

2021年09月30日

证券研究报告·宏观简评报告

数据点评



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

上游的供给与价格之殇

——9月PMI数据点评

摘要

- **制造业 PMI：供需两端放缓，上游高能耗行业回落明显。**9月，制造业 PMI 为 49.6%，在连续 18 个在荣枯线以上后跌至临界值以下。从供需情况来看，近期需求放缓、原材料价格高，再加上能耗双控等因素使得本月供给回落明显，生产指数连续四个月回落至年内低点；在疫情影响逐渐好转下，需求端回落的幅度减小。从行业来看，近期关于“能耗双控”政策频出，受此影响上游产业供需两端回落幅度较大，新动能引领作用仍强，高技术制造业 PMI 为 54.0%，相关企业对市场发展信心较强，高技术制造业延续良好发展态势。从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数继续回落，低于临界点。后续进口仍与大宗商品价格和全球复苏进度有关。
- **大型企业保持扩张，小型企业面临多重困难。**9月，大型企业 PMI 为 50.4%，较上月略回升，中、小型企业 PMI 分别为 49.7%和 47.5%，较上月回落，中小企业压力较大。具体来看，大型企业供给放缓但需求有所回升，而中小企业供需两端都有所放缓，且中型企业供需回落更加明显。调查显示，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，但近期针对中小企业扶持政策频出，预计政策效果将逐渐显现。进出口方面，除小型企业出口外，各项指标都有所回落；大、中、小型企业经营预期都有所下降。
- **企业成本仍高，双控政策影响显现。**9月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别高于上月 2.2 和 3.0 个百分点，均升至近 4 个月高点。行业层面，从主要原材料购进价格指数看，全部调查行业均高于临界点，企业采购成本普遍上升，其中上游商品的原材料采购价格涨幅较大；从出厂价格指数看，黑色金属冶炼及压延加工业升至 70.0%以上高位区间。价格指数上升一方面和大宗商品价格仍高有关，另一方面也与供应不足有关，再加上能耗双控和双碳政策加持，对于价格端造成压力。企业原材料库存指数回升，产成品库存指数回落。
- **非制造业 PMI：服务业加快恢复，建筑业在高景气区间。**9月，非制造业商务活动指数为 53.2%，高于上月 5.7 个百分点，升至临界点以上。疫情因素逐渐消退，天气转好，再加上节日效应，服务业恢复明显，服务业商务活动指数高于上月 7.2 个百分点，重返景气区间。从行业来看，商务活动指数位于扩张区间的行业从上月的 7 个增加至 16 个预计随着疫情控制趋稳，国庆假日驱动，服务业将保持复苏态势。9月，建筑业商务活动指数低于上月 3.0 个百分点，扩张速度有所放缓，但仍在高景气区间。从需求端看，建筑业新订单指数回落，从价格因素看，建筑业投入品价格指数和销售价格指数较上月回升。近期央行两次提房地产，预计房地产政策或短期不会加码，且随着后续基建项目的落地，预计后续建筑业信心将继续维持在较高水平。
- **风险提示：国内需求恢复不及预期，政策边际变化。**

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. “新”和“稳”的相得益彰 (2021-09-24)
2. 未来看国内专精特新，近期瞧海外通胀仍高企 (2021-09-17)
3. 内生与外生因素共振之下的放缓会持续吗？——8月经济数据点评 (2021-09-16)
4. 当“转变”来敲门——2021-2022 内外驱动衔接与配置结构新视角 (2021-09-14)
5. 略超预期的增量中，暗流何在？——8月社融数据点评 (2021-09-10)
6. 新基建将迎超前打造，欧央行缩债不意味紧缩 (2021-09-10)
7. 它何时见顶？它何时触底？——8月通胀数据点评 (2021-09-10)
8. 扰动下的超预期能持续吗？——8月贸易数据点评 (2021-09-07)
9. 政策加力“房住”，海外或渐送“鸽”运行 (2021-09-03)
10. 需求走弱建筑业走强，政策托底或已开启——8月PMI数据点评 (2021-08-31)

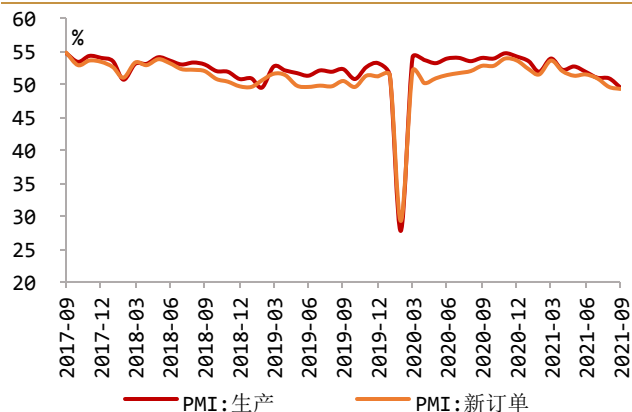
受能耗双控、高耗能行业景气度水平较低、疫情因素逐渐消退等影响，9月份中国制造业采购经理指数回落至荣枯线以下，非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数重回扩张区间，9月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 45.6%、53.2%和 51.7%，分别比上月回落 0.5、回升 5.7 和 2.8 个百分点，预计短期供给端压力仍在，或对 10 月 PMI 仍有拖累。

1 制造业 PMI：供需两端放缓，上游高能耗行业回落明显

供给端压力显现，生产指数和新订单指数降至年内低点。9月，制造业 PMI 为 49.6%，较上月继续回落 0.5 个百分点，在连续 18 个月在荣枯线以上后首次跌至临界值以下，制造业生产活动和市场需求总体放缓。从供需情况来看，近期需求放缓、原材料价格高，再加上能耗双控等因素使得本月供给回落明显，9月生产指数较上月回落 1.4 个百分点至 49.5%，连续四个月回落至年内低点；在疫情影响逐渐好转下，需求端回落的幅度减小，本月新订单指数较上月下降 0.3 个百分点至 49.3%，但供需两端相互影响持续，后续能耗双控力度不减，预计供给端将继续承压。**从行业来看，近期关于“能耗双控”政策频出，受此影响上游产业供需两端回落幅度较大**，石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业两个指数均低于 45.0%，供需两端明显回落。除能耗双控外，双碳政策也持续发力，对于上游钢铁、有色、化工等行业都产生影响。**此外，新动能引领作用仍强**，高技术制造业 PMI 为 54.0%，高于上月 0.3 个百分点，其中高技术制造业 PMI 生产指数、新订单指数和生产经营活动预期指数分别为 56.3%、54.6%和 60.1%，高于制造业总体 6.8、5.3 和 3.7 个百分点，显示行业供需扩张较快，相关企业对市场发展信心较强，高技术制造业延续良好发展态势。

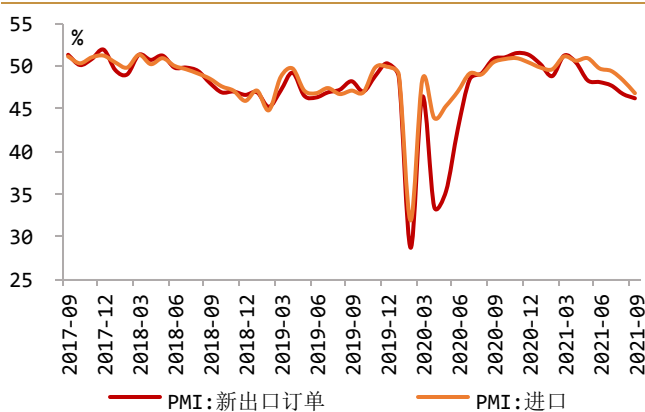
从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数继续回落，低于临界点。出口方面，下半年基数抬高，出口的陡峭恢复期结束，海外产需缺口逐渐恢复及海运费用的持续上升影响出口，但海外疫情不确定仍高，短期出口仍将保持平稳，9月新出口订单指数低于上个月 0.5 个百分点至 46.2%，降幅有所缩窄；进口方面，9月进口指数为 46.8%，低于上月 1.5 个百分点，进口走弱趋势明显。9月，财政部、海关总署、税务总局等六部门印发关于“十四五”期间能源资源勘探开发利用进口税收政策的通知，说明了石油（天然气）、煤层气勘探开发作业项目和海上油气管道应急救援项目的免税规定以及天然气进口环节增值税先征后返规定，在全球能源供应不足的背景下，政策利好或影响有限，后续进口仍与大宗商品价格和全球复苏进度有关。

图 1：供需扩张持续放缓



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：进口指数、新出口订单指数继续回落



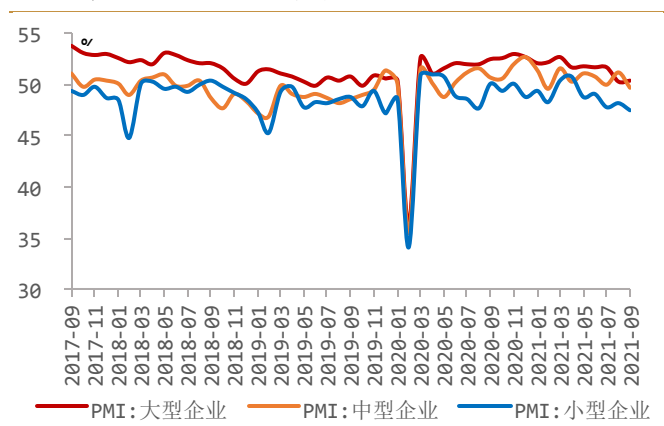
数据来源：wind、西南证券整理

2 大型企业保持扩张，小型企业面临多重困难

从规模企业看，大型企业运行总体保持平稳，中小型企业有所回落。9月，大型企业 PMI 为 50.4%，较上月略回升 0.1 个百分点，中、小型企业 PMI 分别为 49.7% 和 47.5%，较上月回落 1.5 和 0.7 个百分点，中型企业 PMI 在连续 6 个月高于荣枯线后再次跌入临界值之下，从数据上看，中小企业压力较大。具体来看，大型企业供给放缓但需求有所回升，生产指数和新订单指数分别为 49.9% 和 51.0%，较前值分别低 0.7 和高 1.2 个百分点，需求端回升主要是由于上个月大型企业新订单回落幅度较大，疫情好转情况下指数有所反弹；而中小企业供需两端都有所放缓，9 月中型和小型企业生产指数分别较上月回落 2.9 和 0.9 个百分点至 50.1% 和 47.7%，新订单指数分别较上月回落 2.5 和 0.5 个百分点至 48.8% 和 46.3%，整体来看中型企业供需回落更加明显，与上月表现形成差异，小型企业继续疲软，调查显示，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，但近期针对中小企业扶持政策频出，9 月央行新增 3000 亿元支小再贷款额度，加大对中小微企业纾困帮扶力度，预计政策效果将逐渐显现。**进出口方面，除小型企业出口外，各项指标都有所回落**，大、中、小型进口指数分别为 47.2%、46.6% 和 44.8%，分别回落 1.3、1.8 和 1.5 个百分点，且都在荣枯线以下，随着国内“碳达峰、碳中和”相关政策、钢铁限产等的持续推进，进口端受到影响；9 月，大型、中型和小型企业新出口订单指数分别较前值回落 0.8、1.0 和回升 2.1 个百分点至 46.5%、45.6 和 45.9%，延续上个月大、中型企业回落，小型企业回升的态势。**从业人员方面，中、小型企业的从业人员指数分别为 48.6% 和 46.9%，较上月回落 1.0 和 1.7 个百分点**，而大型企业从业人员指数较上月回升 0.1 个百分点至 50.2%，在供需回落的背景下，中小企业受影响更加明显，企业对未来看法较谨慎，缩减招人规模。

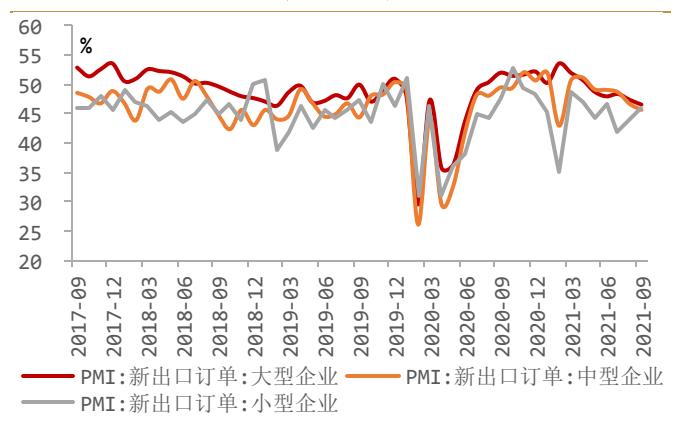
大、中、小型企业经营预期都有所下降。9 月，PMI 生产经营活动预期指数为 56.4%，较上月回落 1.1 个百分点。从企业规模来看，大型、中型和小型企业的生产经营活动预期指数虽都高于临界值，但较上月分别回落 1.1、0.6 和 1.9 个百分点，为 57.9%、56.8% 和 52.4%。近期，有关部门集中发力，围绕中小微企业营商环境、融资环境、创新发展等，酝酿出台新一轮惠企支持方案。市场准入负面清单制度全面实施以来，清单事项已由 151 项逐步缩减至 123 项，下一步相关部门还将继续推动放宽市场准入限制。

图 3：中、小型企业 PMI 有所回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：小型企业新出口订单指数回升



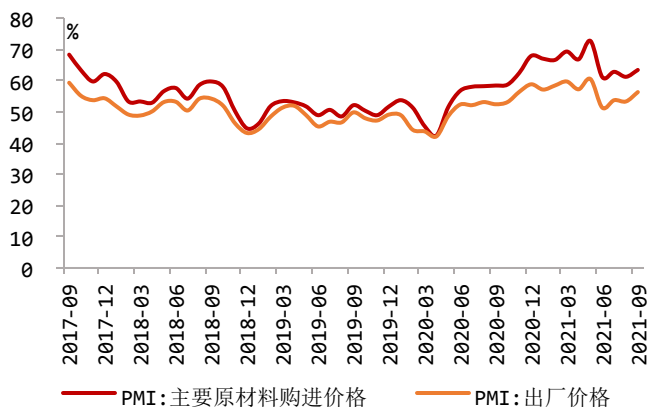
数据来源：wind、西南证券整理

3 企业成本仍高，双控政策影响显现

原材料购进价格及出厂价格指数走高，企业成本压力仍大。9月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为63.5%和56.4%，高于上月2.2和3.0个百分点，均升至近4个月高点。行业层面，从主要原材料购进价格指数看，全部调查行业均高于临界点，企业采购成本普遍上升，其中石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业均位于69.0%及以上高位区间，上游商品的原材料采购价格涨幅较大；从出厂价格指数看，黑色金属冶炼及压延加工业升至70.0%以上高位区间，反映相关产品销售价格上涨较快，对相关中下游企业构成压力。价格指数上升一方面和大宗商品价格仍高有关，另一方面也与供应不足有关，再加上能耗双控和双碳政策加持，对于价格端造成压力。8月12日，国家发改委印发了《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，显示目前不及半数省（区）能耗强度降低进展总体顺利，在能源消费总量控制方面，仍有8个省（区）为一级预警（形势十分严峻），5个省（区）为二级预警（形势比较严峻），发改委要求确保完成全年能耗双控目标，特别是能耗强度降低目标，因此上半年一二级预警地区在下半年有压力；9月，发改委印发了《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，提出严格制定各省能源双控指标，国家层面预留一定指标，推行用能指标市场化交易，完善管理考核制度等。受此影响，供给收缩，高耗能工业品价格普遍出现明显上涨，后续或将对中下游产业价格产生影响。从不同规模企业来看，大中小型企业的原材料购进价格和出厂价格都有回升，但大、小型企业出厂价格指数上升幅度更大，大中小型企业主要原材料购进价格指数分别较上月升1.8、2.7和2.4个百分点至63.1%、65.3%和61.9%，出厂价格指数分别回升3.6、2.1和3.0个百分点至57.1%、56.1%和55.3%，大型企业转嫁成本能力更强。9月，BCI企业销售前瞻指数较前值回升5.05点至74.65，利润前瞻指数回升7.67点至55.68，总成本前瞻指数回升0.53点至86.00。

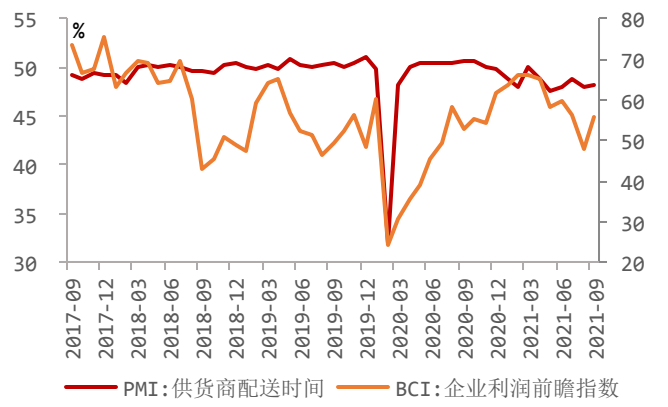
企业原材料库存指数回升，产成品库存指数回落。9月，供应商配送时间指数为48.1%，较上月略回升0.1个百分点，连续6个月位于荣枯线以下，原材料供应商交货速度仍较慢。9月，原材料库存指数为48.2%，虽然仍位于荣枯线以下，但较上月回升0.5个百分点，价格高且成本转移较弱；而产成品库存指数较上月继续回落0.5个百分点至47.7%，仍在荣枯线以下；从业人员指数为49.0%，较上月回落0.6个百分点。供需扩张放缓，企业对于未来持谨慎态度，招工放缓。

图5：主要原材料购进价格仍在高位



数据来源：wind、西南证券整理

图6：企业利润前瞻指数升高



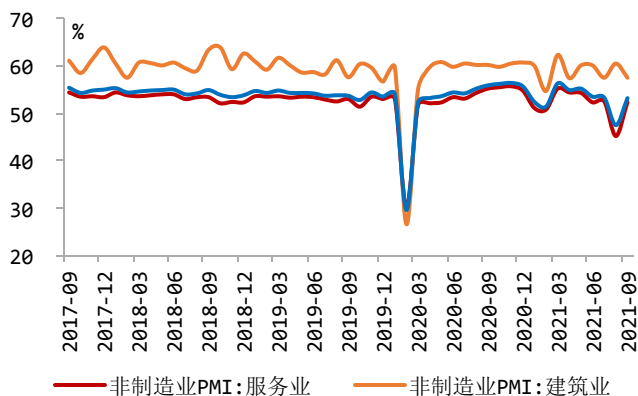
数据来源：wind、西南证券整理

4 非制造业 PMI：服务业加快恢复，建筑业在高景气区间

疫情因素逐渐消退，天气转好，再加上节日效应，服务业恢复明显。9月，非制造业商务活动指数为53.2%，高于上月5.7个百分点，升至临界点以上，非制造业景气水平快速回升，受服务业加快恢复拉动较大。服务业商务活动指数为52.4%，高于上月7.2个百分点，重返景气区间。从行业来看，服务业景气面改善，调查的21个行业中，商务活动指数位于扩张区间的行业从上月的7个增加至16个，其中上月受疫情冲击较为严重的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及环境治理等行业商务活动指数均大幅回升至临界点以上，业务总量呈现出较为明显的恢复性增长。但受监管收紧影响，资本市场服务和房地产等行业商务活动指数低于临界点，景气度有所下降。从分项指标来看，需求端有所回升，服务业新订单指数为49.0%，比上月回升6.8个百分点，虽仍低于临界点，但下降幅度收窄；业务活动预期指数为58.9%，高于上月1.6个百分点，其中铁路运输、航空运输、邮政快递等行业均高于65.0%，企业对近期服务业市场恢复保持乐观。预计随着疫情控制趋稳，国庆假日驱动，服务业将保持复苏态势。

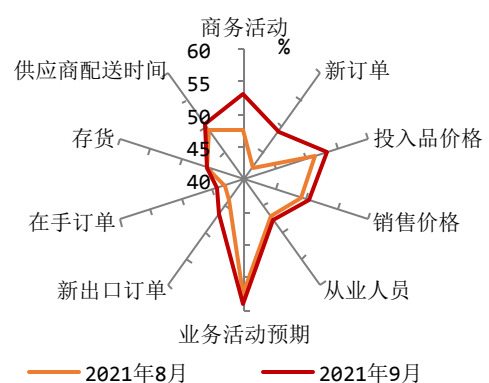
建筑业商务活动指数回落，但仍在高景气区间，信心仍强。9月，建筑业商务活动指数为57.5%，低于上月3.0个百分点，扩张速度有所放缓，但仍在高景气区间。从需求端看，建筑业新订单指数为51.2%，比上月回落2.6个百分点；从价格因素看，建筑业投入品价格指数和销售价格指数分别较上月回升7.5和2.2个百分点，为62.8%和55.8%，建筑业同样面临成本上涨的压力，多地落实能耗双控要求，部分地区水泥生产受限，另外受煤炭涨价等因素推动，水泥价格或继续上涨，或将推高建筑业成本；建筑业业务活动预期指数为60.1%，比上月回升1.7个百分点，企业预期走强。近期央行两次提房地产，分别是央行货币政策委员会三季度例会提到“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，以及房地产金融工作座谈会再次强调三稳和双维护，预计房地产政策或短期不会加码，且保障居民住房将利于建筑业需求，另外随着后续基建项目的落地，预计后续建筑业信心将继续维持在较高水平。

图 7：9 月服务业 PMI 指数回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表 1: PMI 情况

指标	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
中采制造业PMI																			
PMI 总指数	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6
生产量	54.1	53.7	53.2	53.9	54.0	53.5	54.0	53.9	54.7	54.2	53.5	51.9	53.9	52.2	52.7	51.9	51.0	50.9	49.5
雇员	50.9	50.2	49.4	49.1	49.3	49.4	49.6	49.3	49.5	49.6	48.4	48.1	50.1	49.6	48.9	49.2	49.6	49.6	49.0
新订单	52.0	50.2	50.9	51.4	51.7	52.0	52.8	52.8	53.9	53.6	52.3	51.5	53.6	52.0	51.3	51.5	50.9	49.6	49.3
出口订单	46.4	33.5	35.3	42.6	48.4	49.1	50.8	51.0	51.5	51.3	50.2	48.8	51.2	50.4	48.3	48.1	47.7	46.7	46.2
现有订货	46.3	43.6	44.1	44.8	45.6	46.0	46.1	47.2	46.7	47.1	47.3	46.1	46.6	46.4	45.9	46.6	46.1	45.9	45.6
产成品库存	49.1	49.3	47.3	46.8	47.6	47.1	48.4	44.9	45.7	46.2	49.0	48.0	46.7	46.8	46.5	47.1	47.6	47.7	47.2
原材料库存	49.0	48.2	47.3	47.6	47.9	47.3	48.5	48.0	48.6	48.6	49.0	47.7	48.4	48.3	47.7	48.0	47.7	47.7	48.2
采购量	52.7	52.0	50.8	51.8	52.4	51.7	53.6	53.1	53.7	53.2	52.0	51.6	53.1	51.7	51.9	51.7	50.8	50.3	49.7
购进价格	45.5	42.5	51.6	56.8	58.1	58.3	58.5	58.8	62.6	68.0	67.1	66.7	69.4	66.9	72.8	61.2	62.9	61.3	63.5
供应商配送时间	48.2	50.1	50.5	50.5	50.4	50.4	50.7	50.6	50.1	49.9	48.8	47.9	50.0	48.7	47.6	47.9	48.9	48.0	48.1
进口	48.4	43.9	45.3	47.0	49.1	49.0	50.4	50.8	50.9	50.4	49.8	49.6	51.1	50.6	50.9	49.7	49.4	48.3	46.8
中采服务业PMI	51.8	52.1	52.3	53.4	53.1	54.3	55.2	55.5	55.7	54.8	51.1	50.8	55.2	54.4	54.3	52.3	52.5	45.2	52.4
中采建筑业PMI	55.1	59.7	60.8	59.8	60.5	60.2	60.2	59.8	60.5	60.7	60.0	54.7	62.3	57.4	60.1	60.1	57.5	60.5	57.5
综合PMI产出指数	53.0	53.4	53.4	54.2	54.1	54.5	55.1	55.3	55.7	55.1	52.8	51.6	55.3	53.8	54.2	52.9	52.4	48.9	51.7
非制造业商务活动指数	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	55.9	56.2	56.4	55.7	51.5	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2
财新制造业PMI	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9	53.0	51.5	50.9	50.6	51.9	52.0	51.3	50.3	49.2	—

数据来源: wind、西南证券整理

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_27336



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>