



供需改善的开始

——2024年9月 PMI 分析

2024年9月30日

事件：国家统计局9月30日发布数据：制造业 PMI 为 49.8%（前值 49.1%），制造业景气度大幅回升。建筑业 PMI 50.7%（前值 50.6%），服务业 PMI 49.9%（前值 50.2%）。

一、以旧换新促进内需回暖。本月最大的积极因素是9月新订单指数上升至 49.9%（前值 48.9%），大幅上行 1pct 临近荣枯线。需求受以旧换新政策影响有大幅改善；在手订单和新出口订单 44%和 47.5%（前值 44.7%和 48.7%），外需开始放缓。具体来看，内需方面以旧换新政策发挥作用，9月第二周日均乘用车销量突破 6 万辆，环比上行 23%，根据发改委新闻发布会，目前 3000 亿以旧换新资金已全部下达，8 个领域设备更新实施细则和 4 个领域消费品以旧换新实施细则印发实施；各地方政府印发超过 140 份配套实施细则，从平台和卖场情况看，近期家电以旧换新消费快速增长。房地产市场在 9 月虽然依旧低迷，30 城成交面积下降至 100 万平方米以下。外需需要警惕，9 月财新 PMI 掉入收缩区间，录得 49.3%；高频数据上 9 月集装箱运价有较大降幅，出口需求开始回落。当前地缘政治冲突和右翼势力抬头增加了未来全球贸易政策的不确定性，10 月欧盟即将对我国新能源车关税进行最终投票，其结果对我国与欧盟贸易有警示意义。

二、生产受需求驱动有较大回升。9 月生产指数 51.2%，较前值上升 1.4pct；供给侧受需求驱动开始回升。此前我们一直提示工业经济在从政策驱动转向需求驱动时，需求的不足没有撑起工业经济的进一步增长。但目前随着政策对需求的大力支持，9 月生产指数大幅回升，生产也开始回暖。从高频指数上，虽然钢材和基建开工率还相对低迷，消费制造业有所复苏。具体来看，9 月高炉开工率同比下降 6.39pct，环比-0.97pct；石油沥青开工率同比-18.55pct，环比-1.03pct；螺纹钢和线材开工率也均同比下降。但汽车半钢胎开工率较上月小幅上行，江浙织机开工率环比大涨 6.97pct 至 70%以上；化工链 PTA、炼油场开工率也有所上行

三、出厂价格和购进价格均改善。9 月出厂价格指数、原材料购进价格指数分别录得 44%和 45.1%，分别环比上涨 2pct 和 1.9pct。虽然价格指数仍在荣枯线下且水平较低，但出厂价格的回升代表企业收入和利润空间逐步回暖，“卷”价格的情况有所改善。但原材料购进价格指数高过出厂价格指数意味着企业还在牺牲利润换取销量，利润依然承压。9 月前三周螺纹钢、热轧板卷等钢材价格持续下行也对应着房地产行业的低迷；但纯碱、PVC 和 PTA 等化工链期货价格均有所上行，对应消费制造业的高景气。

四、库存指数开始被动去库。9 月原材料库存指数上升 0.1pct 至 47.7%，产成品库存指数下降 0.1pct 至 48.4%。产成品库存受需求突然上升导致被动下降，但原材料库存指数继续弱于产成品库存指数，表示企业还没有为了未来的生产作出及时调整，原材料库存-产成品库存差为-0.9，经济新动能指数（新订单-产成品库存）回升至 1.5，整体呈现“被动去库”的状态。

五、小企业景气度回升，建筑业扩张加快。9 月大、中、小型企业景气度均有所上行，分别录得 50.6%、49.2%和 48.5%，其中小企业有大幅改善，较前值上升 2.1pct。非制造业方面，服务业景气水平小幅回落。服务业商务活动指数为 49.9%，比上月下降 0.3 个百分点；建筑业扩张略有加快。建筑业商务活动指数为 50.7%，比上月上升 0.1 个百分点，继续保持扩张。

分析师

张迪

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

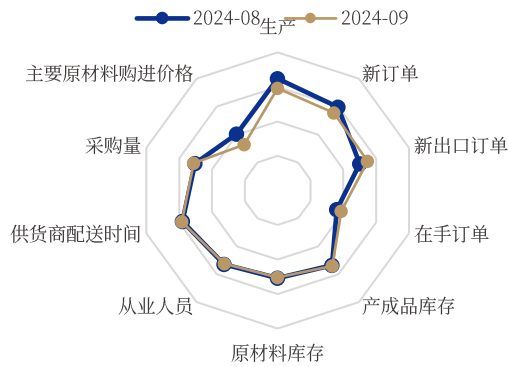
研究助理: 铁伟奥

风险提示

1. 国内政策时滞的风险
2. 海外经济衰退的风险

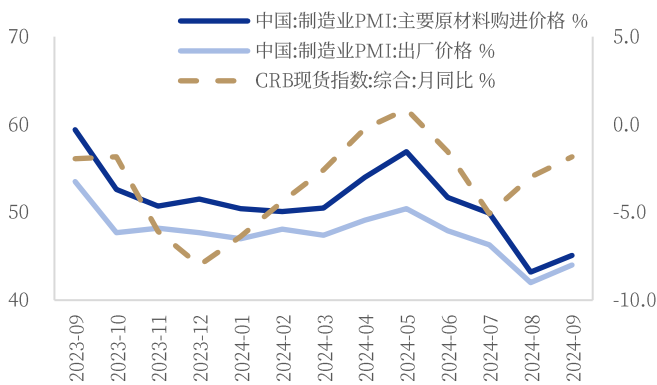
展望后市：9月PMI整体呈现了积极的一面，以旧换新等政策加持下需求端改善明显，生产也受需求带动重回扩张区间。9月政治局会议之后，稳增长稳就业的大方向已定，相关政策正在陆续落实落地，尤其是对需求侧的重视明显加力，房地产和基建在9月依旧低迷，拖累钢材、沥青等产品生产。但政策已经落地，9月29日晚，上海、广州、深圳等地均出台放开房地产限制措施，对房地产市场预计形成有力支撑。货币方面央行同步降息降准，对房地产和资本市场都有进一步放松，减轻企业和居民的负担、释放消费潜力、提升市场预期，有望推动需求侧的平稳修复。随着需求侧的复苏，工业经济也将摆脱“内卷”的趋势，价格有望回暖，新旧动能转换的阵痛期也会更加平稳，企业利润、劳动需求也会随之抬升。在宏观政策正视困难，干字当头的背景下，我国经济增长中枢有望向目标回归。

图1：中采制造业 PMI



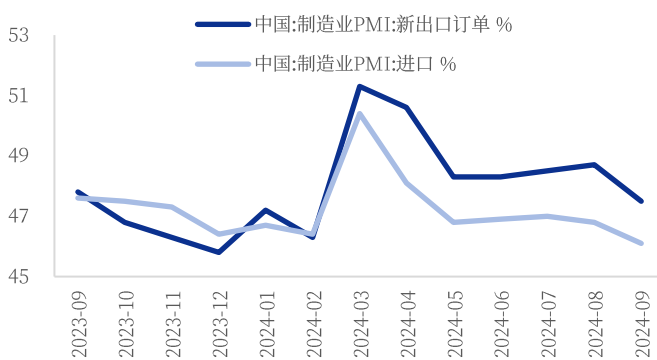
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图3：出厂价格和购进价格指数均有所改善



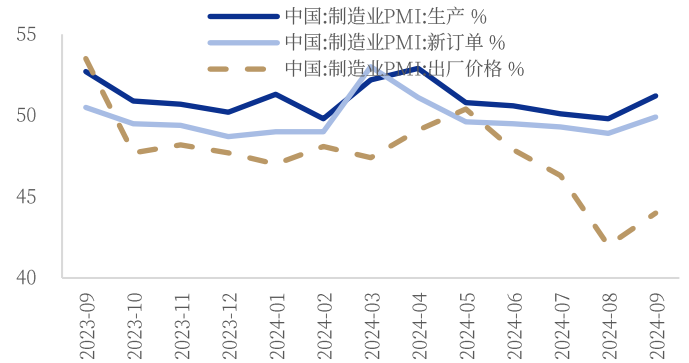
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：制造业进出口 PMI



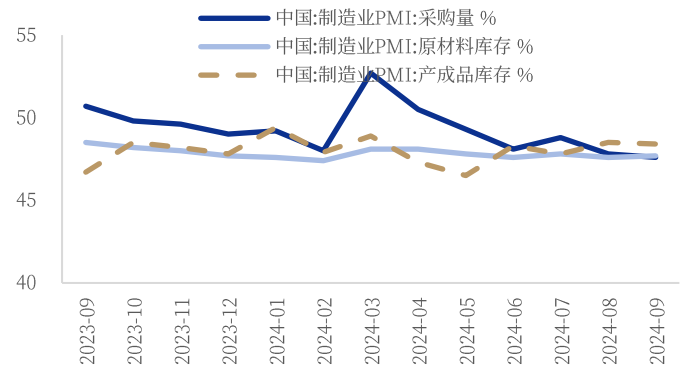
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图2：生产和新订单指数同步上升



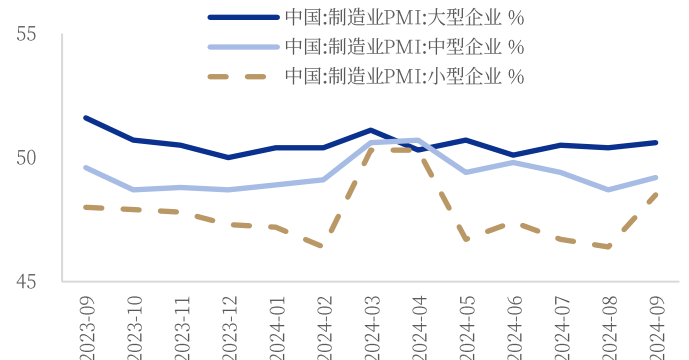
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：采购量、产成品库存和原材料库存



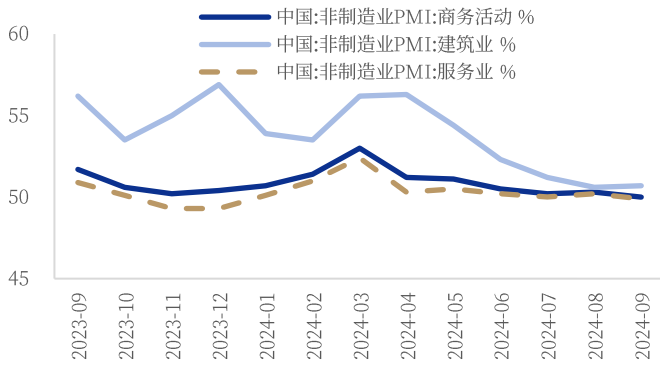
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图6：大、中、小型企业景气度



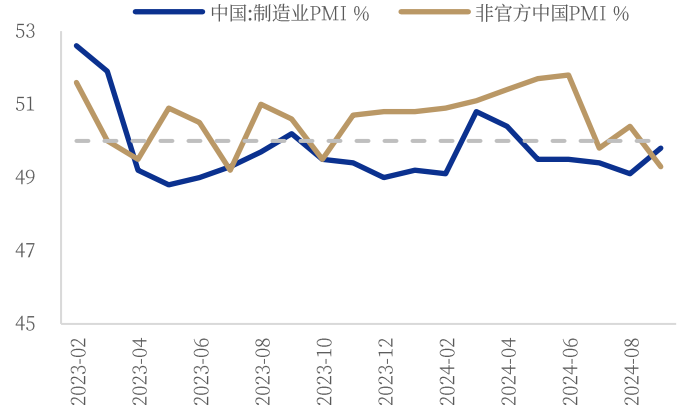
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图7: 建筑业 PMI 小幅上升, 但服务业 PMI 有所回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 9月财新 PMI 掉入收缩区间



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn