

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

双控政策限制生产，拖累本月制造业

2021年10月01日

- **欧美相比我国 PMI 处于高景气区间。**8月美国 PMI 制造业和非制造业指数，分别录得 59.9%和 61.7%，制造业扩张但是服务业受 Delta 病毒影响回落 2.4 个百分点；8月欧洲制造业 PMI 和非制造业 PMI 指数分别录得 58.7%和 56.3%，较此前分别回落 1.7 和 2.7 个百分点；日本制造业和非制造业 PMI 指数皆处于下滑状态，制造业 PMI 回落 0.3 个百分点至 52.7%，非制造业 PMI 指数大幅回落 4.5 个百分点至 42.9%。
- **本月整体制造业 PMI 水平下滑。**（一）供需方面：受 9 月中旬发改委提出的能耗双控政策影响，部分工业企业的生产活动被限制，导致生产指数下滑；需求方面，虽然疫情得到了良好控制，但整体仍然疲软。9 月生产指数下滑 1.4 个百分点，近 18 个月以来首次进入紧缩区间，产成品库存指数相应下滑 0.5 个百分点，生产积极性降低，但是整体供需差有所收窄。经济动能走弱，新订单指数和产成品库存指数，分别下滑 0.3 和 0.5 个百分点。（二）价格方面：原材料购进和出厂价格指数再次抬升。限产导致供应紧缺，制造业原材料和产成品价格指数分别上升 2.2 和 3 个百分点，差值整体下降但仍未修复至正常水平，上游企业对下游企业利润挤压仍然存在。（三）库存方面：产成品库存下滑，原材料库存回升。政策限制生产，企业倾向消化产成品库存，且生产端对原材料库存消耗减少，原材料存储增长。（四）出口方面：内需和外需继续回落，但下滑幅度缩窄。本月 PMI 新订单（内需）和 PMI 新出口订单（外需）分别回落 0.3 和 0.5 个百分点，下滑幅度较前月收窄 1 和 0.5 个百分点。新出口订单指数连续处于收缩区间，并不能说明我国的出口金额收缩，但是当下部分行业出口景气度较上半年大幅放缓是既定事实。
- **大型企业本月小幅度回升，小型企业 PMI 生产和新订单指数有所回落。服务业 PMI 明显改善，建筑业 PMI 遭受能耗双控政策拖累，原材料价格暴涨，非制造业 PMI 指数重回景气区间。**本月服务业 PMI 指数录得 52.4%，主要受疫情良好控制下生产活动修复，和双节消费提振，较 8 月大幅回升 7.2 个百分点；建筑业 PMI 录得 57.5%，较前值回落 2 个百分点，能耗双控提出主要源于今年上半年钢铁、水泥、化学原料等高能耗强度工业品的产量高于往年，能源消费超标影响到碳中和目标，当下政策出台导致钢铁水泥供应减少，叠加交通运输限流以及复产复工需求增长，多省市建筑业投入品价格暴涨，
- **风险因素：国内病毒疫情超预期。**

目录

一、需求依旧疲软，拖累企业生产，制造业 PMI 指数有所回落	4
1.1 受能耗双控政策影响，生产指数 18 个月以来首次落入紧缩区间	4
1.2 内需轻微回落，新出口订单指数连续 5 个月回落	6
1.3 主要原材料购进价格和出厂价格指数皆有回升，整体差值继续回落	6
1.4 产成品库存下滑，原材料库存回升	7
1.5 大企业 PMI 指数本月轻微回升，小型企业 PMI 指数下滑	8
二、服务业明显修复，建筑业遭产能双控影响投入品价格飙升	9
风险因素	12

图目录

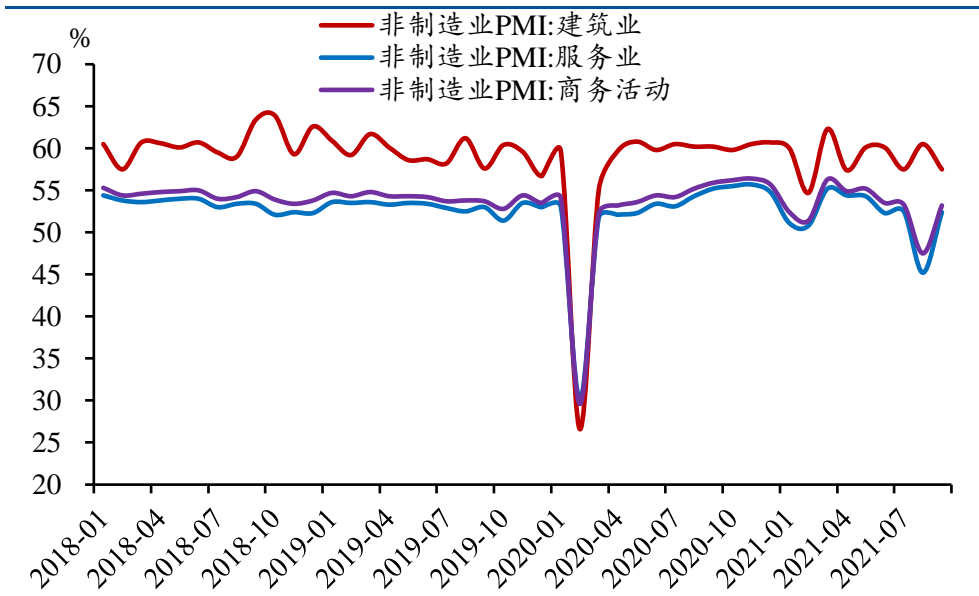
图 1：2021 年我国 9 月建筑业、服务业和商务活动指数	3
图 2：2021 年主要发达国家 PMI 水平	4
图 3：2021 年 9 月制造业 PMI 指数分解	5
图 4：2021 年 9 月供需差指数回落	5
图 5：2021 年 9 月经济动能指数有所放缓	5
图 6：2021 年 9 月 PMI 新订单指数和新出口订单指数	6
图 7：2021 年 9 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数的差值	6
图 8：能耗双控政策下动力煤价格指数飙升	7
图 9：2021 年 9 月产成品库存指数和原材料库存指数的差值减少	7
图 10：2021 年 9 月大型企业和小型企业指数的差有所回升	8
图 11：2021 年 9 月大型、中型和小型企业 PMI 指数	8
图 12：2021 年 9 月大型企业新订单指数修复快，小型企业新订单指数放缓	9
图 13：2021 年 9 月建筑业和服务业 PMI 指数皆有所回落	10
图 14：全国新冠疫情确诊当日新增回落	10
图 15：全国当日观影人次 9 月有所回归	11
图 16：2021 年 9 月建筑业投入品价格指数和销售价格指数走势	11
图 17：2021 年 9 月非制造业整体从业人员指数皆有所扩张	12

受到本月中旬提出的能耗双控政策影响，本月 PMI 生产指数下滑拖累整体制造业 PMI 水平。为了达到碳中和目标，限制单位 GDP 产出所需要消耗的能源数量，政府要求企业控制能源消费总量和强度，即能耗双控政策。主要影响的行业有：原材料加工类行业、采掘业以及电力热力生产和供应业属于高耗能的行业。部分企业被强制停止和限制生产活动，导致本月制造业 PMI 有所回落。

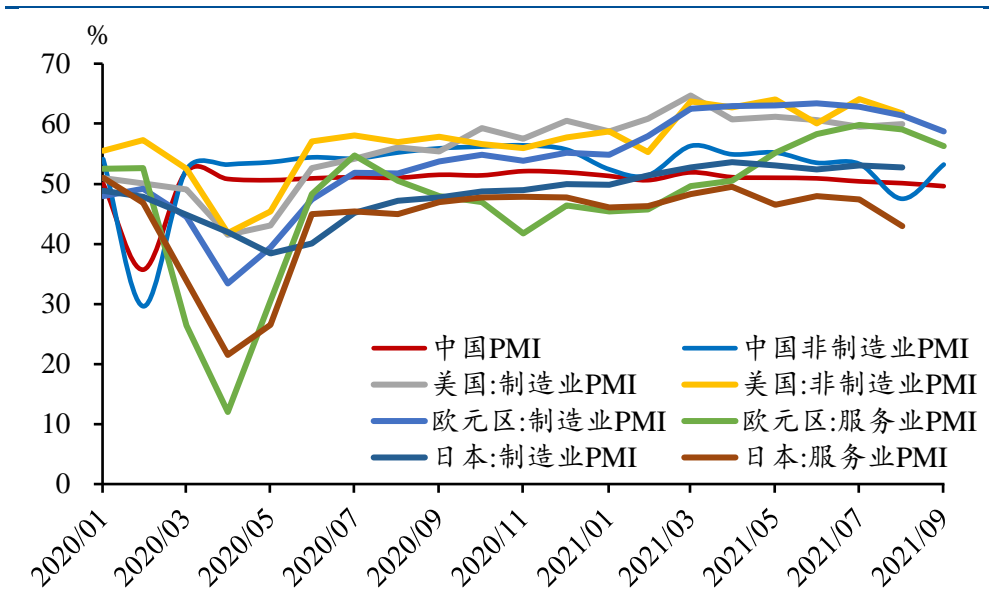
非制造业方面，本月疫情得到控制，叠加中秋节和即将到来的十一黄金周的消费提振，本月服务业 PMI 指数回升较大，建筑业受到投入品价格（钢铁水泥）暴涨拖累，轻微回落，整体商务活动重回景气区间。

全球来看，欧美相较我国仍然处于高景气扩张区间。由已公布的数据可知，8 月美国 PMI 制造业和非制造业，分别录得 59.9% 和 61.7%，制造业较前月扩张 0.4 个百分点，服务业受 Delta 病毒影响回落 2.4 个百分点；欧洲制造业 PMI 和非制造业 PMI 分别录得 58.7% 和 56.3%，分别较此前回落了 1.7 和 2.7 个百分点，但是仍然在高景气修复区间。中国 PMI 制造业受能耗双控影响拖累，低于临界值 0.4 个百分点，录得 49.6%；但是当下服务业仍在积极修复，9 月 PMI 录得 53.2%。日本制造业和非制造业 PMI 皆处于下滑状态，制造业 PMI 回落 0.3 个百分点至 52.7%，非制造业 PMI 指数大幅回落 4.5 个百分点至 42.9%。

图 1：2021 年我国 9 月建筑业、服务业和商务活动指数



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：2021 年主要发达国家 PMI 水平


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

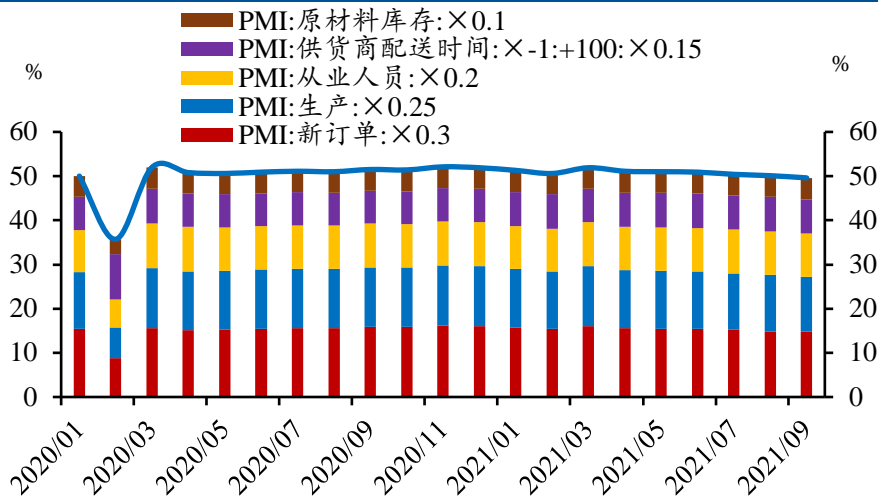
一、需求依旧疲软，拖累企业生产，制造业 PMI 指数有所回落

1.1 受能耗双控政策影响，生产指数 18 个月以来首次落入紧缩区间

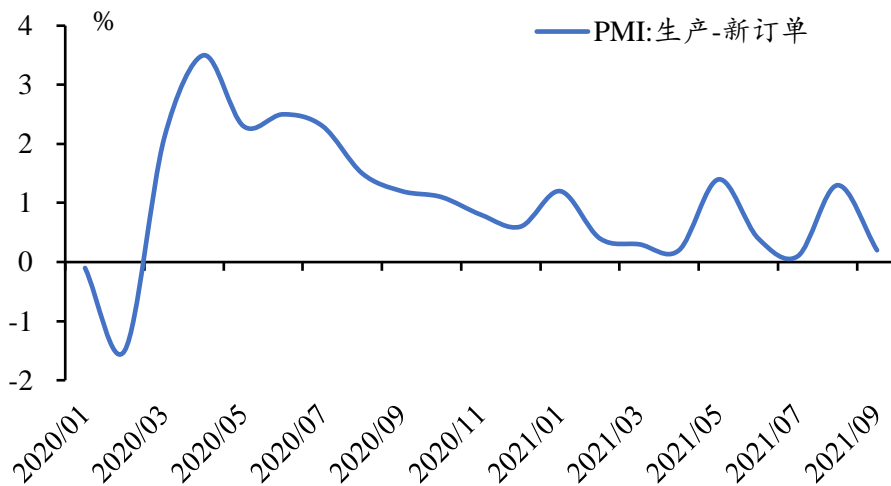
9 月制造业 PMI 受能耗双控政策影响，有所回落，部分工业企业的生产活动被迫暂停。中国今年在联合国大会上加强了对于“双碳目标”的承诺，提高了对能耗强度控制的紧迫性，并在 9 月 21 日的联合国大会上做出了承诺，明确了两个减排目标：二氧化碳排放力争在 2030 年前达到峰值停止增长，并比 2005 年的二氧化碳排放水平减少至少 65%；力争在 2060 年前实现碳中和。配合碳中和目标，我国工业企业要控制单位 GDP 产出下消耗的能源的数量和排放的二氧化碳的数量，这是影响我国 9 月份工业企业生产活动的最根本原因。

分解制造业 PMI 的主要项目：9 月制造业 PMI 指数整体有所回落，其中生产指数和新订单指数分别回落 1.4 和 0.3 个百分点，录得 49.5% 和 49.3%，生产和需求双双回落；主要原材料价格指数上涨 2.2 个百分点录得 63.5%，受到能耗双控政策，原材料加工类行业、采掘业以及电力热力生产和供应业等高耗能行业的生产活动受限，直接导致大宗商品尤其是工业原材料商品产量减少，供给小于需求价格上涨；原材料库存指数本月也随之上升 0.5 个百分点，录得 48.2%，限制生产导致原材料堆积；产成品库存指数下滑 0.6 个百分点录得 49.7%，企业生产产成品的积极性不强，并未及时补库存而是等待库存被消耗。其中生产指数下滑幅度最大，自疫情以来首次跌破临界值，是拖累 PMI 下滑主要因素。

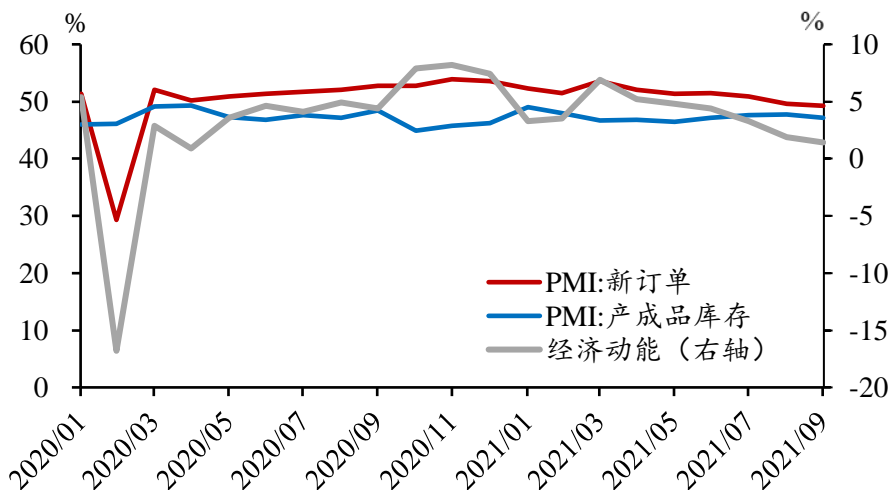
由制造业 PMI 指数分项，我们可以得到：（1）本月疫情得到了较好的控制，但是需求依旧疲软。可以观察到新订单指数录得 49.3%，较上月回落 0.3 个百分点；生产指数大幅回落 1.4 个百分点，18 个月以来首次进入紧缩区间。但是总体来说，生产指数（供给）和新订单指数（需求）的差值有所回落。（2）经济动能指数明显走弱。8 月经济动能指数较上月整体放缓 0.5 个百分点，较前月回落幅度收窄 0.9 个百分点。新订单指数和产成品库存指数，分别下滑 0.3 和 0.5 个百分点，但是经济动能放缓速度较 8 月有所收窄。

图 3：2021 年 9 月制造业 PMI 指数分解


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4：2021 年 9 月供需差指数回落


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5：2021 年 9 月经济动能指数有所放缓


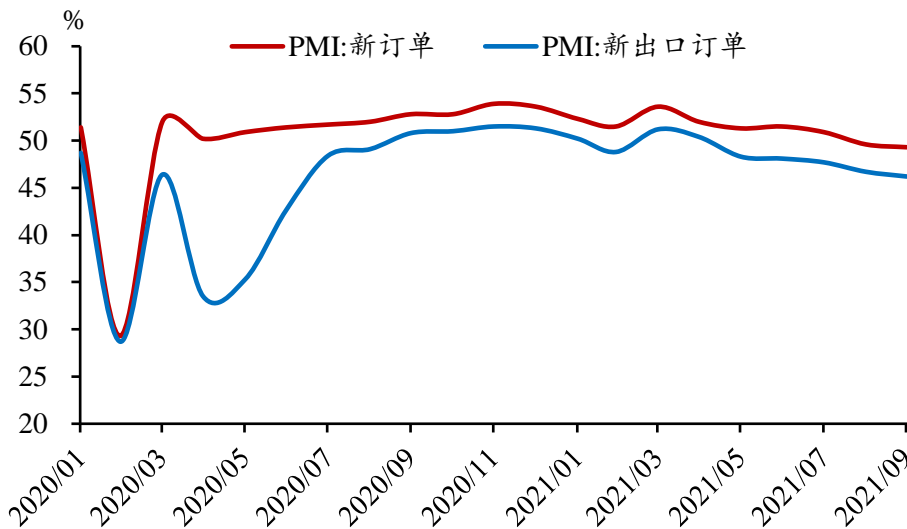
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.2 内需轻微回落，新出口订单指数连续5个月回落

本月内需和外需都出现回落，反映在 PMI 新订单和 PMI 新出口订单分别继续回落 0.3 和 0.5 个百分点，回落幅度较前月分别收窄了 1 和 0.5 个百分点。新订单指数自年初以来，一直位于扩张区间以来，近 2 个月连续掉入紧缩区间，而新出口订单已经连续 5 个月处于收缩区间。

近几个月新出口订单指数处于收缩区间，并不能说明我国的出口金额水平整体收缩，但是当下部分行业的出口景气度较上半年大幅放缓确实是既定事实。

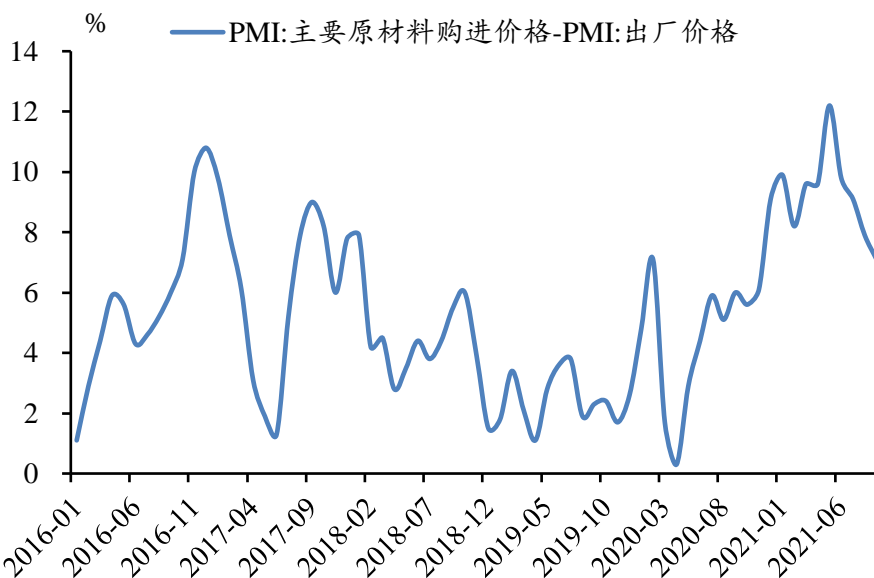
图 6：2021 年 9 月 PMI 新订单指数和新出口订单指数



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 主要原材料购进价格和出厂价格指数皆有回升，整体差值继续回落

图 7：2021 年 9 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数的差值

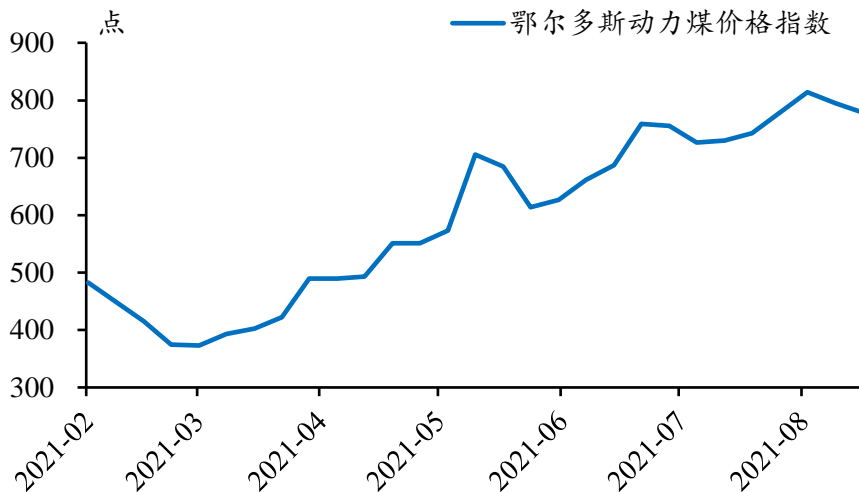


资料来源：万得，信达证券研发中心

今年年初，我们在 PMI 点评《原材料和产成品差价已经达到了历史高位》中提到：原材料价格指数和产成品出厂价格指数的差值达到历史高位，展现出中上游价格向下游传导效率不高。

受到国家双控政策和环保等因素的影响，产量减少导致工业品价格指数持续走高，尤其是“控煤+控钢”导致钢铁价格和煤价大幅冲高，企业在原材料购进端面临的压力加大，出厂端价格也出现上涨。虽然差值呈现继续下降态势，但仍未恢复至疫情前正常水平，说明上游制造业对下游企业利润的挤压仍然存在。我们由工业利润点评数据可知，8 月上游利润率为 18.5%，较上月提高 0.52 个百分点，利润有向上游集中的趋势。然而中下游制造业的利润率下降幅度较大，中游原材料加工业、下游制造业、下游消费品利润率分别下降 0.07、0.14、0.09 个百分点。

图 8：能耗双控政策下动力煤价格指数飙升

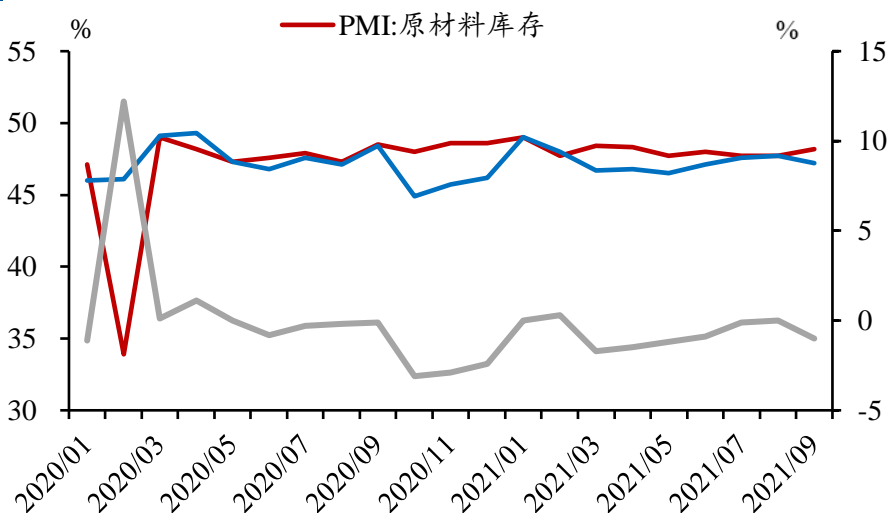


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.4 产成品库存下滑，原材料库存回升

产成品库存下滑，原材料库存回升，整体生产趋缓。本月产成品库存指数下滑 0.5 个百分点，我们认为主要原因一方面需求疲软，另一方面国家能耗双控政策，导致部分工业企业生产积极性不强，处于被动消耗产成品库存的状态；部分工业企业的生产被迫停止或者减半，生产端受到一定的遏制，导致此前购入的原材料消化受限，致使本月原料库存持续积累。

图 9：2021 年 9 月产成品库存指数和原材料库存指数的差值减少



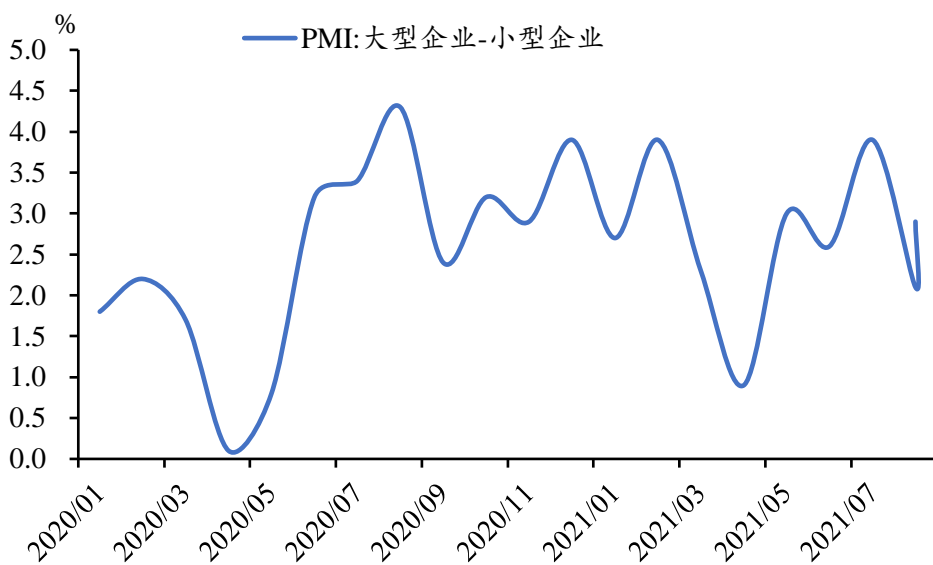
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.5 大企业 PMI 指数本月初回升，小型企业 PMI 指数下滑

大型企业在 8 月份遭受疫情以及大宗商品价格下跌的影响，景气度出现了大幅度下滑，本月 PMI 指数轻微回升。此前我们分析过，我国大型央企的主要行业，集中在军工、电信；提供竞争型产品的建筑、工业；以及由国务院其他部门或团体管理的企业，例如黄金、铁路客运等等，利润与大宗商品中的铁矿石、原油以及黄金息息相关。8 月大型企业 PMI 值回落，主要受到了上游铁矿石和石油价格下跌的影响，以及疫情对交通客运的限制。本月疫情得到部分修复和控制后，大型企业 PMI 指数较前月修复 0.1 个百分点，录得 50.3%，位于扩张区间。

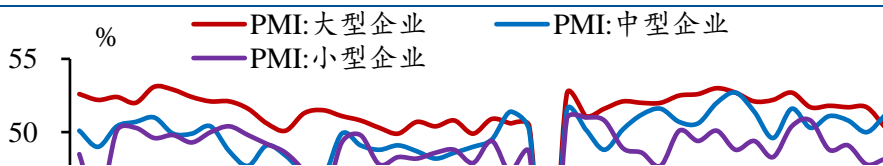
本月小型企业 PMI 指数回落，仍然需要国家的大力扶持。小型企业 PMI 指数本月录得 47.5%，较上月下滑了 0.7 个百分点，仍然处于收缩区间。小型企业的新订单指数和生产指数，分别较上月缩减了 0.9 和 0.5 个百分点。央行在本次第三季度例会上也表示，货币政策在结构层面，要再次强调落实支持中小企业贷款，支持银行补充资本，加速推进结构性宽信用。当下小型企业仍然是重点需要支持的对象。

图 10：2021 年 9 月大型企业和小型企业指数的差有所回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：2021 年 9 月大型、中型和小型企业 PMI 指数



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_27330

