

9月PMI数据解读

“秋旺”带动制造业回暖

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

9月30日，9月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为49.8（环比+0.7pct）；非制造业为50（环比-0.3pct）。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2024-09	49.80	50.60	49.20	48.50	51.20	49.90	47.50	47.70	48.40	45.10	44.00	49.50	48.20	52.00
	2024-08	49.10	50.40	48.70	46.40	49.80	48.90	48.70	47.60	48.50	43.20	42.00	49.60	48.10	52.00
	2024-07	49.40	50.50	49.40	46.70	50.10	49.30	48.50	47.80	47.80	49.90	46.30	49.30	48.30	53.10
	2024-06	49.50	50.10	49.80	47.40	50.60	49.50	48.30	47.60	48.30	51.70	47.90	49.50	48.10	54.40
	2024-05	49.50	50.70	49.40	46.70	50.80	49.60	48.30	47.80	46.50	56.90	50.40	50.10	48.10	54.30
	2024-04	50.40	50.30	50.70	50.30	52.90	51.10	50.60	48.10	47.30	54.00	49.10	50.40	48.00	55.20
	较上月	0.70	0.20	0.50	2.10	1.40	1.00	-1.20	0.10	-0.10	1.90	2.00	-0.10	0.10	0.00
非制造	2024-09	50.00	52.00	49.40	50.10	-	44.20	47.00	-	45.10	48.20	46.10	50.20	44.70	54.40
	2024-08	50.30	54.00	46.70	51.30	-	46.30	47.60	-	45.10	48.60	47.20	50.60	45.20	55.30
	2024-07	50.20	54.90	46.60	49.30	-	45.70	49.60	-	45.40	50.40	48.20	50.50	45.50	56.10
	2024-06	50.50	51.60	48.40	53.10	-	46.70	48.80	-	45.50	49.60	47.60	50.50	45.80	57.20
	2024-05	51.10	53.70	50.60	50.20	-	46.90	47.60	-	45.20	49.70	47.80	51.00	46.20	56.90
	2024-04	51.20	53.60	49.20	51.30	-	46.30	48.40	-	46.00	51.10	49.40	51.00	47.20	57.20
	较上月	-0.30	-2.00	2.70	-1.20	-	-2.10	-0.60	-	0.00	-0.40	-1.10	-0.40	-0.50	-0.90

资料来源：Wind，中采咨询，国信证券经济研究所整理

结论：在“秋旺”等季节性因素驱动下，9月PMI总体回暖，但制造业和非制造业表现分化。制造业产需同时改善，带动价格、就业企稳。但需要指出，当前基本面的核心逻辑依然是“投资”与“消费”割裂带来的有效需求不足。

前瞻地看，9.24三部门联合发布会以及9.26中央政治局会议后，预计四季度宏观政策将持续加力，有望以资本市场为枢纽，提振预期和信心，进而改善社会总需求、促进供需进一步平衡、推动价格温和回升。

具体来看，9月PMI有以下几点特征：

旺季制造业生产、需求双双修复，但生产回升幅度快于需求，产需缺口仍在走阔。从相对变化看，生产与需求同步改善，“产需差”边际走阔：一方面新订单出现企稳（+1.0pct），另一方面生产快速回稳（+1.4pct），“产需差”相应走阔0.4pct至1.3pct。从绝对水平看，生产在连续4个月的下滑后，终于反弹至“荣枯线”上方（51.2）；从“三大需求”看，分化则较为明显：仅新订单（+1.0pct至49.9）有所企稳，新出口订单（-1.2pct至47.5）、现有订单（-0.7pct至44.0）仍在下滑，且三者均位于收缩区间。

原材料呈现主动补库，价格指标显著企稳。库存方面，随着产需同时改善，企业生产提速带动原材料库存低位企稳（+0.1pct至47.7），销售回升下成品库存边际下降（-0.1pct至48.4）。与此同时，价格指标呈现回升信号，但总体仍处于低位。投入品涨幅小于产出，有助于稳定企业成本。购进价格低位回升（+1.9pct至45.1），有色、黑色、化纤、专用设备和非金属改善明显；出厂价格回升幅度略大（+2.0pct至44），电气机械、有色、黑色、金属等较为突出。

9月非制造业PMI再度走弱，韧性主要来自建筑业。服务业PMI小幅回落（-0.3pct至49.9），但主要的两个大类——消费性服务业和生产性服务业仍保持韧性。建筑业PMI总体稳定，但新订单仍在持续回落。9月建筑业的支撑主要来自房屋建筑业在低位企稳（+7.8pct至50.7），而土木工程（-4.0pct至53）、建筑安装装饰及其它建筑业（-15.5pct至45.4）震荡较为明显。

中观行业表现分化，制造业景气行业数量增加、非制造业下降。15个制造业行业中9个（60%）位于景气区间，较前月（40%）有所改善，有色金属、石油加工、通用设备、化学原料等表现相对较好。19个非制造业行业中8个（42.1%）位于景气区间，较上月的13个（68.4%）有所减少。运输物流（邮政、道路运输、航空运输）及通讯网络（电信传输、网络软件）等表现相对较好。

◆ 制造业

9月制造业PMI触底反弹，结束了连续5个月的下行期，但目前仍位于荣枯线下方。除“秋旺”等季节性因素带动外，前期较低的基数也是重要的支撑。从季节性角度观察，9-10月属于制造业传统旺季，而今年9月回升幅度显著大于近年平均水平（2020-2023年9月平均环比+0.30）。分贡献因素看，各科目均构成贡献，按影响大小分别是生产（贡献+0.35pct）、新订单（贡献+0.3pct）、雇员（贡献+0.02pct）、配送（贡献+0.015pct）、原料库存（贡献+0.01pct）。

旺季制造业生产、需求双双修复，但生产回升幅度快于需求，产需缺口仍在走阔。从相对变化看，生产与需求同步改善，“产需差”边际走阔：一方面新订单出现企稳（+1.0pct），另一方面生产快速回稳（+1.4pct），“产需差”相应走阔0.4pct至1.3pct。从绝对水平看，生产在连续4个月的下滑后，终于反弹至“荣枯线”上方（51.2）；从“三大需求”看，分化则较为明显：仅新订单（+1.0pct至49.9）有所企稳，新出口订单（-1.2pct至47.5）、现有订单（-0.7pct至44.0）仍在下滑，且三者均位于收缩区间。

原材料呈现主动补库，价格指标显著企稳。库存方面，随着产需同时改善，企业生产提速带动原材料库存低位企稳（+0.1pct至47.7），销售回升下成品库存边际下降（-0.1pct至48.4）。与此同时，价格指标呈现回升信号，但总体仍处于低位。投入品涨幅小于产出，有助于稳定企业成本。购进价格低位回升（+1.9pct至45.1），有色、黑色、化纤、专用设备和非金属改善明显；出厂价格回升幅度略大（+2.0pct至44），电气机械、有色、黑色、金属等较为突出。供应链方面，配送时效小幅减缓（-0.1pct至49.5），反向拉动PMI。

随着产需两端同时企稳，企业预期保持稳定，小型企业感受显著回暖。预期方面，制造业预期保持52不变，仍是年内新低。分规模看，小型企业景气度在低基数下快速修复：大型企业温和上行（+0.2pct至50.6）；中小企业改善更为显著（中型+0.5pct至49.2，小型+2.1pct至48.5），“大小企业差”收窄1.9pct至2.1pct。分行业看，15个行业中9个（60%）位于景气区间，较前月（40%）有所改善，有色金属、石油加工、通用设备、化学原料等表现相对较好。

◆ 非制造业

9月非制造业PMI再度走弱，韧性主要来自建筑业。非制造业景气度环比回落0.3pct至50.0，在低基数下，表现仍显著弱于近年同期的季节性（2020-2023年9月平均回升1.28pct）。从结构看，建筑业企稳、服务业下滑：建筑业位于荣枯线上方，而服务业则再度跌破荣枯线。

服务业PMI小幅回落（-0.3pct至49.9），但主要的两个大类——消费性服务业和生产性服务业仍保持韧性。随着制造业生产修复，生产性服务业景气度有所回升（+0.4pct至51.6），绝对水平仍显著弱于近年同期；消费性服务业也边际企稳（+0.2pct至50.4），表现好于近年同期。

建筑业 PMI 总体稳定，但新订单仍在持续回落。建筑业 PMI 边际回升 0.1pct 至 50.7，仍明显低于过去 3 年同期平均水平（58），且新订单在低位再度下滑（-4.0 至 39.5）。具体来看，9 月建筑业的支撑主要来自房屋建筑业在低位企稳（+7.8pct 至 50.7），而土木工程（-4.0pct 至 53）、建筑安装装饰及其它建筑业（-15.5pct 至 45.4）震荡较为明显。

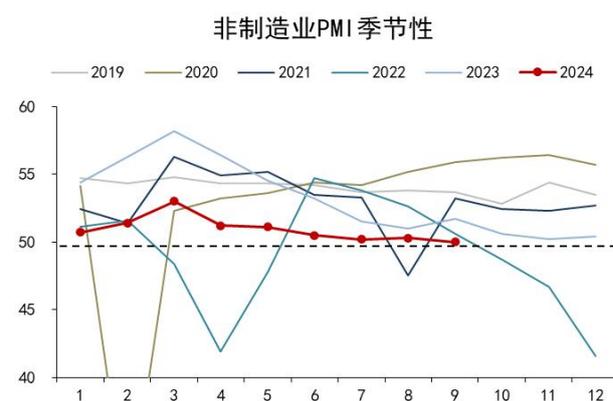
从分项指标看，有三方面值得关注：**一是与制造业情况相反，非制造业价格指数仍在持续回落。**当月投入与产出价格双双回落，但投入价格回落幅度（-0.4pct）小于产出（-1.1pct），指向企业利润率压力上升（-0.7pct 至 -2.1pct）。**二是不同规模企业景气度分化，大小型企业表现偏弱，中型企业则相对稳健。**当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别 -2.0pct、+2.7pct 和 -1.2pct。**三是分行业看，仍是运输物流类表现相对突出，但幅度趋弱。**19 个非制造业行业中 8 个（42.1%）位于景气区间，较上月的 13 个（68.4%）有所减少。运输物流（邮政、道路运输、航空运输）及通讯网络（电信传输、网络软件）等表现相对较好。

图2: 制造业 PMI 的季节性



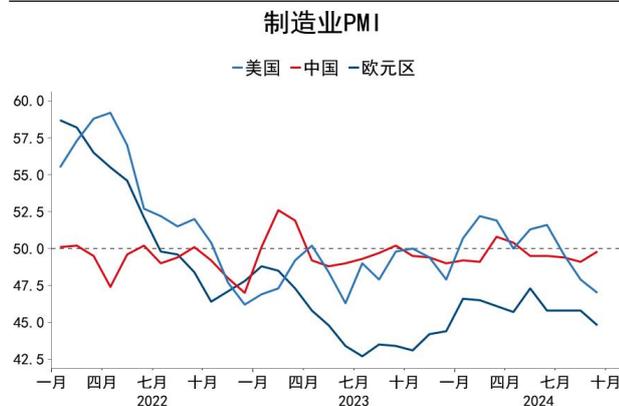
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



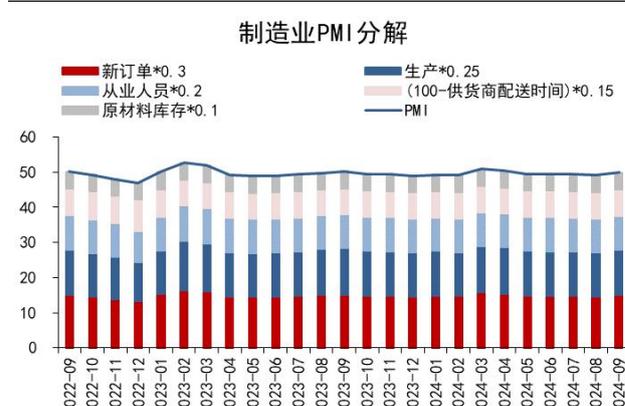
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 美国制造业 PMI 持续下探



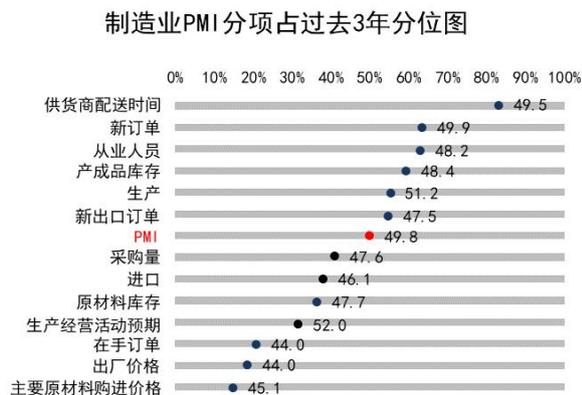
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



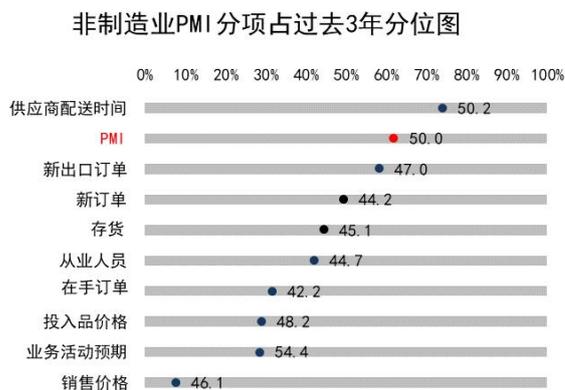
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



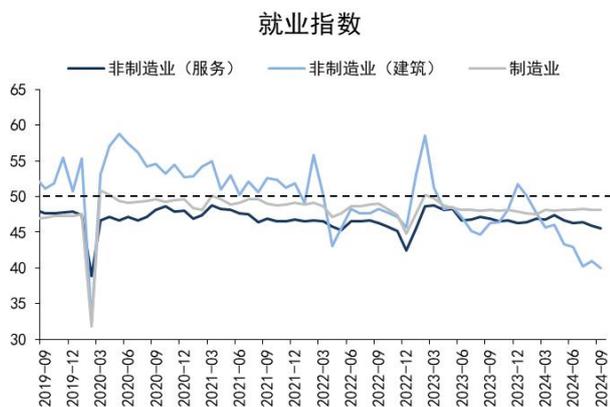
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



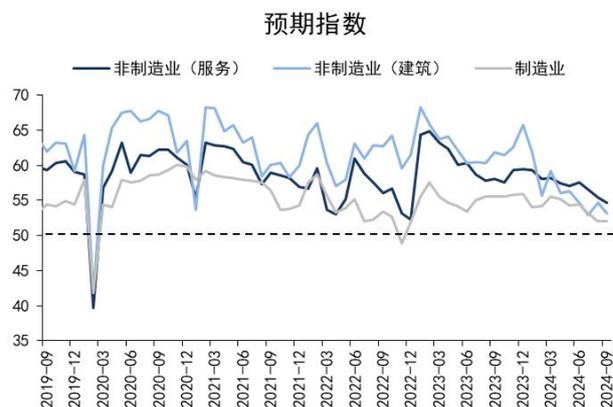
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 制造业就业边际企稳



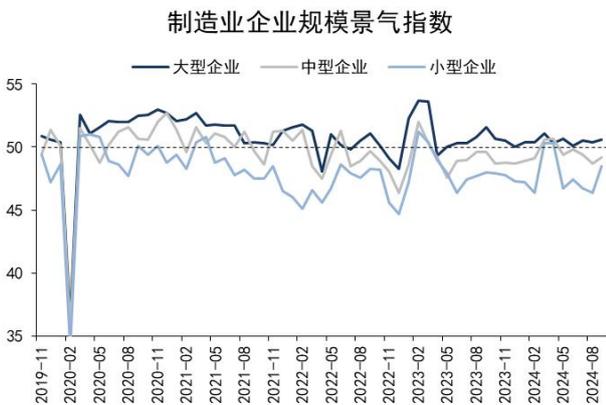
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 主要行业预期总体走弱



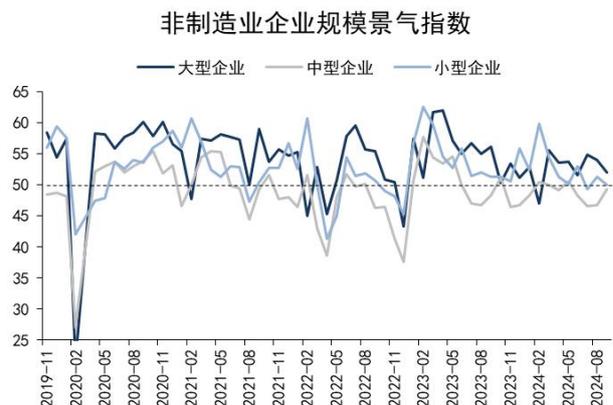
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 各规模制造业企业景气度总体回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 大小非制造业企业景气度分化显著



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外市场动荡，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

- 《“防缩表”下的政策逻辑——金融支持经济高质量发展新闻发布会解读》——2024-09-26
- 《2024年9月政治局会议解读-货币政策已然发力，财政政策不会缺席》——2024-09-26
- 《“稳增长”以“促改革”-金融支持经济高质量发展新闻发布会解读》——2024-09-24
- 《2024年8月财政数据快评-收支增速下滑，财政力度指数下行》——2024-09-21
- 《美国9月FOMC会议点评-“预防式降息”特征明显》——2024-09-19

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032