

能耗双控生产回落，结构性宽信用预期加码

数据：9月30日统计局公布的9月中采制造业PMI为49.6（前值50.1），非制造业PMI为53.2（前值47.5），综合PMI产出指数为51.7（前值48.9）。

一、9月制造业PMI跌入收缩区间

- （1）从企业规模来看，大型企业PMI小幅回升，但是中小型企业PMI回落。
- （2）供需持续走弱，生产和新订单指数均处于收缩区间内。从生产端来看，环保督查加速、能耗双控、产量压减等供给趋严下，主要高耗能行业生产指数均低于45.0%。从需求端来看，一方面受到供给端的溢出效应，另一方面总量需求放缓的趋势还未结束。
- （3）新出口订单和进口均回落。从外需来看，9月欧美制造业PMI持续放缓。从内部来看，受到台风气候因素影响，9月中旬沿海主要港口货物吞吐量同比减少15.8%。今年以来出口数据和PMI中的新出口订单指数持续背离，主要由于：1）运价和成本推动出口金额上行，拉动出口超预期；2）PMI调查样本的行业权重与出口结构的权重并不完全重叠，疫情扰动加剧了偏差。往后看，本月高技术制造业PMI为54.0%，高于上月0.3个百分点，预计对9月出口仍然形成支撑。
- （4）原材料库存指数上行、产成品库存回落、采购量跌入收缩区间内。虽然原材料库存上行，但是采购量直接跌入收缩区间内，可能是因为企业采购动力和意愿不足，供给端的生产走弱较显著导致原材料库存指标被动抬升。
- （5）原材料价格回升，出厂价格-原材料价格持续回升。从原材料购进价格指数看，供给端收紧加码，带动原材料采购价格涨幅较大。从出厂价格来看，购进价格带动出厂价格回升，也表明当前黑色系的价格依然还有需求支撑，在此基础上，我们预计9月PPI环比涨幅在0.8%左右。

二、非制造业：本月建筑业PMI虽然扩张放缓但景气程度依然较高。地产竣工较好和专项债发行加速均对建筑业形成一定支撑。**服务业PMI主要分项均出现改善。**新订单指数、从业人员和业务活动预期指数均有所上行，说明上月的疫情虽然打断了服务业的修复，但是并未改变服务业改善的方向。

三、生产回落，中小企业经营压力加剧，结构性宽信用加码预期上行。首先，**能耗双控不仅直接对生产产生影响，也对需求形成抑制。**8月国家发改委印发的《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》显示不少省份在能源消费总量控制方面依旧处于较为严峻的局面，加剧了本月部分地方政府对能耗双控的力度，高耗能行业供给收缩的同时也加剧了总量需求的回落。**第二，原材料价格上行，上下游利润分化，中小企业成本压力上行。**结合8月的工业企业利润数据来看，利润主要向上游和下游原材料集中，利好国有企业，但对下游的民营企业形成进一步挤兑，侧面反映了为何本月大型企业PMI好转，但是中小型企业PMI回落。**第三，双节对服务业的修复形成支持，但后续预计亦有限。**9月的非制造业商务活动指数和服务业基本上已经回到了7月的水平，说明8月局部地区疫情的反复虽然打断了服务业的修复，但并未对服务业改善路径产生实质性的影响。文旅部提出受7、8月疫情扰动，国庆节“补偿式”出游意愿强烈，且部分地方和景区景点出台了优惠措施，预计对服务业有望形成提振。但是从总量来看，疫情后消费能力和意愿不强抑制了消费的整体能力。**最后，结构性宽信用加码预期上行。**9月PMI数据体现在能耗双控影响下，虽然PPI压力短期难以缓解，但是中小企业的经营压力加大，货币政策向宽信用迈进的重要性上行。包括央行货币政策委员会三季度例会强调了要将服务实体经济放在更加突出的位置，预计后续在地产不松、产业监管政策持续推进的趋势下，货币政策针对结构性宽信用将会加速推进，拉动实际贷款利率回落，缓解中小企业成本压力。

风险提示：财政宽松力度不足、需求回落超预期、信用进一步收缩等。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

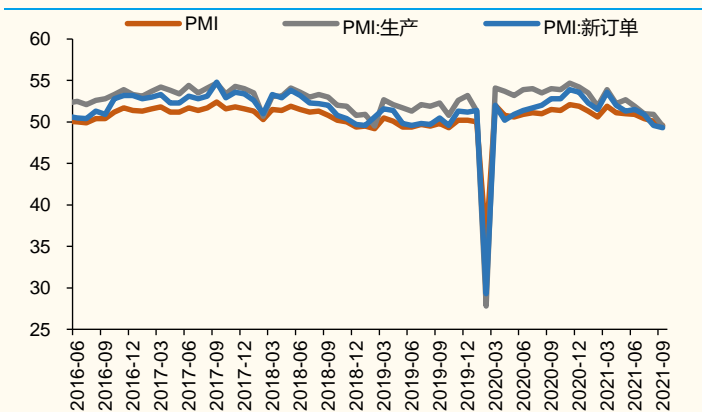
杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

数据：9月中采制造业PMI为49.6（前值50.1），非制造业PMI为53.2（前值47.5），综合PMI产出指数为51.7（前值48.9）。

一、9月制造业PMI跌入收缩区间

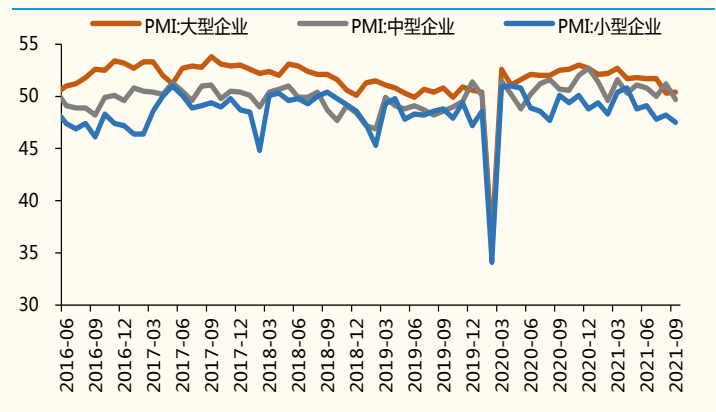
9月制造业PMI录得49.6%，较前值回落0.5个百分点，景气程度明显回落。在调查的21个行业中，有12个高于临界点，较上月增加2个，本月制造业跌入收缩区间内主要是受到高耗能行业景气水平较低的负面影响。**从企业规模来看**，大型企业PMI小幅回升，但是中小型企业PMI回落。数据显示，大型企业PMI为50.4%，比上月小幅上行0.1个百分点；中型企业PMI为49.7%，比上月下降1.5个百分点，低于临界点；小型企业PMI为47.5%，比上月下降0.7个百分点。

图表 1：9月制造业PMI跌入收缩区间



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：9月中小型企业PMI回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

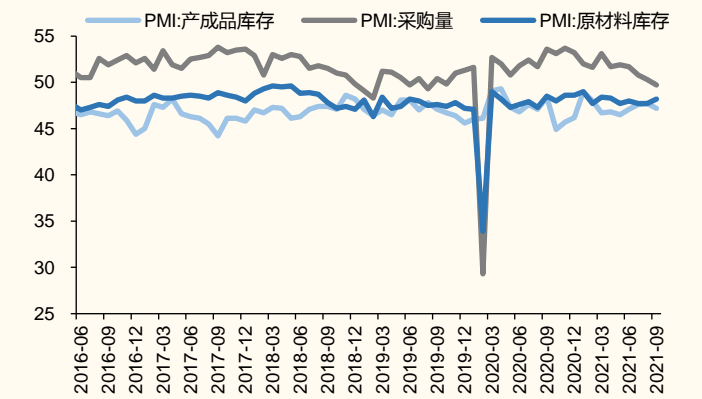
9月供需持续走弱，生产和新订单指数均处于收缩区间内。数据显示，生产指数回落了1.4个百分点至49.5%，新订单指数回落了0.3个百分点至49.3%，在收缩区间内进一步放缓。**从生产端来看**，环保督查加速、能耗双控、产量压减、局部地区限电限煤等供给端趋严因素下，石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业两个指数均低于45.0%。高频数据显示截至9月24日全国高炉开工率仅录得54.1%，环比回落了3.18pct，另外，同期唐山钢厂的高炉开工率录得52.4%，环比回落了1.6pct。**从需求端来看**，本月需求回落一方面受到供给端的溢出效应，另一方面总量需求放缓的趋势还未结束。

新出口订单和进口均回落。9月新出口订单指数46.2%，回落0.5个百分点，连续六个月回落；进口回落1.5个百分点至46.8%。**首先，从外需来看**，9月欧美制造业PMI持续放缓。数据显示，美国9月Markit制造业PMI初值降至60.5，创2021年4月份以来新低，与此同时，欧元区9月Markit制造业PMI为58.7，低于前值的61.4。**其次，从内部来看**，受到台风气候因素影响，中港协公布9月中旬，沿海主要港口货物吞吐量同比减少15.8%，其中外贸吞吐量同比减少15.1%，较9月上旬的降幅大幅走阔。往后看，今年以来出口数据和PMI中的新出口订单指数持续背离，主要由于：1) 运价和成本推动出口金额上行，拉动出口超预期；2) PMI调查样本的行业权重与出口结构的权重并不完全重叠，疫情扰动加剧了偏差。但本月高技术制造业PMI为54.0%，高于上月0.3个百分点，

其中生产和新订单指数均表现较好，预计对9月出口仍然形成支撑。

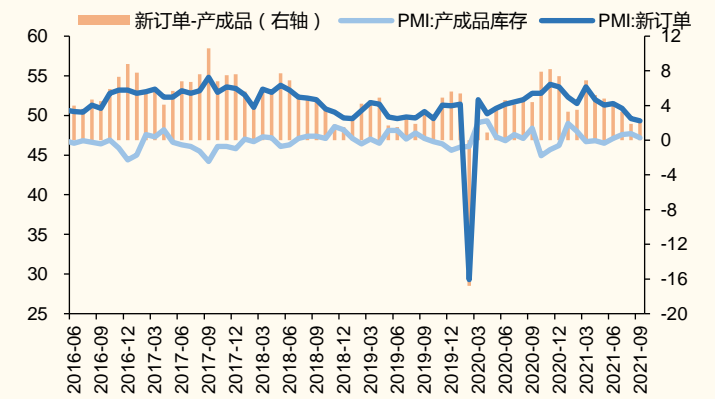
采购量跌入收缩区间内。数据显示，原材料库存指数上行0.5个百分点至48.2%，产成品库存回落0.5个百分点至47.2%，采购量回落0.6个百分点至49.7%。虽然原材料库存上行，但是采购量直接跌入收缩区间内，可能是因为企业采购动力和意愿并不足，供给端的生产走弱较显著导致原材料库存指标被动上行。

图表 3: 9月采购量跌入收缩区间内



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

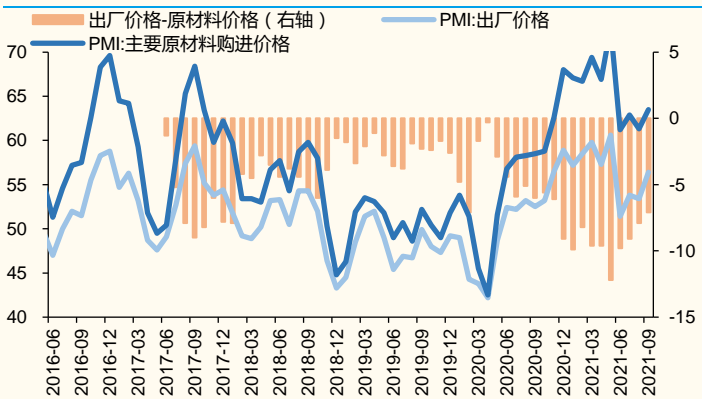
图表 4: 9月新订单-产成品小幅回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

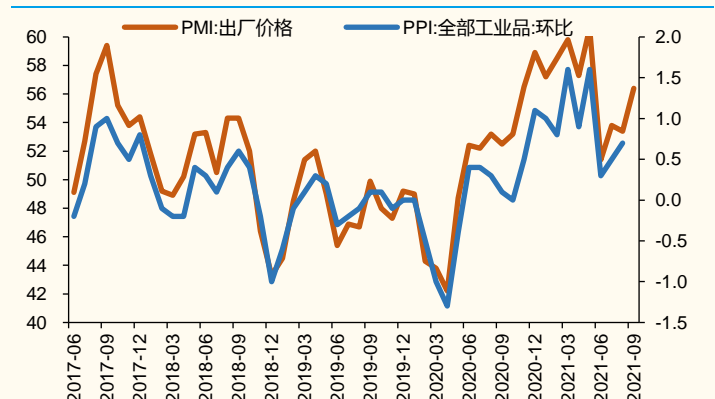
原材料价格回升，出厂价格-原材料价格持续回升。9月原材料购进价格指数63.5%，较前值回升至2.2个百分点；出厂价格指数回升了3个百分点至56.4%，出厂价格与原材料购进价格之间的差值从前值的-7.9小幅回升至-7.1。从原材料购进价格指数看，供给端不断收紧，带动原材料采购价格涨幅较大。高频数据显示国内定价的商品价格大部分均出现上涨，Myspic综合钢价指数从和水泥价格指数本月环比分别上涨5%和31.4%，另外动力煤和焦煤的期货环比价格也明显上涨。从出厂价格来看，购进价格带动出厂价格回升，也表明当前黑色系的价格依然还有需求支撑，黑色金属冶炼及压延加工业升至70.0%以上。在此基础上，我们预计9月PPI环比涨幅在0.8%左右。

图表 5: 出厂价格-原材料价格回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6: 预计9月PPI环比上升至0.8%左右



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

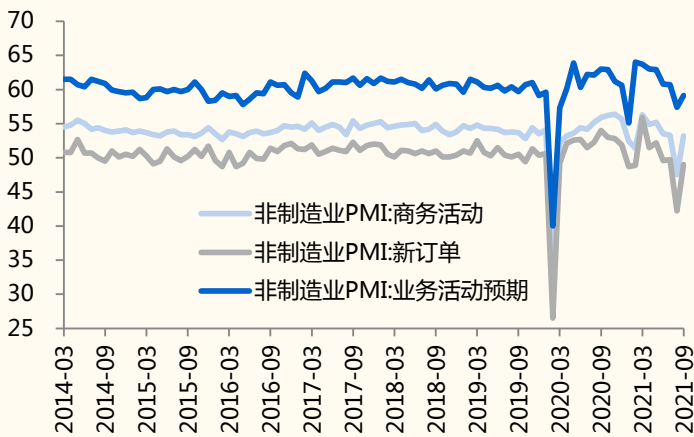
二、非制造业：建筑业 PMI 扩张放缓，服务业 PMI 重新回升至扩张区间

非制造业 PMI 和服务业回升至扩张区间，建筑业 PMI 扩张放缓。 数据显示 9 月非制造业商务活动指数 53.2%，较前值的 47.5% 回升 5.7 个百分点，其中服务业商务活动指数较上月回升 7.2 个百分点至 52.4%；建筑业商务活动指数回落至 57.5%，低于上月 3.0 个百分点。

本月建筑业 PMI 表现复合季节性，虽然扩张放缓但景气程度依然较高。 数据显示，新订单指数从前值的 51.4% 回落至 49.3%，但是业务预期指数从前值的 58.4% 回升至 60.1%，从业人员也从前值的 50.6% 回升至 52.6%。往后看，地产竣工较好和专项债发行加速均会对建筑业形成一定支撑。

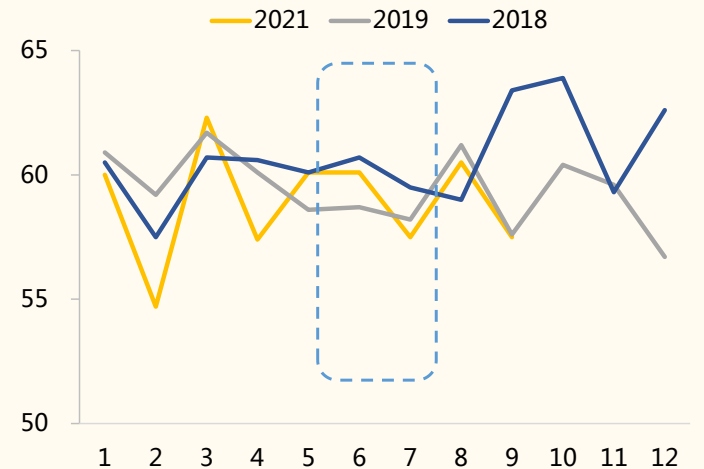
服务业 PMI 主要分项均出现改善。 数据显示，9 月新订单指数收缩区间内好转，从前值 40.5% 回升至 49.0%，业务活动预期指数从前值的 57.3% 回升至 58.9%，且从业人员也从前值的 46.4% 回升至 46.9%。在调查的 21 个行业中，商务活动指数位于扩张区间的行业从 8 月的 7 个增加至 16 个，说明上月的疫情虽然打断了服务业的修复，但是并未改变服务业改善的方向，其中上月受疫情冲击较为严重的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均大幅回升至临界点以上。另外，文旅部数据显示 2021 年中秋 3 天假期，全国累计国内旅游出游 8815.93 万人次，恢复至 2019 年中秋假期的 87.2%。实现国内旅游收入 371.49 亿元，恢复至 2019 年中秋假期的 78.6%。

图表 7：9 月非制造业商务活动指数回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业 PMI 在 9 月表现复合季节性



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

三、生产回落，中小企业经营压力加剧，结构性宽信用加码预期上行

9 月制造业 PMI 表现围绕着：1) 能耗双控对生产的负面影响加大；2) 原材料价格重新回升加剧中小企业经营压力；3) 疫情对服务业的扰动得以修复。

首先，能耗双控不仅直接对生产产生影响，也对需求形成抑制。8 月国家发改委印发的《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》显示不少省份在能源消费总量控制方面依旧处于较为严峻的局面，加剧了本月部分地方政府对能耗双控的力度，高耗能行业供给收缩的同时也加剧了总量需求的回落。

第二，原材料价格上行，上下游利润分化，中小企业成本压力上行。结合 8 月的工业企业利润数据来看，双碳政策影响使得企业利润分化较显著，利润主要

向上游和中游原材料集中，利好国有企业，但对下游的私营企业形成进一步挤兑。从资产负债率来看，私营企业的负债率为 58.4%，高于国有控股企业的 57.1%，侧面反映了为何本月大型制造业 PMI 好转，但是中小型企业 PMI 回落。另外，根据本月 PMI 的调查，小型企业中反映原材料成本高、回款压力大、市场需求较弱的比重均超过四成。

第三，双节对服务业的修复形成支持，但后续预计亦有限。9月的非制造业商务活动指数和服务业基本上已经回到了7月的水平，说明8月局部地区疫情的反复虽然打断了服务业的修复，但并未对服务业改善路径产生实质性的影响。文旅部提出受7、8月疫情扰动，国庆节“补偿式”出游意愿强烈，且部分地方和景区景点出台了优惠措施，预计对服务业有望形成提振。但是从总量来看，疫情后消费能力和意愿不强抑制了消费的整体能力。

最后，结构性宽信用加码预期上行。9月 PMI 数据体现在能耗双控影响下，虽然 PPI 压力短期难以缓解，但是中小企业的经营压力加大，叠加总需求的放缓，货币政策向宽信用迈进的重要性上行。包括央行货币政策委员会三季度例会强调了要将服务实体经济放在更加突出的位置，预计后续在地产不松、产业监管政策持续推进的趋势下，货币政策针对结构性宽信用将会加速推进，拉动实际贷款利率回落，缓解中小企业成本压力。

风险提示：1. 财政宽松力度不足；2. 需求回落超预期；3. 信用进一步收缩。

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_27338

