

总量研究

能耗双控波及生产，价格持续高位运行

——2021年9月PMI数据点评

要点

事件：

2021年9月30日，国家统计局公布9月PMI数据，制造业PMI 49.6%，前值50.1%；非制造业PMI 53.2%，前值47.5%。

核心观点：

9月制造业扩张继续放缓，结构分化加剧。一是，能耗双控措施升级，部分地区在目标约束下大幅限电限产，对短期工业生产造成较大影响；二是，供给收缩下，价格持续高位运行，企业结构分化加剧，9月大型企业与中小企业的PMI差值再次扩大，面对持续高涨的原材料成本，中小企业经营面临多重困难。

向前看，能耗双控仍是未来政策总基调，短期政策可能会有微调，但难以全面放松，四季度工业生产仍然会受到双控政策的压制，价格将持续高位运行，不断挤压下游中小企业利润。我们认为，货币政策宜稳中偏松，财政政策更加积极发力，助力实体经济稳固修复。

制造业：能耗双控波及工业生产

9月制造业PMI为49.6%，比上月回落0.5个百分点，降至临界点以下。具体来看，供需两端均出现不同程度放缓：一则，各地在“能耗双控”目标的约束下大幅限电限产，使得工业生产大幅回落；二则，9月新订单指数再次降至临界值以下，市场需求继续减弱；三则，结构分化继续加剧，大型企业与中小企业的PMI差值再次扩大，中小企业经营面临多重压力。

价格：下游企业利润继续承压，但出厂价格剪刀差已有所改善

9月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数双双回升，分别高于上月2.2和3.0个百分点，均创下6月以来新高，价格的持续高涨，将继续挤压下游企业利润。但从价格差来看，9月出厂价格-购进价格指数的差值在继续缩小，上游涨价逐步向下游传导。

建筑业：短期受限电限产影响有所回落，但未来预期向好

9月建筑业生产活动有所回落，建筑业PMI低于上月3.0个百分点，一定程度上也受到了部分地区限电限产的影响。但从用工情况和市场预期看，建筑业企业用工量继续增加，企业对近期行业发展持续看好。

服务业：受双节提振，重返景气区间

9月服务业PMI为52.4%，高于上月7.2个百分点，重返景气区间。主要受到了双节假期的影响，出行相关服务业活动大幅回暖。从行业情况看，上月受疫情冲击较为严重的住宿、餐饮等行业，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。

进出口：出口动能继续回落，外贸持续降温

9月新出口订单指数低于上月0.5个百分点，连续6个月出现回落。一方面，疫苗加速接种下，海外供给逐步恢复，出口动能持续减弱；另一方面，今年以来，海运运力紧张，运价持续上涨，使得外贸企业订单交付周期延长，成本压力加大。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513066
gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogegge@ebscn.com

相关研报

电力供应企业的盈利压力加大——2021年8月工业企业盈利数据点评（2021-09-28）

中美关系峰回路转，美方诉求在哪里——光大宏观周报（2021-09-26）

拜登财政刺激闯关，美债收益率突破1.4%——美联储观察系列三（2021-09-24）

美联储为Taper亮绿灯——2021年9月美联储议息会议点评（2021-09-23）

财政支出提速，基建投资有望持续加码——光大宏观周报（2021-09-21）

疫情冲击落地，基建开启反弹——2021年8月实体经济数据点评（2021-09-15）

8月美国CPI降温，环比拐点已确认——2021年8月美国CPI数据点评（2021-09-15）

专项债发行继续提速，基建有望持续反弹——光大宏观周报（2021-09-12）

实际融资难言改善，利率仍将维持低位——2021年8月金融数据点评（2021-09-10）

通胀剪刀差再度走高——2021年8月价格数据点评（2021-09-09）

非农大幅低于预期，9月宣布Taper已无可能——光大宏观周报（2021-09-04）

美债交易逻辑已悄然变化——美联储观察系列二（2021-09-02）

为什么共同富裕是中国式现代化的重要特征？——《中央财经委员会第十次会议》精神学习体会（2021-08-26）

目 录

一、能耗双控波及生产，价格持续高位运行	3
二、制造业：能耗双控波及工业生产	3
三、价格：再次冲高，继续挤压下游企业利润	5
四、建筑业：短期回落，但未来预期较好	6
五、服务业：重返景气区间，出行恢复显著	7
六、进出口：出口动能继续回落，外贸持续降温	8
七、展望：双控措施难以全面放松，中小企业经营压力加剧	9

图目录

图 1：制造业 PMI 回落至 2021 年 4 月以来低点	4
图 2：制造业 PMI 主要分项均在回落	4
图 3：供需两端均有所回落	4
图 4：大企业景气上升，中小企业景气回落，结构分化扩大	4
图 5：2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表	5
图 6：价格指数回升，进出厂价格差持续缩小	6
图 7：制造业补库动能减弱	6
图 8：今年以来，工业品价格持续高位运行	6
图 9：供给收缩下，主要原材料价格上涨明显	6
图 10：随疫情得到有效控制，非制造业景气回升	7
图 11：建筑业 PMI 短期放缓，但预期向好	7
图 12：9 月新增专项债发行提速	7
图 13：今年 9 月专项债发行高于往年同期	7
图 14：服务业 PMI 回归景气区间	8
图 15：9 月出行活动恢复较快	8
图 16：外贸需求有所放缓，出口动能减弱	8
图 17：全球疫苗完全接种与部分接种情况	8

表目录

表 1：9 月制造业 PMI 扩张继续放缓	3
-----------------------------	---

一、能耗双控波及生产，价格持续高位运行

事件：2021 年 9 月 30 日，国家统计局公布 9 月 PMI 数据，制造业 PMI 49.6%，前值 50.1%；非制造业 PMI 53.2%，前值 47.5%。

核心观点：

9 月制造业扩张继续放缓，结构分化加剧。一是，能耗双控措施升级，部分地区在目标约束下大幅限电限产，对短期工业生产造成较大影响；二是，供给收缩下，价格持续高位运行，企业结构分化加剧。9 月大型企业与中小企业的 PMI 差值再次扩大，中小企业生产经营面临多重困难。

向前看，能耗双控仍是未来政策总基调，短期政策可能会有微调，但难以全面放松，四季度工业生产仍然会受到双控政策的压制，价格将持续高位运行，不断挤压下游中小企业利润。我们认为，货币政策宜稳中偏松，财政政策更加积极发力，助力实体经济稳固修复。

表 1：9 月制造业 PMI 扩张继续放缓

年份	时间	制造业 PMI	生产 PMI	新订单 PMI	非制造业 PMI	服务业 PMI	建筑业 PMI
2020 年	12 月 实际值	51.9	54.2	53.6	55.7	54.8	60.7
	1 月 实际值	51.3	53.5	52.3	52.4	51.1	60.0
	2 月 实际值	50.6	51.9	51.5	51.4	50.8	54.7
	3 月 实际值	51.9	53.9	53.6	56.3	55.2	62.3
	4 月 实际值	51.1	52.2	52.0	54.9	54.4	57.4
2021 年	5 月 实际值	51.0	52.7	51.3	55.2	54.3	60.1
	6 月 实际值	50.9	51.9	51.5	53.5	52.3	60.1
	7 月 实际值	50.4	51.0	50.9	53.3	52.5	57.5
	8 月 实际值	50.1	50.9	49.6	47.5	45.2	60.5
	9 月 实际值	49.6	49.5	49.3	53.2	52.4	57.5

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

二、制造业：能耗双控波及工业生产

制造业扩张继续放缓，能耗双控措施升级，短期内波及工业生产。9 月制造业 PMI 为 49.6%，比上月回落 0.5 个百分点，降至临界点以下，五大分项均有所回落。具体来看，供需两端均出现不同程度放缓：

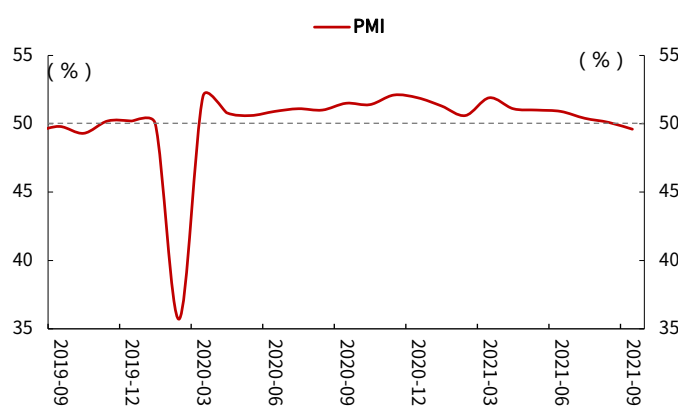
一则，能耗双控升级波及工业生产。9 月生产 PMI 为 49.5%，比上月回落 1.4 个百分点，降至临界值以下，再次创下 2020 年 3 月以来新低。8 月 17 日，国家发改委发布《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》显示，全

国 19 个省份为一级、二级预警，随后各地在“能耗双控”目标的约束下大幅限电限产，广西、广东、安徽等地实行阶段性限电，陕西、云南等地对“两高”行业推行限产措施，使得工业生产大幅回落。

二则，反映需求的新订单指数继续回落。9 月新订单 PMI 为 49.3%，比上月回落 0.3 个百分点，连续两个月位于收缩区间，指向市场需求继续减弱。此外，在能耗双控下，部分企业产能被压缩或停产，因而新接订单有所减少。

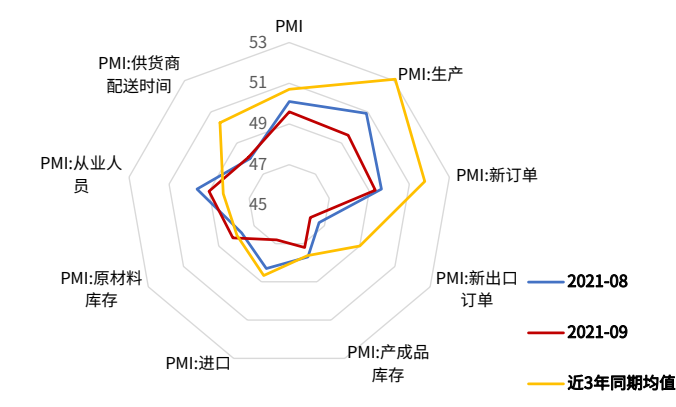
三则，结构分化继续加剧。9 月大型企业 PMI 为 50.4%，微高于上月 0.1 个百分点，持续位于景气区间。而中、小型企业 PMI 分别为 49.7% 和 47.5%，分别低于上月 1.5 和 0.7 个百分点。调查显示，面对持续高涨的原材料成本，中小企业生产经营面临多重困难。

图 1：制造业 PMI 回落至 2021 年 4 月以来低点



资料来源：Wind，光大证券研究所

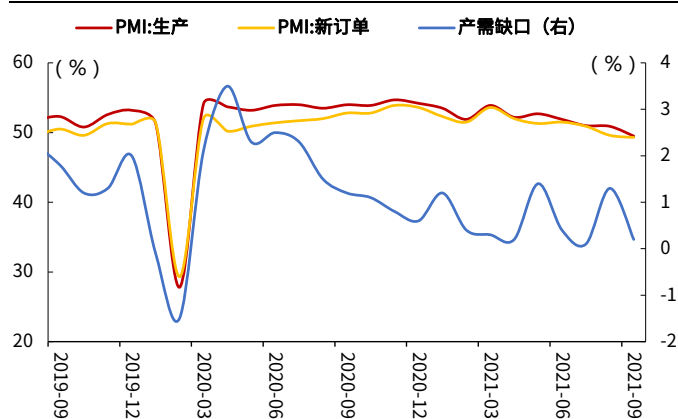
图 2：制造业 PMI 主要分项均在回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

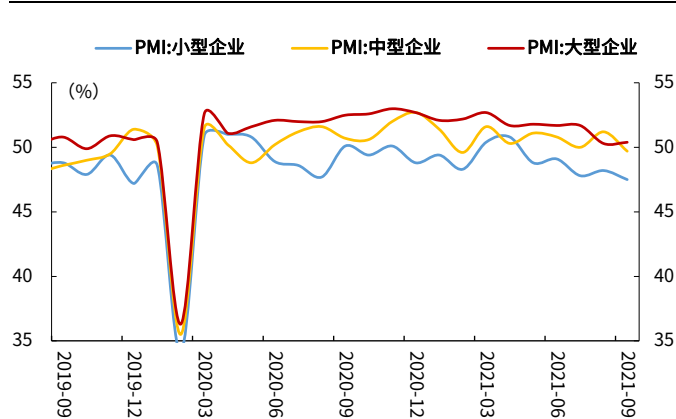
单位：%

图 3：供需两端均有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所（产需缺口为生产 PMI 减去新订单 PMI）

图 4：大企业景气上升，中小企业景气回落，结构分化扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

图 5：2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

	能耗强度 预警等级	能消总量 预警等级		能耗强度 预警等级	能消总量 预警等级		能耗强度 预警等级	能消总量 预警等级
青海	●	●	浙江	●	●	上海	●	●
宁夏	●	●	四川	●	●	重庆	●	●
广西	●	●	安徽	●	●	北京	●	●
广东	●	●	河南	●	●	天津	●	●
福建	●	●	甘肃	●	●	湖南	●	●
云南	●	●	贵州	●	●	山东	●	●
江苏	●	●	山西	●	●	吉林	●	●
新疆	●	●	黑龙江	●	●	海南	●	●
陕西	●	●	辽宁	●	●	河北	●	●
			江西	●	●	内蒙古	●	●
			湖北	●	●			
分级	高预警			中预警			低预警	

资料来源：国家发改委，光大证券研究所

三、价格：再次冲高，继续挤压下游企业利润

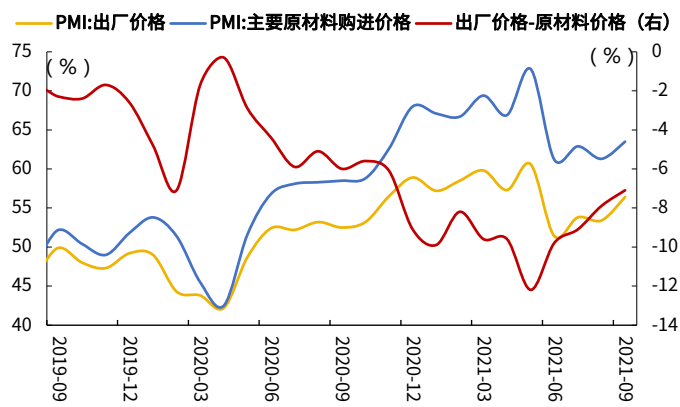
原材料价格指数再次回升，下游企业利润受挤压。9 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数双双回升，分别为 63.5%和 56.4%，高于上月 2.2 和 3.0 个百分点，均创下 6 月以来新高。价格持续高位运行，继续挤压下游企业利润。

从主要原材料购进价格指数看，企业采购成本普遍上升，其中石油煤炭、化学原料等行业均位于 69.0%及以上高位区间。从出厂价格指数看，黑色冶炼加工业升至 70.0%以上高位区间，反映相关产品销售价格上涨也较快。

“出厂价格指数-购进价格指数”差值继续缩窄，上游涨价逐步向下游传导。从主要原材料购进价格指数和出厂价格指数的价格差来看，9 月差值继续缩小，从 5 月份的 12.2 个百分点降至 7.1 个百分点，上游涨价逐步向下游传导。

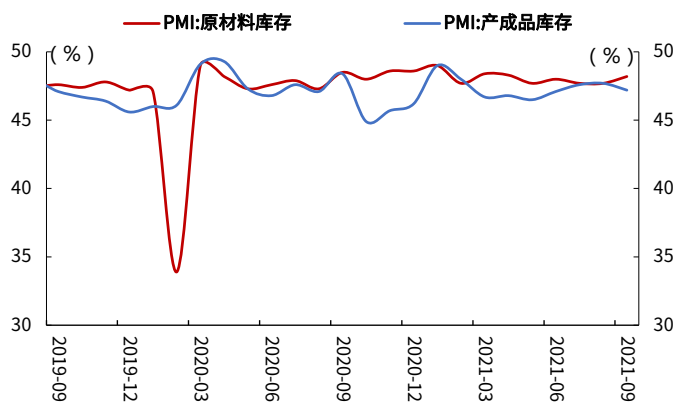
制造业补库动能减弱。从库存来看，9 月产成品库存指数为 47.2%，比上月回落 0.5 个百分点，原材料库存指数比上月回升 0.5 个百分点，指向制造业补库动能减弱。

图 6：价格指数回升，进出厂价格差持续缩小



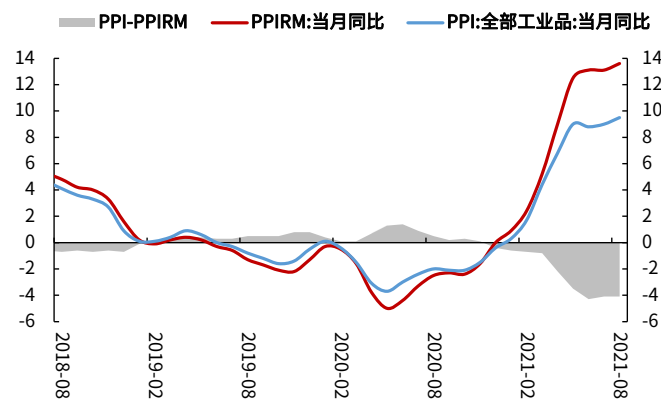
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：制造业补库动能减弱



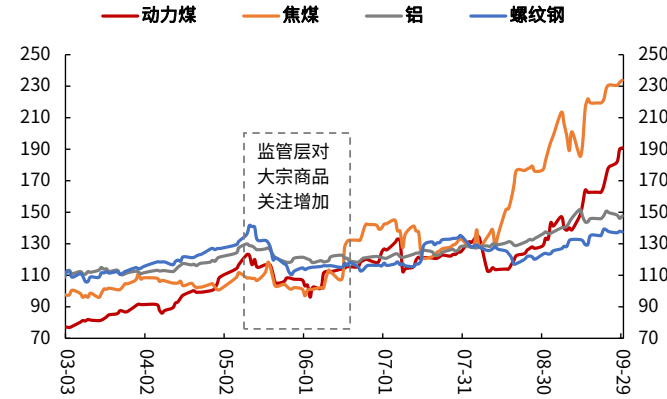
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：今年以来，工业品价格持续高位运行



资料来源：Wind，光大证券研究所（更新截至 2021 年 8 月）

图 9：供给收缩下，主要原材料价格上涨明显

资料来源：Wind，光大证券研究所（更新时间：2021 年 9 月 29 日）
注：大宗商品价格以 2021 年 1 月 4 日为基数 100 换算

四、建筑业：短期回落，但未来预期较好

建筑业短期内放缓，限电限产影响较为明显。9 月建筑业生产活动有所回落，建筑业 PMI 为 57.5%，低于上月 3.0 个百分点，一定程度上也受到了部分地区限电限产的影响。

但从用工情况和市场预期看，企业对未来经营活动和订单较为乐观。9 月建筑业从业人员指数和业务活动预期指数分别为 52.6% 和 60.1%，高于上月 2.0 和 1.7 个百分点，表明建筑业企业用工量继续增加，企业对近期行业发展持续看好。截至 9 月 30 日，9 月新增专项债发行 5230 亿元，高于 8 月 4897 亿元和 7 月的 3403 亿元。随着专项债发行提速，预计基建活动将继续回暖。

图 10：随疫情得到有效控制，非制造业景气回升

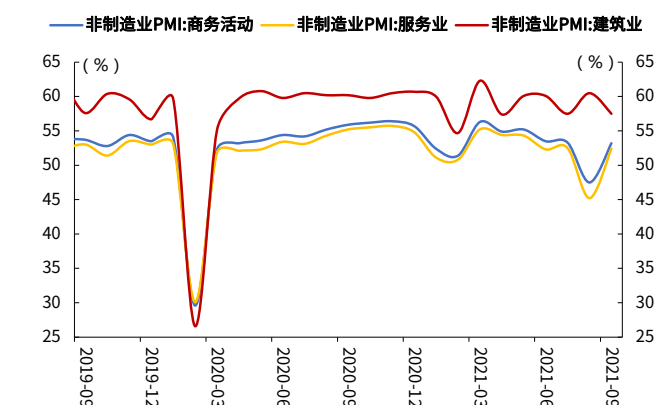


图 11：建筑业 PMI 短期放缓，但预期向好

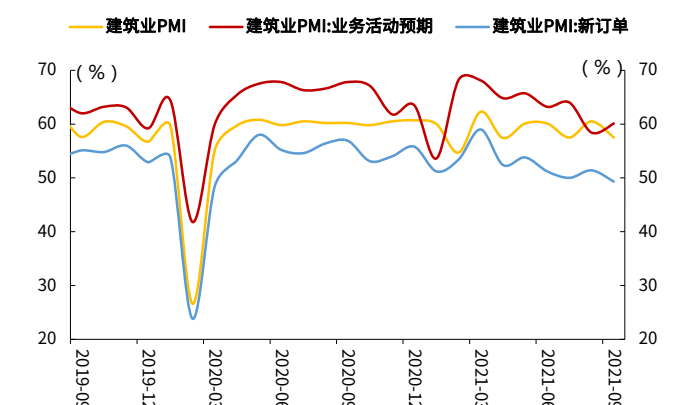


图 12：9 月新增专项债发行提速

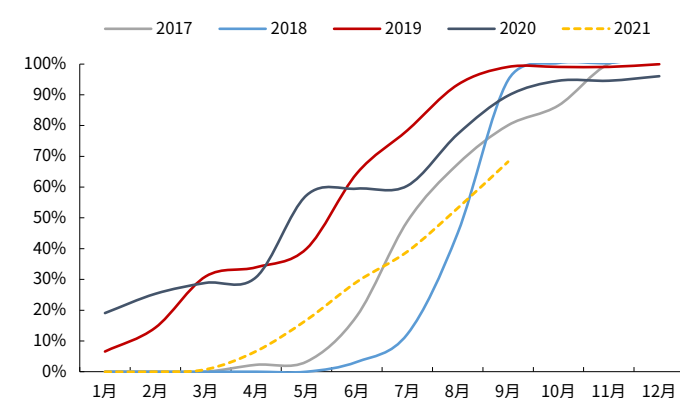
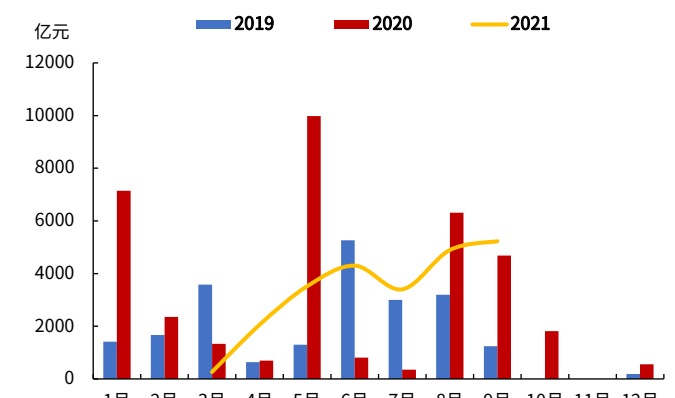


图 13：今年 9 月专项债发行高于往年同期



五、服务业：重返景气区间，出行恢复显著

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_27337

