研究所
证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人 : 方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

供给冲击的顶点到了吗？

——9 月 PMI 数据点评

相关报告

《8 月工业企业利润数据点评：利润增速如期继续下行，上下游分化明显》——2021-09-29

《9 月美联储议息会议点评：Taper 将至》——2021-09-24

《8 月财政数据点评：经济下行影响持续显现》——2021-09-21

《8 月经济数据点评：经济增长继续低迷》——2021-09-15

《点评报告：恒大会导致系统性金融风险吗？》——2021-09-14

事件：

9 月 30 日，国家统计局公布中国 9 月制造业采购经理指数（PMI）为 49.6（前值 50.1），继续下滑。9 月 PMI 下行的速度较此前数月有所加快，部分的与需求的持续下滑有关，肯定也部分的与煤炭供应不足、能耗双控引发的限电、停产等供给因素有关。考虑到国家发改委等部门已经采取措施改善供给约束，如果四季度供给约束较 9 月份有所缓解，或阶段性的缓解 PMI 持续下行的压力。当然，因为需求下滑，经济和制造业下行的趋势在年内或难以改变。

投资要点：

- **9 月 PMI 回落有所加快。**9 月 PMI 回落较为明显，一方面当然与地产等制造业终端需求持续下滑有关，一方面也受到了近期多地限电、企业停产等供给侧因素的冲击。在构成 PMI 的 5 个扩散指数中，生产指数下行最为明显，是供给侧冲击最直接的证据。订单指数的下滑可能也部分的受到被调查企业上游企业停产减少订单的影响。此外，于就业指数也较大程度的下滑，不能排除由于停工停产，企业存在减少一些临时性员工的行为。

  在其他的扩散指数中，在需求持续下滑的背景下，原材料购进价格指数和出厂价格指数都出现了明显的反弹，同样是供给冲击的典型特征。

- **进出口相关指数下滑的含义有所不同。**PMI 出口订单继续下滑，许多投资者对出口仍有担忧。但是从大中小型企业出口订单的情况来看，大型企业出现了反弹，中小企业相对较差。我们了解到很大程度上受到疫情期间国内外会展全面停顿的影响，中小企业拿到订单的困难大幅上升。但是另外一方面，国外进口商在无法面对面接触的情况下，倾向于依赖大型、长期的供应商，所以出口部门大小企业分化非常明显。但是总体的出口金额受到大企业在手订单仍然充裕的影响可能继续保持较高水平。

  PMI 进口子指数的下滑可能更直接的反映出国内需求走弱的影响。诚然，国内的限产可能导致对一些进口原材料产品的下滑，但是国内企业也有通过进口弥补国内供给缺口的需求。两者对冲之下，进

口仍有压力或展示出国内内生性需求下滑仍然压力显著。

- **四季度供给约束或有所缓解。**近期出现的拉闸限电和引发的停工停产有两个主要的解释：1）能耗双控的指标未能完成；2）煤炭供应不足价格大幅上涨影响火电企业发电。考虑到二季度以来发电量两年平均增速同比已经有明显回落且绝对增速也并不太高，且过去多年能耗双控的指标也并未对经济构成太大影响，我们认为能耗双控可能未必是限电停工最主导性的因素。反过来，煤炭因为此前供给侧改革削减产能以及国际政治等因素进口减少而供给不足、价格上涨导致电力供应紧张（部分的与缺煤有关，部分的与发电企业亏损积极性不高有关）可能是限电更主要的原因。

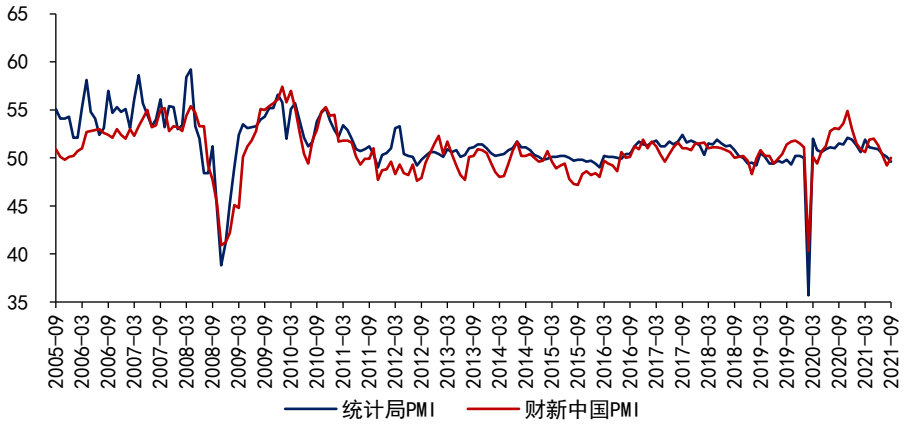
  9 月 29 日，国家发改委经济运行调节局表示将采取多项措施改善煤炭供给和电力供求，包括 1）现有煤炭产能努力增产，2）核增和投产新的优质产能，3）增加煤炭进口，4）做好发电用煤用气保障，5）统筹加强电力保供能力建设，促进清洁能源多发满发，多渠道提升电力供应能力，6）按价格政策合理疏导发电成本（暗示允许电价在政策范围内上涨，增加发电企业积极性），7）科学制定实施有序用电方案，鼓励和引导用户主动错峰用电，8）坚决遏制“两高”项目不合理用能需求，推动主要耗煤行业节煤限煤。按照发改委的说法，确保做到“限电不拉闸”“限电不限民用”——与九月比应该算是明显改善。

  如果相关措施取得进展，不能排除四季度煤炭和电力方面的供给约束可能会较九月有所缓解，制造业 PMI 持续下滑的压力也不能排除存在阶段性的缓和的可能——至少下滑的速度会有所放缓。

  当然，当前经济下行的根本因素可能还是与需求方面的因素有关。即使供给受到的压力有所缓和，也并不足以扭转当前经济下滑的压力。我们预计财政政策将有进一步发力，货币政策方面降息虽然可能要到明年，但是四季度降准的可能性仍然较高。

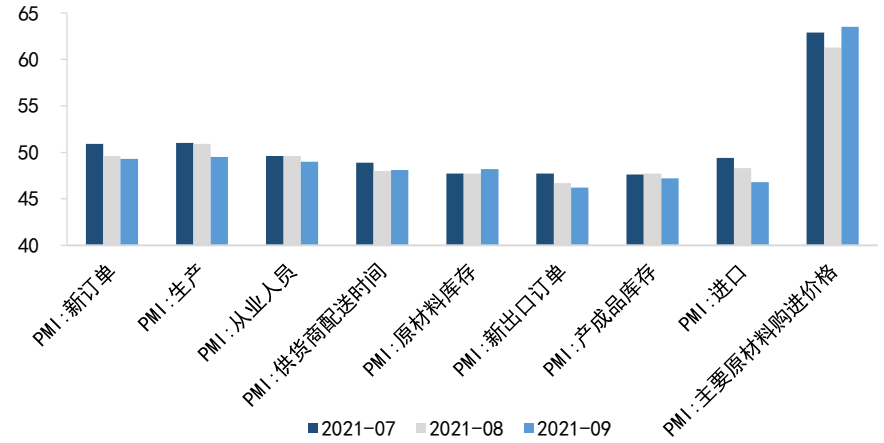
风险提示：经济超预期下行、国内外疫情恶化、政策不及预期

图 1： 9月 PMI 回落有所加快



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2： PMI 主要分项指数



资料来源：Wind，国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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_27331