

宏观研究/动态点评

2019年09月30日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：政策性金融蓄势待发值得关注》
2019.09
- 2 《宏观：8月利润短期调整，不改向上修复趋势》2019.09
- 3 《宏观：再降LPR意味着什么？》2019.09

PMI 小幅回升，经济动能有所修复

2019年9月中采PMI数据点评

核心观点

9月中采制造业PMI相比上月回升0.3个百分点至49.8%，生产和新订单指数分别改善0.4和0.8个百分点至52.3%和50.5%，经济动能边际改善，符合我们此前预期。其中，新出口订单大幅改善1个百分点至48.2%，升幅大于新订单指数，衰退式顺差预计持续。价格指数大幅回升，预计PPI环比改善，但在翘尾因素影响下，预计PPI同比12月才可能迎来反弹。PMI目前正逐渐进入二阶导的切换，但经济短期仍存较大下行压力，库存周期的回升及实体相关数据的回暖仍待四季度末至明年一季度。近期政策边际变化，我们认为需关注政策性金融发力的可能性。

9月PMI小幅回升符合预期

9月中采制造业PMI较上月回升0.3个百分点至49.8%，其中，生产和新订单指数分别上行0.4、0.8个百分点至52.3%和50.5%，这是新订单指数自5月以来首次升至扩张区间，代表经济动能的“新订单-生产”指数边际改善，符合我们此前对经济秋季旺季来临、数据或迎来修复的判断。PMI下半年较难突破6月49.4%的低位，目前正逐渐进入二阶导的切换，后续是否能持续修复取决于下游需求，从PPI走势来看，我们认为12月PPI才会在翘尾因素影响下有所反弹，库存周期或受此带动逐渐进入补库存。9月非制造业商务活动指数小幅下行0.1个百分点至53.7%，仍在平稳扩张。

新出口订单大幅改善，内需仍弱于外需

继8月新出口订单逆势回升后，9月继续大幅改善1个百分点至48.2%，升幅大于新订单指数，仍体现一定抢出口效应。9月进口指数上行0.4个百分点至47.1%，内需仍弱于外需，我国衰退式顺差预计持续。近期“六稳”政策有所发力，预计财政政策效果或在明年年初在基建增速上有所体现，目前地产调控仍然趋严，内需短期内大幅复苏概率不大，但国际国内的预防式政策或延缓经济的下行。

价格指数大幅回升，库存周期被动去库存确认

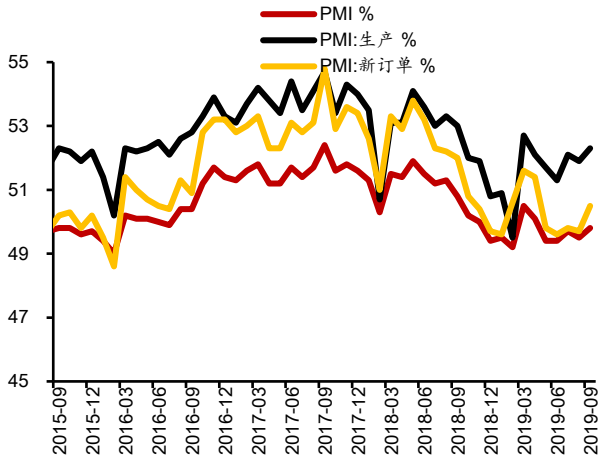
9月PMI出厂价格和原材料购进价格指数分别大幅上行3.2和3.6个百分点至49.9%和52.2%，原材料购进价格指数回到荣枯线上方较高水平，与近期高频数据走势一致，PPI环比或有改善，但翘尾因素或牵制PPI近两月处于较低水平，至12月才可能迎来反弹。需求侧无大的复活动力的情况下，除翘尾因素外，后续PPI走势核心边际变化仍可能来自供给侧。9月原材料库存指数小幅上行0.1个百分点至47.6%，产成品库存指数下行0.7个百分点至47.1%，意味着被动去库存确认，库存走势与PPI关系密切，若四季度末PPI边际回升，库存有望触底反弹。

风险事件仍多，市场高波动性或持续

PMI如期小幅回升，经济动能有所企稳，但是经济短期仍存较大下行压力，库存周期的回升及实体相关数据的回暖仍待四季度末至明年一季度。贸易形势仍扑朔迷离，外需中长期趋势下行走势基本确认，通胀压力升温，加大了货币政策决策难度。但近期政策边际变化，我们认为需关注政策性金融发力的可能性，相关领域如旧城改造、保障房、市政建设和公路等都可能成为PSL投向领域。风险事件仍多，我们继续坚定看好黄金配置价值及金银比触顶带来的白银投资机会，通胀压力升温，10年期国债收益率短期或有承压。

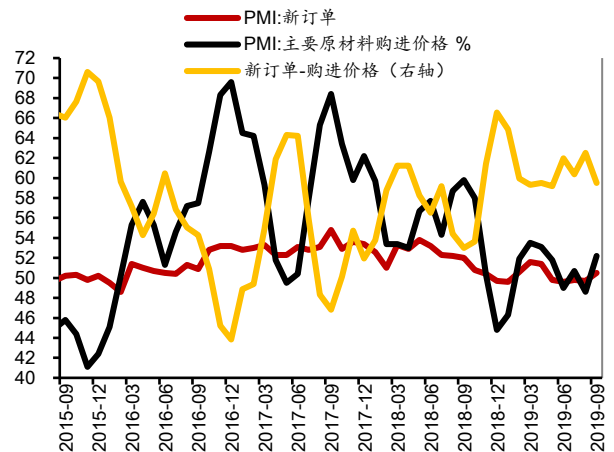
风险提示：地产强调控政策导致经济回落压力超预期；环保限产等供给侧力度加强，PPI超预期回升。

图表1： 中采制造业 PMI 及其生产指数、新订单指数



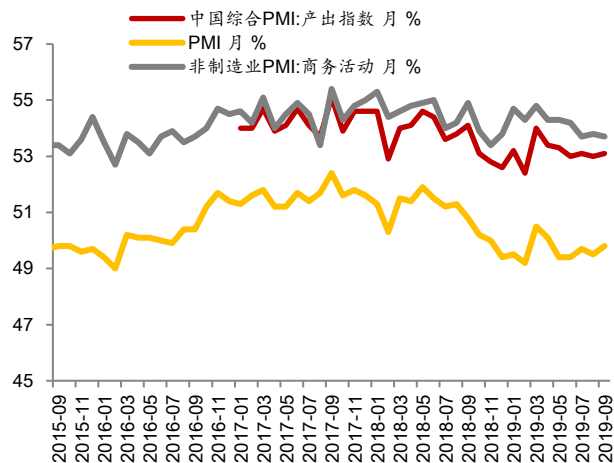
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 制造业 PMI 利润趋势指标



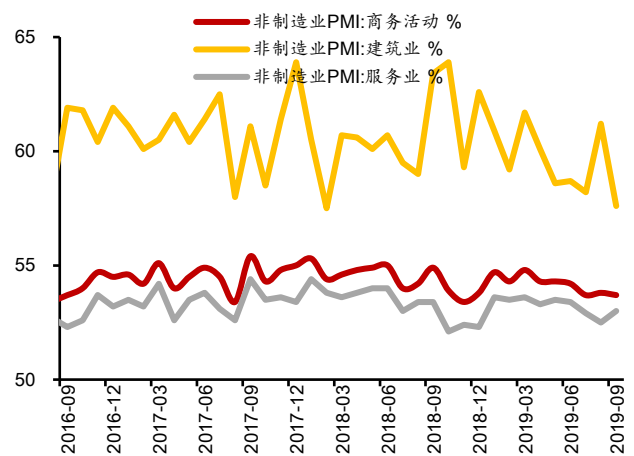
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 制造业 PMI、非制造业 PMI、综合 PMI 产出指数



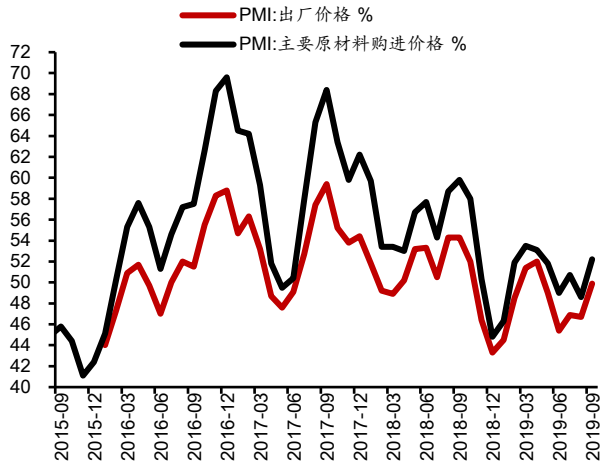
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 非制造业及建筑业、服务业 PMI 指数



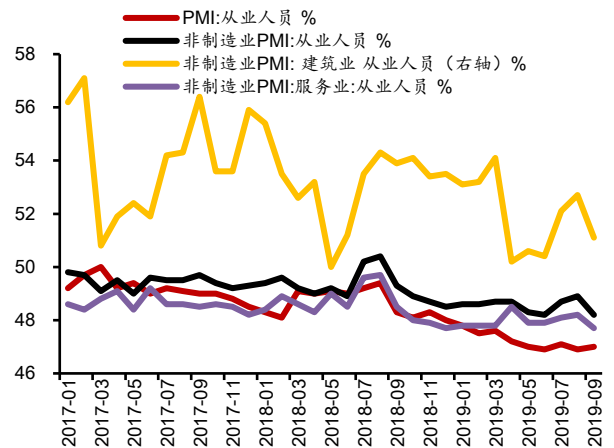
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 制造业 PMI 价格指数



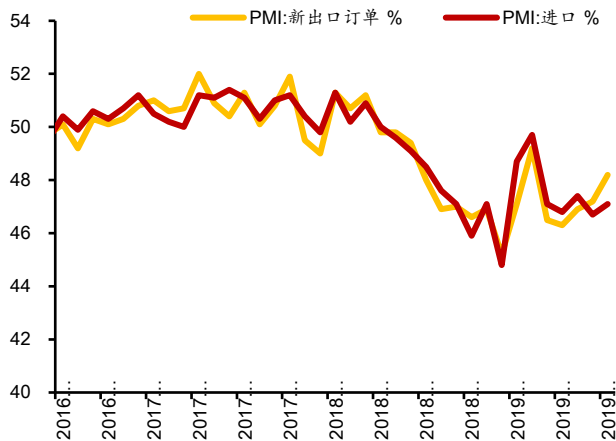
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 制造业与非制造业 PMI 从业人员指数



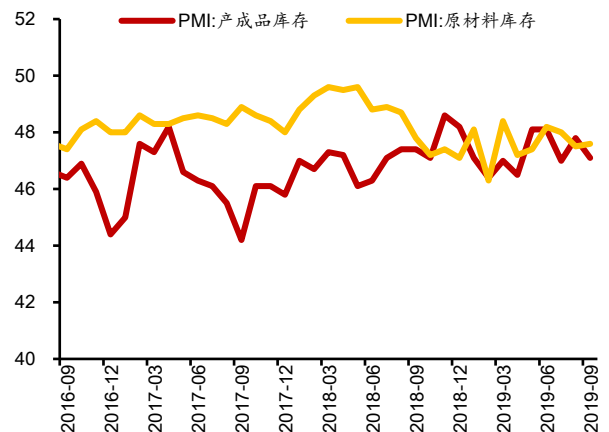
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 制造业 PMI 新出口订单指数、进口指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 制造业 PMI 库存指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：地产强调控政策导致经济回落压力超预期；环保限产等供给侧力度加强，PPI 超预期回升。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

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_9831

