成本压力延续，供应有所放缓

——10 月 PMI 数据点评

2021 年 11 月 02 日

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn
研究助理： 于天旭
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

- **事件：** 10 月，中采制造业 PMI 49.2%，较上月继续下跌 0.4 个百分点，非制造业 PMI 52.4%，较上月下跌 0.8 个百分点，综合 PMI 50.8%，环比下跌 0.9 个百分点
- **制造业 PMI 回落，延续低于荣枯线，供给端依然承压。** PMI 自 3 月以来连续回落，降至近几年同期低点。10 月限电限产给生产带来一定干扰，供给端依然承压。
- **中小企业压力相对更大，生产和新订单持续回落，生产经营预期也偏弱。** 中型企业连续 2 个月生产指数回落幅度最大，小型企业新出口订单本月大幅回落。各类型企业原材料购进价格和出厂价格均在上行，小型企业成本端压力相对更大，且承压能力相对更弱。国常会提出 11 月 1 日起实施阶段性税收缓缴措施，企业缴税压力边际缓解。
- **供给端约束压力仍强，限电限产和涨价影响下生产放缓。** 分项来看，生产和新订单指数环比继续回落，新出口订单小幅反弹。需求端依然偏弱，但供给端的约束影响相对更大。海外经济修复趋缓，全球缺电和能源价格上涨的问题严峻，全球产业链修复仍需时间。
- **价格指数持续攀升，出厂价格和原材料价格价差重回低位。** 小型企业的原材料购进价格上行幅度最为明显，采购成本普遍增加。原材料价格的上涨向下游的传导逐步显现，厂家对原料端上涨承担的压力增加。
- **原材料、产成品库存回落，货物周转放缓。** 原材料价格上涨，企业补库成本压力增加，库存有所回落。供货商配送时间明显回落，企业原材料采购和交货时间延长。
- **非制造业 PMI 回落，服务业、建筑业 PMI 双双下行。** 建筑业的新订单指数、业务活动预期指数小幅上行，10 月下旬部分区域疫情再起，十一出行也弱于往年同期，本地消费更受青睐。出行相关的道路、航空运输、住宿、餐饮业有所回暖，但仍受疫情防控等因素影响。
- **制造业就业延续回落，中小型企业用工回落，服务业就业整体依然承压。** 10 月中、小型企业从业人员边际缓和上行，大型企业从业人员下行。建筑业和服务业从业人员均有所回落，服务业用工修复依然较慢。
- **风险因素：** 疫情随冬季降温再度严峻，出口增速大幅不及预期，能耗双控政策超预期。

相关研究

GDP 增速“破 5”，经济动能转弱
煤炭推升 PPI，CPI 低位徘徊
大宗商品价格推升，进出口走向何方？

正文目录

事件.....3
1 制造业 PMI 降至荣枯线以下，生产端延续旺盛.....3
2 非制造业 PMI 回落，服务业有所下行.....5
3 总结.....6
4 风险提示.....6

图表 1: PMI 延续回落至同期低点（%）.....3
图表 2: 中小型企业 PMI 下行压力更大（%）.....3
图表 3: PMI 分项出厂价格大幅上行（%）.....4
图表 4: 欧美制造业 PMI 延续下跌（%）.....4
图表 5: 越南出口尚未修复（%）.....4
图表 6: 东南亚地区 10 月新增确诊持续回落（例）.....4
图表 7: 出厂价与原材料价差延续上行（%）.....5
图表 8: 原材料和产成品库存持续回落（%）.....5
图表 9: 建筑业 PMI 延续回落（%）.....5
图表 10: 建筑业活动预期指数依然向好（%）.....5
图表 11: 企业利润和销售前瞻指数反弹（%）.....6
图表 12: 企业融资环境边际好转（%）.....6

事件

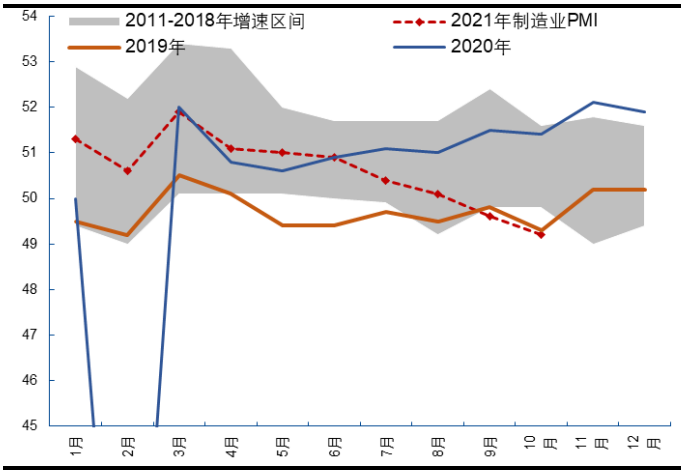
2021年10月，中采制造业PMI 49.2%，较上月继续下跌0.4个百分点，非制造业PMI 52.4%，较上月下跌0.8个百分点，综合PMI 50.8%，环比下跌0.9个百分点。

1 制造业 PMI 降至荣枯线以下，生产端延续旺盛

制造业PMI回落，延续低于荣枯线，供给端依然承压。10月制造业PMI环比回落0.4个百分点至49.2%，自3月以来连续回落，降至近几年同期低点。10月限电限产给生产带来一定干扰，供给端依然承压。

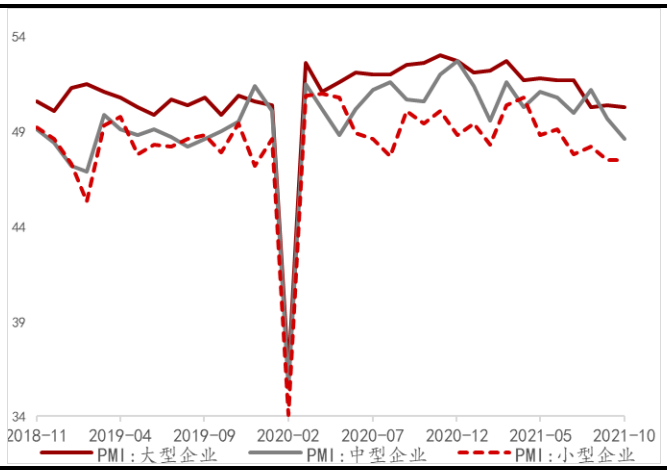
中小企业压力相对更大，生产和新订单持续回落，生产经营预期也偏弱。大型企业小幅回落0.1个pct至 50.3%，中型企业由49.7%回落为48.6%，小型企业持平于47.5%。企业生产经营活动预期均值回落，中型企业连续2个月生产指数回落幅度最大，中小型企业生产和新订单延续下滑，小型企业新出口订单本月大幅回落。各类型企业原材料购进价格和出厂价格均在上行，大型、小型企业本月主要原材料购进价格上涨超过9个pct，小型企业成本端压力相对更大，且承压能力相对更弱。政策上，国常会提出11月1日起实施阶段性税收缓缴措施，申报期持续至2022年1月，对中小企业定向扶持力度加大，企业缴税压力边际缓解。

图表1： PMI延续回落至同期低点（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2： 中小型企业PMI下行压力更大（%）



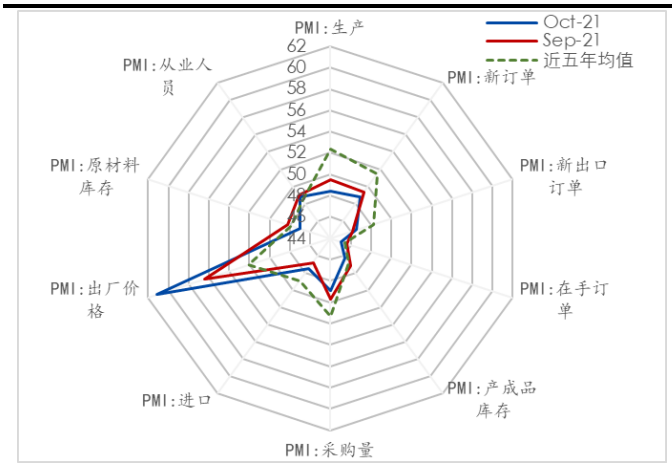
资料来源：Wind，万联证券研究所

供给端约束压力仍强，能耗双控下黑色生产放缓。分项来看，生产端环比继续回落1.1个百分点至48.4%，新出口订单反弹0.4个百分点至46.6%。新订单指数继续回落0.5个百分点至48.8%，进口指数上行0.7个百分点至47.5%。需求端依然偏弱，但供给端的约束影响相对更大。对钢材、化工、铝等高能耗行业的能耗双控政策影响延续，缺电的约束给生产带来一定抑制。

海外经济修复趋缓，全球缺电和能源价格上涨的问题严峻，供给端修复仍需时间。发展中国家修复进程依然受到疫情影响。美国新增确诊人数10月持续回落，但欧洲有所反弹，美国经济修复基本完成，11月将迎来美联储Taper，制造业尚未修复，但通胀压力增加对政策形成掣肘，政策收紧也将给经济带来一定压力。疫情以来，全球产业

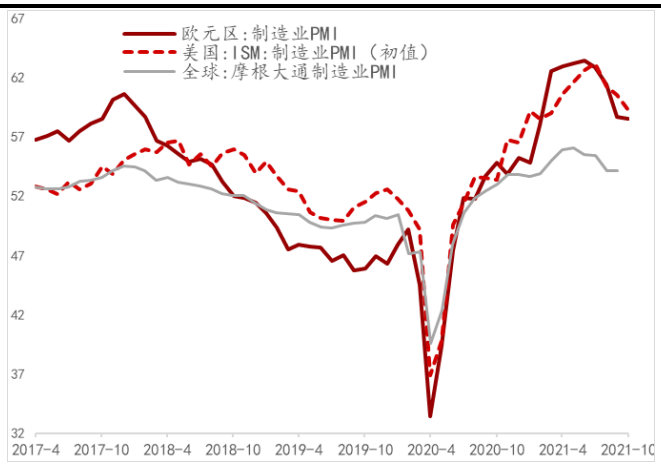
链尚未修复，供给端持续偏弱，当前全球缺电范围和压力依然较大。当前印度、东南亚等地区新增确诊病例以来持续回落，越南的纺织业产量增速依然尚未修复，部分劳动力密集型行业生产订单替代作用有限。印度缺电范围扩大，经济和出口修复压力增加。

图表3： PMI分项出厂价格大幅上行（%）



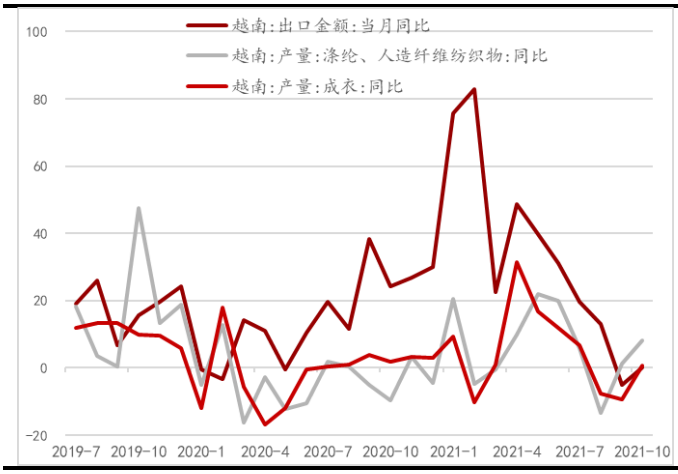
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 欧美制造业PMI延续下跌（%）



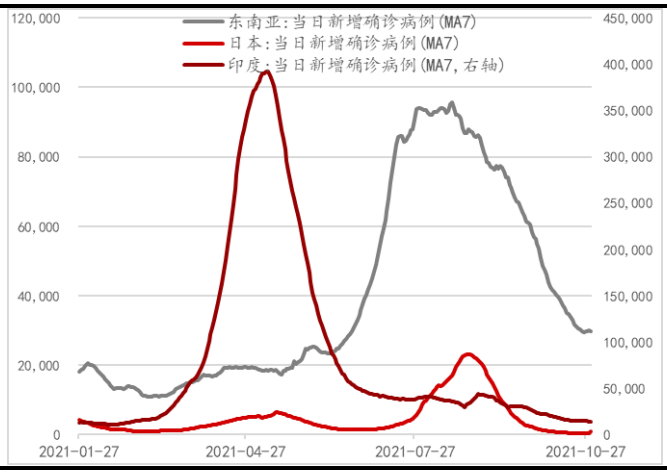
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5： 越南出口尚未修复（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： 东南亚地区10月新增确诊持续回落（例）

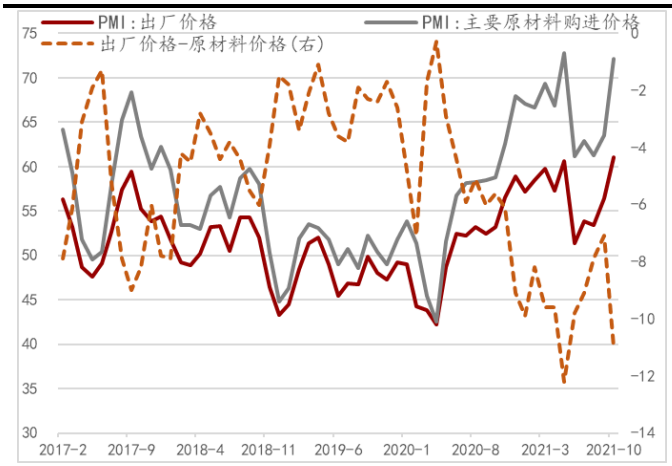


资料来源：Wind，万联证券研究所

价格指数持续攀升，出厂价格和原材料价格价差重回低位。主要原材料购进价格大幅攀升8.6个百分点至72.1%，出厂价格上行4.7个百分点至61.1%，价格均明显上行。小型企业的原材料购进价格上行幅度最为明显，采购成本普遍增加，大型企业相对承压能力更强。当前工业品通胀压力延续，预期10月PPI再度冲高，而随着政策对煤炭的保价稳供，PPI的压力或在11月边际放缓。原材料价格的上涨向下游的传导逐步显现，厂家对原料端上涨承担的压力增加。

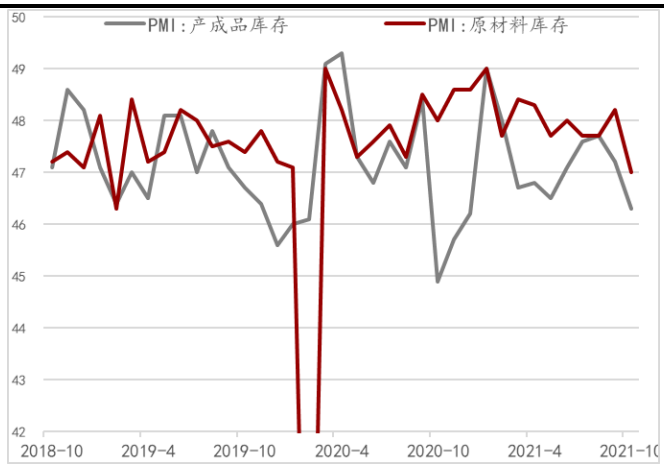
原材料、产成品库存回落，企业逐步去库。产成品库存回落0.9个百分点至46.3%，原材料库存回落1.2个百分点至[illegible]。随着产销增速放缓，原材料价格上涨，企业补库成本压力增加，库存有所回落。供货商配送时间明显回落，企业原材料采购和交货时间延长。

图表7： 出厂价与原材料价差延续上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8： 原材料和产成品库存持续回落（%）

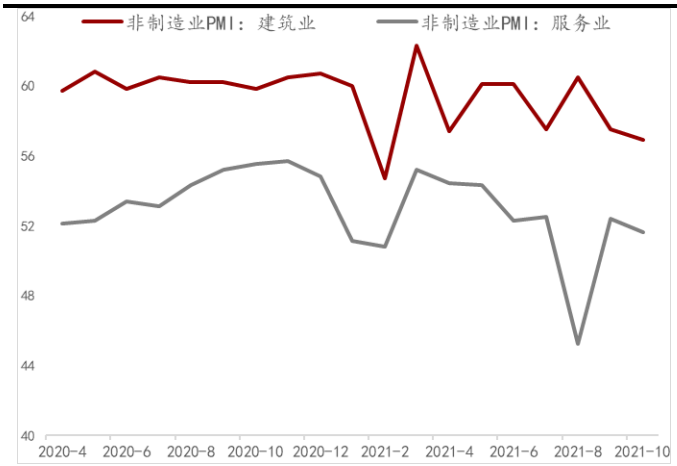


资料来源：Wind，万联证券研究所

2 非制造业 PMI 回落，服务业有所下行

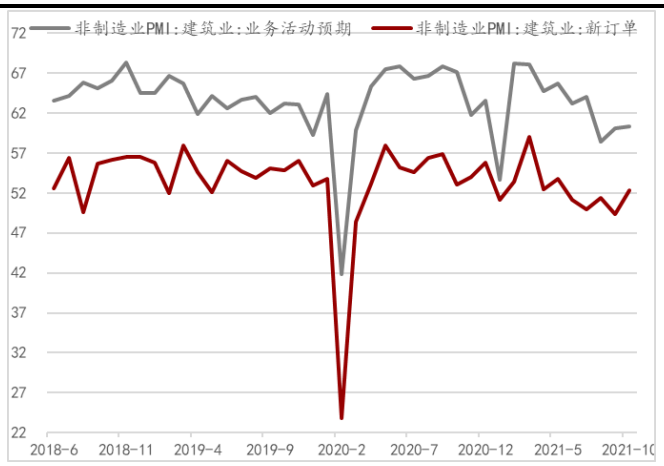
非制造业PMI回落，服务业、建筑业PMI双双回落。10月非制造业PMI回落0.8个百分点至52.4%。其中，建筑业PMI回落0.6个百分点至56.9%，服务业PMI回落0.8个百分点至51.6%。建筑业的新订单指数上行3个百分点至52.3%，建筑业业务活动预期继续上行0.2个百分点至60.3%，行业景气预期延续。10月下旬部分区域疫情再起，十一出行也弱于往年同期，本地消费更受青睐。出行相关的道路、航空运输、住宿、餐饮业有所回暖，但仍受疫情防控等因素影响。

图表9： 建筑业PMI延续回落（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10： 建筑业活动预期指数依然向好（%）



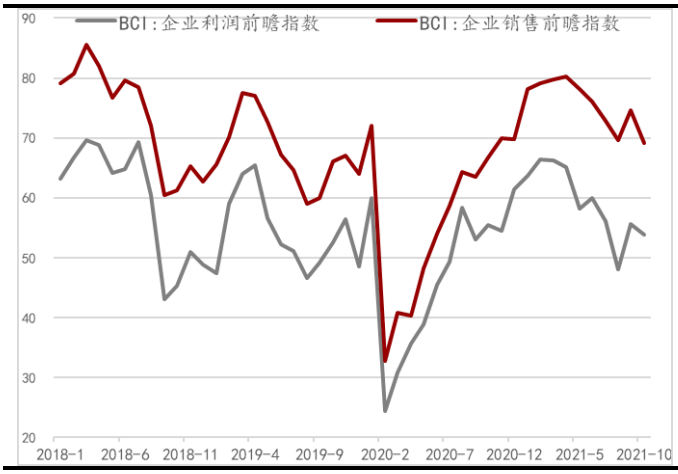
资料来源：Wind，万联证券研究所

制造业就业延续回落，中小型企业用工回落，服务业就业整体依然承压。10月制造业PMI从业人员从上月的49.3回落0.8个，为[illegible]。其中，中、小型企业从业人员边际缓和上行，大型企业从业人员有所回落。建筑业和服务业从业人员分别回落0.2、0.3个pct至52.4%和46.6%，服务业用工修复依然较慢。

3 总结

10月PMI延续回落，内外需均有所放缓，成本冲击延续。四季度经济下行压力较大，房地产仍处缓步下行通道，政策对房贷虽然边际放松，但年内宽信用进程开启依然偏慢。叠加出口面临回落的压力之外，限电限产也给生产带来的压力增加。当前消费仍未完全修复，阶段性受到疫情干扰，冬季疫情也面临加剧的风险。制造业PMI或将延续承压。

图表11: 企业利润和销售前瞻指数反弹（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12: 企业融资环境边际好转（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

4 风险提示

疫情随冬季降温再度严峻，出口增速大幅不及预期，能耗双控政策超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场