

宏观经济 | 宏观专题

工业产出或温和回升——对9月PMI和高频数据的思考及未来经济展望



| 报告要点

季节性调整后，9月 PMI 指数为 49.6%，较上月环比回升 0.5 个百分点。从结构上看，小型企业景气度上行较为明显，或是 9 月 PMI 回升的主要拉动项。从主要分项指数看，供给与需求子指数均有所改善，其中供给指数的回升更明显。综合 PMI 与高频数据表现，我们认为 9 月工业生产环比乃至整体经济环比增速或有望出现温和回升。中期而言，在近期逆周期调节加力提速的背景下，我们认为中国经济有望在新旧动能转换、中国经济新周期开启以及政策发力的共同支持下，重新回到复苏轨道。

| 分析师及联系人



方诗超

SAC: S0590523030001



王博群

SAC: S0590524010002

宏观专题

工业产出或温和回升——对9月PMI和高频数据的思考及未来经济展望

相关报告

- 1、《逆周期调节有望继续加力——2024年9月政治局会议点评》2024.09.27
- 2、《前置降息50基点正式开启降息周期——美联储9月议息会议点评》2024.09.20

➤ 9月PMI超预期反弹

9月PMI综合指数为49.8%，较上月（49.1%）明显回升，也好于Wind一致预测（49.5%）。季节性调整后，9月PMI指数为49.6%，较上月环比回升0.5个百分点。从结构上看，小型企业景气度回升较为明显，较上月上行1.1个百分点，或是9月PMI回升的主要拉动项。从分项指数来看，9月供给与需求子指数均有所改善，季调后，两者分别较上月回升0.7、0.3个百分点。值得注意的是，与外贸相关的订单子指数均有所回落，这可能是9月财新PMI与官方PMI背离的重要原因。

➤ 实体相关高频数据表现偏弱

从以2019年为基期的复合同比增速来看，9月上游工业行业表现有所分化，其中发电耗煤量有所回升（较上月回升1.8pct）、钢铁生产保持平稳（较上月下降0.1pct）；中游工业生产有所走弱，PTA、纺织、全钢胎与半钢胎开工都有所走弱，分别较上月下降1.0pct、0.6pct、0.8pct、1.1pct；对下游而言，基建相关高频指标走弱（较上月下降1.0pct），集装箱运价明显下滑，土地市场价格与新房销售面积都有所下降。此外，市内地铁客流也有所回落，道路拥堵程度略有回升。

➤ 9月工业生产或有温和改善

季节性调整后，9月PMI指数较上月环比回升0.5个百分点。历史经验显示，PMI季调环比与工业增加值环比之间有较高相关性。同时，上游行业的高频指标发电耗煤量也在9月有所回升。我们认为9月工业生产环比乃至整体经济环比增速或有望出现回升。但需要注意的是，9月PMI综合指数主要由小型企业，以及供给相关的分项指数拉动；其他实体相关的高频数据也显示，内需仍有待进一步提振。综合而言，我们认为，9月工业生产环比回升的幅度或较为温和。

➤ 逆周期调节加力加速，经济有望重回复苏轨道

中期而言，在近期逆周期调节开始加力提速的背景下，我们认为中国经济有望在新旧动能转换、中国经济新周期开启以及政策发力的共同支持下，重回复苏轨道（GDP当季环比超过1.2%-1.3%）。一方面，制造业投资整体仍保持扩张趋势，表明在地产以外领域的扩大再生产仍在持续，新动能逐步替代旧动能的大逻辑没有改变；另一方面，9月中下旬以来，一系列稳增长措施已经开始加速推出，且9月政治局会议表明逆周期调节将继续加力，为经济复苏保驾护航。

风险提示：政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期，外贸超预期下行，地产出现系统性风险。



扫码查看更多

正文目录

1. 9月 PMI 超预期反弹	5
1.1 9月 PMI 环比回升	6
1.2 小企业景气改善是主要拉动项	7
1.3 供给明显回升，需求也有改善	8
1.4 9月 PPI 或仍有下行压力	10
2. 实体相关高频指标表现偏弱	13
2.1 上游发电有所回升，钢铁生产保持平稳	13
2.2 中游行业开工有所回落	14
2.3 基建仍有待提振	16
2.4 地产市场仍表现偏弱	16
2.5 地铁客运量下降，道路拥堵略有回升	17
2.6 集装箱运价下滑，干散货运价上升	18
3. 未来经济展望	19
3.1 9月工业生产或有温和改善	19
3.2 逆周期调节加力加速，经济有望重回复苏轨道	20
4. 风险提示	21

图表目录

图表 1: 实体经济重要指标 (基准预测)	5
图表 2: PMI 分项指数较上月变动的情况	6
图表 3: 中国 PMI 综合指数	6
图表 4: 中国 PMI 综合指数 (季调)	7
图表 5: 大中小企业 PMI 指数 (季调)	7
图表 6: PMI 新订单和生产子指数 (季调)	8
图表 7: PMI 新出口订单和进口子指数 (季调)	9
图表 8: 新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比	9
图表 9: 进口指数较上月变动 vs 进口环比	9
图表 10: PMI 产成品和原材料库存 (季调)	10
图表 11: CRB 现货指数	11
图表 12: LME 铜现货结算价	11
图表 13: PMI 产成品和原材料价格子指数 (季调)	11
图表 14: 原材料价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比	12
图表 15: 产成品价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比	12
图表 16: 重点发电集团日耗煤 (周平均)	13
图表 17: 重点企业粗钢日均产量	14
图表 18: PTA 开工率	14
图表 19: 江浙地区涤纶长丝开工率	15
图表 20: 汽车轮胎开工率 (全钢胎)	15
图表 21: 汽车轮胎开工率 (半钢胎)	15
图表 22: 石油沥青装置开工率	16

图表 23:	100 大中城市成交土地溢价率	17
图表 24:	30 大中城市商品房成交面积 (当周值)	17
图表 25:	19 城地铁客运量	17
图表 26:	99 城高德拥堵延时指数 (周平均)	18
图表 27:	中国出口集装箱运价指数	18
图表 28:	国际干散货运价指数	18
图表 29:	PMI 较上月变动 vs 工业增加值环比	19
图表 30:	PMI 与荣枯线距离 vs 工业增加值环比	19

图表1：实体经济重要指标（基准预测）

指标 (%)	9月	10月	11月	12月
GDP	4.6	/	/	5.2
固定资产投资	6.0	6.8	7.2	4.6
地产投资	-5.6	-6.8	-6.0	-7.7
制造业投资	8.7	10.2	10.7	6.5
基建投资	8.1	8.3	8.0	6.5
社零	3.4	5.4	6.6	6.4
出口	7.3	8.9	6.9	6.6

资料来源：Wind，国联证券研究所；注：GDP为不变价当季同比，其余指标为当月同比，其中出口为以美元计价的出口金额的当月同比。

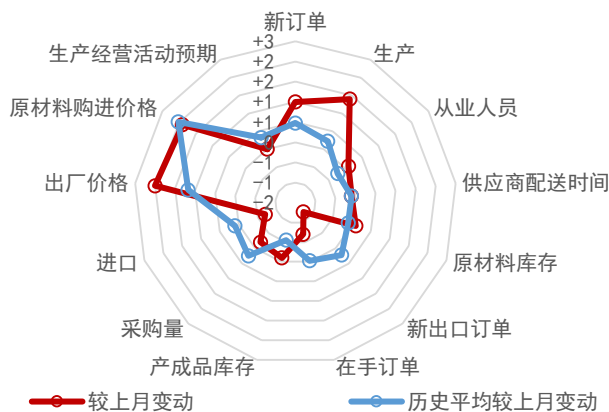
1. 9月 PMI 超预期反弹

9月 PMI 综合指数为 49.8%，较上月（49.1%）回升 0.7 个百分点，也好于 Wind 一致预测（49.5%）。季节性调整后，9月 PMI 指数为 49.6%，较上月环比回升 0.5 个百分点。

从不同规模企业的表现上来看，大型企业的景气度稍有回落，但仍保持在较高的水平；中小型企业景气度均有所改善，尤其是小型企业 PMI 反弹明显，是 9月 PMI 回升的主要拉动项。

从主要分项指数来看，供需均有所回升，供给相关的分项指数的回升更为明显。季节性调整后，供给与需求子指数分别较上月回升 0.7、0.3 个百分点。此外，值得注意的是，与外贸相关的订单子指数均有所回落，这可能也是 9月财新 PMI 与官方 PMI 产生背离的主要原因。

图表2: PMI 分项指数较上月变动的情况

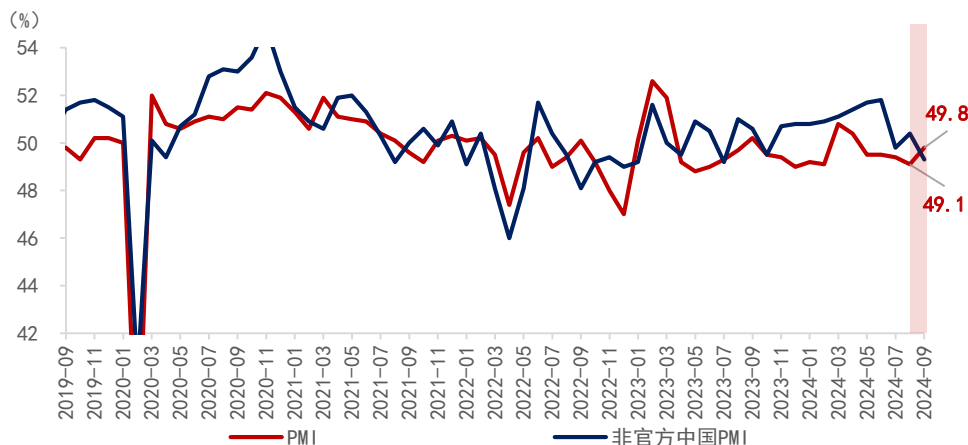


资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 历史平均较上月变动指 2016-2019 年相应 PMI 指数的平均值较上月变动。

1.1 9月 PMI 环比回升

9月 PMI 综合指数为 49.8%，较上月（49.1%）回升 0.7 个百分点，也好于 Wind 一致预测（49.5%）。

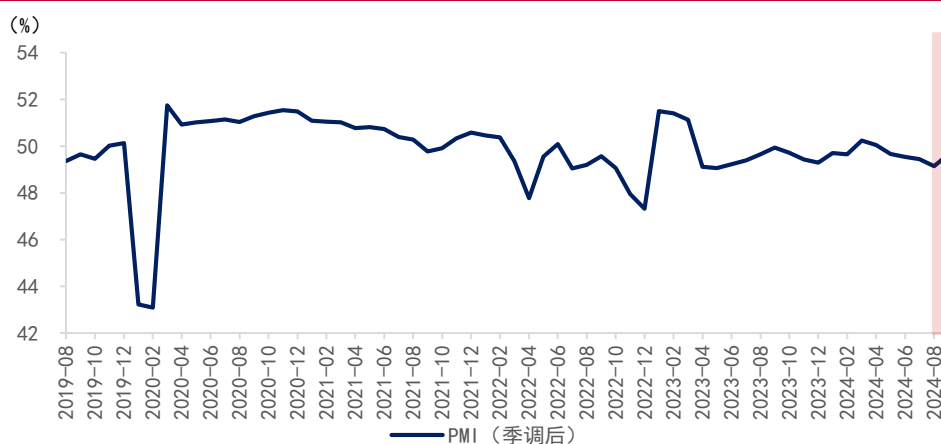
图表3: 中国 PMI 综合指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从季节性调整后的数据看，9月 PMI 指数为 49.6%，较上月环比回升 0.5 个百分点。

图表4：中国 PMI 综合指数（季调）



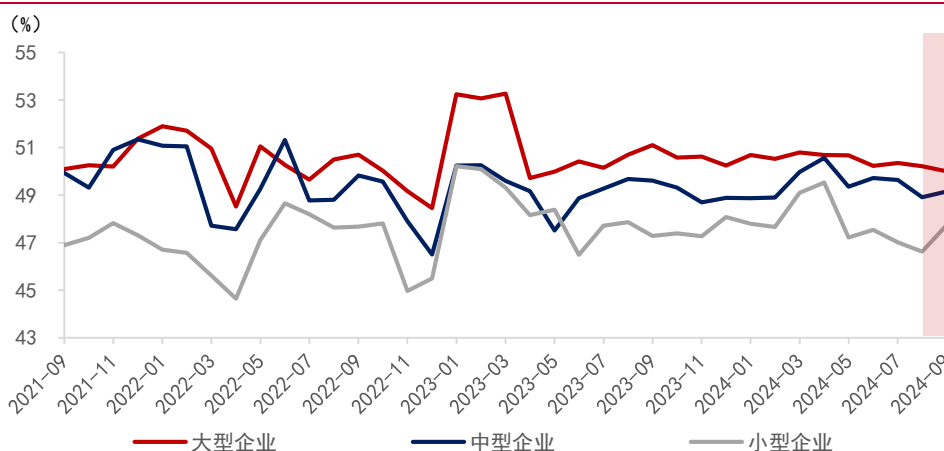
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 小企业景气改善是主要拉动项

从不同规模企业的表现上来看，大型企业的景气度稍有回落，但仍保持在较高的水平；中小型企业景气度均有所改善，尤其是小型企业 PMI 反弹明显，是 9 月 PMI 回升的主要拉动项。

具体而言，季节性调整后，9 月大型企业 PMI 为 50.0%，较上月回落 0.2 个百分点；中型企业 PMI 为 49.1%，较上月回升 0.2 个百分点；小型企业 PMI 为 47.7%，较上月大幅反弹 1.1 个百分点。

图表5：大中小企业 PMI 指数（季调）

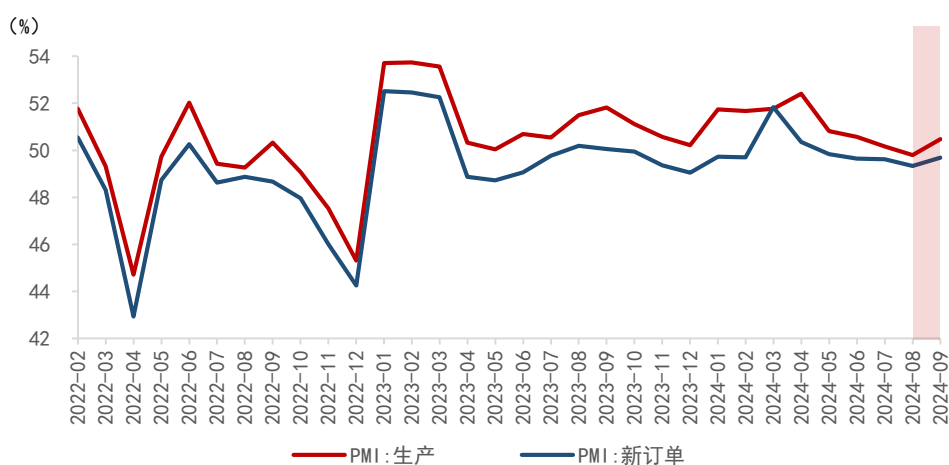


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 供给明显回升，需求也有改善

从供需相关的分项指数来看，9月供需均有所改善，供给回升更明显。季节性调整后，9月新订单子指数为49.7%，较上月反弹0.3个百分点；生产子指数为50.5%，较上月大幅回升0.7个百分点。

图表6：PMI 新订单和生产子指数（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

值得注意的是，与外贸相关的订单子指数均有所回落。季节性调整后，9月新出口订单子指数在为47.5%，较上月回落0.9个百分点；而与内需更相关的进口子指数为46.5%，较上月下降0.5个百分点。

我们认为，这一方面是受到外需走弱的影响，另一方面，此前外贸环境不确定性较高造成了一些“抢出口”的安排，这可能也导致了部分订单前置，影响9月出口订单表现。比如，8月底欧盟披露对从中国进口的纯电动汽车征收最终反补贴税的决定草案，最终措施将在四个月内实施¹。

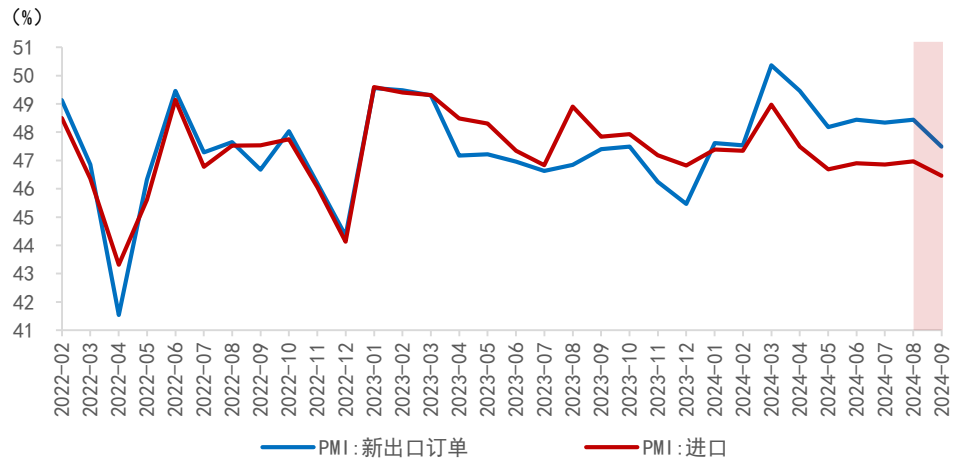
这可能是9月财新PMI与官方PMI产生背离的重要原因（图表3）。9月财新中国制造业PMI²录得49.3%，较上月下降1.1个百分点。从历史上看，两者产生背离的情况

¹ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_24_4301

² <https://pmi.caixin.com/2024-09-30/102241805.html>

并不罕见，一个重要原因在于财新 PMI 的样本可能更侧重于沿海地区的外贸企业³。

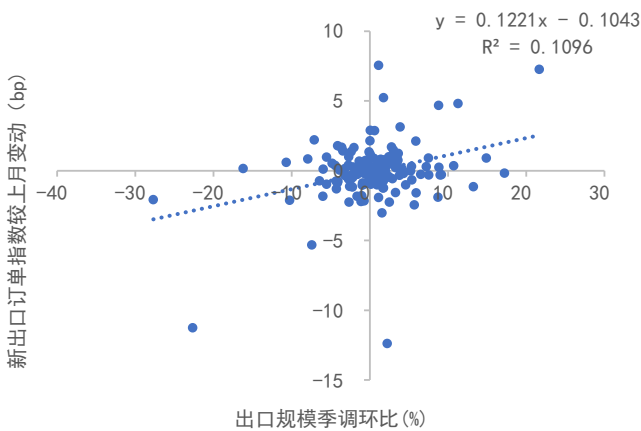
图表7：PMI 新出口订单和进口子指数（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

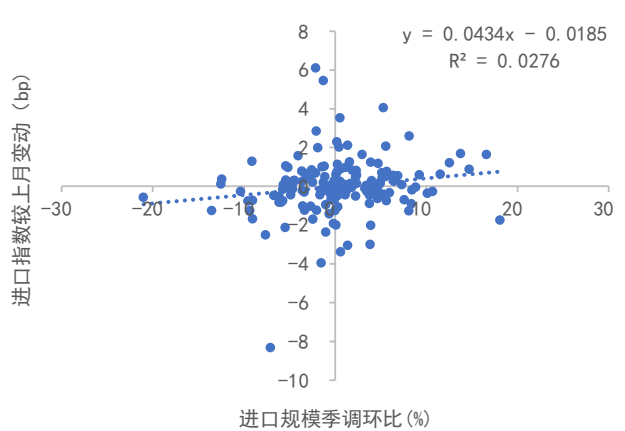
当然，需要注意的是，出口规模与出口子指数、进口规模与进口子指数在历史上相关性有限，需谨慎参考。其中的一个原因是，PMI 指数给予大小企业的权重相同，但是大小企业的外贸情况可能存在分化，这就导致进出口规模的变化与 PMI 指数的变动时常并不一致。

图表8：新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：时间范围为 2011.1-2024.06

图表9：进口指数较上月变动 vs 进口环比



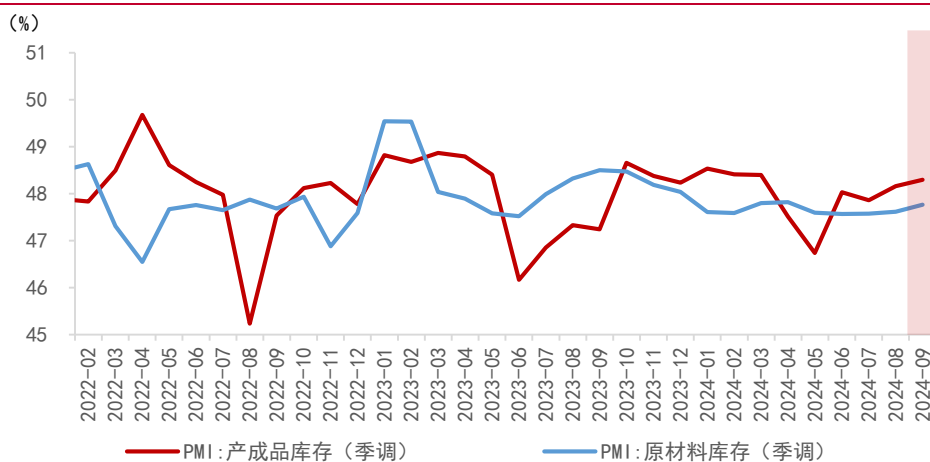
资料来源：Wind，国联证券研究所；注：时间范围为 2011.1-2024.06

³ https://info.ceicdata.com/zh-cn/ceic-blog_official-pmi-vs-caixin-pmi_nov-21

制造业企业原材料库存与产成品库存都稍有回升。

从季节性调整后的数据来看，9月原材料库存子指数为47.8%，较上月回升0.2个百分点；9月产成品库存子指数为48.3%，较上月回升0.1个百分点，显示制造业企业的产成品库存或有所回升。

图表10: PMI 产成品和原材料库存 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.4 9月PPI或仍有下行压力

9月原材料与产成品价格指数都有所回升，但仍位于荣枯线以下。剔除季节性因素之后，9月原材料购进价格子指数为44.1%，较上月回升0.3个百分点；9月产成品价格子指数为42.3%，较上月上升1.0百分点。PMI价格子指数的回升可能与国际大宗商品中一些工业原材料价格的上涨有关。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/757051045106006162>