



限产的影响仍在延续



【财新网】(专栏作家 李奇霖) 10月公布的 PMI 数据作为最早发布的一个经济统计指标,能够让我们一窥10月的经济运行态势。10月 PMI 给我们的一个总体感受是限产对经济的影响还在延续。

10月制造业 PMI 为 49.2%, 比上月下降 0.4 个百分点, 连续两月位于收缩区间。

分项来看, 10月 PMI 传递了这么几个信号:

第一, 相关价格指数继续上行, 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 72.1%和 61.1%, 高于9月 8.6 和 4.7 个百分点, 上游原材料上涨的压力不小。

第二, 在需求下行、“能耗双控”的背景下, 国内生产依旧疲软, 生产指数为 48.4%, 比9月下降 1.1 个百分点。

第三, 受国内疫情反复、房地产销售持续下滑等因素的影响, 国内需求依旧疲软, PMI 国内新订单指数为 48.8%, 比9月下降 0.5 个百分点。

第四, 受海外疫情反复, 供应链修复缓慢等因素影响, 中国出口订单自今年4月以来首次上行, PMI 新出口订单指数为 46.6%, 比9月上行 0.4 个百分点。

先来看目前市场关心的通胀问题。

虽然我们会看到近期在动力煤的带动下, 国内大部分大宗商品期货价

格都处于下行态势，但是 10 月的 PMI 价格指数继续向上。我们认为可能有这么两个原因：

第一，动力煤等商品的现货价格与期货价格背离，现货价格下行幅度大幅低于期货价格。

第二，“保供稳价”主要针对煤炭等商品，对其他“两高”行业的供给限制依旧，相关商品价格维持高位。

10 月动力煤期货价格的走势可以说是走了一个过山车行情。受北方开始供暖、电厂补库存、环保限产等因素的影响，动力煤价格自 8 月以来就迎来了快速上涨期，并在 10 月中旬突破了 1900 元每吨，相比于 8 月的低点涨幅超过 160%。

快速上涨的价格引发了政策层的关注，10 月 19 日晚，国家发展改革委连发三文，表示将采用包括依法对煤炭价格实施干预等一系列必要措施，促进煤炭市场回归理性。

此后，各类调控政策频频出台。受此影响，煤炭期货价格大幅下挫，动力煤期货价格已经跌破 1000 元每吨。在动力煤的带动下，焦煤、焦炭、PTA、PVC 等商品的价格均迎来了调整期。可以看到，这一时期南华工业品指数也出现了大幅的回调。

但是在期货价格大幅回调的时候，我们需要注意到两点。

一是现货价格比期货价格韧性更强，期货价格大幅下跌导致期货和现

货价格之间出现较大的价差。根据钢谷网的数据，鄂尔多斯、榆林等地动力煤的坑口含税价都还在 1300 元每吨左右。

另外，我们也要看到，在价格大幅下跌的时候，现货的成交量也比较平淡。需求端上，“买涨不买跌”的心态再度占据上风，贸易商、电厂等需求方的观望情绪不断增加，并开始暂缓采购。同时，前期囤货的供应商等在这时候出货的动力也不是特别足，降价也比较谨慎。

价格特别是期货价格短期的确会受到政策、市场预期等因素的影响，但是最终还是需要看供需双方的力量。

这一轮动力煤价格涨价本质上是由供需关系错配驱动的。

需求端看，随着北方采暖需求增加，动力煤进入消费旺季；二来前期煤炭产量卡得过紧，导致煤炭库存比较低，企业有补库存需求。可以看到 9 月重点电厂可用煤天数也仅有 11 天，相比于往年 20 多天还有不小的缺口。

马上要到冬季供暖季了，需求可能会比较刚性。因此，煤炭价格持续回落的关键是要提高供给，缩小供需缺口。供给的增加也会改变市场的预期，有利于贸易商等将库存投放到市场上。

从目前的情况来看，政府的确一直在推动各地增加煤炭供给。在保供稳价的政策下，多地开始加快释放煤矿产能，比如内蒙古有 72 处煤矿，可临时按照拟核增后的产能组织生产，共计核增产能 9835 万吨。而发改委也表示我国煤炭的日产量已超过 1160 万吨，创今年新高。

如果供给逐渐放量，供需缺口收窄，那么市场预期也会正式改变，后续煤炭价格特别是现货的价格也就会逐渐下行。

除了煤炭等能源商品外，我们还需要关注一下其他的商品，比如水泥等。

要知道，现在政策说的“保供稳价”主要指的是要保住煤炭等能源的供给，稳住能源价格，以缓解国内电力短缺并应对冬天煤炭需求上升。

但是对于其他行业，比如水泥、黑色金属冶炼加工业等高耗能高污染产业，政策依旧是处于一个严控的状态。此前能耗双控的压力一直延续到了10月。

正如我们前面说的要想调价格，核心在于改变供需。除了增加供给，还有一个方法就是要压制需求。民生类需求比如冬季供暖是要确保的，所以要控制需求就需要继续严控高耗能高污染产业的生产，这也是此前“限产限电”的一个原因。

这一点从电价政策上我们也能够看出来。在推行电价市场化的时候，政策将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过20%，但是对于高耗能企业，市场交易电价是不受上浮20%限制的。

在具体落实上，部分省份对高耗能企业的电价上浮比例达到了50%。这也能够反应出目前政策依旧还是要压制“两高”项目的。

同时，现在进入冬天，防止污染的压力会更大，对高耗能产业进行管

制的需求也会增加。比如在 10 月底的时候,唐山市为了应对中度污染天气,对包括钢铁企业、焦化企业、水泥熟料企业等在内的“两高”企业出台了相关调控措施。

叠加四季度粗钢要想实现同比零增长还有一定的压降压力,所以,从数据上我们可以看到 10 月全国高炉开工率进一步下行。

除了粗钢之外,其他高耗能高污染的企业也依旧是政策的重点调控对象。可以看到 PTA 产业率负荷率:江浙织机目前依旧低于历史同期水平。同时,在生产受限的时候,水泥价格指数则依旧处于历史高位。

除了环保限产的影响之外,需求持续放缓,制造业预期继续恶化等也会压制企业生产行为。从数据上看,10 月制造业企业的生产经营活动预期指数从 56.4%下滑到了 53.6%。

上面的逻辑,体现在 PMI 数据上就是:

一来相关产业生产受限,PMI 生产指数比上月下降 1.1 个百分点,为 48.4%。其中高污染高耗能产业受影响更为明显,可以看到纺织、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数均位于 45.0%以下收缩区间。

二来部分商品特别是原材料,因为国内生产受限,企业可能加大了相关商品的进口,所以我们会看到在国内生产下行的时候,PMI 进口指标从 9 月的 46.8%上行 0.7 个百分点,到 47.5%。不过具体情况我们需要等到

10 月份进口数据出来之后，再进行验证。

三来在生产受限，供给减少的时候，相关商品的价格则能够维持在一个比较高的位置。体现为化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业的主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均位于 73.0%以上高位区间。

同时，按照 PMI 价格指数以及相关高频数据比如生产资料价格指数，10 月 PPI 价格指数会进一步上行，同比增速可能会接近乃至超过 12%（基于生产资料价格指数的环比，通过环比累乘法估算）。

四来受价格维持高位等因素的影响，中小企业的经营环境并不好。10 月中、小型企业 PMI 分别为 49.7%和 47.5%，低于上月 1.5 和 0.7 个百分点。统计局调查结果显示，小型企业中反映原材料成本高、资金紧张、市场需求不足的比重均超过四成，部分小型企业生产经营面临多重困难。

在需求端，10 月新订单指数为 48.8%，比上月下降 0.5 个百分点，但新出口订单指数为 46.6%，比上个月回升了 0.4 个百分点，这是自今年 4

月以来出口订单首次回升

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28533

