

2021年10月31日

固定收益研究

研究所
证券分析师: 靳毅 S0350517100001
jiny01@ghzq.com.cn
证券分析师: 姜雅芯 S0350521080007
021-60338170 jiangyx@ghzq.com.cn

供需走弱，谁来托底？

2021年10月PMI数据点评

投资要点：

相关报告

《——2021年9月经济数据点评：经济降速，谁将成为压舱石？*靳毅》——2021-10-18
《——9月价格数据点评：通胀高企，如何破局？*靳毅》——2021-10-14
《9月金融数据点评：“宽信用”能否如期而至？*靳毅，张赢》——2021-10-14
《经济下行压力加大，下阶段关注什么？*靳毅》——2021-09-15
《社融回落的变与不变*靳毅，张赢》——2021-09-10

- **事件** 2021年10月31日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。其中，制造业PMI指数为49.2%，较上月回落0.4个百分点。非制造业PMI指数为52.4%，较上月下降0.8个百分点。
- **点评** **PMI连创新低，生产持续受扰动** 10月制造业PMI指数为49.2%，较上月回落0.4个百分点，创去年3月以来新低，且各分项较上月均有所回落。从企业规模上来看，中型企业PMI较上月回落1.1个百分点，连续2个月处于收缩区间；小型企业PMI较上月持平，但连续6个月位于临界点以下，反映中、小型企业生产经营仍面临较大压力。**限电限产政策延续，企业生产受到明显扰动。** 10月PMI生产指数为48.4%，较上月回落1.1个百分点。在能耗双控主基调下，多个省份限电限产现象持续，企业生产也因此受到较为明显的扰动，带动生产指数连创新低。下一阶段，随着发改委等部门发文强调煤炭保供稳价，企业用电紧张现象或将有所缓解，但考虑到能耗双控主基调不改，企业生产的边际改善程度仍有待验证。
- **需求小幅回落，而出口仍表现出韧性** 10月PMI新订单指数为48.8%，较上月回落0.5个百分点，连续3个月位于临界点以下。新出口订单为指数46.6%，较上月上升0.4个百分点，PMI进口指数为47.5%，较上月回升0.7个百分点。**外需方面**，海外圣诞、元旦双节临近，假日消费品需求有所提升，叠加欧美等国经济持续恢复，装备制造需求也对外需有所拉动。此外，东南亚疫情暂未得到有效控制，订单回流也对出口形成托底。**下一阶段**，考虑到冬季来临，东南亚疫情防控难度或将有所提升，出口在回落趋势之下仍有一定的韧性。**内需方面**，在能耗双控和原材料价格高位上涨等因素的影响下，企业需求受到较为明显的抑制，对内需产生一定的影响。**下一阶段**，随着煤炭保供稳价政策的陆续出台，叠加基建投资的陆续发行，内需或将得到一定的支撑。
- **价格高位上行，企业库存出现去化** 10月PMI购进价格上升8.6个百分点至72.1%，PMI出厂价格上升4.7个百分点至61.1%。PMI出厂价格-购进价格差值为-11.0%。较上月下滑3.9个百分点，反映企业盈利空间受挤压。从各项数据上来看，企业库存出现去化。10月产成品库存为46.3%，较上月回落0.9个百分点；原材料库存为

47.0%，较上月回落 0.2 个百分点。10 月采购量指数回落 0.8 个百分点至 48.9%，反映在电力供应紧张和原材料价格高位上涨等因素背景下，企业生产经营预期有所减弱，库存整体呈现去化的现象。

- **就业数据有所回落** 10 月制造业从业人员项为 48.8%，较上月下滑 0.2 个百分点。非制造业从业人员项为 47.5%，较上月下滑 0.3 个百分点。在能耗双控等因素和原材料价格高位上涨等因素的影响下，供需两端双双回落，企业用工景气度整体也有所下滑，带动就业数据走弱。
- **整体来看**，在能耗双控政策和原材料价格高位上涨等因素的影响下，供需双双持续回落，带动制造业 PMI 连创新低。**下一阶段，生产端**，随着煤炭保供稳价等政策的出台，企业用电紧张现象或将有所缓解，但在能耗双控的主基调下，生产的边际改善幅度仍有待验证。**需求端，外需方面**，随着冬季来临，东南亚疫情防控难度或将有所提升，订单回流逻辑不改，出口韧性仍存。**内需方面**，能耗双控政策将持续对内需产生抑制，但煤炭保供稳价等措施的出台和基建投资的陆续发力，将托底内需，内需阶段性或将出现一定的改善。
- **风险提示** 疫情防控不及预期，通胀超预期，政策落地不及预期。

1、事件

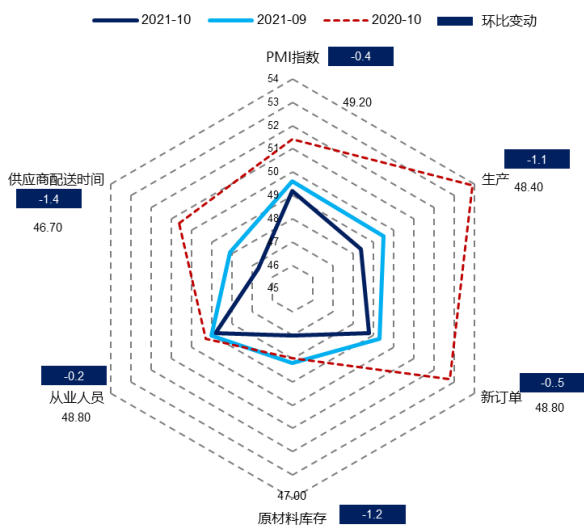
2021年10月31日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。其中，制造业 PMI 指数为 49.2%，较上月回落 0.4 个百分点。非制造业 PMI 指数为 52.4%，较上月下降 0.8 个百分点。

2、点评

2.1、PMI 连创新低，生产持续受扰动

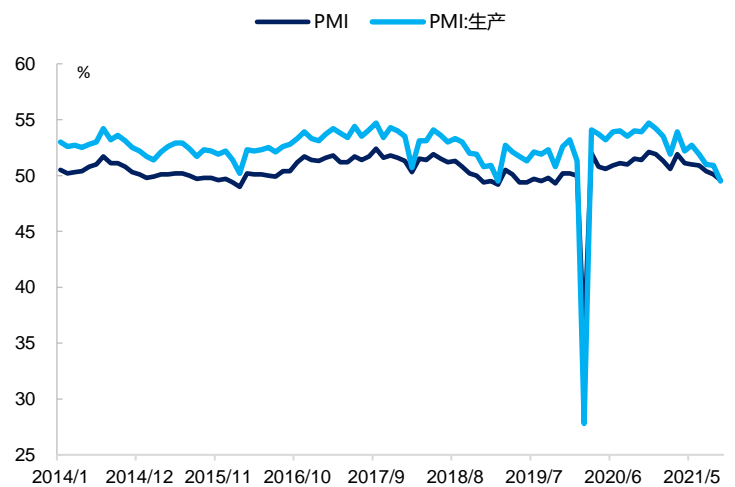
制造业 PMI 持续回落，连创新低。10 月制造业 PMI 指数为 49.2%，较上月回落 0.4 个百分点，创去年 3 月以来新低，且各分项较上月均有所回落。从企业规模上来看，中型企业 PMI 较上月回落 1.1 个百分点，连续 2 个月处于收缩区间；小型企业 PMI 较上月持平，但连续 6 个月位于临界点以下，反映中、小型企业生产经营仍面临较大压力。

图 1：制造业 PMI 指数雷达图



资料来源：wind、国海证券研究所

图 2：制造业 PMI 和 PMI 生产指数



资料来源：wind、国海证券研究所

限电限产政策延续，企业生产受到明显扰动。10 月 PMI 生产指数为 48.4%，较上月回落 1.1 个百分点。在能耗双控主基调下，多个省份限电限产现象持续，企业生产也因此受到较为明显的扰动，带动生产指数连创新低。下一阶段，随着发改委等部门发文强调煤炭保供稳价，企业用电紧张现象或将有所缓解，但考虑到能耗双控主基调不改，企业生产的边际改善程度仍有待验证。

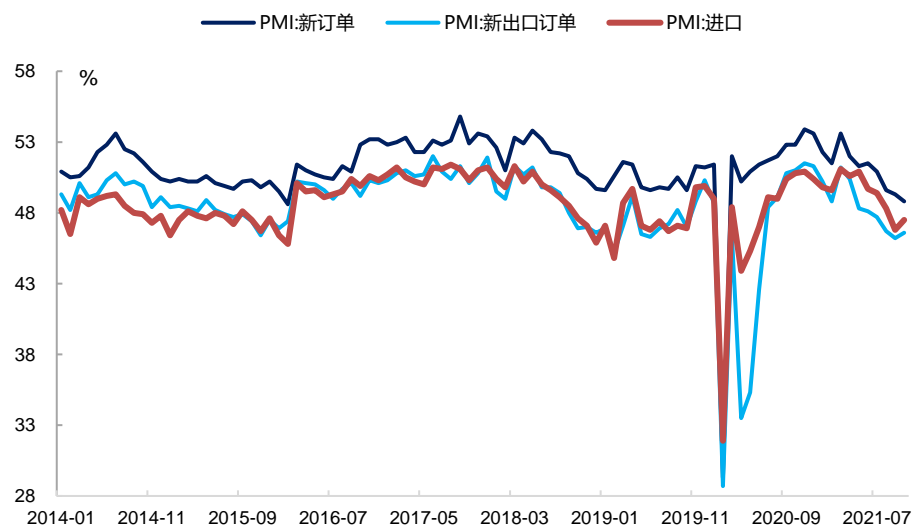
2.2、需求小幅回落，而出口仍表现出韧性

需求持续小幅回落。10月PMI新订单指数为48.8%，较上月回落0.5个百分点，连续3个月位于临界点以下。新出口订单为指数46.6%，较上月上升0.4个百分点，PMI进口指数为47.5%，较上月回升0.7个百分点。

外需方面，海外圣诞、元旦双节临近，假日消费品需求有所提升，叠加欧美等国经济持续恢复，装备制造需求也对外需有所拉动。此外，东南亚疫情暂未得到有效控制，订单回流也对出口形成托底。**下一阶段**，考虑到冬季来临，东南亚疫情防控难度或将有所提升，出口在回落趋势之下仍有一定的韧性。

内需方面，在能耗双控和原材料价格高位上涨等因素的影响下，企业需求受到较为明显的抑制，对内需产生一定的影响。**下一阶段**，随着煤炭保供稳价政策的陆续出台，叠加基建投资的陆续发行，内需或将得到一定的支撑。

图3: PMI新订单、新出口订单和PMI进口

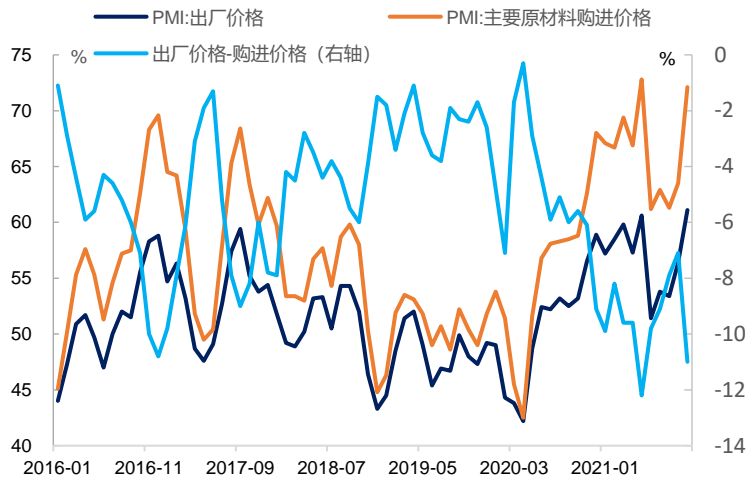


资料来源: wind、国海证券研究所

2.3、价格高位上行，企业库存去化

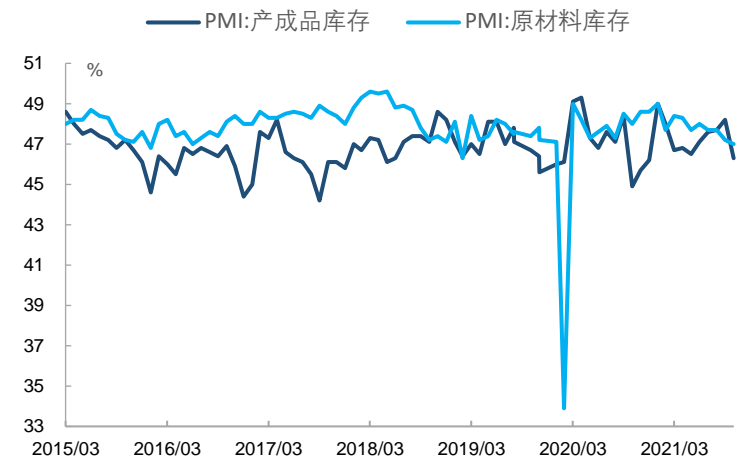
价格高位上行，企业盈利空间受挤压。10月PMI购进价格上升8.6个百分点至72.1%。PMI出厂价格上升4.7个百分点至61.1%。PMI出厂价格-购进价格差值为-11.0%。较上月下滑3.9个百分点，反映企业盈利空间受挤压。

图 4: PMI 出厂价格与购进价格



资料来源: wind、国海证券研究所

图 5: PMI 产成品库存与原材料库存



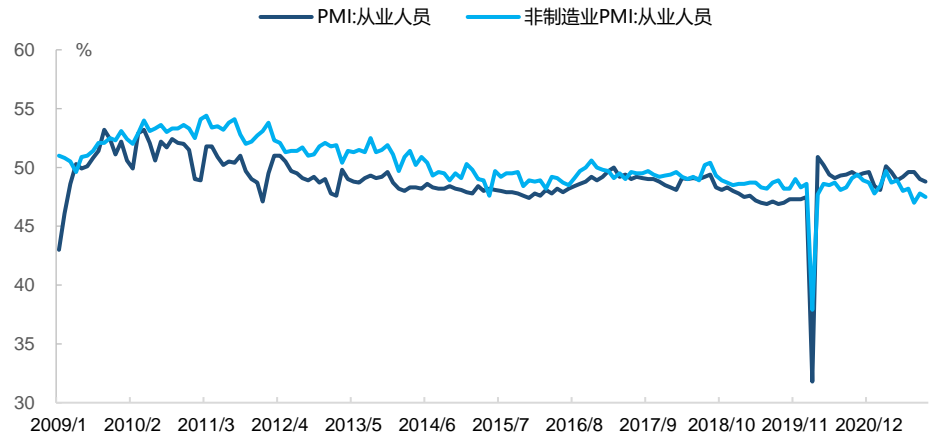
资料来源: wind、国海证券研究所

从各项数据上来看，企业库存出现去化。10 月产成品库存为 46.3%，较上月回落 0.9 个百分点；原材料库存为 47.0%，较上月回落 0.2 个百分点。10 月采购量指数回落 0.8 个百分点至 48.9%，反映在电力供应紧张和原材料价格高位上涨等因素背景下，企业生产经营活跃度有所减弱，库存整体呈现去化的现象。

2.4、 就业数据有所回落

就业数据有所回落。10 月制造业从业人员项为 48.8%，较上月下滑 0.2 个百分点。非制造业从业人员项为 47.5%，较上月下滑 0.3 个百分点。在能耗双控等因素和原材料价格高位上涨等因素的影响下，供需两端双双回落，企业用工景气度整体也有所下滑，带动就业数据走弱。

图 7：制造业与非制造业 PMI 从业人员数据



资料来源：wind、国海证券研究所

整体来看，在能耗双控政策和原材料价格高位上涨等因素的影响下，供需双双持续回落，带动制造业 PMI 连创新低。**下一阶段，生产端**，随着煤炭保供稳价等政策的出台，企业用电紧张现象或将有所缓解，但在能耗双控的主基调下，生产的边际改善幅度仍有待验证。**需求端**，外需方面，随着冬季来临，东南亚疫情防控难度或将有所提升，订单回流逻辑不改，出口韧性仍存。**内需方面**，能耗双控政策将对持续内需产生抑制，但煤炭保供稳价等措施的出台和基建投资的陆续发力，将托底内需，内需阶段性或将出现一定的改善。

3、风险提示

疫情防控不及预期，通胀超预期，政策落地不及预期。

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_28562



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn