

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511796

- 受到能源价格高企、能耗双控、疫情和季节性因素的影响，10月制造业 PMI 进一步下滑，尽管供需双弱，供给侧问题显然更加严重。发改委干预动力煤市场价格后，通胀担忧缓解，接下来政治局会议表态的政策取向将成为资本市场的博弈焦点。
- 供给受限生产疲弱，经济承压。受到能源价格高企、能耗双控、疫情和季节性因素的影响，10月份制造业经济动能进一步回落；从 PMI 分项来看，生产分项大幅回落，仅录得 48.4，可见此次能耗双控显著阻滞了生产方面的动能。需求侧方面，倒算的国内新增订单在疫情后首次回落至荣枯线以下的 49.4。总体来看，尽管需求偏弱，但供给侧仍是目前经济下行的核心因素，在政策收紧的环境下呈现经济收缩的趋势。
- 通胀担忧缓解，限价可能加剧供给短缺。受政策影响，动力煤价格继续大幅下调，并拉动其他相关商品价格进一步下降，市场通胀担忧显著缓解，但通过限价的方式干预经济可能加剧部分商品的供给短缺，经济进一步下行压力可能加大。受气候因素和农业生产成本上升影响，近期菜价出现反季节性上行，预计将推动 CPI 上行，因此即使大宗商品回落，下游消费端的成本上升导致国债收益率继续保持持平。
- 外需下行，替代效应减弱。海外方面，目前全球疫情走势有所分化，欧洲疫情再度复发，美国和全球其他地区则持续好转，但整体经济动能已经趋于弱化，其中美国、欧洲和日本的制造业 PMI 走势均已经见顶回落，外需见顶趋势已现。从美国居民的收支情况来看，个人可支配收入下行，叠加服务消费复苏，替代效应下降导致耐用品需求回落，明年我国出口面临下行压力，对经济的拉动作用可能下降。
- 股债整体仍处在震荡格局，但不确定性依然较大。短期建议关注疫情的变化以及商品政策的变动，能源短缺的可能性也值得警惕。

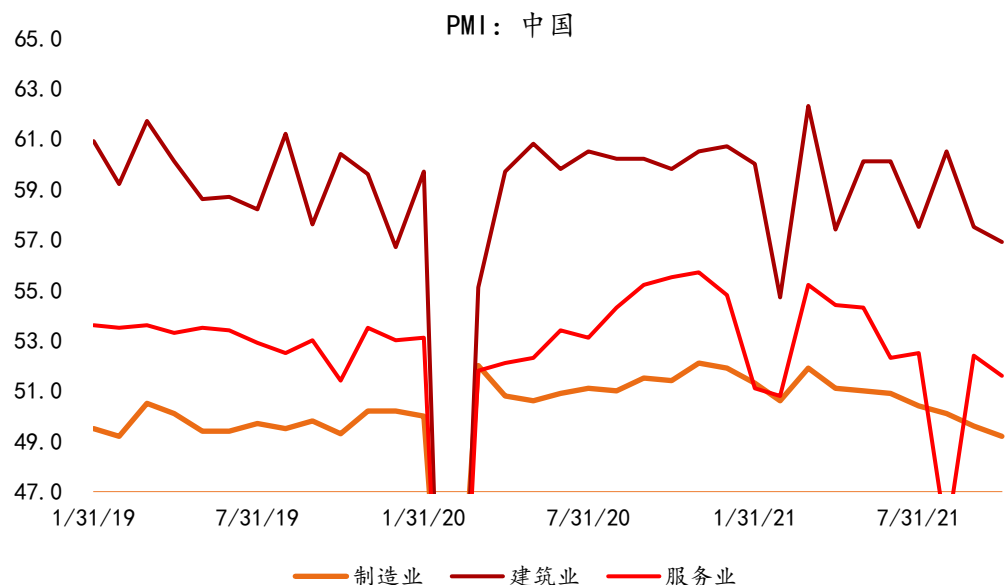
风险提示：经济下行超预期，疫情超预期

受到能源价格高企、能耗双控、疫情和季节性因素的影响，10月制造业 PMI 进一步下滑，尽管供需双弱，供给侧问题显然更加严重。发改委干预动力煤市场价格后，通胀担忧缓解，但随着海外服务需求修复，替代效应减弱，出口可能面临下行，后续经济下行压力增加，接下来政治局会议表态的政策取向将成为资本市场的博弈焦点。

## 供给受限生产疲弱，经济承压

受到能源价格高企、能耗双控、疫情和季节性因素的影响，10月份制造业 PMI 较9月进一步回落 0.4 到 49.2，制造业经济动能下滑；疫情再度来袭导致服务业 PMI 较9月有所下降，建筑业 PMI 则小幅下行 0.6 至 56.9。

图 1：PMI



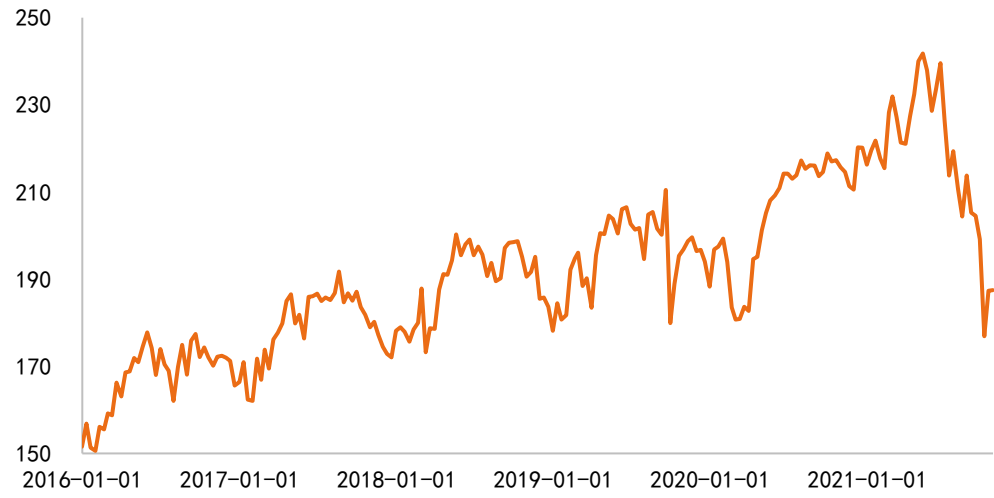
资料来源：Wind, 首创证券

制造业方面，在能耗双控以及能源价格的影响下，高能耗行业生产仍然受限。以粗钢产量为例，由于直接限电的影响，重点企业粗钢日均产量在9月下旬见底，仅有177万吨，远低于今年5月产量高点的242万吨，10月期间日均产量仍然保持在180-190万吨左右，生产端持续低迷。

从 PMI 分项来看，生产分项大幅回落，仅录得 48.4，该数据为 2009 年 2 月以来最低值（除去年 2 月外），可见此次能耗双控显著阻滞了生产方面的动能。需求侧进口分项反弹 0.7 至 47.5。新订单方面，出口订单有所反弹，但倒算的国内新增订单在疫情后首次回落至荣枯线以下的 49.4，供需双边均显著走弱，地产端 7 月以来持续低迷，对中间环节的需求快速回落。

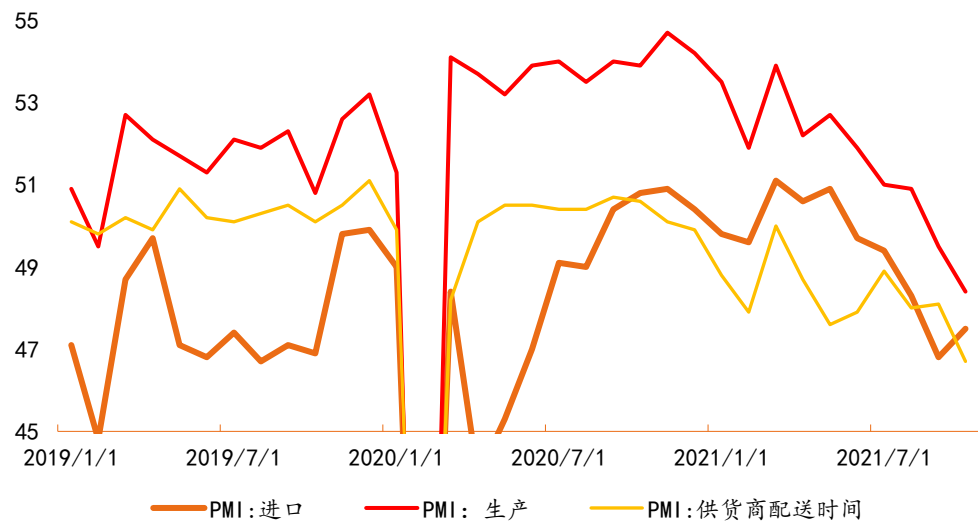
总体来看，尽管需求偏弱，但供给侧仍是目前经济下行的核心因素，供货商配送时间分项创下 2008 年以来新低（除去年 2 月外），目前供需错配情况仍然十分严峻。

图 2：日均产量:粗钢:重点企业(旬)



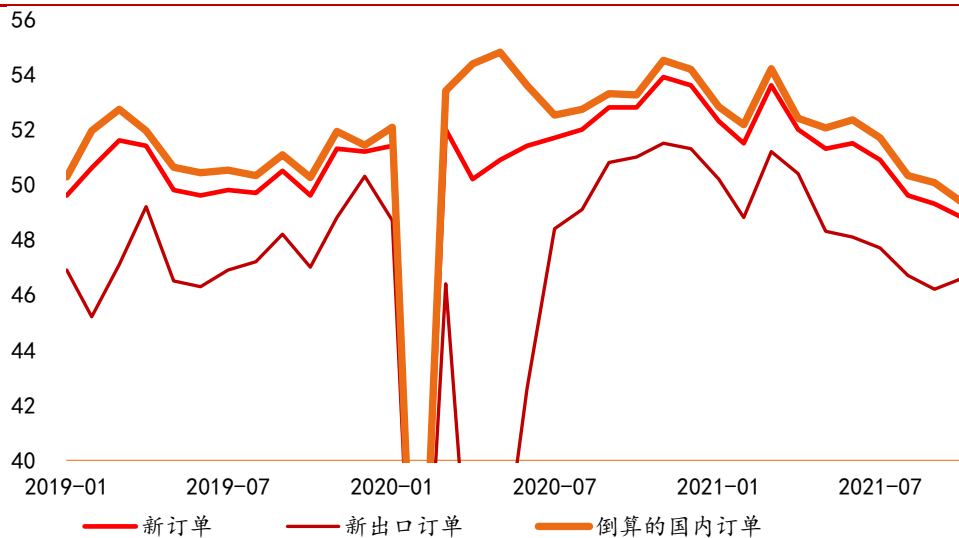
资料来源: Wind, 首创证券

图 3：PMI 分项



资料来源: Wind, 首创证券

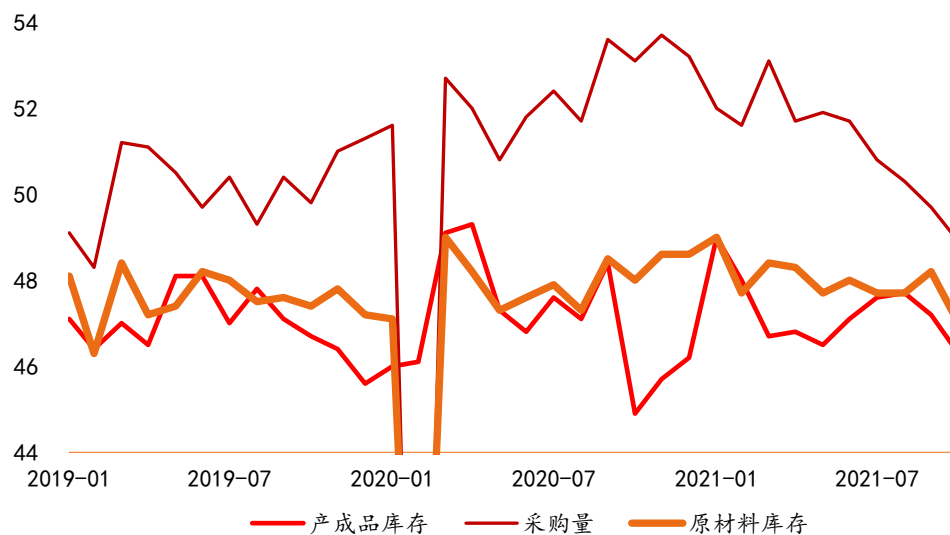
图 4: PMI 分项



资料来源: Wind, 首创证券

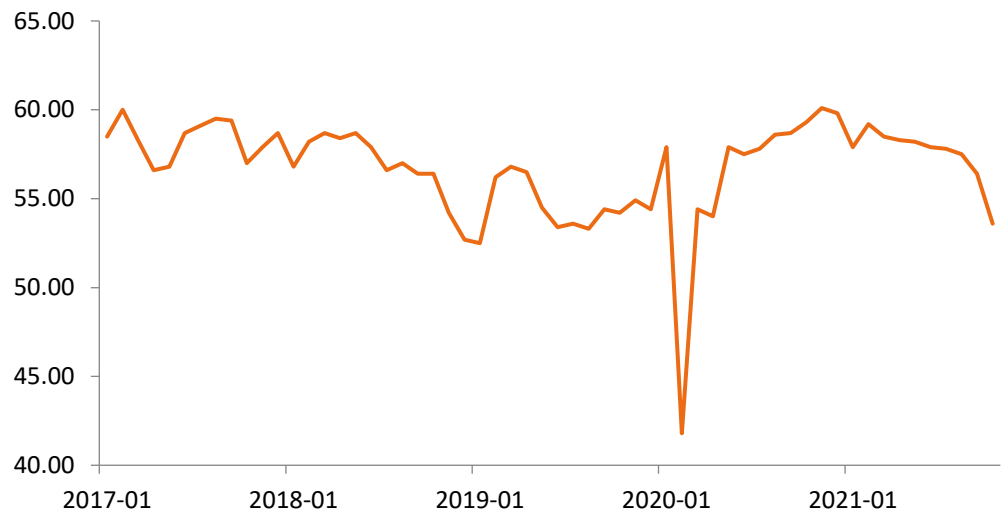
另外, PMI 分项中产成品库存、采购量以及原材料库存分项均出现下行, 10 月上旬由于能源价格高企企业补库意愿下降; 随后在价格管制的影响下, 保供范围外的企业补库难度上升, 生产回落导致企业表现为主动去库, 在政策收紧的环境下呈现经济收缩的趋势, 企业生产经营活动预期指数大幅回落 2.8 也印证了这一点。

图 5: PMI 分项



资料来源: Wind, 首创证券

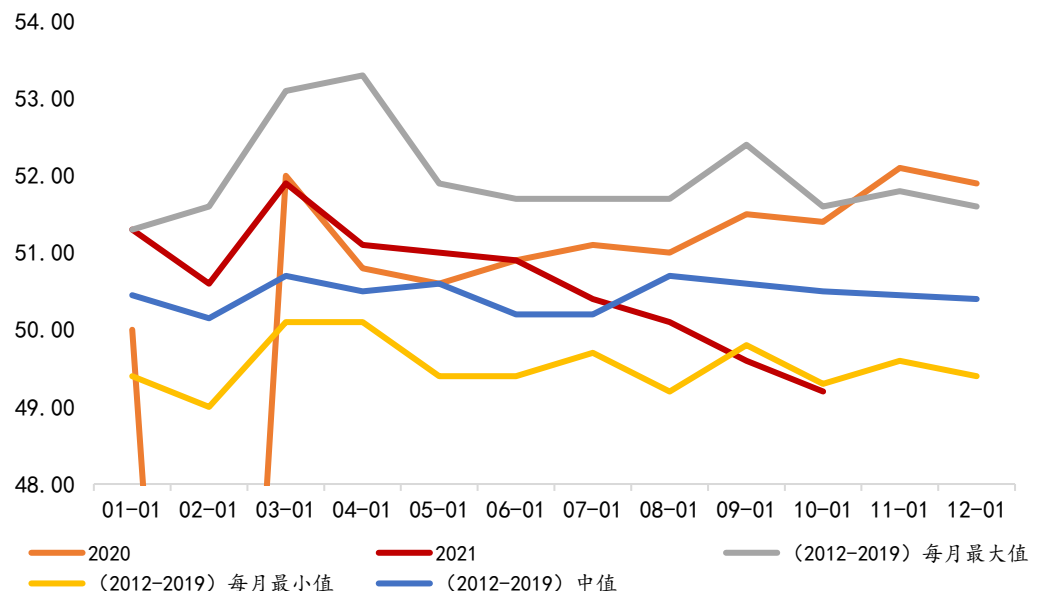
图 6：PMI：生产经营活动预期指数



资料来源：Wind, 首创证券

PMI 的大幅下行也存在季节性因素的影响，由于十一假期影响生产，历年十月 PMI 均存在回落趋势，根据 2016-2019 的数据，季节性回落约为 0.3 个百分点左右，也进一步拖累了 10 月份 PMI 的表现。

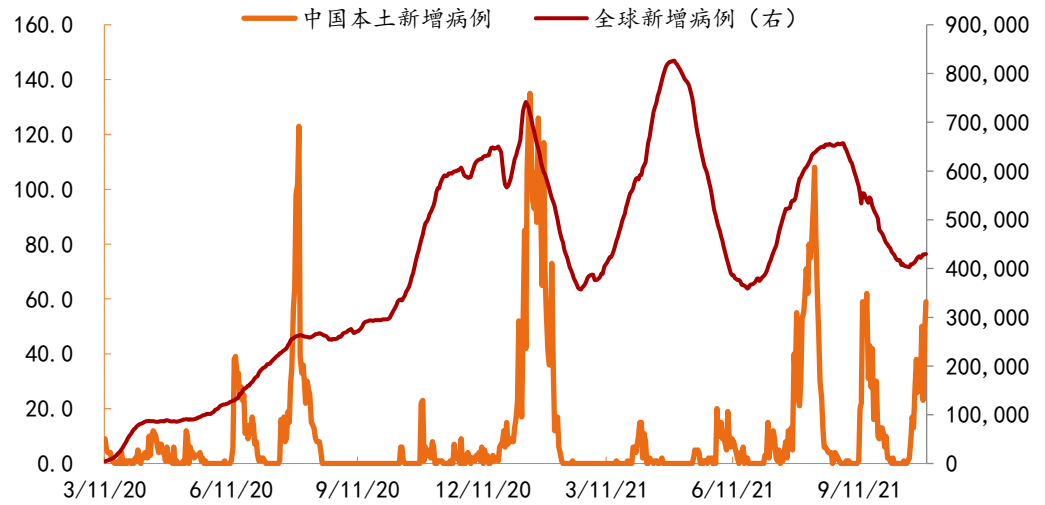
图 7：PMI 存在一定季节性



资料来源：Wind, 首创证券

疫情再度来袭，发端于陕西、甘肃、内蒙古，目前已蔓延至 16 省 31 城。由于德尔塔毒株传染性极强，下半年疫情已经爆发三轮，频率显著提高，影响服务业的修复，10 月服务业分项下行 0.8 个点。基于 7-8 月的经验，预计疫情在未来两周大概率出现明显好转。

图 8：疫情风险再起

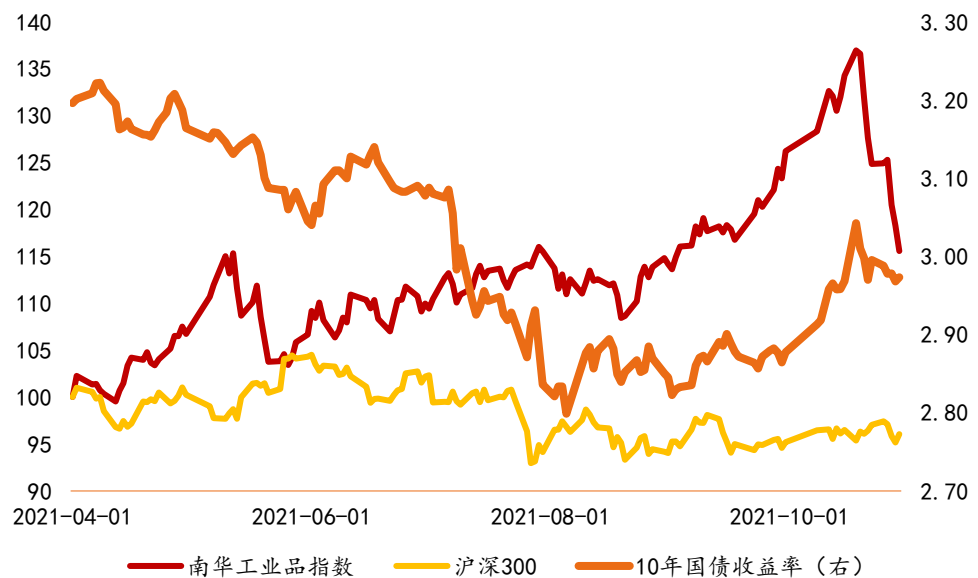


资料来源：Wind, 首创证券

## 短期通胀担忧缓解

受政策影响，动力煤价格继续大幅下调，并拉动其他相关商品价格进一步下降，市场通胀担忧显著缓解。上周商品价格大幅回落，南华工业品指数当周回调超过 7.4%，股票市场在产出回落的环境下震荡走弱，债券收益率则小幅震荡走平。

图 9：上周股债商走势



资料来源：Wind, 首创证券

商品价格内部分化明显，受煤价波动影响，黑色系与能化类商品领跌，分别下跌 9.7% 和 8.6%，有色跌幅仅有 4.3%，前期市场通胀担忧有所缓解，但通过限价的方式干预经

济可能加剧部分商品的供给短缺，经济进一步下行压力可能加大。

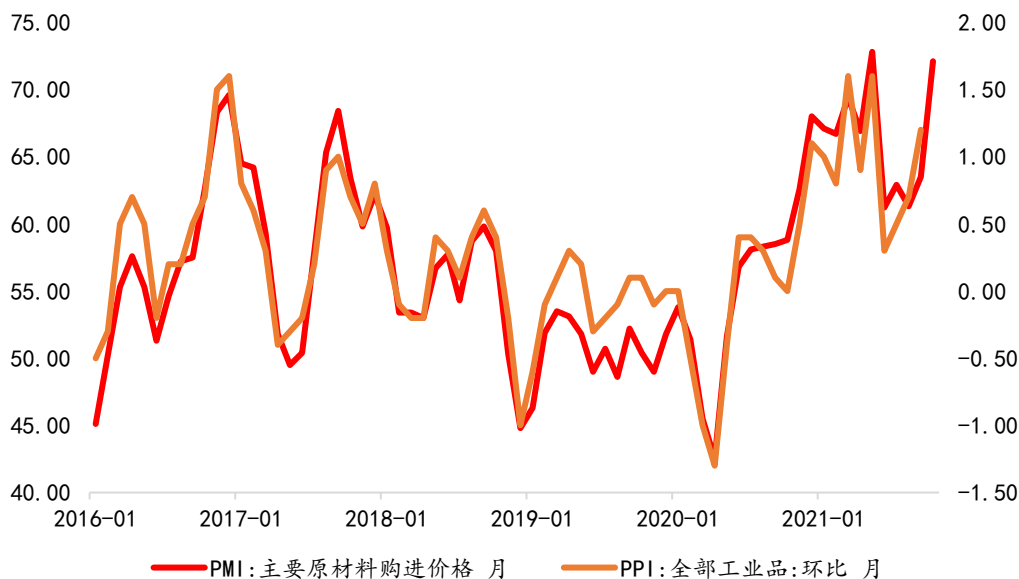
图 10：能源化工类商品价格领跌



资料来源：Wind, 首创证券

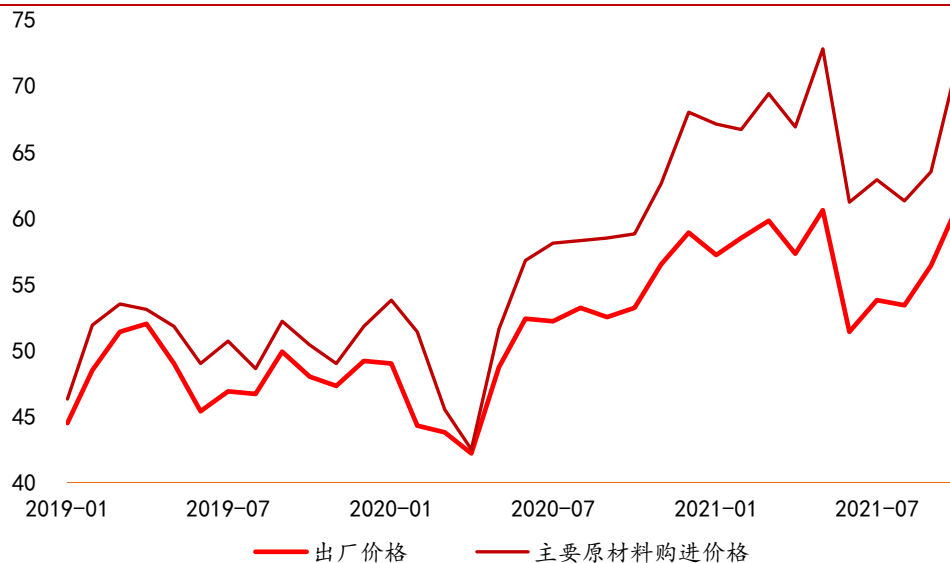
10 月 PMI 原材料价格购进指数分项进一步走强，因此 10 月 PPI 环比可能继续冲高，另外 PMI 出厂价格分项大幅走高，原材料价格向下游传导，出厂价分项创下历史新高，同时伴随生产走弱，涨价行为预计将进一步拖累下游订单增速。

图 11：PMI 原材料购进价格分项与 PPI 环比



资料来源：Wind, 首创证券

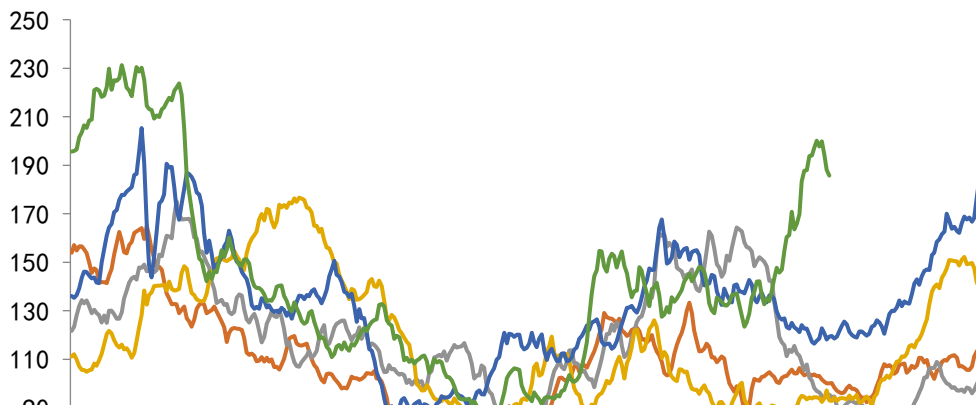
图 12: PMI 原材料购进价格分项与出厂价格分项



资料来源: Wind, 首创证券

受气候因素和农业生产成本上升影响, 近期菜价出现反季节性上行, 寿光蔬菜价格指数较上月末上涨超过 50%, 预计将推动 CPI 上行, 因此即使大宗商品回落, 下游消费端的成本上升导致国债收益率继续保持持平。

图 13: 中国寿光蔬菜价格指数: 总指数 (2010 年 6 月底=100)



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\\_28657](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28657)

