

2024年09月30日

政策面与基本面或确认“双底”

宏观研究团队

——兼评9月PMI数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2024年9月官方制造业PMI 49.8%，预期49.5%，前值49.1%；官方非制造业PMI 50.0%，前值50.3%。

● 制造业：景气度筑底回升，“两新”支撑内需转暖

1、传统生产旺季、两新加快落地见效，叠加高温多雨天气消退，制造业景气度筑底回升。制造业PMI结束了连续4个月的下行趋势，内需向上、外需向下，“新订单-新出口订单”的剪刀差回暖至2.4%。分行业来看，受益于消费品以旧换新加快推进，医药、汽车、电气机械器材、计算机通信电子设备等消费制造的生产指数和新订单指数处于扩张区间。

2、工业原材料价格回落速度放缓，预计PPI同比回落。结合高频指标，我们预计9月PPI环比可能在-0.4%左右，同比在-2.5%左右，较前值回落。

3、分类型来看，小型企业生产经营显著改善。9月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别较前值提高了0.2、0.5、2.1个百分点。结合9月26日政治局会议指出“要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境”和发改委主任发言，后续一揽子扶持政策落实落细有利于改善民企预期和信心。

● 非制造业：基建实物工作量边际改善、专项债仍提速，服务业相对承压

1、建筑业：实物工作量有改善迹象、专项债加快发行，基建增速或有支撑。9月建筑业PMI回升0.1个百分点至50.7%，但建筑业新订单延续偏弱趋势。实物工作量来看，9月石油沥青开工小幅改善，CME预估9月挖掘机内销7300台、同比增速提高至17%，水泥开工和发运率仍处低位；资金面，9月专项债发行进度大幅提高了26.5个百分点至92.8%，已赶超2023年同期，财务加快支出以及水利提速有望支撑基建增速向上。

2、服务业：表征服务业现状和预期的指标均偏弱。分行业来看，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业处于高景气区间，暑期出行旺季结束拖累铁运、水运、文化体育娱乐等行业。

● 预计Q3 GDP约4.6%，市场重心或从政策底转向基本面数据验证

1、8月PMI点评中，我们提示“9月、10月是经济企稳和政策加码的重要观察窗口”，目前均有验证。经济面，9月呈现出多条边际改善线索，包括两新资金提前下达地方、汽车报废更新申请提速、多平台数据指向9月家电同比大幅增长、制造业PMI企稳回升、基建实物工作量改善等；政策面，9月24日货币政策组合拳加码，9月26日政治局会议凸显稳增长决心、更多增量政策可期，且可能在9月底至10月密集出台落地。

2、我们预计Q3 GDP约4.6%、大概率为年内低点。往后看，市场重心或逐渐从政策底切换至对基本面数据的验证，首要需要确认宽财政的加码力度和投向细节，其次为地产、国庆假期消费、消费品以旧换新等高频数据的跟踪和改善幅度。

● **风险提示：**政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《新建房成交量有所回升—宏观周报》-2024.9.29

《两新明显见效，企业利润有望筑底回升—兼评8月企业利润数据》-2024.9.28

《这次不一样——9月政治局会议学习—宏观经济点评》-2024.9.27

目 录

1、 制造业：景气度筑底回升，“两新”支撑内需转暖.....	3
2、 非制造业：基建实物工作量边际改善、专项债仍提速，服务业相对承压.....	4
3、 预计 Q3 GDP 约 4.6%，市场重心或从政策底转向基本面数据验证.....	6
4、 风险提示.....	7

图表目录

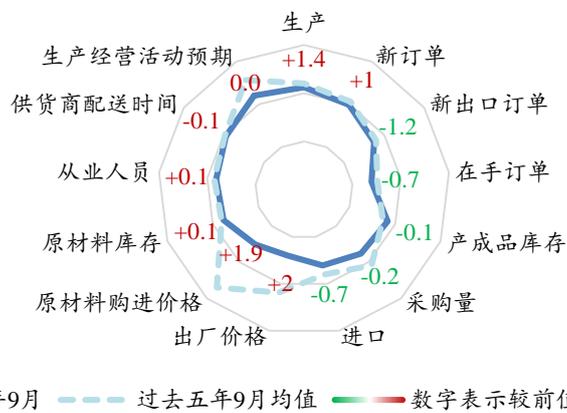
图 1： 9 月制造业 PMI 价格分项明显回落.....	3
图 2： 9 月高炉开工小幅回暖.....	3
图 3： 9 月汽车半钢胎开工延续向好.....	3
图 4： 9 月小型企业 PMI 显著改善.....	4
图 5： 9 月 BCI 指数表现不佳.....	4
图 6： 9 月建筑业 PMI 企稳、新订单向下.....	5
图 7： 9 月专项债发行进一步提速.....	5
图 8： 预计 9 月挖机内销增速有望回暖.....	5
图 9： 9 月石油沥青开工率小幅改善.....	5
图 10： 9 月水泥磨机运转率微幅改善.....	5
图 11： 9 月水泥发运率处于历史低位.....	5
图 12： 9 月服务业新订单 PMI 走弱.....	6
图 13： 截至 9 月 25 日汽车报废更新申请达到 113 万份.....	6
图 14： 以旧换新提速，对 2024 年汽车零售的拉动有望上调至 3566-4168 亿元.....	6
图 15： 9 月重点消费品同比大幅增长.....	7
图 16： 预计 Q3 GDP 约 4.6%.....	7

事件：2024年9月官方制造业PMI 49.8%，预期49.5%，前值49.1%；官方非制造业PMI 50.0%，前值50.3%

1、制造业：景气度筑底回升，“两新”支撑内需转暖

(1)传统生产旺季已至，叠加两新支撑内需改善、高温多雨天气消退，制造业景气度筑底回升。9月制造业PMI为49.8%、好于预期的49.5%，结束了连续4个月的下行趋势，环比改善0.7个百分点、明显好于季节性（过去五年均值）的+0.3个百分点。生产端，9月PMI生产提高了1.4个百分点至51.2%；需求端，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别变动了+1.0、-1.2、-0.7个百分点至49.9%、47.5%、44.0%，其中“新订单-新出口订单”的剪刀差指标回暖至2.4%，或指向内需向上、外需向下。分行业来看，受益于消费品以旧换新加快推进，医药、汽车、电气机械器材、计算机通信电子设备等生产指数和新订单指数处于扩张区间。

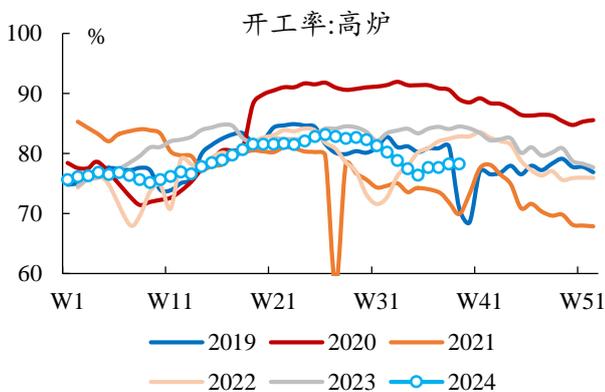
图1：9月制造业PMI价格分项明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供应商配送时间通常为反向指标

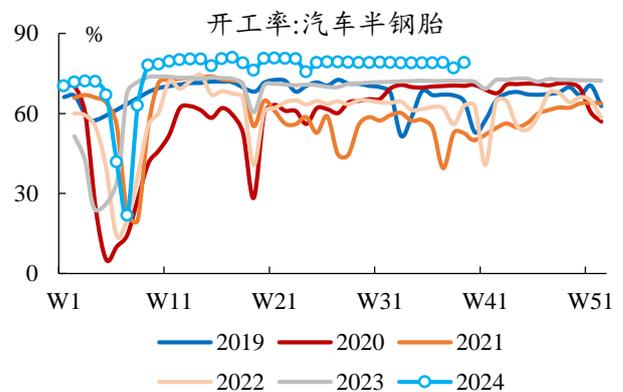
(2)生产端具体而言，汽车维持高景气，高炉和部分化工链边际改善。内需链来看，9月高炉开工小幅回升、焦炉维持低位，螺纹钢、线材、建材的表观需求量低位小幅改善，9月下旬螺纹钢、水泥价格跳涨。外需链来看，9月汽车半钢胎平均开工率达78.6%、仍居历史高位，PX、聚酯切片开工率边际改善。

图2：9月高炉开工小幅回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

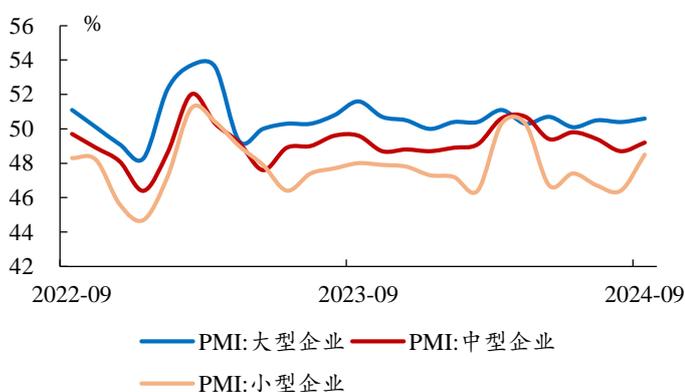
图3：9月汽车半钢胎开工延续向好



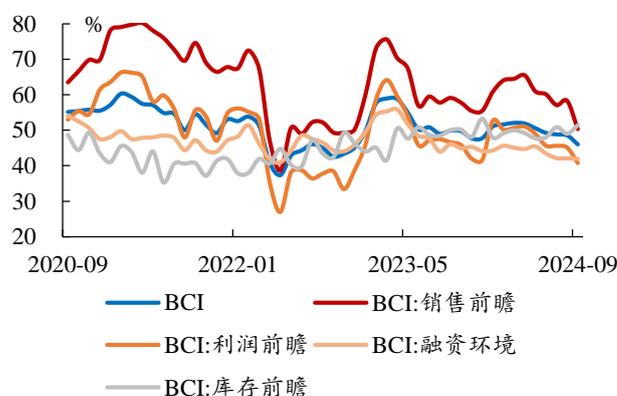
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)工业原材料价格回落速度放缓，预计 PPI 同比回落。9 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格分别为 45.1%、44.0%，分别较前值上升了 1.9、2.30 个百分点，表明原材料价格回落速度有所放缓。高频指标显示，截至 9 月 27 日的生产资料价格指数环比回升 0.8%，9 月南华工业品指数环比回落 1.0%，CRB 工业原料现货指数环比回落 4.4%，我们预计 9 月 PPI 环比可能在-0.4%左右，同比在-2.5%左右，较前值回落。

(4)分类型来看，小型企业生产经营显著改善。9 月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 分别为 50.6%、49.2%、48.5%，其中小型企业大幅回升了 2.1 个百分点。9 月表征民企景气度的 BCI 指数降至 46.0%，与小型企业 PMI 趋势有所背离，但结合 9 月 26 日政治局会议指出“要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境”，9 月 27 日发改委主任郑栅洁指出“民营企业 and 民营企业家是我們自己人”，预计后续一揽子扶持政策落实落细，有利于驱动民企预期和信心回升。

图4：9 月小型企业 PMI 显著改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

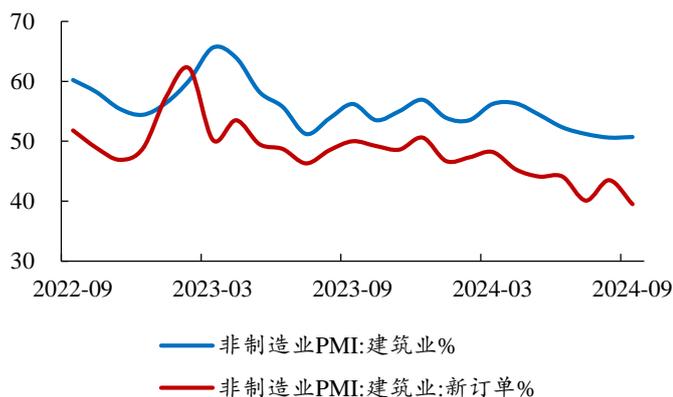
图5：9 月 BCI 指数表现不佳


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非制造业：基建实物工作量边际改善、专项债仍提速，服务业相对承压

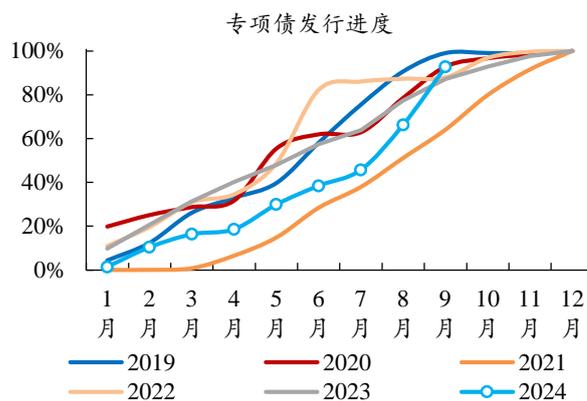
(1)建筑业：实物工作量有改善迹象、专项债加快发行，基建增速或有支撑。9 月建筑业 PMI 回升 0.1 个百分点至 50.7%，但建筑业新订单延续偏弱趋势，9 月下行 4.0 个百分点至 39.5%。实物工作量来看，9 月石油沥青开工小幅改善，CME 预估 9 月挖掘机内销 7300 台、同比增速提高至 17%，但水泥开工和发运率仍处低位；资金面，9 月专项债发行进度大幅提高了 26.5 个百分点至 92.8%，已赶超 2023 年同期，财政加快支出以及水利提速有望支撑基建增速向上。

图6：9月建筑业PMI企稳、新订单向下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：9月专项债发行进一步提速



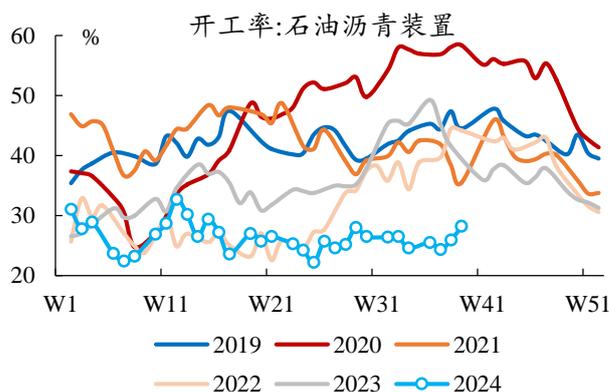
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：预计9月挖机内销增速有望回暖



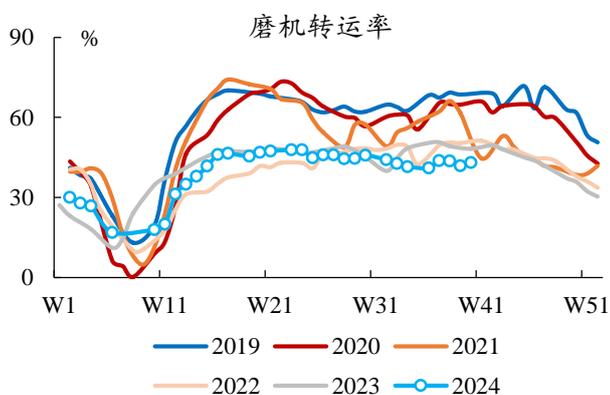
数据来源：Wind、CME、今日工程机械、开源证券研究所；注：2024年9月为预测数据

图9：9月石油沥青开工率小幅改善



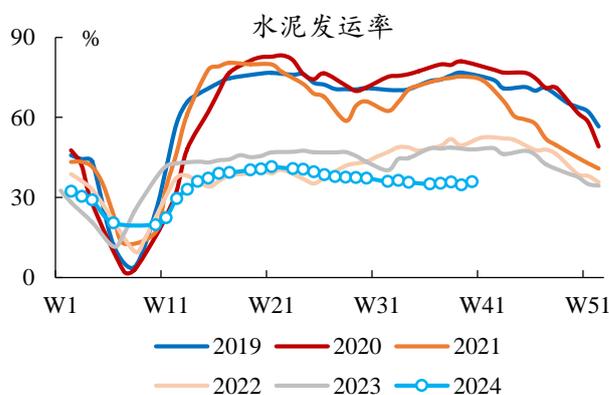
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：9月水泥磨机运转率微幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

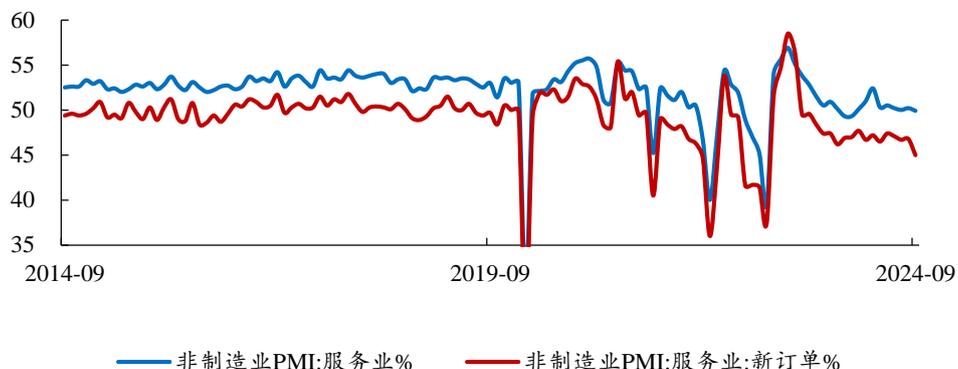
图11：9月水泥发运率处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)服务业：9月服务业PMI下行0.3个百分点至49.9%，服务业新订单PMI降至45.0%，表征服务业现状和预期的两个指标均承压。分行业来看，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业处于高景气区间，暑期出行旺季结束拖累铁运、水运、文化体育娱乐等行业。

图12：9月服务业新订单PMI走弱

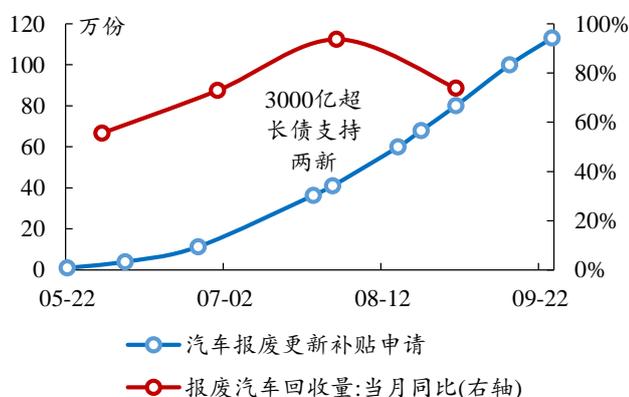


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、预计 Q3 GDP 约 4.6%，市场重心或从政策底转向基本面数据验证

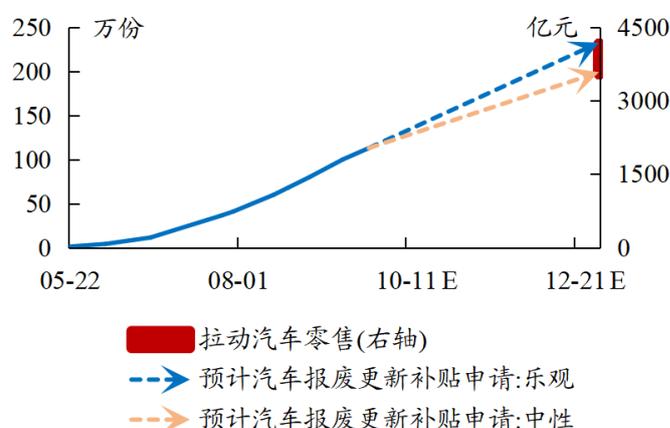
8月PMI点评中，我们提示“9月、10月是经济企稳和政策加码的重要观察窗口”，目前均有验证。经济面，9月呈现出多条边际改善线索，包括两新资金提前下达地方、汽车报废更新申请提速、多平台数据指向9月家电同比大幅增长（详见《两新明显见效，企业利润有望筑底回升》）、制造业PMI企稳回升、基建实物工作量改善等；政策面，9月24日货币政策组合拳加码，9月26日政治局会议凸显稳增长决心、更多增量政策可期，且可能在9月底至10月密集出台。

图13：截至9月25日汽车报废更新申请达到113万份



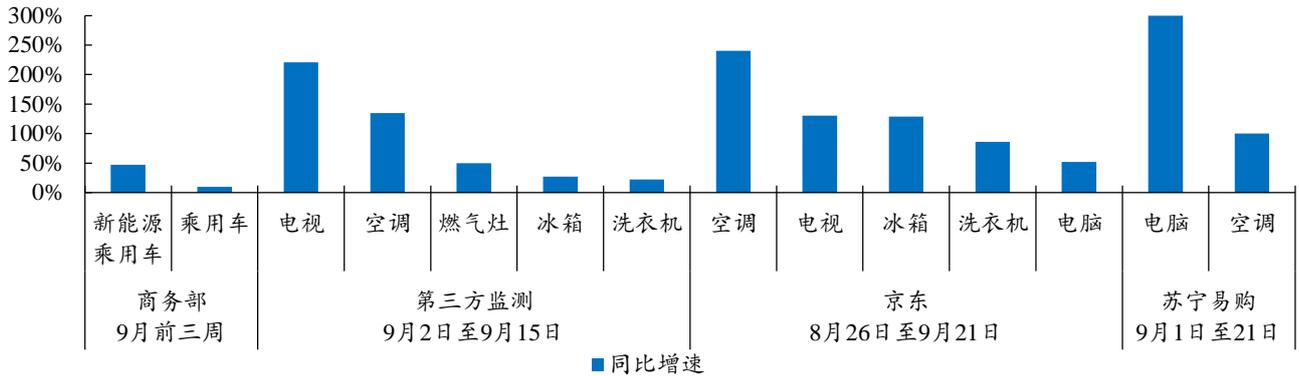
数据来源：发改委、商务部、开源证券研究所

图14：以旧换新提速，对2024年汽车零售的拉动有望上调至3566-4168亿元



数据来源：发改委、商务部、乘联会、开源证券研究所

图15: 9月重点消费品同比大幅增长



数据来源：发改委、京东、苏宁易购、开源证券研究所

我们预计 Q3 GDP 约 4.6%、大概率为年内低点。往后看，市场重心或逐渐从政策底切换至对基本面数据的验证，首要在于宽财政的加码力度和投向细节，其次为地产、国庆假期消费、消费品以旧换新等高频数据的跟踪和改善幅度。

图16: 预计 Q3 GDP 约 4.6%

当季同比 (%)	GDP	第一产业	第二产业	工业	建筑业	第三产业
2024Q3增速预测	4.55	3.50	4.72	4.72	4.70	4.60
9月	4.57	3.50	4.64	4.60	4.80	4.70
8月	4.42	3.50	4.52	4.50	4.60	4.50
7月	4.66	3.50	5.03	5.10	4.70	4.60

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn