

宏观点评 20241001

9月 PMI: 预期修复下, 经济增长动能切换

2024年10月01日

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理 武朔

执业证书: S0600124070017

wushuo@dwzq.com.cn

相关研究

《美联储: 50bp 的降息开局》

2024-09-19

《8月经济数据: 增量政策有望加快出台》

2024-09-19

■ 9月制造业 PMI 季节性回升, 但相比于经济的边际改善, 更重要的是政策对于预期的扭转。9月制造业 PMI 季节性回升, 录得 49.8% (前值 49.1%), 结束了持续下跌的走势。虽然经济是否进入回升通道还需要更多数据的检验, 但毫无疑问的是, 当前政策的快速推出已经近乎扭转了前期市场疲弱的预期, 这从资本市场的走势即可窥见一二。预期改善下, 四季度经济增长的推手将更多从出口、投资向消费端靠拢, 财政的发力也将有助于全年经济增长目标的实现。

■ 因此, 诸多政策利好下, 对四季度经济可以更乐观些, 尤其是对于消费端, 主要反映在以下几个方面:

一是货币的持续宽松, 924 一系列货币政策的部署以及近期降准降息的落地打开了年内的宽松空间, 将有助于带动后续流动性宽松, 促进信贷改善;

二是增量财政政策的出台, 9月政治局会议明确提出“加大财政货币政策逆周期调节力度, 保证必要的财政支出, 切实做好基层‘三保’工作”、“加力推出增量政策”, 这意味着财政将加快向增量政策转变, 四季度增量财政工具出台的概率上升, 尤其是财政赤字的上调、特别国债的增发等, 10月的人大常委会可能是相关工具落地的重要时间点。而新一轮财政的支持可能从投资端向消费端转变, 增加对居民的消费补贴和民生支持等;

三是地产政策的调整, 一线城市限购的放开以及存量房贷利率的下调有助于减轻居民负担, 改善居民消费, 逐步促进地产止跌回稳;

四也是最重要的一点即居民预期的改善, 一系列政策组合拳的推出以及资本市场的回暖使得居民信心大幅提高, 这对于形成金融和经济的良性循环至关重要。

■ 制造业供需双双好转, 带动制造业 PMI 超预期回升。9月制造业生产指数、新订单指数分别回升至 51.2% (前值 49.8%)、49.9% (前值 48.9%), 供需均出现明显好转, 可能受益于设备更新和以旧换新政策的影响释放。对于供给端来说, 暑期高温多雨对于生产施工的影响逐步退坡, 生产重回好转趋势; 而需求端虽有所改善, 但是否进入上升通道仍有待数据检验。目前前期安排的 3000 亿元超长期特别国债资金已全面下达, 可关注后续对于投资和消费的持续拉动作用。

■ 行业角度, 高技术行业和消费行业表现优异, 新兴行业持续对冲传统产业下行影响。9月高技术制造业和装备制造业 PMI 分别上升至 53.0% 和 52.0%, 保持高景气增长, 新质生产力仍在发力; 消费品行业 PMI 也回升至 51.1%, 景气度明显回升, 主要受益于消费品依旧换新等对于家电等耐用品消费的拉动增加。此外, 医药、汽车、电气机械器材、计算机通信电子设备等行业生产指数和新订单指数位于荣枯线以上, 供需均处于扩张区间。而石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数和新订单指数连续两个月低于临界点, 供需有所放缓。

■ 出口新订单指数回落显示年内外需对经济的拉动有所减弱。9月新出口订单指数回落至 47.5% (前值 48.7%), 虽然单月数据可能存在较大扰动, 但我们提示四季度出口增长退坡的可能性较大, 首先, 全球制造业 PMI 连续两个月落入荣枯线之下, 全球经济需求有所放缓; 其次, 四季度基数效应的回升会加大对出口增速的波动; 最后贸易摩擦的影响也不容忽视, 美国新一轮关税征收于9月底正式落地, 也会对出口产生一定制约。因此, 对于四季度来说, 经济的增长更多要靠内需拉动。

■ 价格端小幅回升, 补库进程仍偏缓。9月主要原材料购进价格、出厂价格指数分别回升至 45.1% (前值 43.2%)、44.0% (前值 42.0%), 主要受大宗商品价格回升以及内需边际改善的影响, 但整体依然偏弱; 9月 PMI 原材料库存、产成品库存分别变动 0.1pct、-0.1pct 至 47.7%、48.4%, 补

库进程偏缓。

■ **服务业 PMI 受暑期出行消费退坡影响有所回落。**9 月服务业 PMI 回落至 49.9% (前值 50.2%)，主因暑期消费出行热潮结束带来的需求回落，其中铁路运输、水上运输、文化体育娱乐等行业 PMI 指数均回落至荣枯线以下。但随着十一假期的到来，服务业景气度将出现改善，此外，近期资本市场的大幅改善以及地产利率的调整有助于降低居民负担，增加财富积累，也有助于十月消费的回升。

■ **地产政策的发力有助于建筑业 PMI 企稳。**9 月建筑业 PMI 略上升至 50.7% (前值 50.6%)，仍处于扩张区间，但建筑业新订单指数下降至 39.5% (前值 43.5%)，显示当前基建和地产需求仍弱，虽然在一线城市限购放开以及存量房贷利率的调整下，地产需求有望出现回温，但后续能否真正企稳回升仍需要财政的支持。

尤其是 9 月政治局会议对房地产政策的目标定调已经发生明显变化，从“促进房地产市场平稳健康发展”到“促进房地产市场止跌回稳”，对于地产市场的信号意义更加明确，也为房地产市场的后续运行划出了政策底线，后续财政货币对地产的支持力度有望进一步加码。

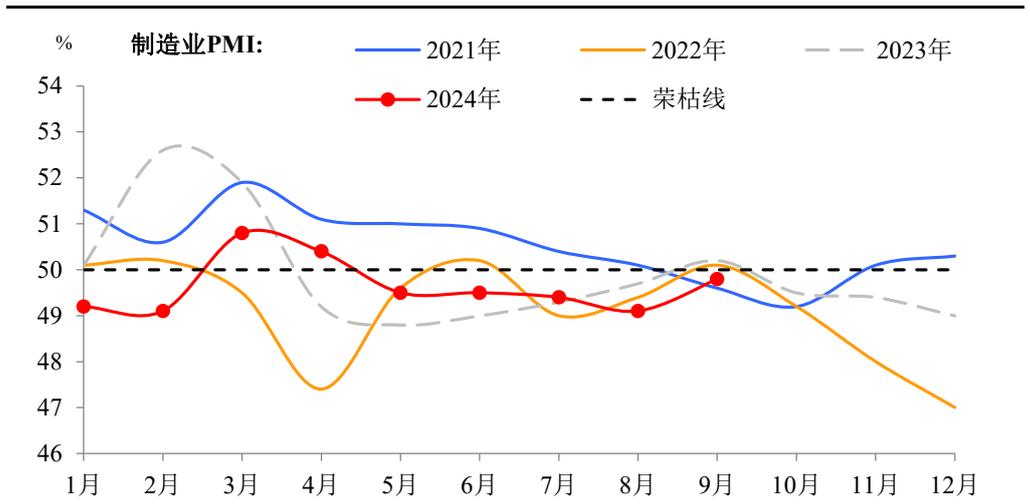
■ **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: 9月 PMI 分项一览

中国采购经理指数细项一览						
单位 (%)	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
综合PMI指数	50.40	50.10	50.20	50.50	51.00	51.70
制造业PMI指数	49.80	49.10	49.40	49.50	49.50	50.40
需求						
新订单	49.90	48.90	49.30	49.50	49.60	51.10
新出口订单	47.50	48.70	48.50	48.30	48.30	50.60
在手订单	44.00	44.70	45.30	45.00	45.30	45.60
供给						
生产	51.20	49.80	50.10	50.60	50.80	52.90
从业人员	48.20	48.10	48.30	48.10	48.10	48.00
采购量	47.60	47.80	48.80	48.10	49.30	50.50
供货商配送时间	49.50	49.60	49.30	49.50	50.10	50.40
进口	46.10	46.80	47.00	46.90	46.80	48.10
库存						
产成品库存	48.40	48.50	47.80	48.30	46.50	47.30
原材料库存	47.70	47.60	47.80	47.60	47.80	48.10
价格						
主要原材料购进价格	45.10	43.20	49.90	51.70	56.90	54.00
出厂价格	44.00	42.00	46.30	47.90	50.40	49.10
预期						
生产经营活动预期	52.00	52.00	53.10	54.40	54.30	55.20
非制造业PMI指数	50.00	50.30	50.20	50.50	51.10	51.20
建筑业PMI	50.70	50.60	51.20	52.30	54.40	56.30
服务业PMI	49.90	50.20	50.00	50.20	50.50	50.30

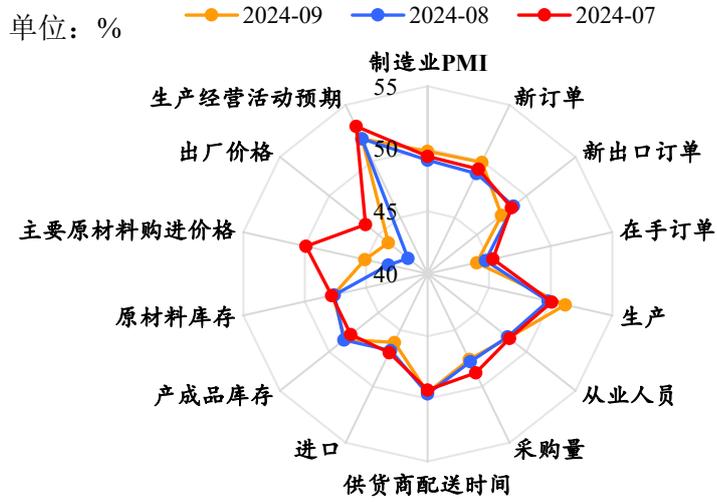
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 9月制造业 PMI 季节性回升



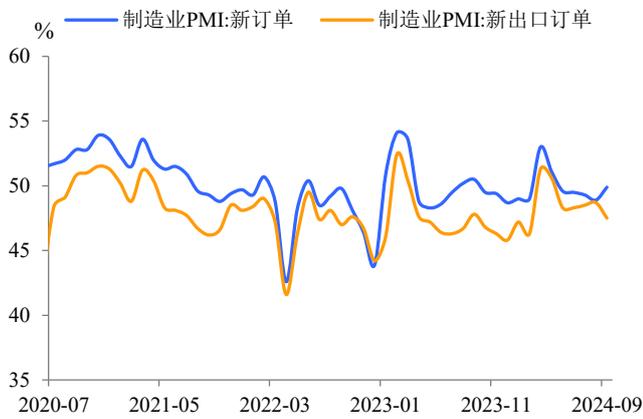
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 9月制造业 PMI 供需双双改善



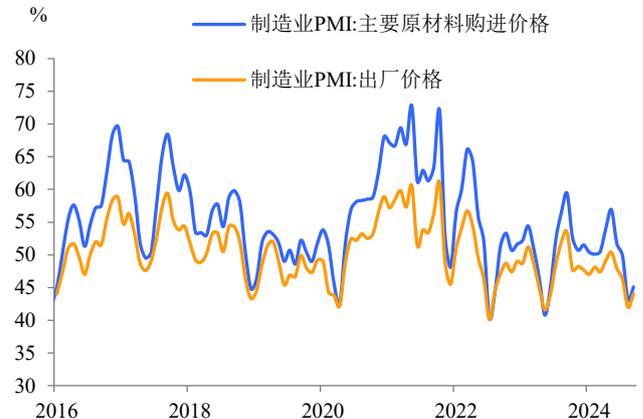
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 制造业 PMI 新出口订单和新订单指数走势分化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 制造业 PMI 主要原材料购进价格和出厂价格指数边际上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>