上月升1.2个百分点，显示市场需求稳定，建筑业有望保持扩张，上游企业运营或受一定程度支撑，支撑9月上游行业盈利。

9月PMI中主要原材料购进价格较上月上行3.6个百分点至52.2%，使得PMI隐含的PPI通胀环比约为0.1个百分点，不过同比增速仍在负数区间，接近-1%，这依然为宽松的货币和财政政策提供了空间。

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\\_9826](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9826)

