

经济修复斜率向上，关注信贷对后续投资拉动

报告日期：2022-09-30

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_基建一枝独秀，但独木难支》2022-08-31

1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_疫情能多大程度定价7月PMI？》2022-08-01

2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_再问经济合理增速区间》2022-07-15

3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_四个乐观的理由——兼评6月PMI和629国常会》2022-07-01

4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_雨疏霞光现——5月经济数据点评》2022-06-16

5.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路，妙手何方？——2022中期宏观展望》2022-06-14

6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们距离5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17

7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_内外冲击下企业利润结构更趋分化》2022-04-28

8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19

主要观点：

● **事件：**9月官方制造业PMI 50.1%，预期49.7%，前值49.4%；9月官方非制造业PMI 50.6%，预期52.4%，前值52.6%。中国企业经营状况指数(BCI)为45.0%，前值46.1%。

● **一、制造业：**伴随高温天气退场，9月制造业景气度回升至荣枯线以上，呈“供给好于需求、内需强于外需、产品去库、原材料成本回升”的特征；结构上，采购需求提振部分上游，大型、小型企业分化情况有所改善。总体来看，经济修复斜率开启一轮上行。

1、传统旺季叠加高温天气退场，9月制造业景气度回升至荣枯线以上，供给改善好于需求、内需强于外需。9月制造业PMI为50.1%，较前值改善了0.4个百分点，自6月以来再次恢复至荣枯线以上；供给端看，PMI生产为51.5%，大幅改善了1.7个百分点；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别变动了0.6、-1.1、0.3个百分点至49.8%、47.0%、48.1%。

生产方面，高频数据显示，伴随高温天气退场、各地抢抓三季度开工，9月生产显著改善。其中9月PTA开工率为74.1%、较前值回升4.1个百分点，接近6月高位；汽车全钢胎开工率总体持平上月；秦皇岛港煤炭连续3个月去库；螺纹钢周均产量显著回升；水泥价格持续回升，“3000+3000亿以上”政策性金融工具叠加5000亿限额空间接力下，基建将进一步提速、支撑水泥价格小幅稳步上行。

出口方面，高频指标走弱叠加高基数影响，9月出口增速或仍低于两位数。其中波罗的海干散货指数(BDI)收复8月失地、回升82%，系近期中国煤炭供应阶段性偏紧、能源危机下欧盟向多国购买煤炭所致；中国出口集装箱运价指数(CCFI)环比下行14.7%，叠加9月出口维持高基数（2021年9月出口同比两年复合增速为18%、前值为17%），截至9月20日我国八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比为-3.1%，预计9月中国出口增速仍低于两位数。

2、产成品延续去库。PMI原材料库存为47.6%、较前值下行0.4个百分点，产成品库存回升2.1个百分点至47.3%，两项指标均处于线下，指向企业仍在去库。我们在6月利润点评中提出的“主动去库存”已逐渐成为市场共识，但根据营收存货剪刀差的收敛情况，伴随需求向好进一步显性化，我们预测“主动去库存”的阶段可能会在今年末明年初予以收束。

3、生产改善推升原材料成本，PPI同比下行速率或放慢。9月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为51.3%、47.1%，较前值分别上行7.0、2.6个百分点。结合高频数据来看，截至9月23日的生产资料价格指数环比回落0.63%，9月南华工业品指数和CRB工业原料现货指数分别环比回升1.3%和回落4.2%，综合来看，预计9月PPI环比可能在-0.15%左右，同比回落至0.9%左右。此外，PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为-4.2%（前值0.2%），指向制造业利润空间承压。

4、制造业旺季采购需求提振部分上游，利润稳步传导进一步改善中游制造和下游消费。根据统计局数据，8月非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工、通用设备制造、茶酒饮料、医药等行业产需指数高于54.0%。近日，国家卫健委响应国常会决定，对医疗机构设备购置和更新改造新增贷款实施阶段性鼓励政策，医药设备制造业久旱终逢甘雨。

5、大型、小型企业分化情况改善。9月PMI大型企业、中型企业、小型企业分别改善了0.6、0.8、0.7个百分点至51.1%、49.7%、48.3%，小型企业自疫情以来持续承压的经营现状得以小幅缓解。9月中国企业经营状况指数(BCI)回落1.1个百分点至45.0%，主要受成本预期和招工预期拖累，需要指出的是销售预期分项仍高于荣枯线。

● **二、非制造业：**服务业修复斜率进一步放缓，央行出台阶段性调整差别化住房信贷政策，叠加“金九银十”小幅兑现，维持此前“看多地产、建筑建材”的判断；资金、项目、开工三要素共振下，基建确定性高增支撑建筑业高景气。

1、服务业：修复斜率收窄但仍高于荣枯线。9月非制造业PMI商务活动指数较前值下行2.0个百分点至50.6%，连续4个月高于荣枯线。其中服务业PMI回落3.0个百分点至48.9%。表征需求的PMI服务业新订单指数下滑了7.6个百分

点至 41.6%，表征预期的服务业业务活动预期指数为 53.1%，表明服务业需求大幅走弱但预期仍向好。根据统计局数据，零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等行业商务活动指数均低于 45.0%，受影响均为接触型聚集型服务行业，疫情可能是 9 月服务业 PMI 下行的主要原因。

2、地产：坚定此前看多地产、建筑建材的判断。与市场主流观点不同，我们在 8 月经济数据发布后明确指出地产基本面筑底信号趋显、看多地产和建筑建材，9 月 29 日央行出台阶段性调整差别化住房信贷政策，则印证了我们“地产需求端宽松仍将加码，但一线城市放开和‘大招’概率较低，更多的可能是部分技术细节的调整”的判断。此次技术细节调整针对“2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市”、调整时间限定于“2022 年底前”，为精准调控思想下的创新型政策工具，但好的方面在于落实了 8 月 24 日国常会首次提出允许地方“一城一策”灵活运用信贷等政策，赋予了地方政府更大的调控自主权。

本次房贷政策调整覆盖面较广，但不宜高估对地产销售的提振幅度。根据统计局 70 城新房价格数据，有 23 个城市（10 个二线、13 个三线）符合条件，主要包括天津、石家庄、大连、哈尔滨、武汉、贵阳、昆明、兰州、秦皇岛、温州等。70 城中二线和三线城市覆盖率为 26%、43%，我们根据 2020 年各地销售数据，测算商品房销售额覆盖率为 20%、34%，合理推测 70 城以外的三线、四线城市覆盖率会更高。则全国范围内，城市覆盖率约为 40%、商品房销售额覆盖率约为 25%。符合条件城市商品房销售平均每提振 1 个百分点，对应我国商品房销售提升 0.25 个百分点。本次政策调整覆盖面虽广，但不应高估其对销售的提振幅度。高频销售和拿地数据均指向“金九银十”行情小幅兑现，地产基本面向下行态势有望于 Q4 收束，坚持底线思维下的需求端宽松仍可期，继续关注更多的技术细节调整。

3、建筑业：新增政策性金融工具+5000 亿专项债限额接力，基建确定性高增支撑建筑业高景气。9 月建筑业 PMI 为 60.2%、较前值上升了 3.7 个百分点，其中新订单指数和建筑业业务活动预期指数分别为 51.8%、62.7%，基建现实与基建预期仍在双足并进。

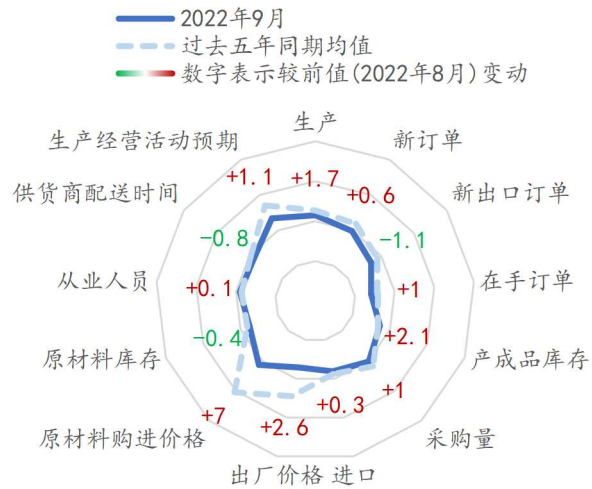
资金与项目端，8 月 26 日首批 3000 亿政策性金融工具完成投放，9 月 6 日银保监会批复增资以来，农发、国开仅用时 11 天、15 天完成投放，基建项目申报和储备较为充足。“再增加 3000 亿元以上额度”指向后续仍有一定的增量资金，叠加高温天气消退、开工指标改善较快，四季度基建有望进一步提速，测算“3000+3000 亿以上”政策性金融工具对应年内开工基建投资增量 8000 亿元，拉动基建增速 4.3 个百分点，拉动 GDP 0.6 个百分点，全年基建增速或超 13%。

开工端，9 月水泥磨机运转率达到 49.5%、处于全年高位，水泥发运率较前值提升了 6.3 个百分点至 51.3%，水泥指标在 8 月下旬回落 9 月回升，指向高温天气对水泥作业的影响快速消退；石油沥青装置开工率 46.2%、较 8 月末提升了 8.1 个百分点，其中交通道路沥青好于建筑沥青，预计道路运输、铁路运输仍是 9 月基建改善较快的分项。

● 风险提示

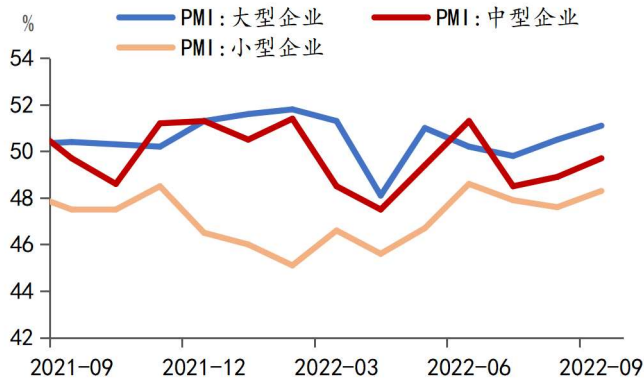
疫情演化超预期，基建投资不及预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 制造业 PMI 分项普遍回升



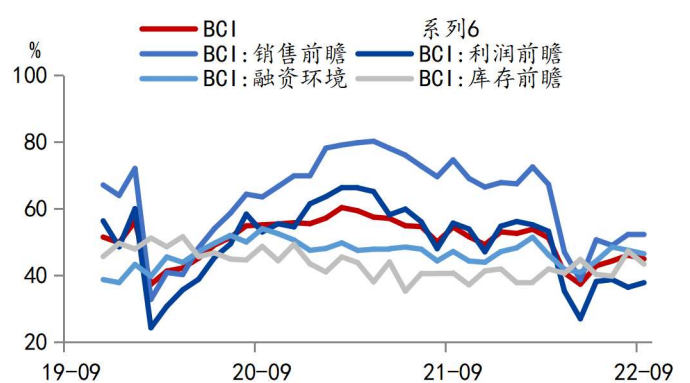
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 大型、小型企业分化有所修复



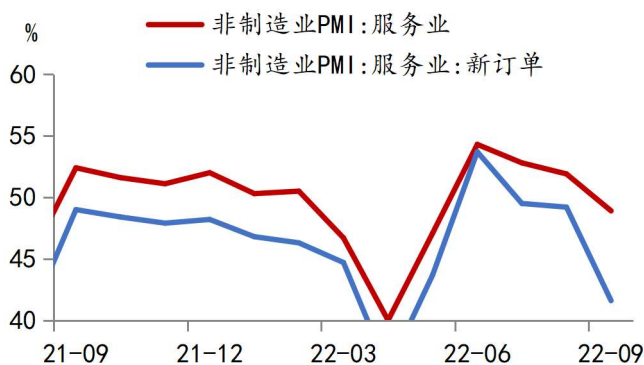
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 民营中小企业景气指数仍低



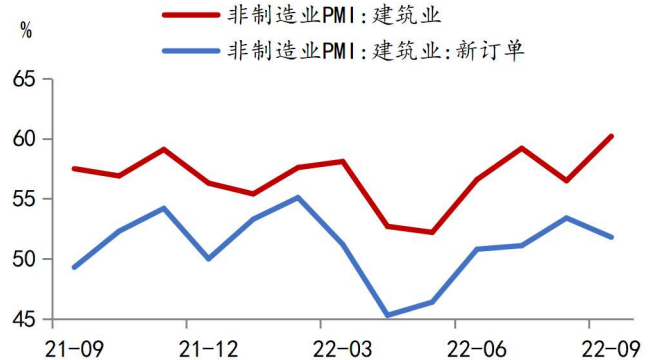
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 服务业景气度回落



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 建筑业延续高景气



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 统计局 70 城新政覆盖情况

等级	城市	商品房销售额 (2020年)	符合新政	等级	城市	商品房销售额 (2020年)	符合新政
一线	上海	6047.0	否	三线	无锡	2473.0	否
一线	深圳	5193.0	否	三线	惠州	2126.7	否
一线	广州	3857.1	否	三线	温州	1905.5	是
一线	北京	3656.8	否	三线	徐州	1484.1	否
二线	重庆	5071.3	否	三线	吉林	1381.5	否
二线	杭州	4595.5	否	三线	泉州	1299.5	是
二线	成都	4470.7	否	三线	金华	1044.2	否
二线	武汉	3769.5	是	三线	扬州	951.1	否
二线	郑州	3369.2	否	三线	烟台	886.9	否
二线	西安	3294.0	否	三线	赣州	851.6	否
二线	南京	3269.5	否	三线	洛阳	741.0	否
二线	宁波	3049.5	否	三线	济宁	732.9	是
二线	福州	2552.7	否	三线	南充	635.2	否
二线	青岛	2216.9	否	三线	泸州	613.9	是
二线	长沙	2196.9	否	三线	遵义	612.8	否
二线	合肥	2128.3	否	三线	唐山	592.2	否
二线	昆明	2127.7	是	三线	蚌埠	541.5	否
二线	天津	2113.6	是	三线	湛江	541.2	是
二线	南昌	1943.9	否	三线	九江	525.1	否
二线	南宁	1581.2	否	三线	桂林	408.0	是
二线	济南	1571.9	否	三线	岳阳	368.3	是
二线	沈阳	1571.4	否	三线	常德	358.6	是
二线	厦门	1521.4	否	三线	秦皇岛	357.5	是
二线	贵阳	1152.8	是	三线	襄阳	354.6	是
二线	长春	957.5	否	三线	宜昌	283.1	是
二线	大连	950.9	是	三线	包头	280.4	是
二线	太原	841.7	否	三线	安庆	275.4	是
二线	海口	734.4	否	三线	平顶山	250.2	否
二线	哈尔滨	727.6	是	三线	三亚	212.7	否
二线	兰州	711.2	是	三线	韶关	203.6	否
二线	石家庄	602.0	是	三线	北海	200.6	是
二线	乌鲁木齐	584.3	否	三线	大理	115.3	是
二线	银川	544.1	否	三线	丹东	108.6	否
二线	呼和浩特	455.2	否	三线	牡丹江	68.4	否
二线	西宁	287.8	否	三线	锦州	51.4	否

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_46619

