财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

需求带动作用增强，经济复苏动能提高

——2020 年 9 月 PMI 数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 在外需回暖、国内政策显效和假日效应等多因素作用下，9 月制造业 PMI 较上月提高 0.5 个百分点至 51.5%，连续 7 个月高于临界值，制造业生产经营状况持续改善。展望年内，国内政策已步入落地显效期，加上国内政策向需求端倾斜，预计在基建、消费恢复带动下，四季度 PMI 将整体处于上升周期，在 51%上下波动，但海外经济修复节奏放缓，PMI 短期仍有波动。
- **国内外需求共同恢复叠加节日消费需求增加，需求恢复对生产的带动增强，供需缺口继续收窄，经济进一步向常态靠拢；年内小型企业景气度首次高于临界值，但继续改善的不确定较大。**

一、生产扩张提速，需求回暖加快，供需互动加强，出口订单由减少转为增加。在需求恢复和季节性因素的叠加影响下，生产指数较上月提高 0.5 个百分点至 54.0%，制造业生产扩张提速；在内外需恢复和假日效应的共同作用下，新订单指数较上月提高 0.8 个百分点至 52.8%。其中，出口订单年内首次高于 50%，由减少转为增加，外需恢复对总需求的支撑增强，但海外疫情正面临第二波冲击，出口订单持续恢复存疑。同时 9 月“生产和新订单指数差”较上月收窄 0.3 个百分点至 1.2%，供需缺口继续收窄，经济恢复动能有所增强。

二、小型企业重返临界值上方，不同类型企业经济复苏分化未变。从企业类型看，9 月大、中、小型企业 PMI 分别为 52.5%、50.7%、50.1%。其中，在需求带动和政策显效下，小型企业 PMI 回升 2.4%至 50.1%，重返临界值上方，但整体看，“企业规模越大，景气度越高”的特征未变，不同类型企业经济复苏分化未变。同时，小型企业出口订单指数继续低于 50%，其景气度持续改善的不确定较大。

- **工业企业步入补库存阶段。**9 月原材料库存和产成品库存指数分别提高 1.2%和 1.3%。原材料和产成品库存同时提高：一是受海外疫情反复影响，9 月国际原油价格波动加大，上游企业囤购原材料降低风险的意愿增强；二是国内消费和基建需求恢复带动下，企业备货生产意愿增强；三是国内需求恢复确定性较强，下游企业生产加快，产成品库存有所提高。。
- **预计 9 月 PPI 增长-1.8%左右。**受基建和消费需求恢复节奏不同影响，9 月原材料购进价格指数回升但出厂价格指数回落，经济复苏分化特征明显。原材料购进价格指数回升预示 9 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，边际通缩幅度有望继续收窄，预计 9 月 PPI 同比增长-1.8%左右，全年约增长-2.0%。
- **服务业复苏加快，建筑业持续高位，非制造业景气度继续提高。**随着国内服务业限制措施放宽和各地促消费政策显效，9 月服务业 PMI 指数较上月提高 0.9 个百分点至 55.2%，服务业恢复加快。同时服务业需求和市场预期都持续回暖，预示未来服务业景气度将进一步提升。受各地基建项目落地和施工加快影响，建筑业订单持续增长，市场预期也继续回升，建筑业指数已连续三个月位于 60%以上的高位区间。展望未来几个月，随着财政资金陆续拨付到位，基建项目施工将明显加快，对建筑业 PMI 形成有力支撑。

伍超明
财信国际经济研究院 副院长

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、制造业 PMI 持续高于临界值，经济增长动能增强 3
二、生产扩张提速，需求回暖加快，供需互动加强，企业主动补库存，预计 9 月 PPI 约增长-1.8% 3
（一）从供给指标看，需求恢复和季节性带动生产扩张提速 3
（二）从需求指标看，需求恢复叠加假日效应，制造业需求回暖加快 4
（三）从供需指标看，供需互动加强，供需缺口持续收窄 4
（四）从周期指标看，工业企业步入补库存周期 5
（五）从价格指标看，预计 9 月 PPI 约增长-1.8% 5
三、小型企业重返临界值上方，但大中小型企业分化未变 5
四、服务业复苏加快、建筑业持续高位，非制造业景气度继续提高 6

正文：

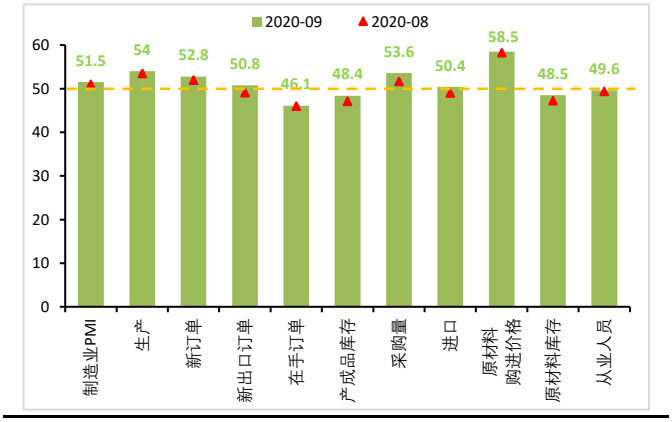
事件：2020 年 9 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.5%，较上月提高 0.5 个百分点；中国非制造业商务活动指数为 55.9%，较上月提高 0.7 个百分点；综合 PMI 产出指数为 55.1%，较上月提高 0.6 个百分点。

一、制造业 PMI 持续高于临界值，经济增长动能增强

9 月 PMI 为 51.5%，表明 9 月份制造业的表现环比好于上月（见图 1），连续 7 个月处于扩张区间，较上月提高 0.5 个百分点。原因有三：一是海外主要经济体继续复苏，以及我国出台的系列稳外贸政策措施落地生效，制造业出口需求有所回暖，新出口订单指数回升至荣枯线以上，今年以来首次高于荣枯线；二是国内消费、基建投资等需求继续恢复，有利于生产活动，高频指标显示高炉开工率高于 2018 和 2019 年同期水平（见图 2），供需互动加强；三是随着中秋、国庆假期临近，节日消费支撑下需求回暖加快。

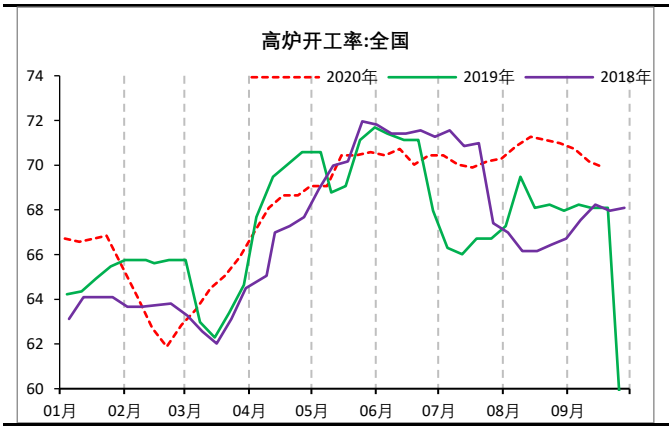
对于年内 PMI 走势，预计继续保持在扩张区间，在 51%上下波动。主要原因有二：一是预计欧美经济复苏仍将延续，但在第二波疫情的冲击下，经济重启进程放缓，复苏力度将有所放缓，影响制造业出口增长；二是年内国内政策中心将向刺激需求倾斜，前期货币财政刺激政策进入落地显效期，基建、房地产投资有望带动制造业、服务业等相关活动趋于好转，消费需求也将继续边际向好，都利好制造业边际向好。

图 1：9 月 PMI 指数变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 2：9 月高炉开工率明显高于往年



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

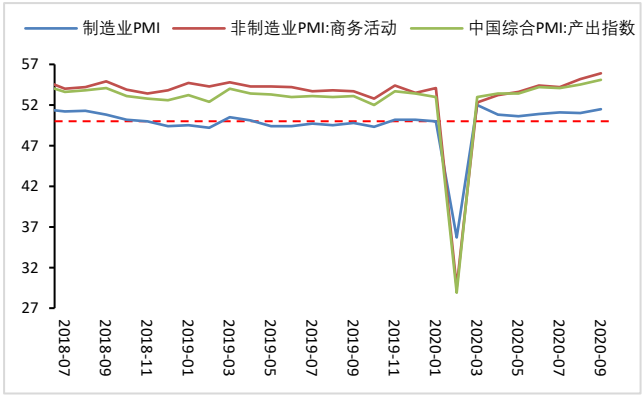
二、生产扩张提速，需求回暖加快，供需互动加强，企业主动补库存，预计 9 月 PPI 约增长-1.8%

（一）从供给指标看，需求恢复和季节性带动生产扩张提速

9 月生产指数为 54.0%，较上月和去年同期分别提高 0.5 和提高 1.7 个百分点。原因有二：一是国内基建、消费需求恢复带动生产端改善；二是随着高温、降雨等恶劣天气过去，9 月份开始进入生产旺季，季节性因素增强，如 2012-2018 年期间，9 月份 PMI 生产均值高于 8 月份 0.4 个百分点。与生产指数提高相对应的是，一方面企业采购意愿

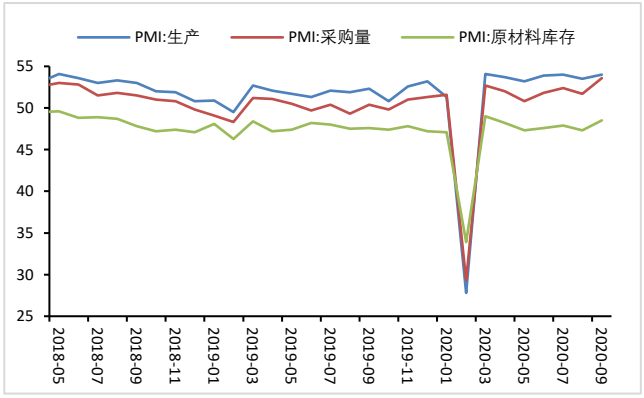
大幅提升，9 月份采购量指数为 53.6%，比上月提高 1.9 个百分点，企业加大采购备产意愿较强；另一方面，原材料库存指数为 48.5%，较上月提高 1.2 个百分点（见图 4），需求恢复带动企业囤购意愿提升。

图 3：制造业、非制造业 PMI 均高于临界值



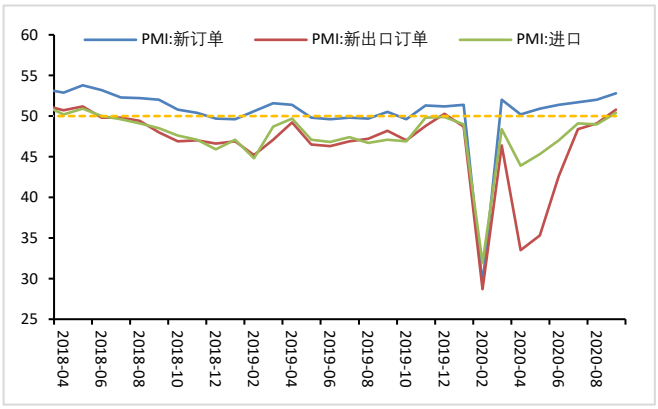
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：制造业生产扩张加快



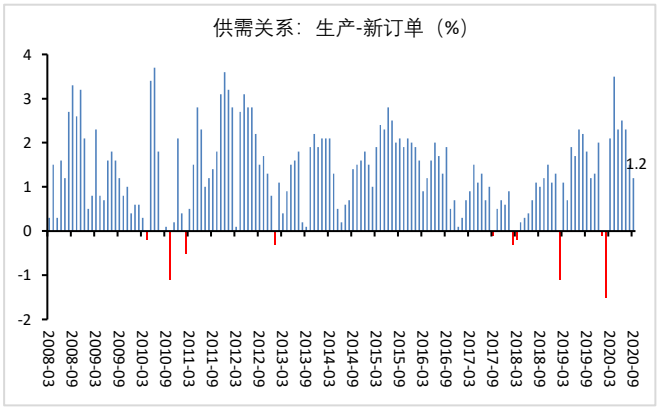
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 5：制造业内外需指标变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：制造业供需两端变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）从需求指标看，需求恢复叠加假日效应，制造业需求回暖加快

9 月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为 52.8%、50.8、50.4%，分别比上月提高 0.8、1.7 和 1.4 个百分点（见图 5）。新订单指数回升的原因有三：一是国内基建、消费等需求恢复带动制造业订单增多；二是海外经济继续恢复叠加稳外贸政策显效，出口订单由减少转为增加，对国内总需求的支撑增强；三是双节临近，消费型企业订单有所增加。从结构看，国内新旧动能转换明显提速，如 9 月通用设备、专用设备、计算机通信电子设备等行业新订单指数均高于 55%。但海外疫情正面临第二波冲击，出口订单仍面临较大的不确定性。

（三）从供需指标看，供需互动加强，供需缺口持续收窄

疫后制造业供需两端均出现改善，但生产端修复速度明显快于需求端。生产和新订单指数分别代表供给和需求，9 月生产和新订单指数均继续处于扩张区间，分别较上月提高 0.5 和 0.8 个百分点，“生产和新订单指数差”从上月的 1.5%降至 1.2%，供需缺口

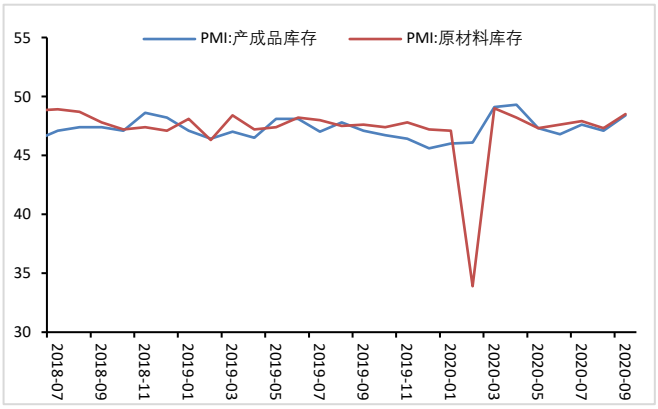
继续收窄，经济增长动能逐渐增强（见图 6）。

（四）从周期指标看，工业企业步入补库存周期

由于产成品库存和原材料库存分别代表下游需求的紧张程度和上游投资情况，所以两者的相对走势变化反应了经济周期状态。

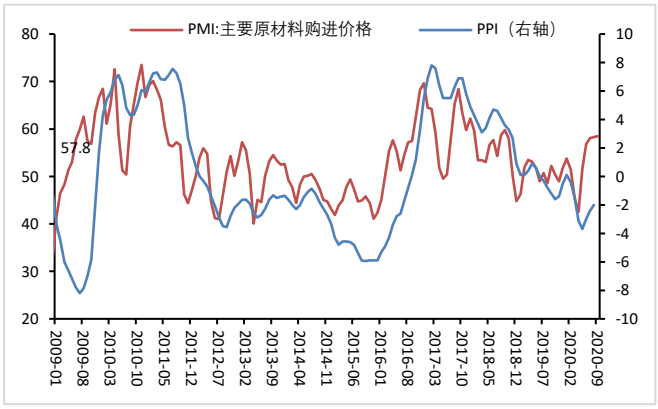
8 月份产成品库存和原材料库存指数分别为 48.4%和 48.5%，分别较上月提高 1.3 和提高 1.2 个百分点，均继续处于收缩区间（见图 7）。9 月份原材料库存和产成品库存同时提高：一是受海外疫情反复影响，9 月国际原油价格波动加剧，上游企业囤购原材料降低波动性的意愿增强；二是国内消费和基建需求恢复带动下，企业备货生产意愿增强；三是在国内需求恢复确定性较强下，企业生产加快，下游企业库存有所提高。综合看，需求带动下制造业企业已步入补库存周期。

图 7：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：9 月份 PPI 上涨动能有所增强



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（五）从价格指标看，预计 9 月 PPI 约增长-1.8%

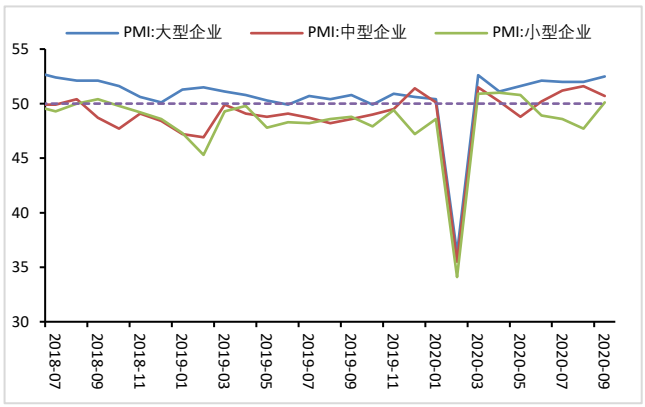
9 月份 PMI 原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 58.5%和 52.5%，分别较上月提高 0.2 和下降 0.7 个百分点（见图 8）。两个价格指数的变化能够反映出国内需求的恢复情况，本月原材料购进价格指数提高但出厂价格指数回落，表明国内基建需求恢复好于消费需求，国内需求恢复不均衡性依然存在。9 月购进价格有所提高，预示 9 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，边际通缩幅度将继续趋缓。随着前期政策逐步显效和全球需求边际修复，如果疫情不出现二次爆发，年内 PPI 降幅将逐步收窄，预计 9 月 PPI 同比增长-1.8%左右。

三、小型企业重返临界值上方，但大中小型企业分化未变

9 月份大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 52.5%、50.7%、50.1%，分别较上月变动 0.5、-0.9 和 2.4 个百分点（见图 9）。从景气度绝对值看，9 月份“企业规模越大，景气度越高”特征未变，大中小型企业分化依旧。从边际变化看，在需求恢复和政策显效下，9 月份小型企业环比改善幅度最多，大型企业次之，中型企业景气度则有所回调。从分项指标看，9 月小型企业出口订单指数依然低于 50%（见图 10），而国内小型制造

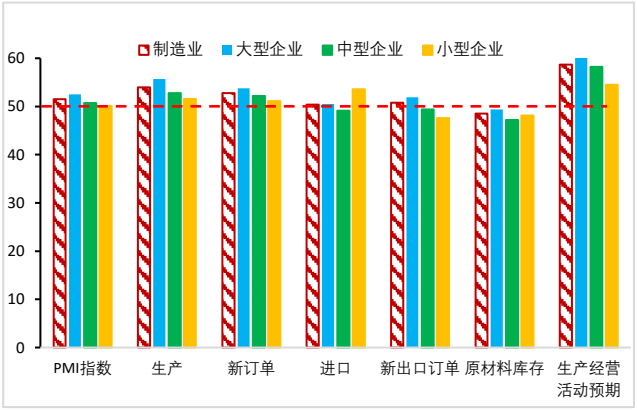
业企业多是出口依赖性企业，因此小型企业景气度持续改善的不确定性较大。

图 9：大中小型企业制造业 PMI



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：大中小型企业 PMI 分项指标情况

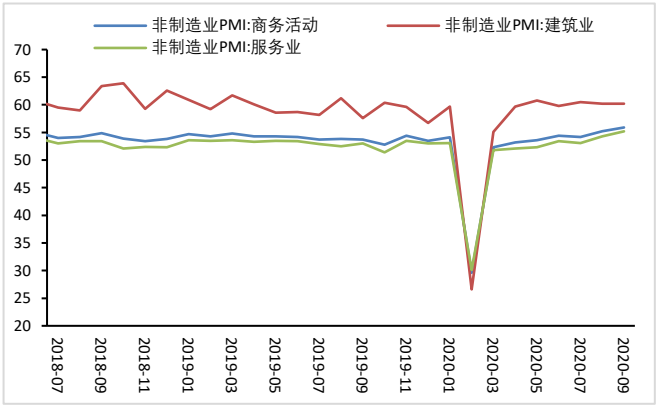


资料来源：WIND，财信国际经济研究院

四、服务业复苏加快、建筑业持续高位，非制造业景气度继续提高

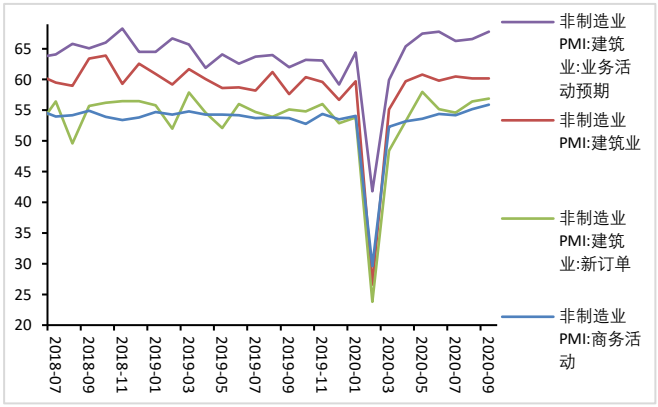
9 月非制造业商务活动指数为 55.9%，较上月和去年同期分别提高 0.7 和提高 2.2 个百分点（见图 11）。分行业看：

图 11：非制造业商务活动指数



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 12：建筑业商务活动指数



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

服务业复苏加快。随着服务业限制逐渐放宽和各地促消费政策显效，9 月服务业 PMI 指数为 55.2%，较上月提高 0.9 个百分点（见图 11）。从市场需求和预期看，9 月份新订单指数提高 2.0 个百分点至 53.5%，服务业需求恢复加快。业务预期指数为 62.2%，比上月提高 0.9 个百分点，服务业市场信心增强。展望未来，随着国内政策重心转向需求端，疫情对服务业的影响将进一步消退，服务业需求扩张步伐有望加快。

建筑业景气度持续高位。受各地基建项目落地和施工加快影响，9 月建筑业指数为 60.2%，持平于上月（见图 12），连续三个月高于 60%。从需求和市场预期看，建筑业新订单和业务活动预期指数分别为 56.9%、67.8%，分别较上月提高 0.5 和 1.2 个百分点，建筑业订单增多和市场预期持续回升。展望年内，随着财政资金的陆续拨付使用，基建项目施工将明显加快，对建筑业景气度形成有力支撑。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。