

制造业环比增速或见顶

——9月PMI以及未来经济展望

核心观点：

国家统计局9月30日公布9月制造业PMI为50.1，略超市场一致预期。我们注意到生产的回升是推动9月中国制造业环比增长的主要原因，但产成品存货的上升与原材料库存的下滑，显示9月制造业生产的扩张主要是受库存投资的短期支撑，企业对未来需求并不乐观。虽然叠加低基数的影响，9月工业增加值增速同比有望改善，但是展望未来，即使政策持续发力，出口、地产的下行叠加疫情冲击下消费的低迷意味着四季度中国经济的环比增速可能较三季度明显回落。汇率压力缓解之后，降准降息仍然可期。

点评要点：

➤ 9月PMI反弹超预期，高频数据改善

9月PMI综合指数50.1较上月（49.4）明显反弹，经季调后也是如此，超出市场预期。从季调后的数据看，大部分与需求和产出相关的子指数在9月均有所反弹，其中，受库存上升的支撑，生产子指数大幅反弹1.5%，成为9月PMI反弹的主要原因。

高频数据同比大都有所改善。沥青开工等代表基建的指标持续明显提升，发电耗煤、粗钢产量、乃至一手房销售同比也有改善，仅出口相关指标较为低迷。我们认为9月制造业高频数据的改善，一方面可能与经济环比扩张有关，另一方面也受去年同期低基数支撑。

➤ 经济下行隐忧尚存

疫情、地产、出口仍为四季度经济增长的隐忧。首先，近期全国多地疫情反复，继续对消费和服务业造成负面影响。其次，地产需求短期内也难有明显回升。虽然政策在需求端有刺激，但在保交楼的问题难以完全解决且疫情冲击购房者信心的情况下，地产需求回升较难。最新数据显示，国庆期间重点15城新房日均成交量较去年同期、今年中秋均下降超四成，可见政策刺激效果较弱。最后，据微观反馈，出口企业订单情况也较为低迷。

综合考虑，未来制造业增长的环比增速可能放缓。尽管我们预计9月份工业增加值同比可能因为低基数和环比的扩张反弹到4.5%，但库存支撑的反弹不可持续，叠加地产、出口以及消费的拖累，我们认为四季度中国经济环比增速会较三季度明显放缓，且造成负产出缺口持续扩大。

➤ 降准降息仍然可期

短期而言，财政政策的扩张暂告一段落、疫情政策调整的可能性也在下降，但是地产和货币政策方面仍有进一步放松的空间。9月底以来，地产信贷放松、央行专项再贷款等措施相继推出。如果负产出缺口再度扩张，我们认为全面的降准降息仍然可期——特别是在汇率压力缓解之后。

风险提示：经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：15221881900
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

1、《如期加息 75 基点: null》2022.07.28

2、《保交楼的代价: null》2022.07.27

3、《美联储在担心什么?: null》2022.07.21

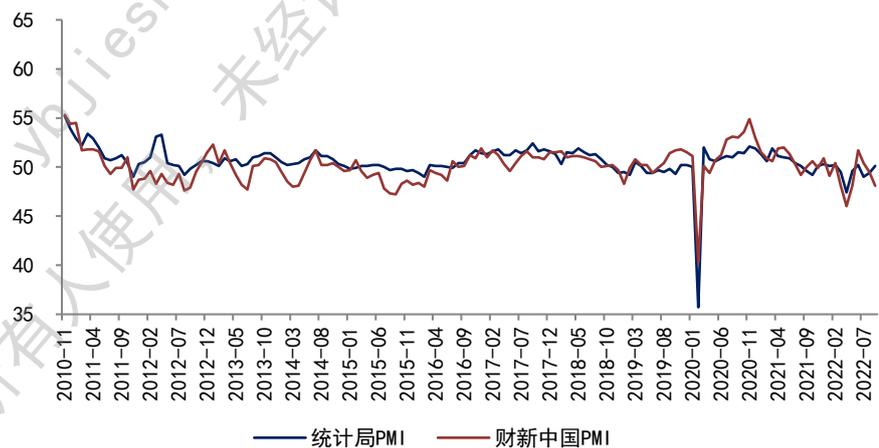
1 9月PMI略超预期明显回升

9月PMI综合指数较8月反弹，一些主要子指数也较前月略有改善，超出市场一致预期。但是从分项指数来看，库存上升可能是9月生产扩张主要支撑因素，未来制造业增长的环比增速可能放缓。

1.1 9月PMI超出市场预期

9月PMI综合指数50.1较前一个月的49.4有明显回升。经过季节调整，PMI综合指数反弹的程度略有下降为49.9，但是仍然较上个月明显反弹。这可能意味着中国制造业产出在9月的环比增长可能较8月改善。

图表 1：中国 PMI 综合指数

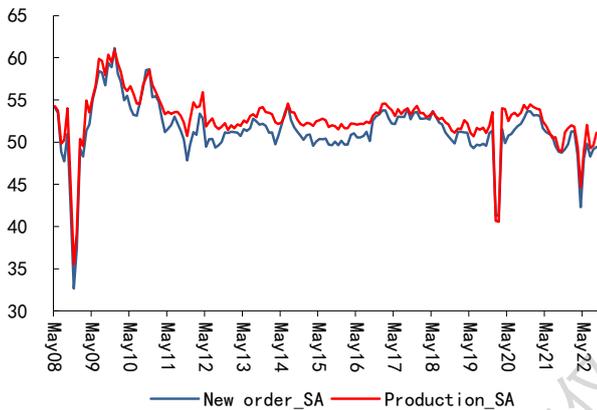


来源：Wind，国联证券研究所

1.2 主要子指数也大都反弹

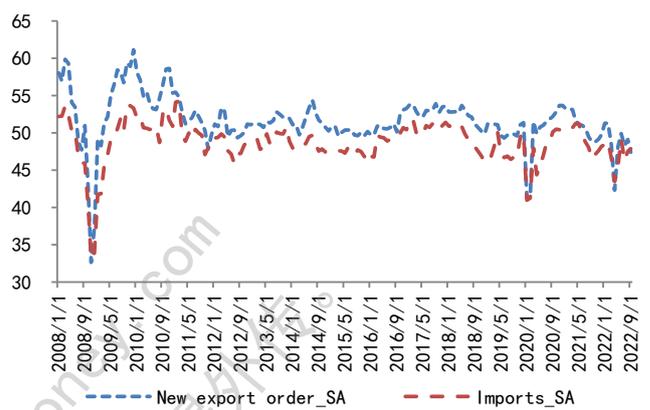
从经过季调 PMI 系列数据中与需求和产出有关的子指数来看，大部分在9月份也有反弹。其中，新订单子指数较8月的水平反弹接近0.2个百分点，生产子指数则大幅反弹1.5%——可能与高温限电影响过去有关，是支撑9月PMI反弹的主要原因；进口子指数轻微反弹0.2%，只有出口子指数大幅下滑——说明外需持续疲软。

图表 2: PMI 新订单和生产子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: PMI 新出口订单和进口子指数

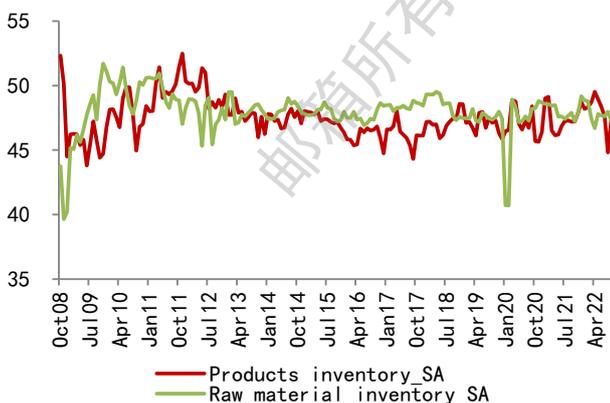


来源: Wind, 国联证券研究所

当然, 在需求反弹偏弱而生产反弹偏强的情况下, 我们注意到 PMI 原材料库存子指数明显反弹, 说明补库存的需求支撑了制造业的产出——与此前高温限电导致的库存偏低有关。但是, 从原材料库存子指数下滑来看, 虽然短期产出反弹, 企业显然对于未来并不乐观, 并没有增加原材料库存备货的意愿。

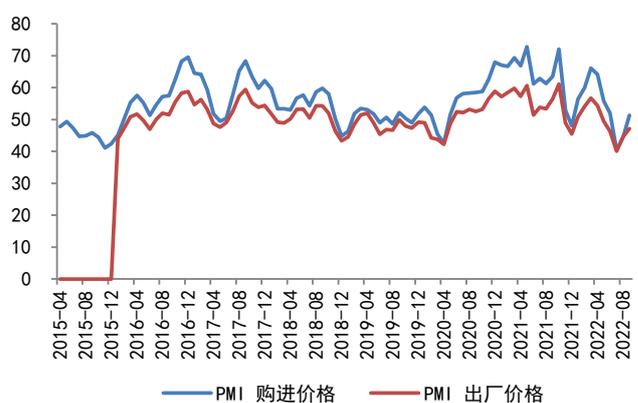
从原材料购进价格子指数和出厂价格子指数的反弹来看, 9 月 PPI 环比负增长的程度可能会有所收敛——但是全球大宗商品价格下行的整体趋势并未改变。

图表 4: PMI 产成品及原材料库存子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: PMI 原材料购进价格及出厂价格子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

2 9 月高频数据同比改善

9 月高频数据同比大都有所改善, 一方面可能与经济环比扩张有关, 一方面也与去年同期的低基数有关。

受到高温等方面因素的影响, 沿海 8 省发电耗煤的高频数据 8 月份同比偏高, 9 月份有所回落, 但是在低基数的支持下仍然有明显正增长。即使这个数据的同比和全

国发电量同比数据的相关性不算很高,但至少说明沿海省份的9月用电较去年同期明显回升。

受到去年同期限电钢铁产量明显下滑的影响,9月前两旬重点企业粗钢产量的旬同比增长明显反弹。当然,从螺纹钢和铁矿石的价格都低位震荡来看,剔除基数效应钢铁的需求短期应该没有非常明显的改变。

图表6: 沿海8省发电耗煤日均同比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 重点企业粗钢产量旬同比



来源: Wind, 国联证券研究所

9月以来一手房销售的高频数据在最后两周有明显改善。基数效应有影响,但是在保交楼取得一定进展,且政策端持续刺激的情况下,销售有企稳并有所回升也属于意料之中。未来需要观察的主要是回升的幅度。

图表8: 30城地产销售面积同比



来源: Wind, 国联证券研究所

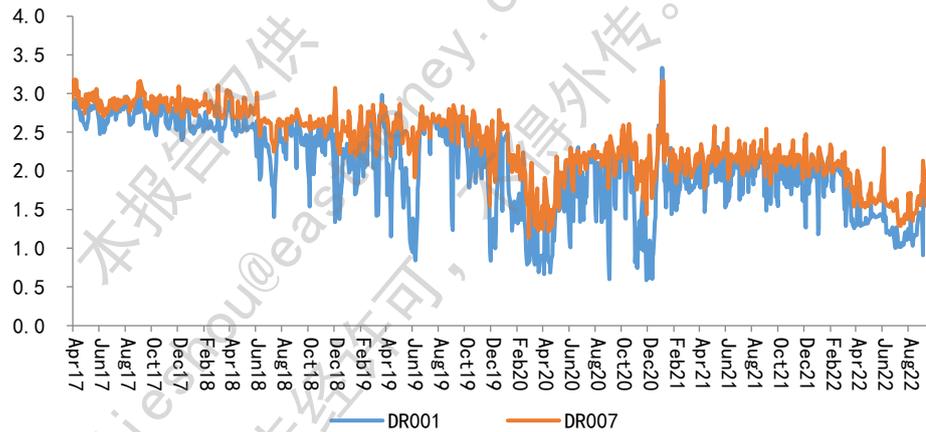
出口部门是9月少数表现欠佳部门之一。航运价格指数9月大幅滑落,引发普遍关注。但是我们注意到8大港口外贸集装箱吞吐同比9月上旬增速明显负增长,却在

中旬有所回升，不能排除政策多方面发力在大会前适当提振出口数据的可能性。

沥青装置开工率等代表基建的高频指标 9 月也有明显提升，显示基建持续发力。

近期货币市场短端利率有所回升，可能部分的与稳定人民币汇率有关，也不能排除短期信贷需求有所改善。

图表 9: DR001 与 DR007 利率



来源: Wind, 国联证券研究所

3 经济下行隐忧犹存

我们预计 9 月份工业增加值同比可能因为低基数和环比的扩张反弹到 4.5%，并维持三季度 GDP 同比增长 4.0% 的判断。但是，库存支撑的反弹肯定不可持续，叠加受到地产投资、出口以及消费的拖累，我们预计四季度中国经济环比增速会较三季度明显放缓，且造成负产出缺口持续扩大。在美元指数走弱之后，进一步的降准降息仍然可期。

3.1 疫情、地产与出口

首先，疫情的反复仍然继续冲击中国经济，特别是对消费和服务业造成负面影响。

- 例如，十一以来，全国单日确诊数据重新反弹。交通运输部数据显示 2022 年国庆期间全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量 25554.11 万人次，日均发送 3650.6 万人次，比 2021 年同期（国庆 7 天假期）日均下降 36.4%，比 2020 年同期（国庆 8 天假期）日均下降 41.4%，比 2019 年同期（国庆 7 天假期）日均下降 58.1%。
- 文化和旅游部数据中心测算，2022 年国庆节假期 7 天，全国国内旅游出游 4.22 亿人次，同比减少 18.2%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 60.7%。实现国内旅游收入 2872.1 亿元，同比减少 26.2%，恢复至 2019 年同期的

44.2%。

图表 10：对数化之后全国单日新增新冠肺炎人数（含无症状感染）



来源：Wind，国联证券研究所

其次，虽然政策在需求端有刺激，但是在保交楼的问题难以完全解决且疫情冲击购房者信心的情况下，地产的需求虽然可能企稳，但是难以大幅回升。

9月29日，人民银行、银保监会宣布在部分城市可以取消当地新发放首套住房贷款利率下限。9月30日，财政部对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人出售现房缴纳的个人所得税予以退税。同日，人民银行公布决定，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点。这些措施代表了中央政府层面稳定地产的政策意图和地产需求端刺激的最新举措。

然而，诸葛找房数据研究中心监测数据显示，今年国庆长假期间，全国15个重点城市新建商品住宅成交4474套，较去年国庆假期下降47.1%。与中秋假期对比，今年国庆假期重点15城新房日均成交639套，较中秋假期日均成交下降44.9%。政策刺激的效果其实并不明显。

如果地产销售无法明显回升，考虑到当前地产销售同比较此前5年销售的中枢水平（17-18亿平/年）已经下滑了30%，而地产投资的下滑到8月不过13.8%，地

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_46999

