

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

未来内需企稳是对冲外需回落的关键

2022年10月1日

- **制造业超预期回升主要源于生产端。**9月PMI超预期回升,但制造业需求恢复仍然弱于生产端。1)9月生产端进入扩张区间,是制造业超预期回升的主要贡献。9月生产PMI回升主要在于8月制约生产端的两大因素有所放松,一是疫情形势好转。二是高温限电情况有所松绑。2)海外订单回落,制造业市场需求的恢复仍然弱于生产端。9月新订单指数表现反映需求不足的企业占比过半。值得注意的是,9月新出口订单指数回落至近四个月以来的最低水平,这可能预示着外需订单的增长势头减弱,扩大内需的紧迫性进一步增强。3)原材料购进价格和出厂价格指数差距变大,企业成本端可能会再次承压。4)保市场主体、助企纾困政策效果持续显现,大中小企业PMI同步回升。
- **地产边际修复,服务业仍受疫情制约。**9月非制造业PMI连续三个月的下降趋势,主要拖累力量在服务业的疲弱上。1)建筑业PMI回升至高位景气水平主要是强基建和地产边际修复带来的。我们认为9月房地产行业出现边际修复背后的原因可能是季节性因素、地方调降首付比、提高公积金贷款额度等刺激政策。2)受疫情防控制约,服务业延续前期回落态势。9月疫情相比于8月有所好转,但服务业景气度仍出现回落,主要是受生活性服务业的回落影响。我们认为这背后可能是两个原因:一是大规模疫情散去但散点疫情仍存,防疫措施限制仍然存在。二是即使散点疫情消去,为排查新冠潜伏期,静默管理等措施的解除可能存在滞后,这使得服务业对于疫情的负面预期难以消散。
- **未来内需企稳是对冲外需回落的关键。**往后看,经济修复的关键还在需求端,一个是出口,一个是消费。1)四季度出口下滑压力增大,稳外贸政策亟待发力。由于美国货币政策收紧、国际经济下行压力加大,我国外贸增速也有下行趋势。四季度出口面临趋势性下滑的压力,背后的逻辑是海外欧美等国家加息下居民的消费需求放缓拖累四季度出口,对于未来出口走势的实际变化需要给予更多关注。2)强基建下,房地产行业和消费有望迎来边际修复。总体上看基建增速仍较强,对稳经济还起着正向贡献。若在保交楼政策下房地产延续修复,则非制造业PMI有望继续维持在扩张区间。但是,消费走势才是最大的重要变量。假设疫情不会再大规模反弹,我们认为在四季度多个节假日相关消费的拉动下,消费需求有望加快恢复。
- **风险因素:**国内疫情再度反弹,出口增速回落不及预期等。

目 录

一、制造业超预期回升主要源于生产端	3
二、地产边际修复，服务业仍受疫情制约	5
三、未来内需企稳是对冲外需回落的关键	7
风险因素	8

图 目 录

图 1: 9 月制造业的生产 PMI 进入扩张区间	3
图 2: 9 月新出口订单 PMI 为近四个月以来的最低水平	4
图 3: 9 月疫情新增病例较多的省份已经减少	4
图 4: 9 月 PMI 仅新出口订单释放出外需更消极的信号	5
图 5: 9 月原材料购进价格和出厂价格指数差距变大	5
图 6: 9 月建筑业 PMI 回暖，服务业 PMI 延续回落	6
图 7: 与 8 月相比，9 月水泥发运率明显提升	7
图 8: 9 月石油沥青装置的开工率更强显示“强基建”	7

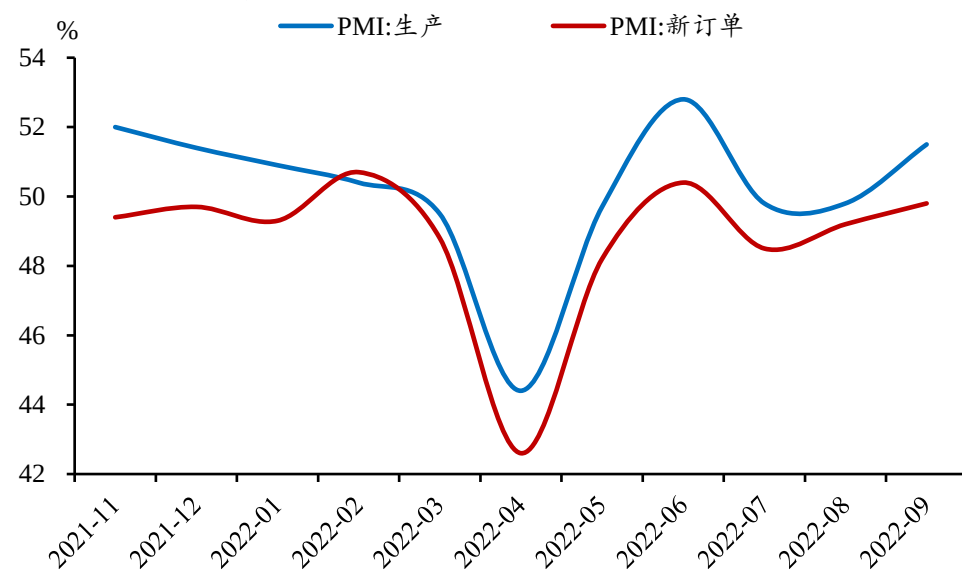
一、制造业超预期回升主要源于生产端

根据国家统计局数据，2022年9月PMI超预期回升，录得50.1%，高于8月的49.4%，且处于扩张区间，经济回升态势进一步明确。但是，制造业需求恢复仍然弱于生产端。

第一，9月生产端进入扩张区间，是制造业超预期回升的主要贡献。9月制造业进入传统旺季，制造业企业的生产活动有所加快，打破了8月生产PMI的持平态势，回升到9月的51.5%，进入扩张区间。9月生产PMI回升主要在于8月制约生产端的两大因素有所放松，一是疫情形势好转。8月新增确诊病例为13856例，9月新增确诊病例下降为7000例。二是高温限电情况有所松绑。8月多个省份通过限电和停产应对高温天气，但9月的高温限电情况有了好转，四川及湖南地区限电结束，炼厂陆续恢复到正常生产。随着高温天气的影响消退，制造业的生产景气度有所回暖。

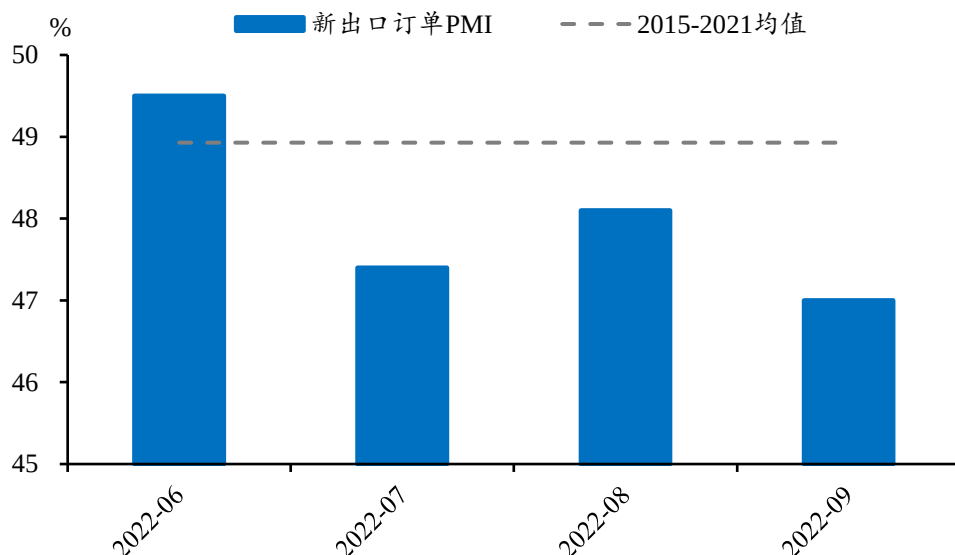
第二，海外订单回落，制造业市场需求的恢复仍然弱于生产端。9月新订单指数录得49.8%，高于8月的49.2%。尽管9月新订单指数回升，但仍处荣枯线之下，反映需求不足的企业占比过半，需求收缩的制约仍然突出。值得注意的是，9月新出口订单指数没能与新订单指数同步，而是掉头回落，由8月的48.1%回落到47.0%，为近四个月以来的最低水平。装备制造业和消费品制造业的新出口订单指数分别为49.2%和48%，较上月下降1.2和3.7个百分点，均下降至50%以下。这可能预示着外需订单的增长势头减弱，扩大内需的紧迫性进一步增强。

图 1：9月制造业的生产 PMI 进入扩张区间



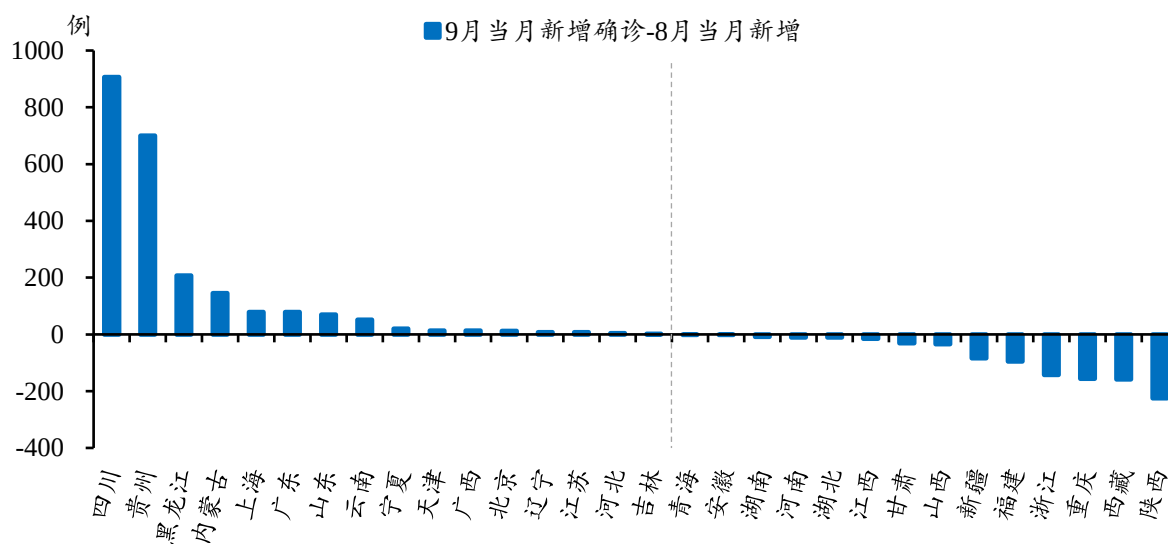
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：9 月新出口订单 PMI 为近四个月以来的最低水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：9 月疫情新增病例较多的省份已经减少



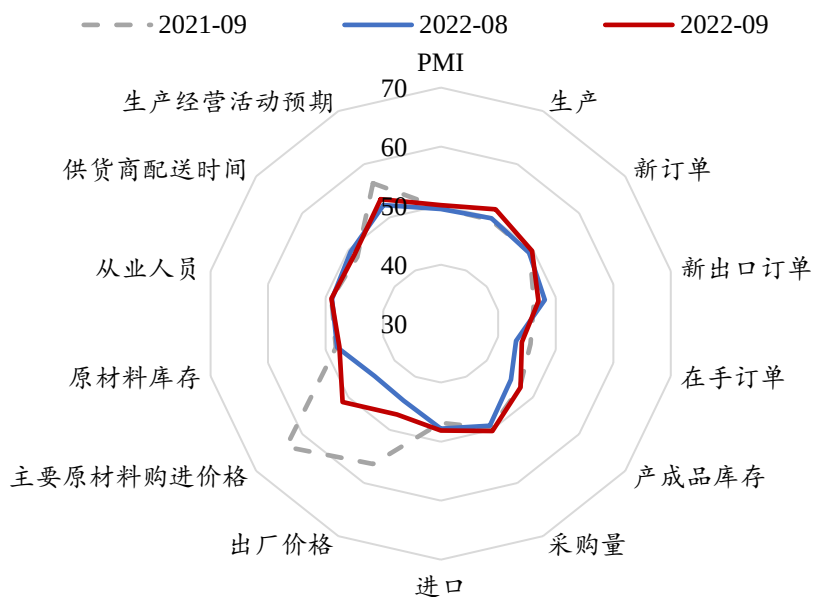
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注：30 个省，不含海南省数据在内

第三，原材料购进价格和出厂价格指数差距变大，企业成本端可能会再次承压。9 月企业的成本端可能会再次承压，一是为满足生产需要，企业原材料采购力度加大，生产活跃。9 月采购量指数已升至 50.2%，制造业市场活跃度有所上升。二是原材料和出厂价格指数差距变大。9 月出厂价格和原材料购进价格双升，分别回升至 47.1% 和 51.3%，原材料价格指数重回扩张区间或和近期国内煤价回升有关。出厂价格指数与购进价格指数之差 9 月重回负区间，原材料购进价格指数明显提高，也对保供稳价工作提出更高要求。

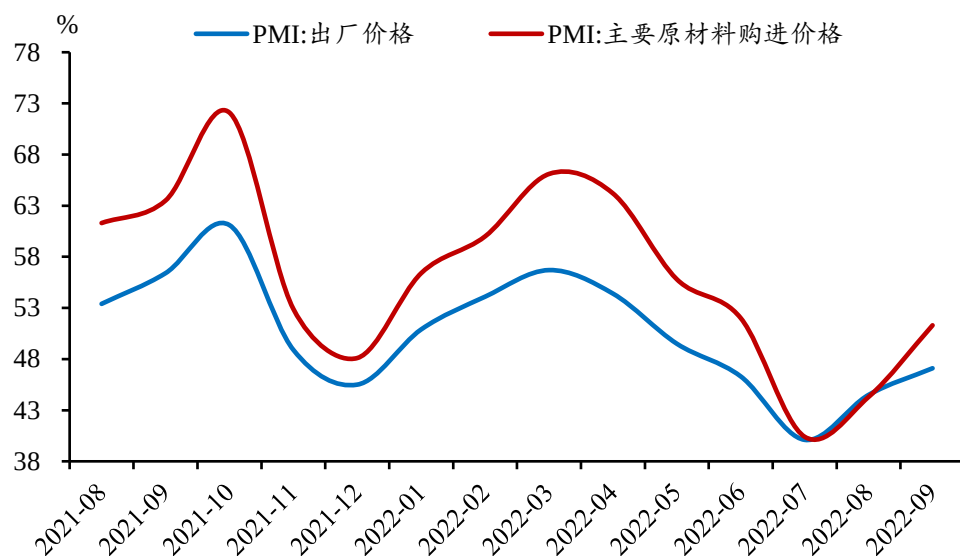
第四，保市场主体、助企纾困政策效果持续显现，大中小型企业 PMI 同步回升。从大中小企业运行走势来看，今年以来持续推进的保市场主体、助企纾困政策效果持续显现。9 月各规模的企业 PMI 都有所回升，大型企业稳定恢复，中型企业趋稳运行，小型企业运行情况也有所好转。大中小型企业 PMI 分别为 51.1%、49.7% 和 48.3%。

图 4：9 月 PMI 仅新出口订单释放出外需更积极的信号



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：9 月原材料购进价格和出厂价格指数差距变大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、地产边际修复，服务业仍受疫情制约

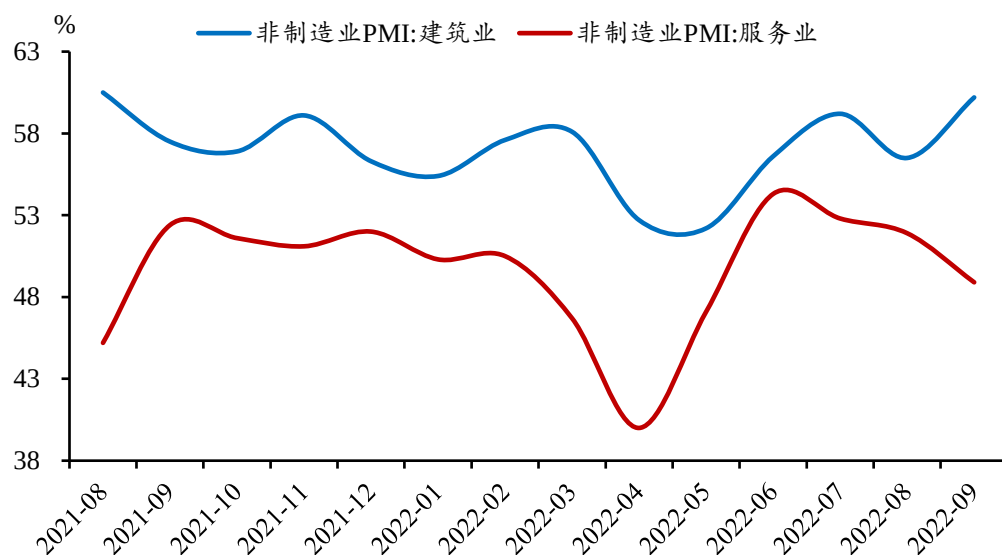
9 月非制造业商务活动 PMI 为 50.6%，连续三个月呈下降趋势，但分行业来看，内部结构存在分化，建筑业和服务业 PMI 景气水平一升一降，非制造业的主要拖累力量在服务业的疲弱上，其根源或是受到疫情制约。

第一，建筑业 PMI 回升至高位景气水平主要是强基建和地产边际修复带来的。9 月建筑业 PMI 强势回升至 60.2% 的高景气水平，背后主要在于两个方面。一是基建力度加强。9 月份基建工程大步推进，建筑业中的土木工程建筑商业活动指数达到 61%，是近 4 个月的高点，助力建筑业 PMI 重回高景气区间。9 月基建高景气的主要原因是近期出台的盘活专项债、政策性金融工具等政策措施进一步推动基础设施建设项目落地。二是地产边际修复。9

月房地产行业出现了明显的边际修复，30 个大中城市商品房成交面积回暖，我们认为背后可能与季节性因素、地方调降首付比、提高公积金贷款额度等刺激政策有关。往后看，我们认为在房地产继续复苏、稳增长政策进一步落实的背景下，下个月建筑业 PMI 有望继续维持扩张水平。

第二，受疫情防疫制约，服务业延续前期回落态势。9 月份服务业商务活动指数降至 48.9%，比上月回落 3.0 个百分点，跌破荣枯线。分行业来看，生产性服务业 PMI 继续位于扩张区间，而生活性服务业 PMI 则降至收缩区间，可见生活性服务业才是本月服务业景气回落的主要因素。尽管 9 月份全国新增新冠病例相比于 8 月份明显减少，每日新增确诊下降到 200 例左右，但服务业景气度仍出现回落。我们认为这背后是两个原因：一是大规模疫情散去但散点疫情仍存，防疫措施限制(如：出行限制、密集防控等)仍然存在。二是即使散点疫情消去，为排查新冠潜伏期，静默管理等措施的解除可能存在滞后，这使得服务业对于疫情的负面预期难以消散，甚至还更加严重，导致接触型、聚集型服务行业(如：零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等)的商务活动指数均低于 45.0%，回落幅度较大。

图 6：9 月建筑业 PMI 回暖，服务业 PMI 延续回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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_46808

