

制造业景气度回升，供强需弱格局未变

——9月PMI数据点评



YONGXING SECURITIES

核心观点

积极因素带动制造业供需两端景气度回升。得益于天气好转、生产季节性因素、设备更新需求增加以及基建需求恢复等因素支撑，9月制造业供需两端同步回升，带动制造业PMI升至49.80%，较上月回升0.7个百分点。供给端来看，生产指数升1.4个百分点至51.20%，重回扩张区间；需求端，订单指数升1.0个百分点至49.90%，在连续五个月下行后重新回升至枯荣线附近，内需恢复是新订单指数回升的主要支撑。

外需掣肘新出口订单指数呈现回落态势。9月新出口订单指数录得47.50%，较前值回落1.2个百分点，进口指数录得46.10%，较前值降0.7个百分点。我们认为，现阶段海外需求对我国制造业拉动作用有限，9月需求整体趋稳进一步表明国内需求有所回升，带动企业生产意愿释放；内需回升显示增量政策正在发力，在提升有效需求的同时，或进一步改善市场预期、促进生产恢复。

价格端止跌回升。购进价格指数和出厂价格指数均结束连续3个月环比下降走势，而原材料和出厂价格价差小幅收窄0.1个百分点至1.10pct。具体来看，9月原材料主要呈现价量齐升：主要原材料购进价格指数上行1.9个百分点至45.10%；原材料库存指数小幅上升0.1个百分点至47.70%。9月经济动能指标（新订单指数-产成品库存指数）有所回升。我们认为当前价格指数的边际变动也能显示经济基本面的巩固回升态势，下阶段随着中央政治局会议的相关部署有序落实，或能进一步刺激有效需求修复、助力企业效益回升。

不同主体活力回升，中小企业回升幅度高于大型企业。9月份大型企业、中型企业以及小型企业PMI分别上升了0.20、0.50和2.10个百分点。我们认为企业生产或能在需求修复影响下呈现持续回升，中小企业回升幅度高于大型企业，不同规模企业景气度分化有所收敛。

非制造业PMI景气回落。官方非制造业PMI录得50.0%，比前值降0.3个百分点。服务消费淡季回调，服务业PMI为49.9%，比前值下降0.3个百分点，略低于临界点。建筑业扩张加快，未来预期向好。

投资建议

积极因素带动制造业供需两端景气度回升，供强需弱格局未变。从PMI供需两端的恢复来看，或显示经济基本面可能从九月份开始呈现巩固回升态势。并且在此前报告中我们也指出，九月末中央政治局会议强调了要有效落实存量政策，加力推出增量政策，加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。我们认为，随着一揽子增量政策落地和延续，经济基本面下阶段有望回升向好，中国资产价格有望迎来全面修复。我们认为，短期债市调整压力增加，权益资产配置性价比提升。

风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超预期；海外经济增速不及预期；国内通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2024年11月01日

分析师：郑嘉伟

分

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC: S1760523080003

编

号：

相关报告：

《本轮增量财政政策如何发力？》

——2024年10月15日

《美联储降息对国内债券市场的影响》

——2024年10月08日

《中国资产价格有望迎来全面修复——9月中央政治局会议点评》

——2024年09月30日

正文目录

1. 制造业景气度回升，供强需弱格局未变.....	3
2. 外需掣肘，内需上行	4
3. 价格端止跌回升	5
4. 不同主体活力回升，分化有所收敛	6
5. 非制造业景气有所回落.....	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

图目录

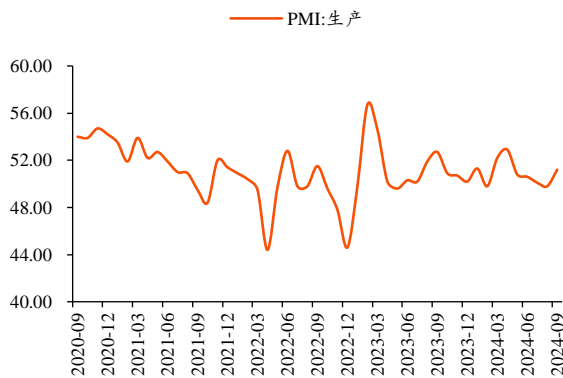
图 1: 制造业供给端 PMI (%)	3
图 2: 制造业供给端 PMI (%)	3
图 3: 历年制造业 PMI 指数 (%)	3
图 4: PMI 新出口订单指数 (%)	4
图 5: PMI 进口指数 (%)	4
图 6: 整体需求景气程度.....	4
图 7: 波罗的海干散货指数 (BDI)	5
图 8: 原材料与产成品库存 (%)	5
图 9: 经济动能指标 (pct)	5
图 10: 原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%)	6
图 11: 大中小型企业景气度 (%)	6
图 12: 非制造业中建筑业和服务业高景气度 (%)	7

事件：2024年9月30日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国9月官方制造业PMI为49.80%，高于前值0.7个百分点；非制造业商务活动指数为50.00%，比前值下降0.3个百分点；综合PMI产出指数为50.40%，比前值上升0.3个百分点。

1. 制造业景气度回升，供强需弱格局未变

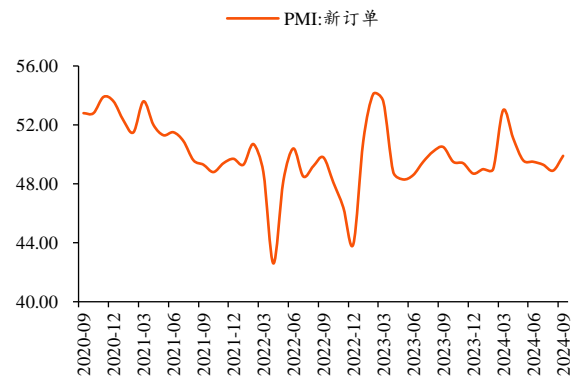
积极因素带动制造业供需两端景气度回升。得益于天气好转、生产季节性因素、设备更新需求增加以及基建需求恢复等因素支撑，9月制造业供需两端同步回升，带动制造业PMI升至49.80%，较上月回升0.7个百分点。供给端来看，生产指数升1.4个百分点至51.20%，重回扩张区间；需求端，订单指数升1.0个百分点至49.90%，在连续五个月下行后重新回升至枯荣线附近，内需恢复是新订单指数回升的主要支撑。从行业看，医药、汽车、电气机械器材、计算机通信电子设备等行业生产指数和新订单指数均位于扩张区间，产需较快释放；石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数和新订单指数连续两个月低于临界点，产需有所放缓。

图1:制造业供给端PMI (%)



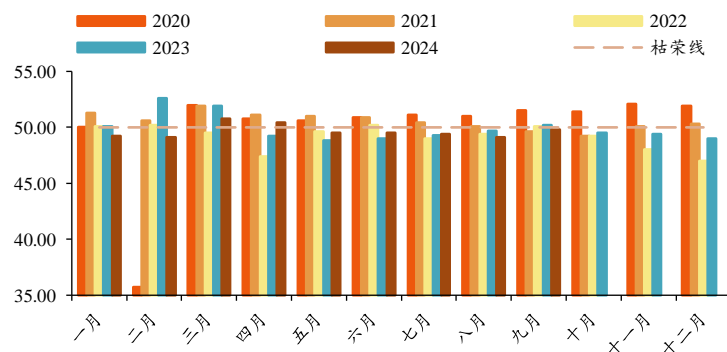
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:制造业供给端PMI (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:历年制造业PMI指数 (%)

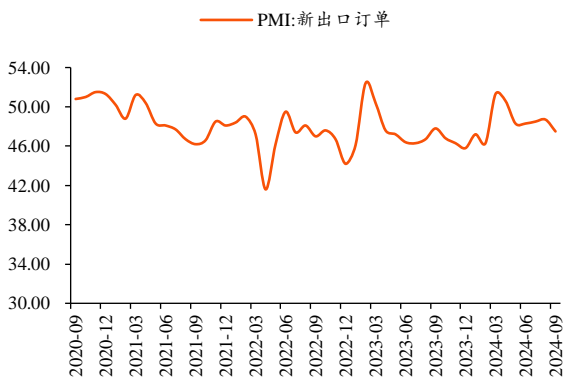


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 外需掣肘，内需上行

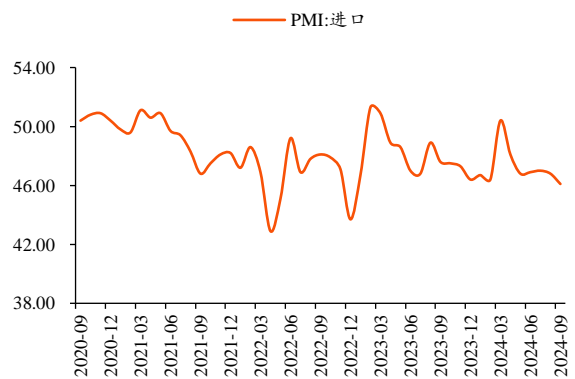
新出口订单指数呈现回落。9月新出口订单指数录得47.50%，较前值回落1.2个百分点，进口指数录得46.10%，较前值降0.7个百分点。从美国9月制造业PMI初值来看，其下行1.00至47.00%，而欧洲制造业PMI初值为44.80%相对较低。虽然美联储在9月降息50BP，但其对我国制造业外需的拉动或受其未来降息节奏影响，效果有待观察。我们认为，现阶段海外需求对我国制造业拉动作用有限，9月份需求整体趋稳进一步表明国内需求有所回升，带动企业生产意愿释放；内需回升显示增量政策正在发力，在提升有效需求的同时，或进一步改善市场预期、促进生产恢复，支撑经济基本面稳中向好。

图4:PMI新出口订单指数(%)



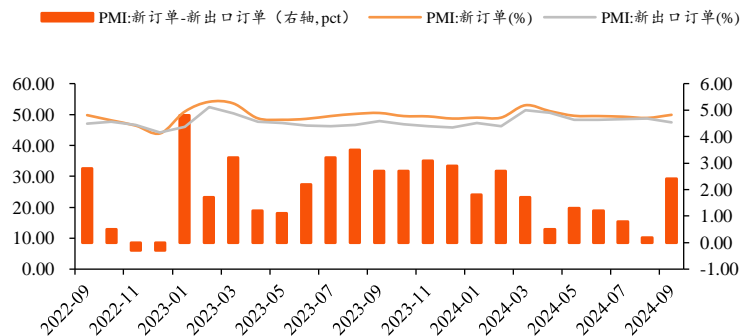
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:PMI进口指数(%)



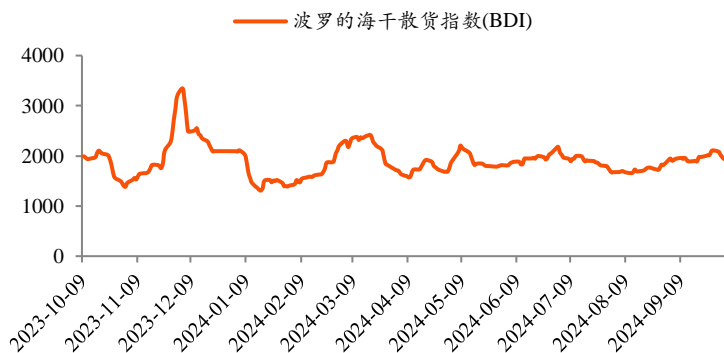
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:整体需求景气程度



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:波罗的海干散货指数 (BDI)

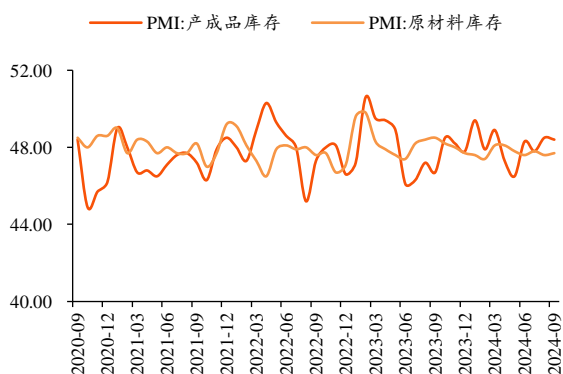


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 价格端止跌回升

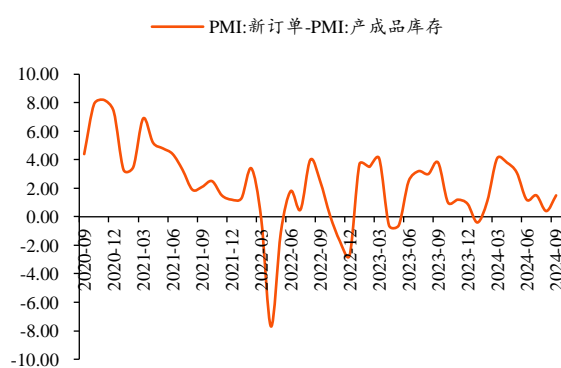
市场价格低位运行但有所回升，上下游价差小幅收窄。国家统计局表示“受有效需求不足以及部分大宗商品价格波动等因素影响”，当前制造业市场价格总体水平仍处于低位，但我们也要注意购进价格指数和出厂价格指数均结束连续 3 个月环比下降走势，而原材料和出厂价格价差小幅收窄 0.1 个百分点至 1.10pct。具体来看，9 月原材料主要呈现价量齐升：主要原材料购进价格指数上行 1.9 个百分点至 45.10%；原材料库存指数小幅上升 0.1 个百分点至 47.70%。在产品销售端，出厂价格指数升 2.0 个百分点为 44.00%；产成品库存降 0.1 个百分点至 48.40%。此外，9 月经济动能指标（新订单指数-产成品库存指数）为 1.50pct，有所回升，其中新订单指数和产成品库存指数分别上升 1.0 pct 和下降 0.1 pct。我们认为当前价格指数的边际变动也能显示经济基本面的巩固回升态势，下阶段随着中央政治局会议的相关部署有序落实，或能进一步刺激有效需求修复、助力企业效益回升。

图8:原材料与产成品库存 (%)



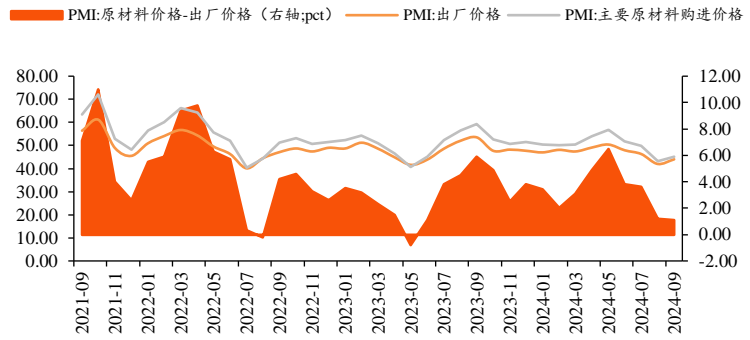
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:经济动能指标 (pct)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:原材料价格、出厂价格和价差变动幅度(%)

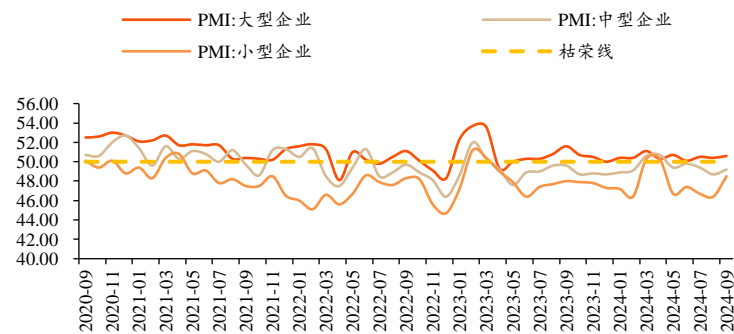


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 不同主体活力回升, 分化有所收敛

中小企业回升幅度高于大型企业。9月份大型企业、中型企业以及小型企业PMI分别为50.60%、49.20%、48.50%，其分别上升了0.20、0.50和2.10个百分点。当前不同主体活力呈现回升，结合价格端的上行，我们认为企业生产或能在需求修复影响下呈现持续回升，中小企业回升幅度高于大型企业，不同规模企业景气度分化有所收敛。

图11:大中小型企业景气度(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

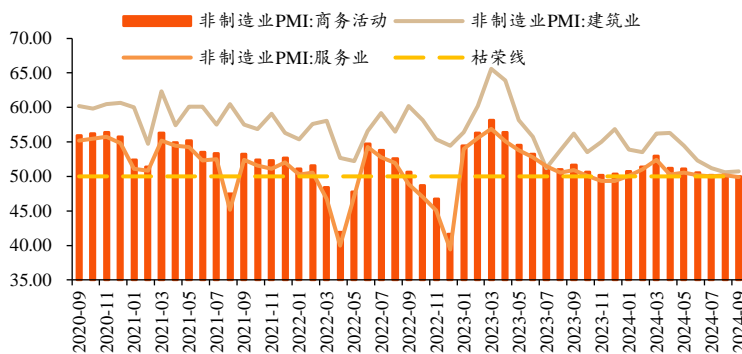
5. 非制造业景气有所回落

非制造业PMI景气回落。官方非制造业PMI录得50.0%，比前值降0.3个百分点。服务消费淡季回调，服务业PMI为49.9%，比前值下降0.3个百分点，略低于临界点。从行业看，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商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间，业务总量保持较快增长；由于暑期出行旺季结束，以及部分地区受台风等极端天气影响，铁路运输、水上运输、文化体育娱乐等行业商务活动指数回落幅度较大，均降至收缩区间。

建筑业扩张加快，未来预期向好。9月建筑业商务活动指数为50.7%，较前值上升0.1个百分点。分行业看，房屋建筑业商务活动指数结束连续

2 个月 50% 以下运行走势，升至 50% 以上；土木工程建筑业商务活动指数虽较有所下降，但继续在 52% 以上较高水平。房屋建筑业和木工程建筑业活动均保持在扩张区间。下阶段中央政治局会议明确提出要使用好超长期特别国债和地方政府专项债、更好发挥政府投资带动作用的背景下，建筑业业务活动预期指数为 53.10%。我们认为，建筑相关投资活动或将更快形成实物工作量，推动经济回升向好。

图12:非制造业中建筑业和服务业高景气度 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

6. 投资建议

积极因素带动制造业供需两端景气度回升，供强需弱格局未变。从 PMI 供需两端的恢复来看，或显示经济基本面可能从九月份开始呈现巩固回升态势。并且在此前报告¹中我们也指出，九月末中央政治局会议强调了要有效落实存量政策，加力推出增量政策，加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。我们认为，随着一揽子增量政策落地和延续，经济基本面下阶段有望回升向好，中国资产价格有望迎来全面修复。我们认为，短期债市调整压力增加，权益资产配置性价比提升。

7. 风险提示

地缘政治风险: 俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储货币政策超预期: 美联储货币政策会有随市场变化进行调整，存在超出预期的可能；

海外经济增速不及预期: 海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内通胀超市场预期: 国内经济数据暂不完整，存在通胀超预期可能；

上市公司业绩不及预期: 上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及

¹ 固收点评《中国资产价格有望迎来全面修复——9月中央政治局会议点评》，甬兴证券研究所，2024年09月30日发布。

预期可能；

市场波动超市场预期：市场波动存超预期可能。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20% 以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5% 以上

行业投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。