

PMI 数据解读

2022 年 09 月 30 日

两大 PMI 分化折射投资消费冷热不均

——中采 PMI 点评 (2022.9)

相关研究

《PMI 被算法掩盖的大幅改善——中采 PMI 点评 (2022.06)》

2022.6.30

《两大 PMI 分化凸显结构性亮点——4 月 PMI 数据分析》

2021.4.30

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqianq@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

主要内容：

- **9 月中采 PMI 积极改善而财新 PMI 却大幅回落，8 月以来连续第二个月分化，主因不同的样本结构反映不同的经济结构变化情况。**9 月中采制造业 PMI 报 50.1 较上月回升 0.7，对“供应商配送时间”逆指数修正处理后的中采制造业 PMI 也改善 0.5 至 49.7，而财新制造业 PMI 却大幅回落 1.4 至 48.1，两者自 8 月开始分化后，9 月分化进一步加剧。中采 PMI 统计口径更全面、重工业占比相对较高，而财新 PMI 统计企业较少、且相对更多偏向中下游轻工业，8 月以来基建投资稳增长效果进一步显现，持续拉动受投资驱动更明显的中采 PMI 逐步回升；而散发疫情持续扰动消费内需、全球消费需求降温同期又压制出口增速，导致轻工业占比较高、主要跟随消费内需和出口变化的财新 PMI 持续回落。
- **散发疫情扰动消费拖累财新 PMI 新订单大幅走弱，而投资稳增长效果凸显推动中采 PMI 新订单延续回补。**总结中采与财新 PMI 需求侧订单指数的差异，有两大特征。1) 中采和财新新出口订单均趋回落，显示发达经济体持续货币紧缩已在传导至全球消费需求降温。中采新出口订单下滑 0.9 至 47，财新新出口订单降至 6 月以来新低。2) 投资稳增长效果进一步凸显拉动中采新订单指数回升，而散发疫情扰动消费、拖累财新新订单降至 5 个月以来最低。中采新订单回升 0.6 至 49.8，建筑业 PMI 也大幅回升 3.7 至 60.2 至 21 年 9 月以来新高，而财新新订单指数降至近五个月来最低，消费品类销售降幅最大。
- **中采 PMI 生产指数明显回升，钢铁、水泥等投资拉动型行业生产改善明显，亦凸显投资稳增长的效果。**9 月中采 PMI 生产指数大幅回升 1.7 至 51.5，其中非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工、通用设备制造等投资驱动型行业生产指数均升至 54 及以上，“中采建筑业 PMI-新订单-投资驱动型行业生产指数”均趋改善，投资稳增长效果进一步凸显。
- **基建加速稳增长、地产投资恢复性回升推动 9 月建筑业 PMI 达到 21 年 9 月以来最高水平，疫情散发则继续扰动服务业 PMI。**9 月建筑业 PMI 大幅回升 3.7 至 60.2，为 21 年 9 月以来首次回到 60 以上，其中与基建更相关的土木工程建筑业 PMI 回升 3.9 至 61，达到近 4 个月高点，显示前期专项债资金加速到位，金融杠杆进一步倾斜推动基建投资持续高增，而与此同时，与地产投资更相关的房屋建筑业 PMI，自去年 9 月以来因融资偏紧持续回落的趋势，也在 9 月看到积极变化，估算房屋建筑业 PMI 也改善 3.5，目前 2000 亿专项政策性“保交楼”借款逐步落地，郑州与国开行签署 1600 亿棚改贷款，9 月地产投资有望见到更明确的跌幅收窄的信号。服务业 PMI 则因散发疫情影响回落 3 至 48.9。
- **全球原油供给继续恢复令油价明显回落，但 9 月各地煤矿安全生产检查导致短期供给受扰，推动原材料购进价格 PMI 指数大幅上行。**8 月全球原油供应量较 7 月继续上行 70 万桶/日至 10130 万桶/日，达到历史性新高水平，同期油价持续回落。但 9 月以来，山西、河北、云南、辽宁等多个省市发布关于开展矿山安全生产大排查的工作，动力煤价格 9 月以来涨幅近 15%，推动 9 月原材料购进价格指数大幅上行 7 至 51.3。
- **9 月中采制造业 PMI 与财新 PMI 分化，虽然显示散发疫情持续扰动居民消费回升势头，海外货币加剧紧缩拖累出口增速回落，但更积极的因素在于投资稳增长的效果进一步凸显，在前期专项债资金快速到位、政策性贷款等金融杠杆进一步倾斜的背景下，基建投资持续高增长，叠加新增部署 5000 亿专项债 10 月底前发行完毕、新一轮政策性开发性金融工具加速投放，基建投资四季度仍有望保持较高增长。此外，今年以来因融资收紧而持续偏弱的地产投资，9 月以来伴随 2000 亿保交楼政策性贷款逐步落地、郑州与国开行签署 1600 亿棚改贷款，以及房地产纾困基金、银行信贷的通力配合，也逐步伴随融资边际改善趋势而呈现出积极的回补态势，预计四季度实际 GDP 同比仍有望达到 4.7% 的合理水平附近。**

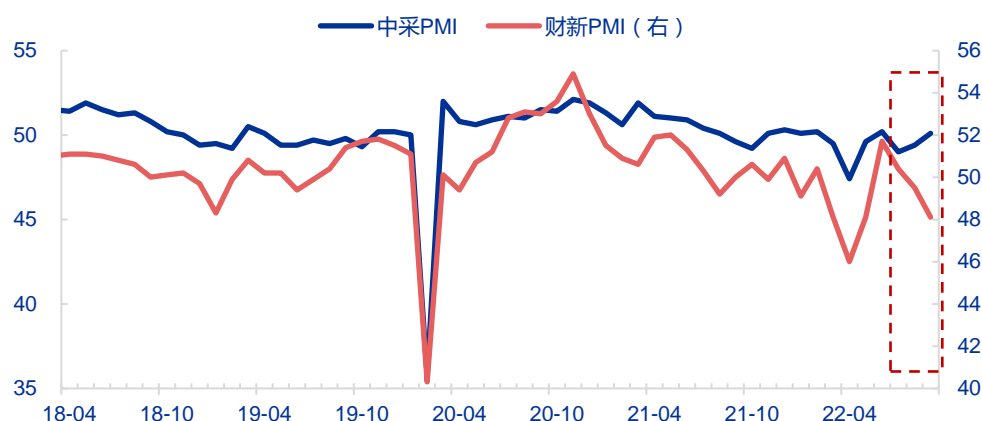


申万宏源研究微信服务号

一、9月中采PMI积极改善而财新PMI却大幅回落，8月以来连续第二个月分化，主因不同的样本结构反映不同的经济结构变化情况。

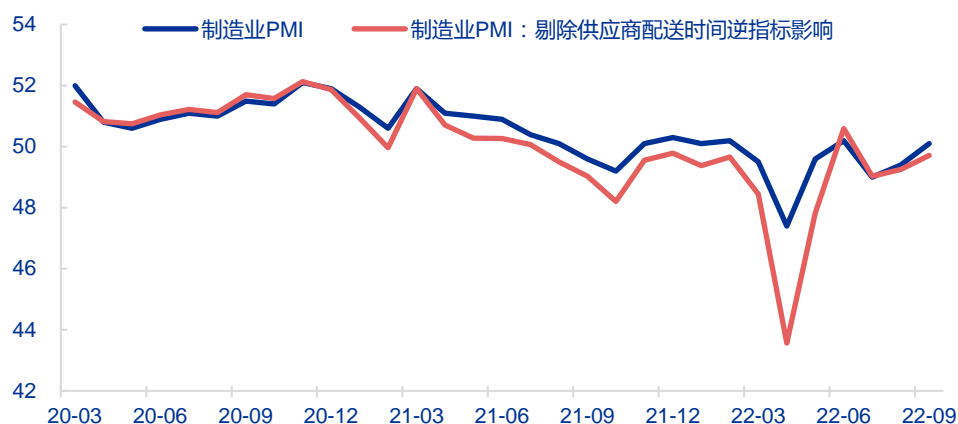
2022年9月中采制造业PMI报50.1较上月回升0.7，其中散发疫情导致物流效率下降，供应商配送指数进一步回落0.8至48.7，但对“供应商配送时间”逆指数修正处理后，调整后的中采制造业PMI也改善0.5至49.7，而财新制造业PMI却大幅回落1.4至48.1，自8月开始分化后，9月分化进一步加剧。根据我们此前发布的报告《两大PMI分化凸显结构性亮点——4月PMI数据分析》，主因中采PMI统计口径更全面、且重工业占比相对较高，而财新PMI统计口径较窄、且相对更多偏向中下游轻工业，而8月以来一方面投资稳增长效果进一步显现，持续拉动重工业占比相对更高、受投资驱动更明显的中采PMI逐步回升，9月更是更积极回补；而散发疫情持续扰动消费内需、全球消费需求降温同期又压制出口增速，导致轻工业占比较高、主要跟随消费内需和出口变化的财新PMI持续回落。

图1：中采与财新PMI自8月以来连续第二个月分化



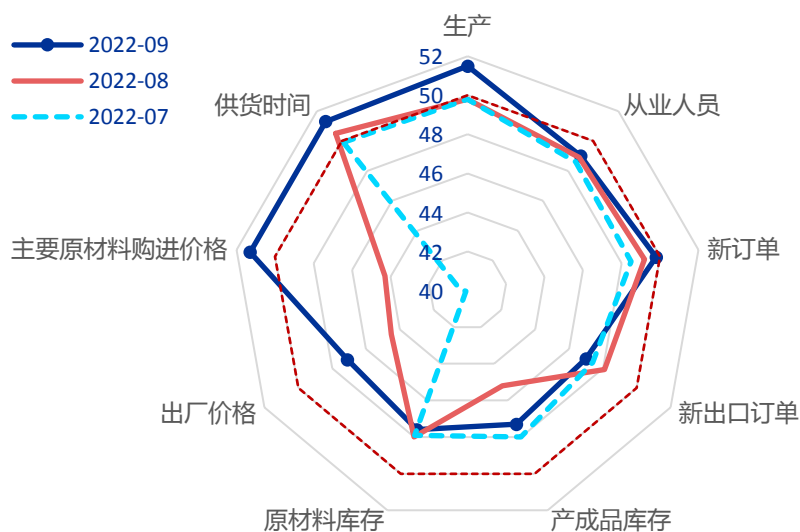
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图2：修正供应商配送时间逆指数后，9月制造业PMI改善幅度较小



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：9 月中采制造业 PMI 分项变动



资料来源：CEIC，申万宏源研究，供货时间经过逆指标处理（100-供货时间 PMI）

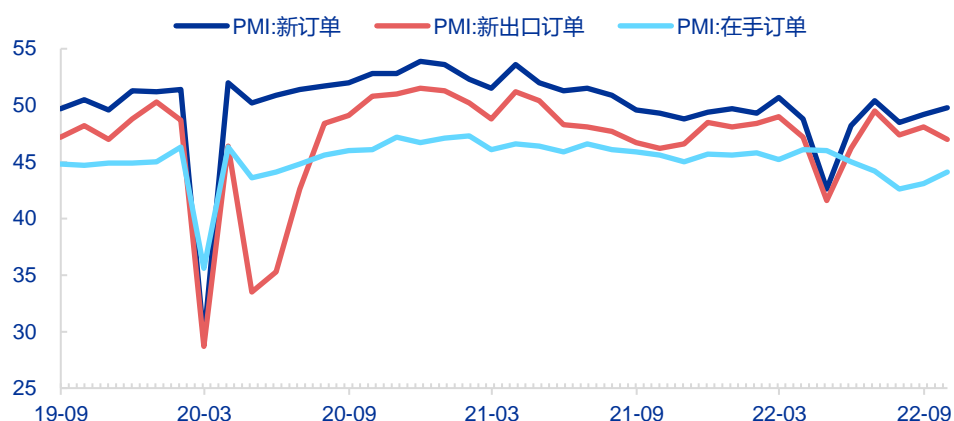
二、散发疫情扰动消费拖累财新 PMI 新订单大幅走弱，而投资稳增长效果凸显推动中采 PMI 新订单延续回补

总结中采与财新 PMI 需求侧订单指数的差异，有两大特征。

1) 中采和财新新出口订单均趋回落，显示发达经济体持续货币紧缩已在传导至全球消费需求降温。虽然财新尚未公布分项具体数据，但据财新官方报道，9 月财新新出口订单也大幅下滑、降至 6 月以来新低，与此同时，中采新出口订单也下滑 0.9 至 47，共同显示发达经济体货币政策加速紧缩，全球消费需求寒意已现，出口增速趋于下行的拐点出现。

2) 投资稳增长效果进一步凸显拉动中采新订单指数回升，而散发疫情扰动消费、拖累财新新订单降至 5 个月以来最低。据财新官方报道“新订单指数连续两个月处于收缩区间，降至近五个月来最低”，且指出“在三大类产品中，消费品类销售降幅最大”，显示 8 月散发疫情持续扰动仍约束消费恢复空间。而中采新订单指数则回升 0.6 至 49.8，另一方面，建筑业 PMI 也大幅回升 3.7 至 60.2，为 21 年 9 月以来首次回到 60 以上。显示 9 月以来伴随专项债资金加速到位、政策性开发性金融工具加快投放、“保交楼”政策持续疏通房地产项目融资，投资发挥更突出稳增长效果，拉动整体工业品需求回升。

图 4：9 月中采 PMI 新订单指数回升，新出口订单回落

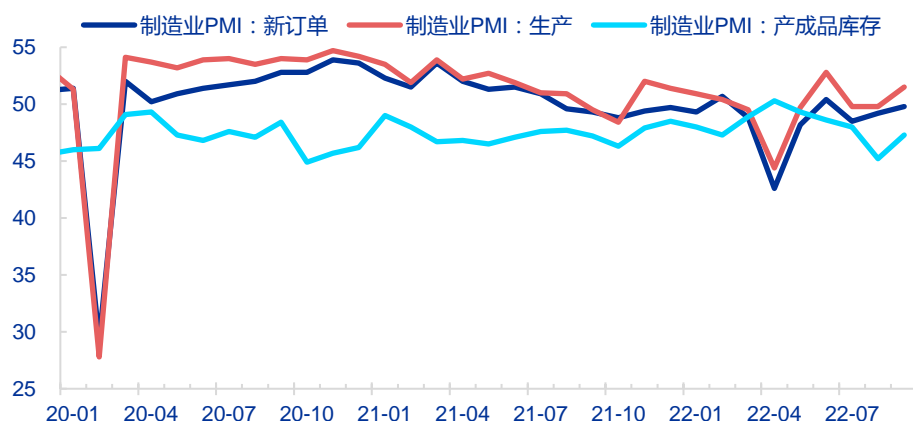


资料来源：CEIC，申万宏源研究

三、中采 PMI 生产指数明显回升，钢铁、水泥等投资拉动型行业生产改善明显，亦凸显投资稳增长的效果

9 月中采 PMI 生产指数大幅回升 1.7 至 51.5，其中非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工、通用设备制造等行业生产指数均升至 54 及以上，显示投资稳增长拉动强化的背景下，钢铁、水泥等前期因需求偏弱、库存高企而生产持续偏冷的行业，9 月以来工业生产积极性也明显抬升，而财新 PMI 生产指数 6 月以来首次落至荣枯线以下，虽然财新官方表述“投资品类产量下降最为明显”，但考虑到财新统计样本仅为 650 家私营或国有企业的较窄口径，且轻工业占比相对较高，9 月实际投资稳增长效果或更多匹配中采 PMI 中从“建筑业 PMI-新订单-投资驱动型行业生产指数”均改善显示的积极方向。

图 5：9 月中采 PMI 新订单指数回升，新出口订单回落



资料来源：CEIC，申万宏源研究

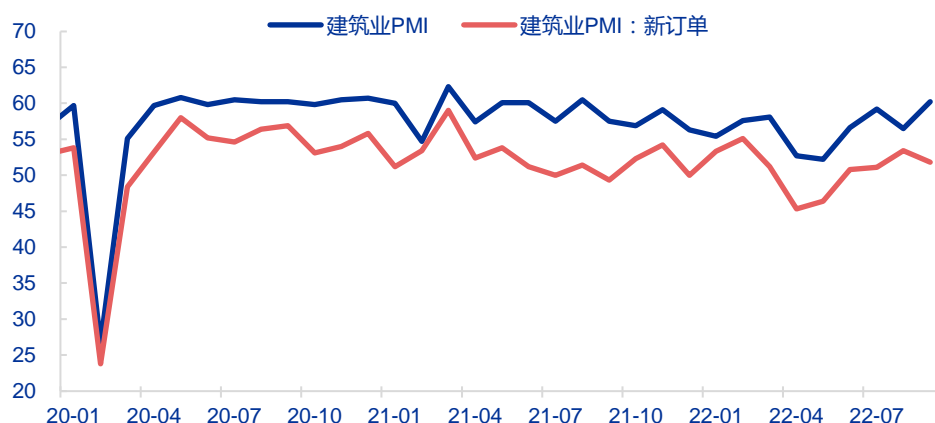
四、基建加速稳增长、地产投资恢复性回升推动 9 月建筑业 PMI 达到 21 年 9 月以来最高水平，疫情散发则继续扰动服务业 PMI

9 月建筑业 PMI 大幅回升 3.7 至 60.2，为 21 年 9 月以来首次回到 60 以上，其中与基建更相关的土木工程建筑业 PMI 回升 3.9 至 61，达到近 4 个月高点，显示前期专项债资金加速到位，9 月以来第二批基础设施基金也已投放 2500 亿，基建从融

资到实物工作量的形成进一步加快。而与此同时，土木工程业 PMI 达到近 4 个月新高，而整体建筑业 PMI 达到 21 年 9 月以来新高，也显示与地产投资更相关的房屋建筑业 PMI，自去年 9 月以来因融资偏紧持续回落的趋势，也在 9 月看到积极变化，估算房屋建筑业 PMI 也改善 3.5，目前 2000 亿专项政策性“保交楼”借款首单已落地沈阳，郑州与国开行签署 1600 亿棚改贷款，加之各地房地产纾困基金加速推进，9 月地产投资有望见到更明确的跌幅收窄的信号。

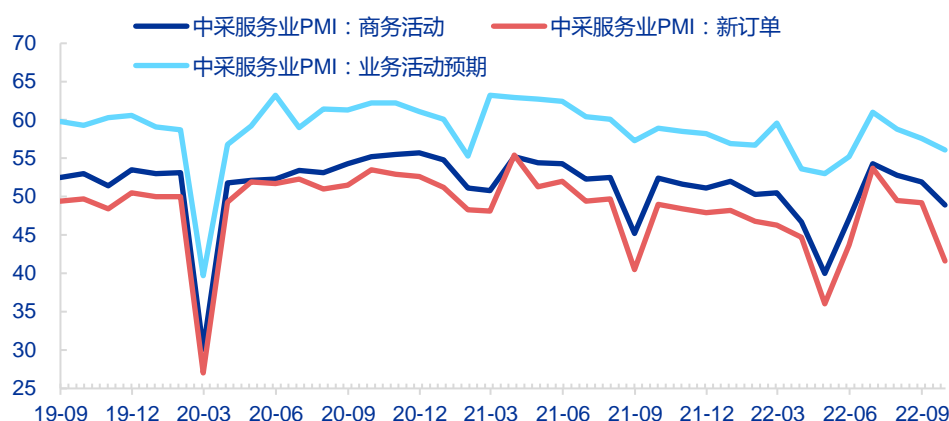
服务业 PMI 则因散发疫情影响大幅回落 3 至 48.9。虽然生产性服务业 PMI 继续位于 50 以上，其中邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均高于 60，但受疫情影响更直接的生活性服务业 PMI 大幅走弱，其中零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等接触型聚集型服务行业 PMI 低于 45，回落幅度较大。

图 6：9 月建筑业 PMI 大幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：9 月服务业 PMI 继续回落

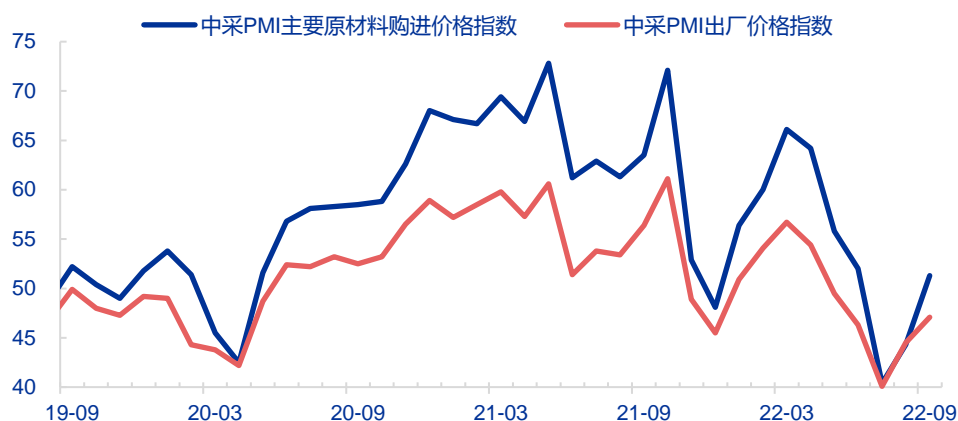


资料来源：CEIC，申万宏源研究

五、全球原油供给继续恢复推动油价回落明显，但 9 月各地煤矿安全生产检查导致短期供给受扰，推动原材料购进价格 PMI 指数大幅上行

6 月下旬以来国际油价持续下跌，8 月以来全球原油供给进一步恢复，全球原油供应量较 7 月继续上行 70 万桶/日至 10130 万桶/日，达到历史性新高水平，同期油价持续回落，石油化工产业链相关工业品价格趋于下行。但 9 月以来，山西、河北、云南、辽宁等多个省市发布关于开展矿山安全生产大排查的工作，煤炭供给短期受到扰动，动力煤价格 9 月以来涨幅近 15%，推动 9 月原材料购进价格、出厂价格指数分别大幅上行 7、2.6 至 51.3、47.1。

图 8：9 月原材料购进价格指数、出厂价格指数大幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

六、9 月中采制造业 PMI 与财新 PMI 分化，虽然显示散发疫情持续扰动居民消费回升势头，海外货币加剧紧缩拖累出口增速回落，但更积极的因素在于投资稳增长的效果进一步凸显，在前期专项债资金快速到位、政策性贷款等金融杠杆进一步倾斜的背景下，基建投资持续高增长，叠加新增部署 5000 亿专项债 10 月底前发行完毕、新一轮政策性开发性金融工具加速投放，基建投资四季度仍有望保持较高增长。此外，今年以来因融资收紧而持续偏弱的地产投资，9 月以来伴随 2000 亿保交楼政策性贷款逐步落地、郑州与国开行签署 1600 亿棚改贷款，以及房地产纾困基金、银行信贷的通力配合，也逐步伴随融资边际改善趋势而呈现出积极的回补态势，预计四季度实际 GDP 同比仍有望达到 4.7% 的合理水平附近。

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。