



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**9月30日，国家统计局公布了9月制造业采购经理指数（PMI）。9月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.8%，比上月上升0.7个百分点，制造业景气度回升。

➤ **近期传来利好的不仅仅是政策，经济数据也开始显示出企稳回升态势。**9月制造业PMI的回升并不意外（往年9月PMI大多情况下均会季节性回升），意外的是其0.7pct的环比增速略超往年的季节性（2007年以来制造业PMI9月环比增速平均增幅为0.6pct）。我们认为有“三股力量”推动9月PMI的超季节性回升——政策利好、极端天气扰动消退、长假前的“抢工补产”。后两个因素主要解释了9月PMI的“季节性回升”，而政策利好才是引领9月PMI“超季节性回升”的关键。作为重要领先指标之一，9月制造业PMI说明经济数据的复苏正在路上，下半年经济增速压力或将明显减弱。

➤ **有“三股力量”推动9月制造业PMI季节性回升。**自中采PMI发布（即2005年）以来，9月制造业PMI环比增速大多为正，仅有2018年（中美经贸摩擦）和2021年（限电限产措施的密集推出）9月PMI是环比向下的。推动9月制造业PMI季节性回升的背后，主要有“三股力量”推动，具体来看：

➤ **其一，稳经济政策力度的加码。**近年来“十一长假前”似乎成为了政策出台的一大“重要窗口”，9月政策出台力度通常会边际走高，这也为9月PMI的上升打开空间。而今年9月更加“不寻常”——先是24日国新办发布会央行“一鼓作气”宣布降准、降息、降存量房贷利率、创设新货币工具，后是十八大以来首次在9月政治局会议上讨论当前经济形势，几乎“前所未有的”9月政策出台力度促使PMI回暖。不过需要注意的是，中采PMI调查时间通常为每月20-25日，而9月政策集中在月末出台，这就意味着政策利好还并未完全传导至制造业PMI，预计后续PMI将进一步上行。

➤ **其二，天气和自然灾害等季节性扰动的消退。**通常9月气温都会较8月明显降低，随着极端天气对工业正常开工进度的扰动逐步退散，9月制造业PMI的回升也不显意外。

➤ **其三，长假来临前的“抢工补产”。**其实每个月工作日天数也是解读PMI的一把“钥匙”，若每个月的工作日天数比上个月更多，那么PMI环比为正的的概率会高于PMI环比为负的概率。但9月却并未遵循此规律——至少从近十年的数据来看，9月反而是休息日天数越多、PMI弹升幅度越大。我们认为在中秋国庆长假的扰动下，假期越长、可能制造业“抢工补产”的情况反而越明显，因此更利好9月PMI的回升。

➤ **回到制造业PMI本身，9月回升的“制胜法宝”是产需两端的同步好转。**PMI的五大分项指标中，PMI新订单指数和PMI生产指数成为了拉动9月制造业PMI回升的关键项。9月PMI新订单指数回升1.0pct至49.9%，PMI生产指数回升1.4pct至51.2%。相较之下，PMI新订单指数的回升更超季节性，政策利好对需求的刺激效果更甚。不过调查结果显示9月反映需求不足的企业占比仍超过60%，同时采购量指数、进口指数等仍有下降，表明需求不足的问题还是

相关研究

1.2024年8月工业企业利润点评：基数效应为利润增速“蒙上面纱”-2024/09/27

2.2024年9月政治局会议点评：不寻常信号-2024/09/26

3.国新办发布会解读：重磅政策的未完待续-2024/09/24

4.本周经济热点：节前的宏观悬念-2024/09/22

5.2024年8月财政数据点评：并未停止的“顶格”发力-2024/09/20

较为突出，这或许也是9月政治局会议所述的“加力推出增量政策”的题中之义。

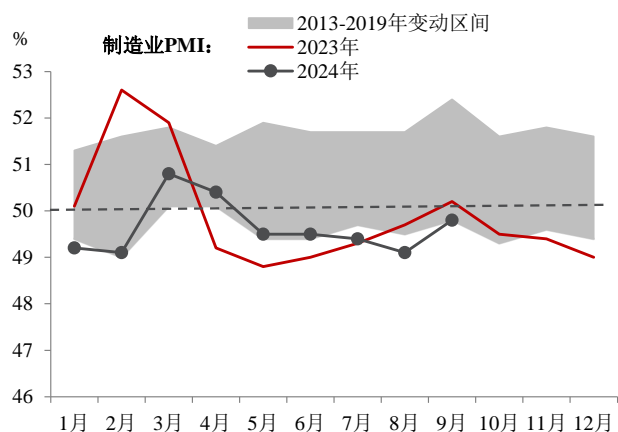
➤ **“鱼和熊掌不可兼得”？内需变好，外需却在变差。**不同于 PMI 新订单指数的回升，PMI 新出口订单指数却在转升为降，**9月 PMI 新出口订单指数下降 1.2pct 至 47.5%**。这与今天（即9月30日）公布的9月财新 PMI 数据传达的信息一致——财新 PMI 所调查的企业更多集中在东部沿海地区，因此更多与出口景气度挂钩，9月财新 PMI 下降 1.1pct 至 49.3%，**说明外需开始呈现出走弱趋势，背后主要是由于海外经济景气度边际放缓。**“内需淡、外需浓”的局势可能正在开始扭转。

➤ **企业规模越小，景气度反弹空间越大。**9月各规模的工业企业景气度出现了不同程度的回升，大、中、小型企业 PMI 分别为 50.6%（环比+0.2pct）、49.2%（环比+0.5pct）、48.5%（环比+2.1pct）。**单从9月 PMI 环比增速来看，似乎呈现出企业规模越小、弹升幅度越大的现象。**

➤ **非制造业的明显改善仍需时间。**比起制造业 PMI，9月建筑业 PMI 与服务业 PMI 的表现就略显逊色了一些。**9月建筑业 PMI 录得 50.7%（环比+0.1pct），极端天气褪去后建筑业景气度却并未出现明显拐点。**一方面，今年以来基建偏弱的形势并未出现明显改善，虽然新增专项债发行进度正在加快，但其募集资金更多流向“其他（含支持化解地方中小银行风险）”、而非项目建设；另一方面，房地产距离完全恢复仍有一定距离。**9月服务业 PMI 录得 49.9%（环比-0.3pct），服务业 PMI 时隔 8 个月后再次跌落荣枯线，讲述的是暑假出行热度散去、以及消费热度有待进一步上升的故事。**

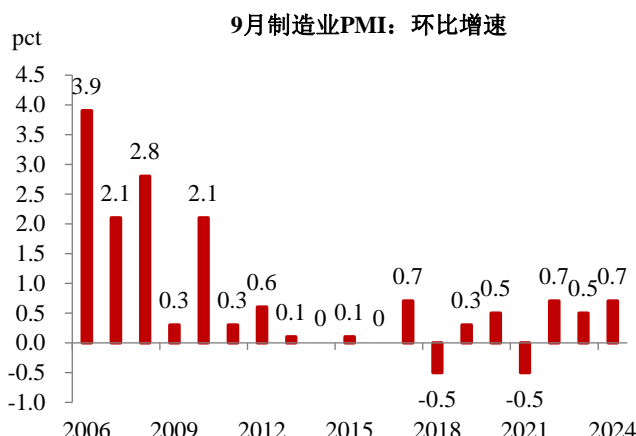
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：9月制造业 PMI 转升为升



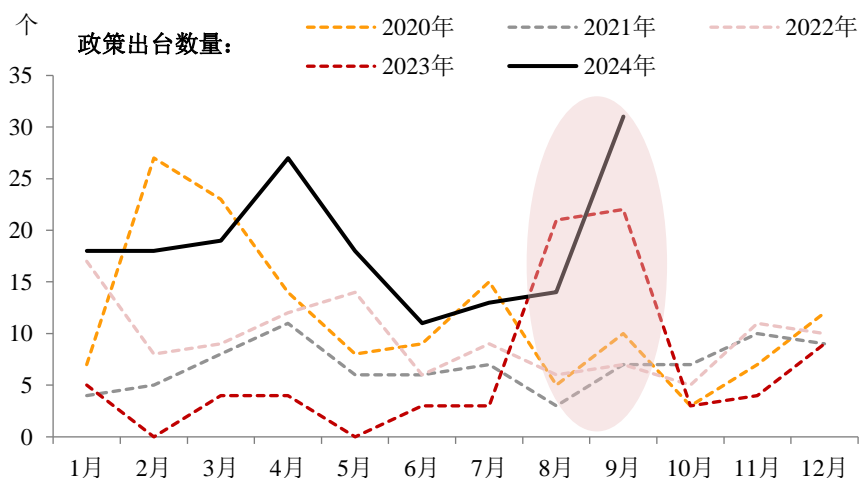
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：历史上9月 PMI 环比上升的概率较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

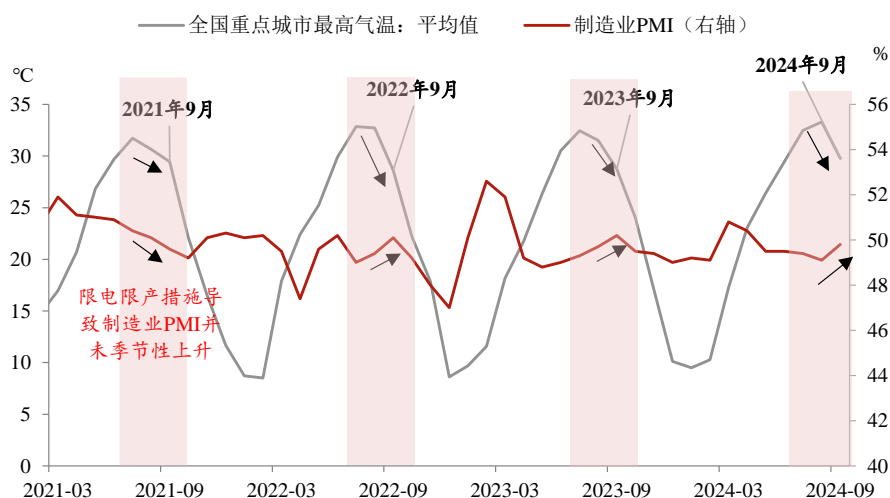
图3：通常9月政策出台力度会边际加大，今年尤其“不一般”



资料来源：Wind，民生证券研究院

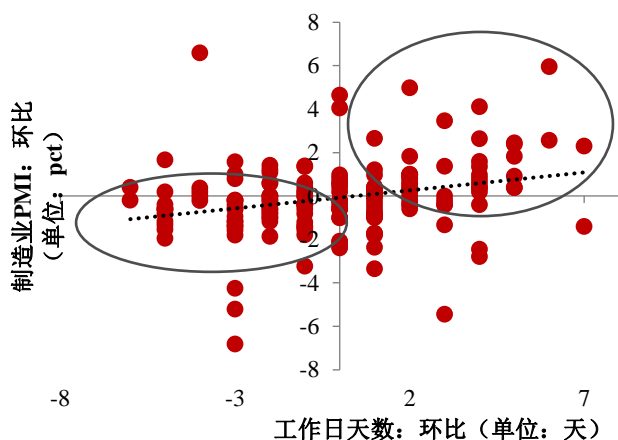
注：政策出台数量统计方法为——统计每月各部委出台影响宏观经济的主要政策数量（选取国务院、发改委、央行、财政部、住建部、证监会、卫健委、金融监管总局），部委之间相同政策予以剔除。

图4：9月随着天气等季节性扰动的消退，制造业PMI多向上走



资料来源：Wind，民生证券研究院

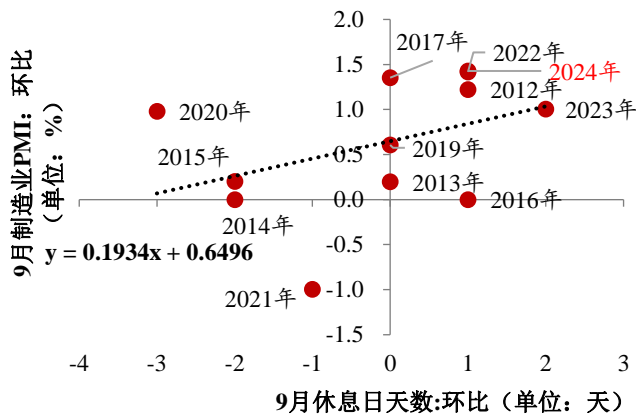
图5：每月工作日天数环比上升，PMI 向上走的概率也会更高些



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：图中散点为 2010 年至 2024 年数据，频率为月度；工作日天数环比即本月工作日天数减去上个月工作日天数。

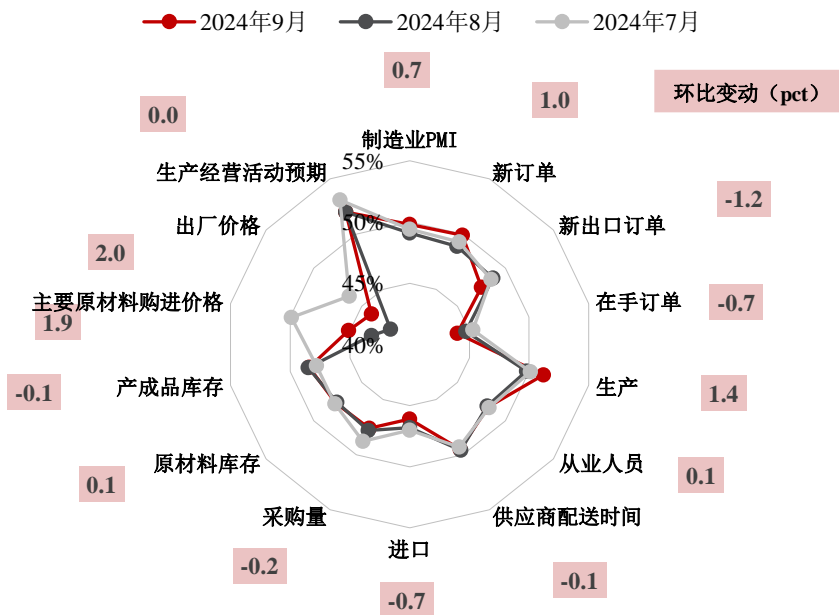
图6：9 月制造业 PMI 反而与休息日天数呈正相关



资料来源：Wind，民生证券研究院

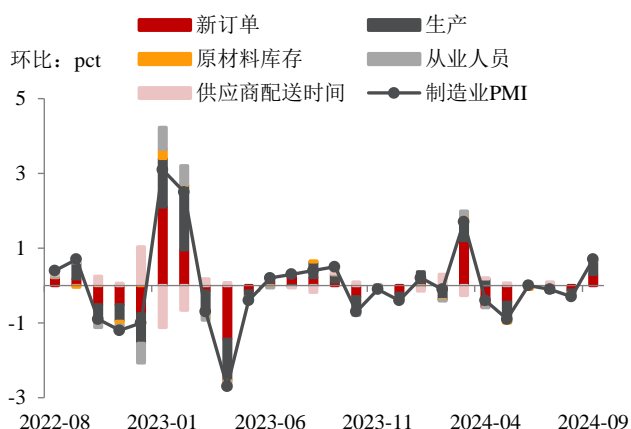
注：图中散点数据频率为年度（每年 9 月数据）；休息日天数环比即本月休息日天数减去上个月休息日天数。

图7：9 月制造业 PMI 各分项指标变动情况



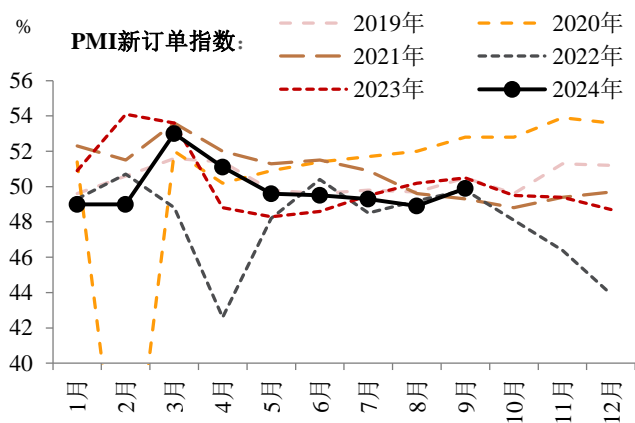
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：产需两端的同步好转是拉动9月PMI上升的关键



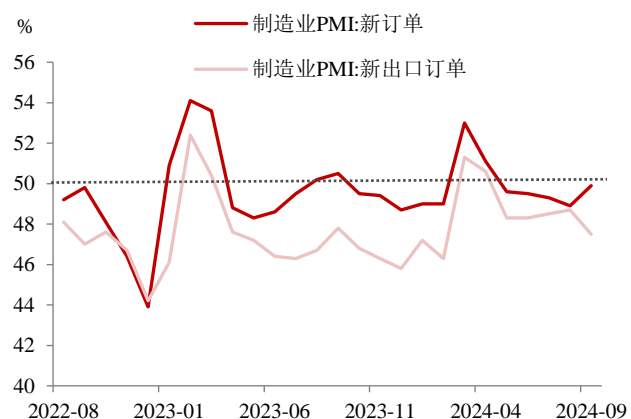
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：比起PMI生产指数，9月PMI新订单指数涨幅更超季节性



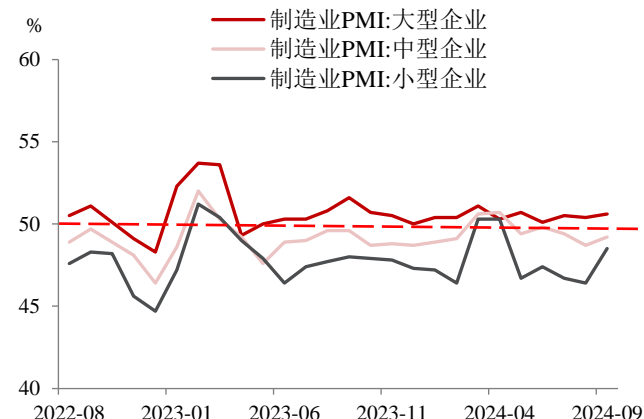
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：9月PMI新订单指数和PMI新出口订单指数一升一降



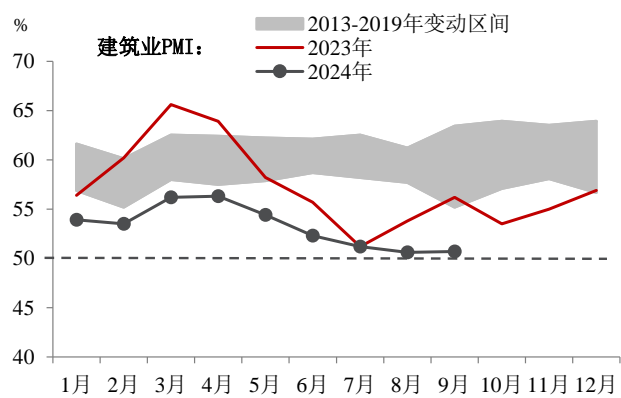
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：9月企业规模越小，环比增幅越大



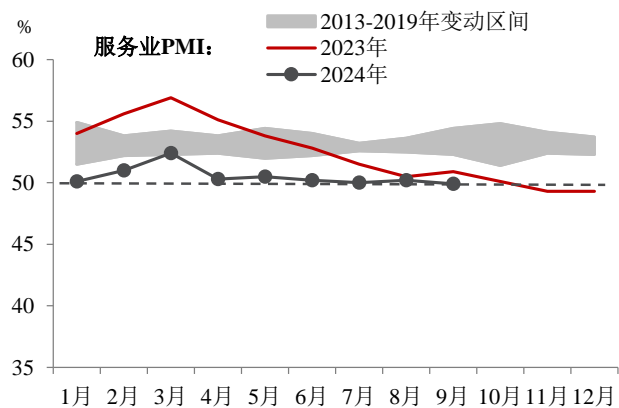
资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：9月建筑业 PMI 并未出现明显拐点



资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：9月服务业 PMI 略有下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026