

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

制造业景气快速下滑, 仿佛与 2018 年似曾相识

2021 年 10 月 31 日

摘要: 9-10 月受到碳中和目标和双限政策的影响, 部分制造业企业生产受到限制, 原材料供应短缺下价格高涨, 中小企业的生产受到挤压, 10 月制造业景气指数连续下滑; 本次政策下制造业景气度连续下滑, 仿佛 2018 年金融去杠杆政策刚出台, 民营企业融资环境恶化致使生产积极性下降, 制造业景气大幅下滑, 随后中央及时召开民营企业座谈会消除顾虑, 制造业景气度及时企稳。本次制造业受到冲击, 我们预计中央随后可能也会出台相应政策。

- **(一) 供需方面:** 10 月受到能耗双控和限电限产政策持续影响, 供需不均衡下原材料价格高涨, 部分企业生产积极性受到打击, 采掘业、电力热力生产和供应等高耗能行业尤为显著。10 月 PMI 生产指数和新订单指数分别下降 1.1 和 0.5 个百分点至 48.4% 和 48.8%。非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业指数均位于 45.0% 以下, 钢铁行业 PMI 指数录得 38%。经济动能明显走弱, 较 9 月回落 0.9 个百分点, 新订单指数和产成品库存指数, 分别下滑 0.5 和 0.9 个百分点。
- **(二) 价格方面:** 原材料购进价格指数和出厂价格指数分别录得 72.1% 和 61.1%, 相比 9 月上升 8.6 和 4.7 个百分点, 为近几年最高。原材料和产成品价格的差值也回到年初水平, 需要再次警惕上游价格向下游传导不畅导致的下游企业利润受损, 部分中小企业面临被淘汰的压力。
- **(三) 库存方面:** 产成品库存和原材料库存指数皆出现下滑, 且产成品和原材料库存的差值小幅回升, 部分企业处于停产停工的消极状态
- **(四) 进出口方面:** 在万圣节、黑色星期五、圣诞节等一系列节日带动下, 新出口订单指数有所回升。PMI 新订单和新出口订单指数的差值有所放缓, 背后是国内制造业企业需求较上月疲软。
- **双限政策和原材料涨价背景下, 行业竞争激烈, 中小型企业生产受挫, 资源向大型企业集中。** 中小型企业受到 9 月中旬能耗双控政策及原材料价格高涨的影响, 行业利润受到挤压, 整体竞争激烈, 行业洗牌加速, 致使部分中小企业面临淘汰, 10 月中型企业的 PMI 值录得 48.6%, 自 8 月连续每月回落约 1 个百分点。大型企业的 PMI 值维持在 50.3%, 较上月轻微回落 0.1 个百分点, 小型企业 PMI 指数录得 47.5%, 与 9 月相同。
- **服务业和建筑业 PMI 指数皆出现回落, 但是仍然处于扩张区间。** 10 月受到冬季疫情反复的影响, 本月服务业 PMI 指数录得 51.6%, 较 9 月下降了 0.8 个百分点, 新订单和从业人员指数也皆有回落, 但是投入品价格和销售价格却都有所增长。建筑业受到投入品价格高涨的原因, 行业生产受到冲击, PMI 指数录得 56.9%, 较 9 月回落了 0.6 个百分点。
- **风险因素:** 国内病毒疫情超预期。

目录

一、限电限产叠加原料价格高涨，拖累企业生产，制造业 PMI 指数继续回落.....	3
1.1 受能耗双控和限产限电政策影响，10 月供需两端进一步放缓.....	3
1.2 原材料和产成品价格指数双双高涨，差值扩大回到年初水平.....	4
1.3 企业被动去库存，经济动能走弱.....	5
1.4 10 月受海外圣诞节假日提振，进出口，国内制造业需求小幅走弱.....	6
1.5 行业竞争激烈，中小型企业受挫，资源向大型企业集中.....	8
二、服务业和建筑业整体回落，但仍然处于扩张区间.....	10
风险因素.....	12

图目录

图 1：2021 年 10 月制造业 PMI 指数分解.....	3
图 2：2021 年 10 月生产和新订单指数，供需差皆有所下滑.....	4
图 3：我国钢铁行业 PMI 生产需求指数下滑，原材料价格指数飙升.....	4
图 4：2021 年 10 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数的差值扩大.....	5
图 5：大宗商品中，能源、矿产、钢铁、有色和牲畜类价格指数处于高位.....	5
图 6：2021 年 9 月经济动能指数有所放缓.....	6
图 7：2021 年 10 月产成品库存指数和原材料库存指数的差值回升.....	6
图 8：2021 年 10 月 PMI 新订单指数和新出口订单指数皆有所回升.....	7
图 9：10 月新订单和新出口订单指数的差值有所走弱.....	7
图 10：2021 年 9-10 月中型企业 PMI 指数回落最为明显.....	8
图 11：中型企业 PMI 新订单指数回落最为明显.....	9
图 12：2021 年 10 月小型企业进口指数明显上升.....	9
图 13：2021 年 10 月中型企业新出口订单指数回升.....	10
图 14：2021 年 10 月 PMI 服务业指数分解.....	10
图 15：2021 年 10 月 PMI 建筑业指数分解.....	11

一、限电限产叠加原料大幅涨价，拖累企业生产，制造业 PMI 指数继续回落

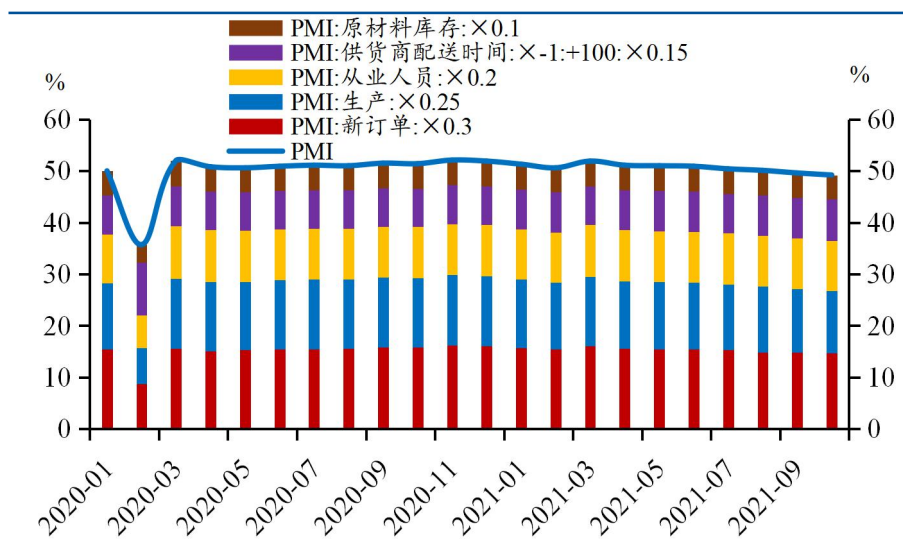
1.1 受能耗双控和限产限电政策影响，10 月供需两端进一步放缓

受到能耗双控和限电限产政策影响，以及原材料价格高涨影响部分企业生产积极性，10 月 PMI 生产指数继续快速下滑，拖累整体制造业 PMI 水平。此前我们分析，受到国家碳中和目标影响（今年全年单位 GDP 能耗降低 3%），政府要求企业控制能源消费总量和强度，导致部分原材料加工类行业、采掘业以及电力热力生产和供应业等高耗能行业的生产活动受限，原本的生产旺季各大企业停产、限产成为常态，拖累 10 月 PMI 生产指数。此外，今年以来能源价格提高造成原材料价格持续上涨，企业成本居高不下，叠加外贸需求旺盛（9 月钢材出口金额同比增长 110.80%），引发此轮涨价潮，影响到了企业生产，且部分涨价已传导至终端市场，也影响到了整体制造业的新订单需求水平。

尤其是英国当地时间 10 月 31 日召开联合国气候大会，我国的节能减排政策持续，导致能耗政策在 10 月份持续不断发酵。“限电限产”和“价格高涨”，这两层原因，共同导致了 10 月制造业 PMI 生产指数和 PMI 需求指数皆有所回落，供需差进一步下滑，且 PMI 原材料和产成品价格指数双双高涨。

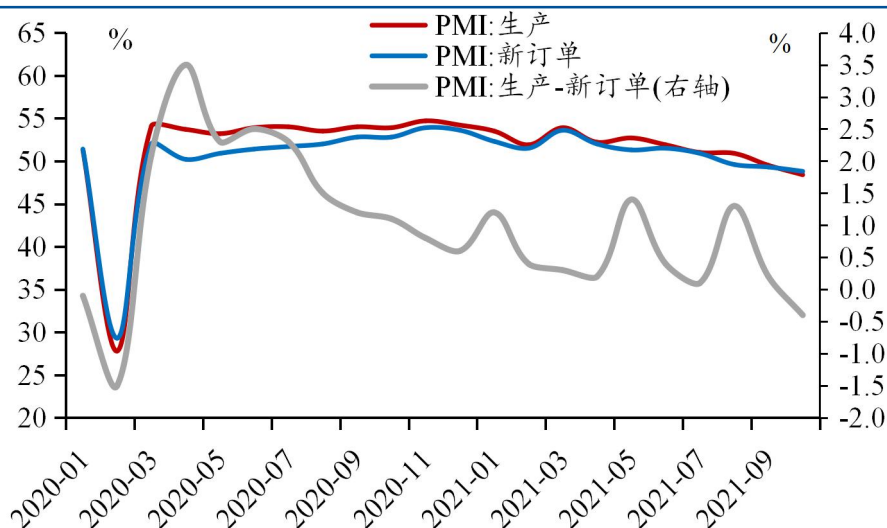
10 月制造业供需两端皆进一步放缓，生产指数和新订单指数分别录得 48.4% 和 48.8%，比 9 月下降 1.1 和 0.5 个百分点，继续位于收缩区间。从行业情况看，纺织、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业指数均位于 45.0% 以下的收缩区间，其中钢铁行业 PMI 指数 10 月录得 38%，生产指数录得 36.5%，较 9 月分别下滑了 7 个百分点和 10 个百分点，也印证了上文我们对于能耗双控政策的分析。

图 1：2021 年 10 月制造业 PMI 指数分解



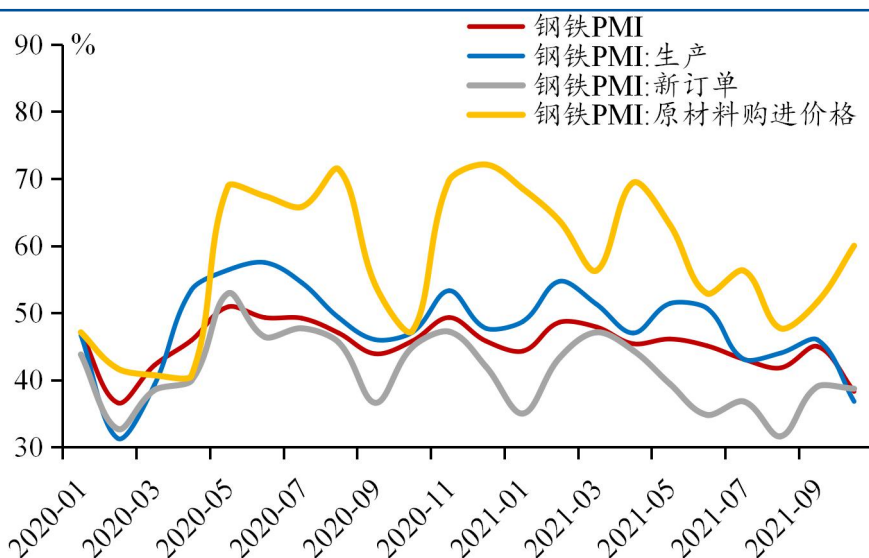
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：2021 年 10 月生产和新订单指数，供需差皆有所下滑



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3：我国钢铁行业 PMI 生产需求指数下滑，原材料价格指数飙升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

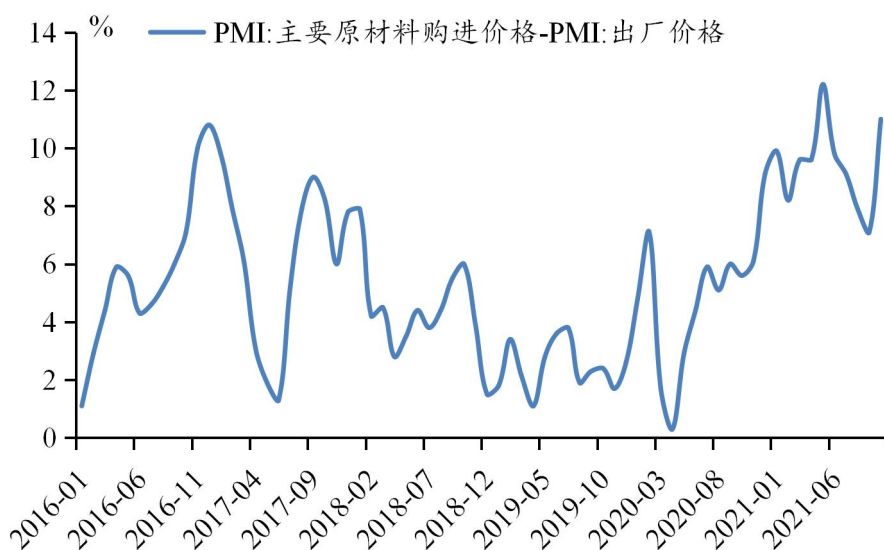
1.2 原材料和产成品价格指数双双高涨，差值扩大回到年初水平

主要原材料购进价格指数和出厂价格指数双双高涨，皆录得近几年来最高点。受到能耗双控和限电限产政策影响，企业限制生产导致原材料供应短缺，加上冬季煤炭等大宗商品需求旺季，10月PMI原材料价格指数和产成品价格指数分别录得72.1%和61.1%，高于上月8.6和4.7个百分点，双双皆为近几年来最高点。由数据可知，石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业的PMI价格指数已经抬升至73.0%以上的高位区间。

原材料和产成品价格的差转而上升，回到年初水平，需要再次警惕上游价格向下游传导不畅，导致的下游企业利润受损，部分中小企业面临竞争压力。近期，主要原材料包括砂泥、化工材料、包装材料等，所需

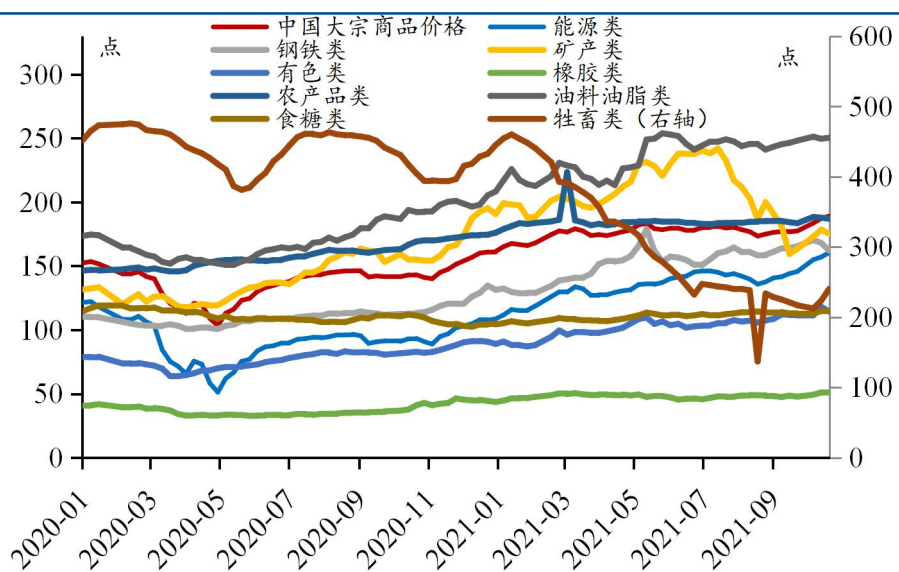
能源包括电、煤、天然气等，由于受到能源价格快速上涨，企业成本居高不下，部分涨价已传导至终端市场，导致短期建材家居企业竞争将更加剧烈，行业洗牌加速，部分中小企业面临淘汰。

图 4：2021 年 10 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数的差值扩大



资料来源：万得，信达证券研发中心

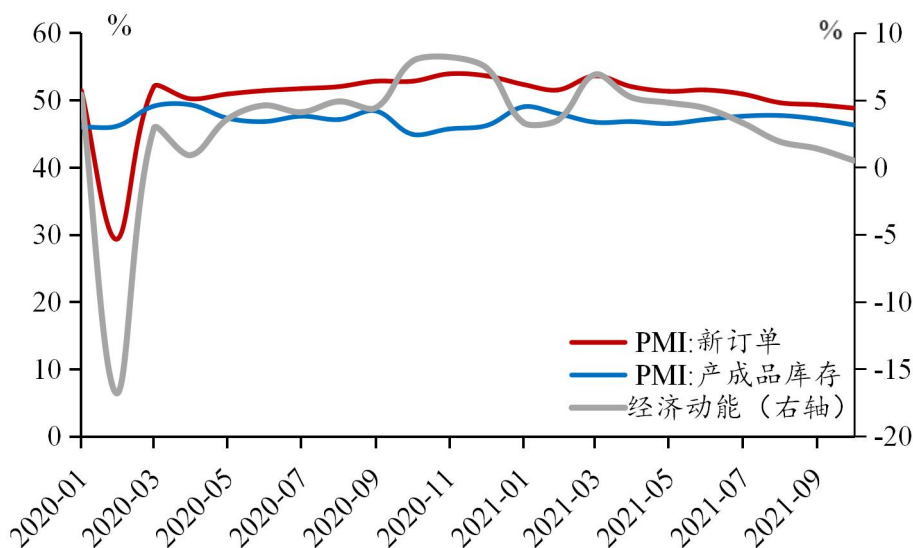
图 5：大宗商品中，能源、矿产、钢铁、有色和牲畜类价格指数处于高位



资料来源：万得，信达证券研发中心

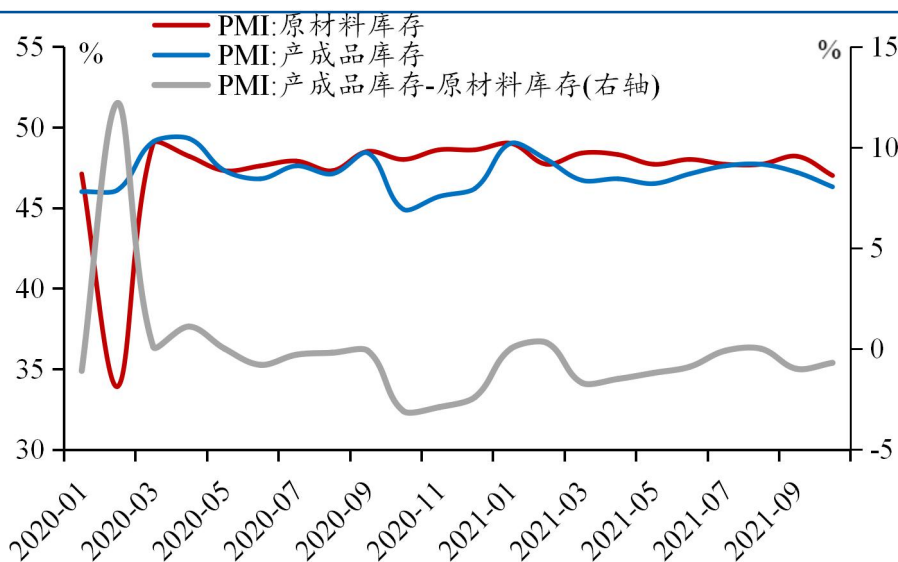
1.3 企业被动去库存，经济动能走弱

10 月份经济动能指数明显走弱，较 9 月回落 0.9 个百分点。10 月经济动能指数较 9 月整体放缓 0.9 个百分点。其中，新订单指数和产成品库存指数，分别下滑 0.5 和 0.9 个百分点。10 月制造业整体需求放缓，同时企业生产不积极，产成品随着销售走量而自动去库存，产成品库存大幅减少，整体经济动能走弱。

图 6：2021 年 9 月经济动能指数有所放缓


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

10 月产成品库存和原材料库存指数皆出现下滑, 产成品和原材料库存的差值小幅回升, 更加显现出部分企业停产停工的消极状态。10 月受到上游原材料价格高涨的影响, 企业补库存不积极, 整体处于消耗原有库存的消极状态, 原材料库存指数下滑 1.2 个百分点录得 47%, 产成品库存指数下滑 0.9 个百分点, 录得 46.3%, 需求疲软, 企业被动销售产成品库存。整体来看, 产成品和原材料库存的差值略微增长, 更加能显现出 10 月制造业企业生产端的不积极, 部分企业处于停产停工的消极状态。

图 7：2021 年 10 月产成品库存指数和原材料库存指数的差值回升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.4 10 月受海外圣诞节假日提振, 进出口指数有所回升, 国内制造业需求小幅走弱

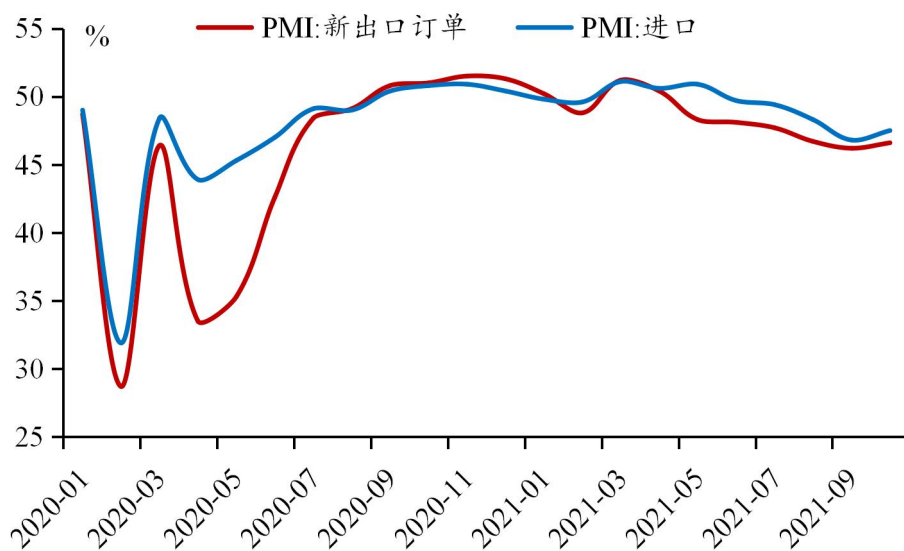
在万圣节、黑色星期五、圣诞节等一系列节日之下, 每年年底都是美国的购物、消费旺季, 受到海外圣诞节等节假日消费提振, 制造业需求拉动, 我国出口进入传统旺季, 10 月新出口订单指数和进口指数皆出现回升。反映在新出口订单指数和进口指数分别录得 46.6% 和 47.5%, 比 9 月上升 0.4 和 0.7 个百分点。新出口订

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

单指数自 2021 年 4 月之后连续 6 个月落入紧缩区间，随着海外疫情修复，中国作为制造业出口大国的替代效应减弱，致使 2021 年下半年我国整体出口订单指数回落。

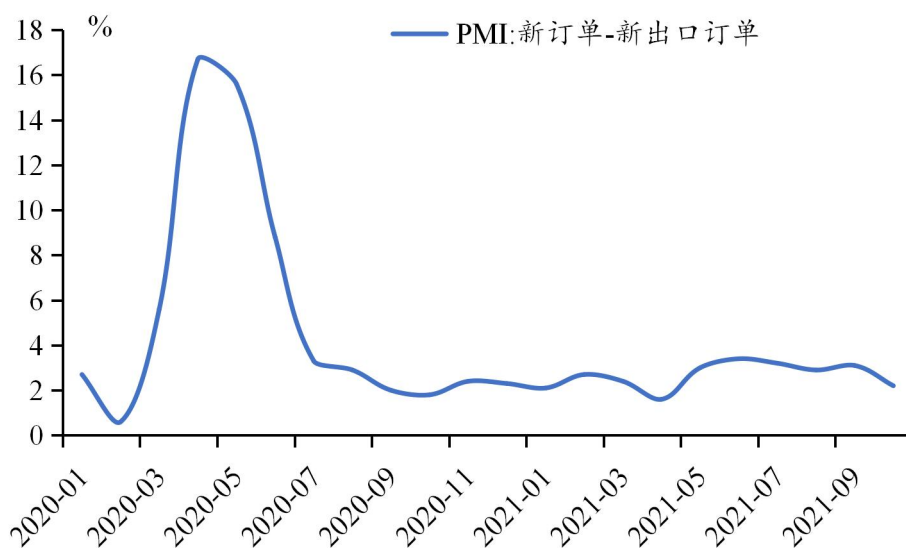
10 月新订单和新出口订单指数的差值有所放缓，背后是国内需求较上月疲软。我们用新订单代表总需求，新出口订单代表外部需求，两者的差值可以近似衡量内需。10 月需求有所放缓，很可能是限产限电导致的原材料和产成品价格指数皆出现高涨，叠加年末牲畜类产品的价格指数也出现回升，整体 10 月份国内制造业的需求较为疲软。但是此后，年末双十一等电商促销，有可能会对制造业的需求有所提振。

图 8：2021 年 10 月 PMI 新订单指数和进口订单指数皆有所回升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9：10 月新订单和新出口订单指数的差值有所走弱



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.5 行业竞争激烈，中小型企业受挫，资源向大型企业集中

10 月中型企业 PMI 回落 1.1 个百分点至 48.6%，大型企业的 PMI 值维持 50.3%，较上月轻微回落 0.1 个百分点，小型企业 PMI 指数录 47.5%，与 9 月相同，持续处于紧缩区间。9-10 月小型企业 PMI 指数录得 47.5%，较 8 月下滑了 0.7 个百分点。中小型企业可能受到 9 月中旬能耗双控政策及原材料价格高涨的影响，行业利润受到挤压，整体行业竞争激烈导致行业洗牌加速，部分中小企业面临淘汰，体现在 10 月中型企业的 PMI 值自 8 月的 51.2%，连续每月回落约 1 个百分点。分项来看：

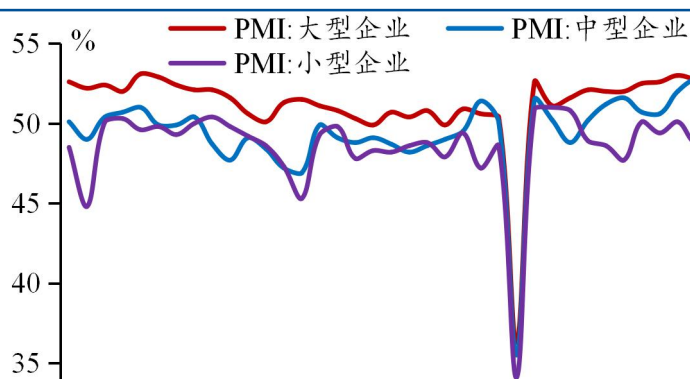
(一) 生产指数：中型企业生产指数掉入紧缩区间，小型企业的生产指数回落非常明显，跌落至疫情以来最低水平，大型企业生产指数回升 0.2 个百分点。体现价格高涨对行业利润和生产造成挤压的情况下，行业内洗牌加速，大型企业由于资金实力较为雄厚，导致生产向头部大型企业聚集。10 月中型企业 PMI 生产指数回落 2.6 个百分点至 47.5%；小型企业 PMI 生产指数回落 1.9 个百分点，至 45.8%。

(二) 新订单（需求）指数：需求皆有所回落，中型企业回落最多。10 月大型、中型和小型企业的新订单指数皆有所回落，分别回落 0.4、1.1 和 0.2 个百分点，录得 50.6%、47.7%和 46.1%。

(三) 出口方面：中小型企业 10 月出口订单较多，可能存在生产和价格双优势。10 月大型、中型和小型企业的进口指数，分别上升 1.4、下降 2.2 和上升 3.1 个百分点，录得 48.6%、44.4%和 47.9%。

(四) 进口方面：小型企业 10 月进口扩张明显，可能由于国内原材料高涨，从经济效益考虑，部分原料需要从国外进口；也可能存在为国内双十一等电商节补货的可能性。10 月大型、中型和小型企业的型出口订单指数，分别上升 0.8、1.5，下降 4.6 个百分点，录得 47.3%、47.1%和 41.3%。

图 10：2021 年 9-10 月中型企业 PMI 指数回落最为明显



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_28566

