证券研究报告 宏观研究

数据点评

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

价格高企 供需两弱

——2021 年 10 月制造业 PMI 指数点评

日期： 2021 年 11 月 02 日

分析师： 陈彦利

Tel： 021-53686170

E-mail： chenyanli@shzq.com

SAC 编号： S0870517070002

相关报告：

■ 主要观点

价格高企，供需两弱

10 月制造业 PMI 继续下跌至 49.2%，持续位于临界点以下，创近五年历史同期最低，制造业景气度进一步减弱。**首先，供需两端持续走弱。**电力供应仍偏紧，对于企业生产的影响持续存在。而工业品价格的高企对真实需求的负面效应正逐步体现，供给衰减幅度更大。**其次，外贸景气度逆势回升。**新出口订单指数自今年 3 月以来持续回落，与出口实际强势表现相悖，但本月的反弹或许与海外传统节日到来的需求提振有关，出口高光时刻或有望延续。**价格指数持续攀升，**其中出厂价格指数为近年高点。10 月主要大宗商品价格仍以上涨为主，或带动 PPI 持续顶部运行。**库存持续去化。**原材料成本高企，企业生产放缓，需求减弱，企业采购需求持续下降。而企业的在手订单、原材料库存以及产成品库存均在持续消耗，三项指数均创下近期新低，但企业却没有表现出补库的倾向，也显示出企业在当前供需两弱、成本高企的格局下对未来生产经营预期趋于谨慎。

非制造业方面同步下滑，其中服务业与建筑业均有所回落。受国庆长假提振，相关消费餐饮等服务业均位于高景气区间，但今年国庆假期出行以及旅游相关数据偏弱，也导致铁路、航空运输等行业商务活动指数扩张力度相对较弱，景气水平不及近年同期。

10 月制造业景气度继续下降，供需两弱，价格指数仍在攀升，库存持续消耗，企业却无补库动向，企业未来的生产经营预期更趋谨慎。三季度经济增长明显放缓，结合 10 月 PMI 数据来看，经济增长压力并无缓解。经济整体平稳中偏弱的态势或将延续。

滞涨忧虑带来市场短期压力

一般来说，涨价会带来供给的增加，但此轮国内生产资料的涨价，却并没有带来产量的增长，下游的供给更加减少。近期资本市场运行前景主要取决于物价形势变化给市场预期的影响，短期受滞涨忧虑影响，仍将维持波动态势。价格态势将加剧经济“宏观稳、微观差”格局形成，这将带来低利率时代，在货币充裕背景下，短期波动不改未来股债双暖的长期趋势！

经济平稳偏软，价格顶部运行

受大宗商品价格顶部运行持续的影响，国内 PPI 也进入顶部但暂不回落，CPI 受基数效应和季节性波动规律影响，当月或升至年内高点。经济方面，楼市降温对经济的短期冲击叠加楼市泡沫对经济长期动力影响，作为经济第一增长动力的投资延续温和回落；消费受冬季疫情零星散点发生的影响，延续低位运行态势。在消费和投资增长偏软影响下，单靠外贸高光时刻延续，工业增长也将呈现稳中偏弱态势。在货币内生体系下，经济平稳偏软格局决定了货币环境的平稳局面；受通胀短期压力高位影响，降息难以启动。

目 录

事件：10 月官方制造业 PMI 数据公布 3
事件解析：数据特征和变动原因 3
1. 中小企业持续承压 4
2. 供需走弱，出口反弹 5
3. 库存持续去化 6
4. 企业信心下降 7
事件影响：对经济和市场 7
5. 制造业景气度下降，经济增长压力上升 7
6. 滞涨忧虑带来市场短期压力 8
事件预测：趋势判断 8
7. 经济平稳偏软，价格顶部运行 8

图

图 1 官方制造业 PMI (%) 4
图 2 大中小型企业 PMI (%) 5
图 3 新订单及生产指数（%） 6
图 4 库存及采购量指数（%） 6
图 5 购进价格、从业人员及经营活动指数指数（%） 7

事件：10 月官方制造业 PMI 数据公布

10 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.2%，比上月下降 0.4 个百分点，继续低于临界点，制造业景气度有所减弱。

10 月份，非制造业商务活动指数为 52.4%，比上月下降 0.8 个百分点，但仍高于临界点，非制造业继续保持扩张。

10 月份，综合 PMI 产出指数为 50.8%，比上月下降 0.9 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所放缓。

事件解析：数据特征和变动原因

10 月制造业 PMI 继续下跌至 49.2%，持续位于临界点以下，创近五年历史同期最低，制造业景气度进一步减弱。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。

首先，供需两端持续走弱。电力供应仍偏紧，对于企业生产的影响持续存在。而工业品价格的高企对真实需求的负面效应正逐步体现。生产指数和新订单指数分别为 48.4%和 48.8%，比上月下降 1.1 和 0.5 个百分点，供给衰减幅度更大。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两个指数均位于 45.0%以下收缩区间，供需两端景气水平较低。

其次，外贸景气度逆势回升。新出口订单指数和进口指数分别为 46.6%和 47.5%，比上月上升 0.4 和 0.7 个百分点。新出口订单指数自今年 3 月以来持续回落，与出口实际强势表现相悖，但本月的反弹或许与海外传统节日到来的需求提振有关，出口高光时刻或有望延续。

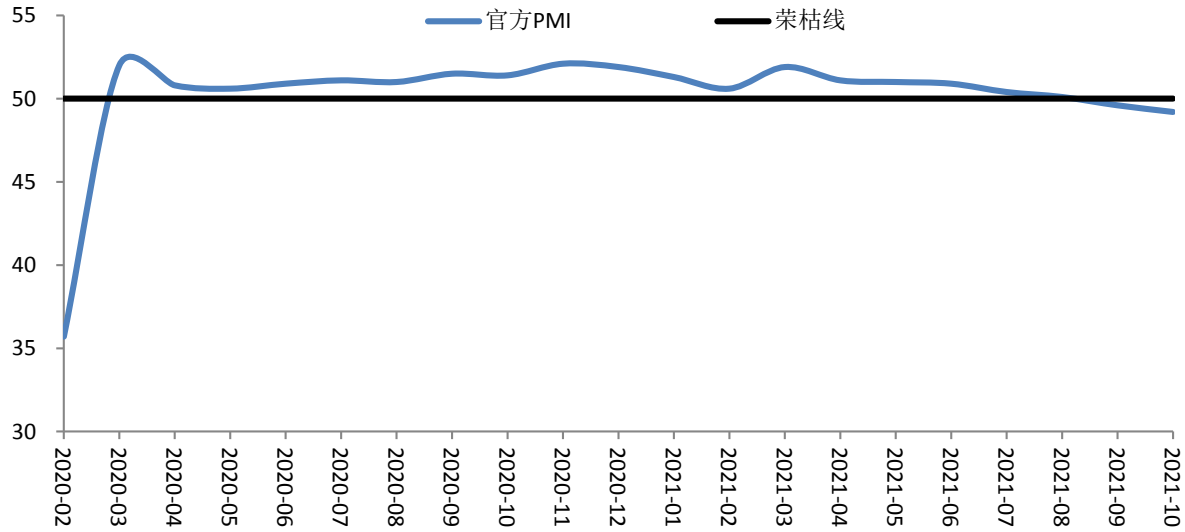
价格指数持续攀升。原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 72.1%和 61.1%，高于上月 8.6 和 4.7 个百分点，其中出厂价格指数为近年高点。10 月主要大宗商品价格仍以上涨为主，或带动 PPI 持续顶部运行。从行业情况看，石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业的两个价格指数均位于 73.0%以上高位区间，反映原材料采购价格和产品销售价格加快上涨。

非制造业方面同步下滑。10 月份，非制造业商务活动指数为 52.4%，虽比上月下降 0.8 个百分点，但仍高于临界点。其中服务业与建筑业均有所回落。受国庆长假提振，相关消费餐饮等服务业均位于高景气区间，但今年国庆假期出行以及旅游相关数据偏弱，也导致铁路运输、航空运输等行业商务活动指数扩张力度相对较弱，

景气水平不及近年同期。建筑业虽有回落，但仍处在较高景气区间。

由于制造业以及非制造业的双双下滑，综合 PMI 产出指数为 50.8%，比上月下降 0.9 个百分点。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 48.4%和 52.4%，环比均有所回落。

图 1 官方制造业 PMI (%)

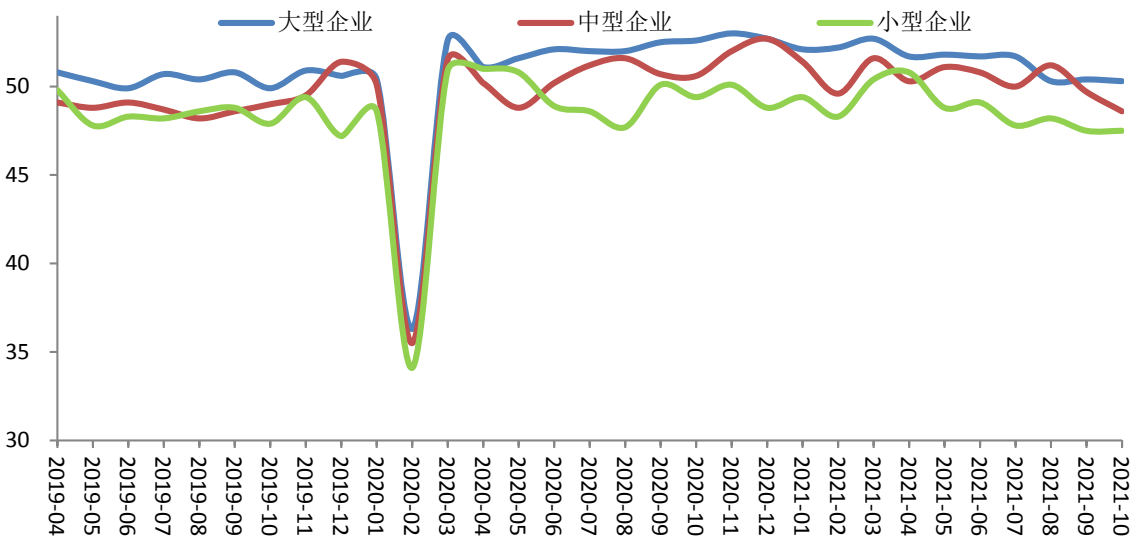


数据来源：Wind， 上海证券研究所

1. 中小企业持续承压

大型企业 PMI 为 50.3%，比上月略降 0.1 个百分点，仍高于临界点，大型企业继续保持扩张。中型企业 PMI 为 48.6%，比上月下降 1.1 个百分点，连续两个月位于收缩区间；小型企业 PMI 为 47.5%，与上月持平，已连续 6 个月位于收缩区间。总体来看，本月小型企业 PMI 虽然企稳，但中小型企业仍然面临较大经营压力。

图 2 大中小型企业 PMI (%)

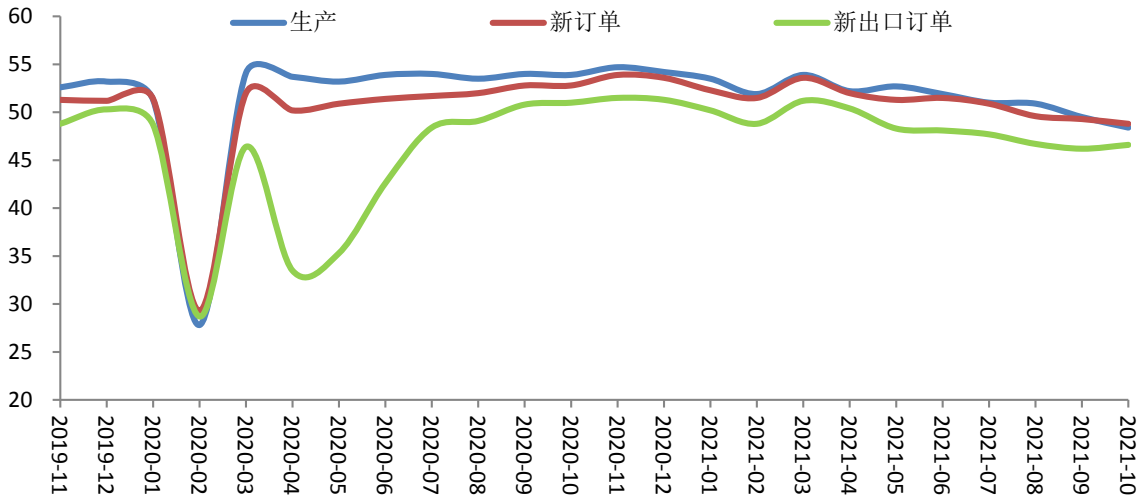


数据来源：Wind， 上海证券研究所

2. 供需走弱，出口反弹

供需两端进一步放缓。生产指数和新订单指数分别为 48.4%和 48.8%，比上月下降 1.1 和 0.5 个百分点，继续位于收缩区间，制造业生产和市场需求有所减弱。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两个指数均位于 45.0%以下收缩区间，供需两端景气水平较低。但进出口景气度却有所反弹。从主要国家 PMI 来看，欧元区维持平稳，微降 0.1 至 58.5，英国、日本则又不同程度回升。外需稳中偏升，叠加传统假日的来临，或继续支撑出口的高光延续。

图 3 新订单及生产指数（%）

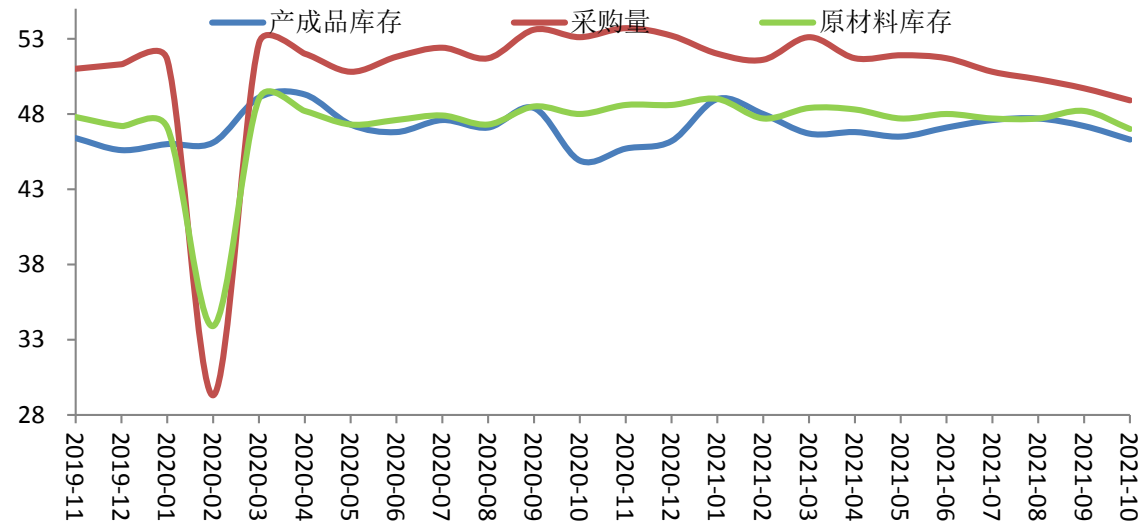


数据来源：Wind， 上海证券研究所

3. 库存持续去化

由于供需两弱，企业库存持续去化。原材料成本高企，企业生产放缓，需求减弱，企业采购需求持续下降。10 月采购量指数为 48.9%，低于上月 0.9 个百分点。而企业的在手订单、原材料库存以及产成品库存均在持续消耗，三项指数均创下近期新低，但企业却没有表现出补库的倾向，也显示出企业在当前供需两弱、成本高企的格局下对未来生产经营预期趋于谨慎。

图 4 库存及采购量指数（%）

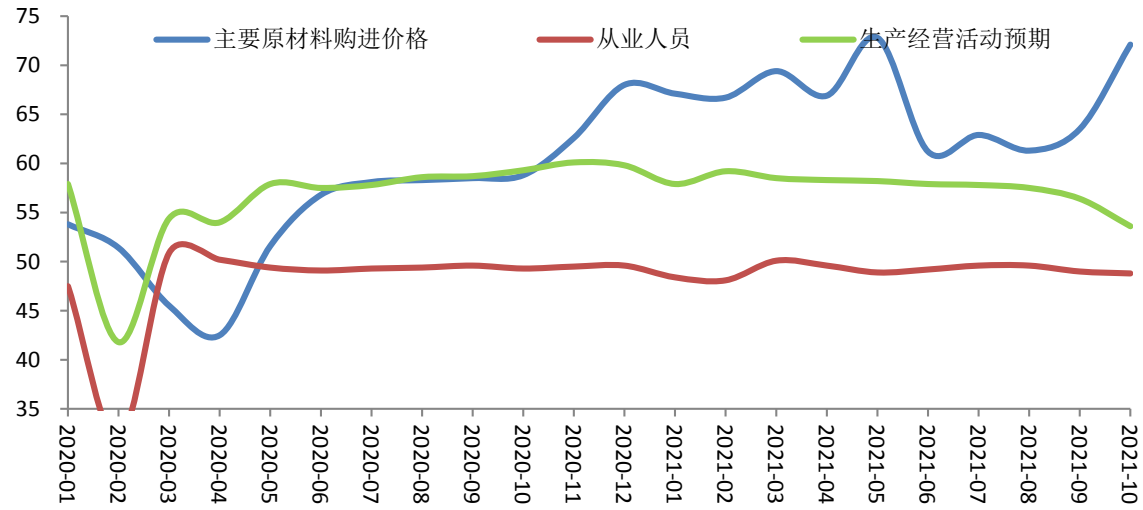


数据来源：Wind， 上海证券研究所

4. 企业信心下降

在价格指数持续攀升的背景下，从业人员指数为 48.8%，比上月下降 0.2 个百分点，表明制造业企业用工景气度有所下降。供应商配送时间指数为 46.7%，比上月下降 1.4 个百分点，主要由于制造业原材料供应商交货时间继续延长。而企业的生产经营活动预期明显回落，下降 2.8 个百分点至 53.6，创近期新低，企业信心有所下降。

图 5 购进价格、从业人员及经营活动指数指数（%）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

5. 制造业景气度下降，经济增长压力上升

10 月制造业景气度继续下降，供需两弱，价格指数仍在攀升，库存持续消耗，企业却无补库动向，企业未来的生产经营预期更趋谨慎。三季度经济增长明显放缓，结合 10 月 PMI 数据来看，经济增长压力并无缓解。经济整体平稳中偏弱的态势或将延续。当前宏观经济的基本面是，世界经济因疫情造成的国际产业链不畅而增长放缓，国内则是多年楼市泡沫对实体经济伤害慢慢体现。疫情对国际经济正常循环造成的影响仍将延续，预计“缺芯少料”等供给冲击的影响仍将延续，未来世界经济趋缓态势不变，中国在全球经济中的优等生表现将延续！

6. 滞涨忧虑带来市场短期压力

一般来说，涨价会带来供给的增加，但此轮国内生产资料的涨价，却并没有带来产量的增长，下游的供给更加减少。近期资本市场运行前景主要取决于物价形势变化给市场预期的影响，短期受滞涨忧虑影响，仍将维持波动态势。价格态势将加剧经济“宏观稳、微观差”格局形成，这将带来低利率时代，在货币充裕背景下，短期波动不改未来股债双暖的长期趋势！

事件预测：趋势判断

7. 经济平稳偏软，价格顶部运行

受大宗商品价格顶部运行持续的影响，国内 PPI 也进入顶部但暂不回落，CPI 受基数效应和季节性波动规律影响，当月或升至年内高点。经济方面，楼市降温对经济的短期冲击叠加楼市泡沫对经济长期动力影响，作为经济第一增长动力的投资延续温和回落；消费受冬季疫情零星散点发生的影响，延续低位运行态势。在消费和投资增长偏软影响下，单靠外贸高光时刻延续，工业增长也将呈现稳中偏弱态势。在货币内生体系下，经济平稳偏软格局决定了货币环境的平稳局面；受通胀短期压力高位影响，降息难以启动！

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。