

“双控”和“限电”冲击生产

9月PMI数据点评

研究结论

事件：9月30日国家统计局公布最新中国采购经理指数，制造业PMI指数录得49.6%（前值50.1%），非制造业商务活动指数录得53.2%（前值47.5%），9月综合PMI产出指数录得51.7%（前值48.9%）。

- **制造业PMI自2020年3月疫后复苏以来首次落入收缩区间，供给的降幅大于需求，背后反映了“双控”和“拉闸限电”对部分行业生产的紧缩效应。**制造业PMI为49.6%，比上个月下降了0.5个百分点，生产和新订单指数均位于荣枯线以下。从供给端来看，9月生产指数为49.5%，比上个月下行1.4个百分点。工业生产在疫情之后一直保持强劲增长，今年下半年以来增速逐步走弱，除此之外，生产指数回落还受到“双控”和“限电”的影响：一是高耗能产业生产和需求双双下降；二是9月中下旬开始部分省份由于用电紧张等原因“拉闸限电”，对生产造成了较大的冲击。由于PMI指数的调查时间截止当月25日，而“拉闸限电”的影响集中在9月下旬，因此生产指数可能尚不能完全反映“拉闸限电”对工业生产的影响。
- **两个价格指数再次上冲，且出厂价格指数仍大幅低于主要原材料购进价格指数。预计9月PPI将继续上冲，并且大概率超过10%，再创年内新高。**能源类及其他大宗商品价格上涨导致原材料购进价格增至近4个月高位，出厂价格指数也是近4个月的高点。出厂价格的上涨除了受购进价格的传导之外，一些高耗能产品“量减价增”也推动了出厂价格上行，例如黑色金属冶炼及压延加工业升至70.0%以上高位区间。
- **大型企业景气度略有上行，但中小型企业PMI指数均位于荣枯线以下，其中中型企业降幅最大。**中小型企业生产经营走弱的背景下，9月从业人员指数比上个月下降0.6个百分点至49%，存在一定的保就业压力。
- 疫情扰动的消退叠加中秋假期，服务业快速恢复，商务活动指数反弹至52.4%，高于上月7.2个百分点，重返景气区间。建筑业仍位于高景气区间，商务活动指数为57.5%，比上个月低3个百分点。
- **总体来看，9月PMI数据反映了“限电”和“双控”政策对供给的扰动，对应的9月工业增加值也将受损。**政策层面已经做出了一些调整，比如9月29日发改委表示将依法依规释放煤炭先进产能、有序增加煤炭进口、坚守民生用能底线、合理疏导用能成本、有效控制不合理能源需求等；同日，煤炭工业协会、煤炭运销协会发布通知，要求进一步做好电煤保供工作；广东等省份发布电价调整方案，在电力供应不足的背景下，通过比较市场化的价格信号调整供需能够起到较好的效果。预计在政策的疏导之下，四季度出现9月底大范围“拉闸限电”的可能性较低，“限电”对工业生产的影响有望减弱。

风险提示：

- 宏观政策变动超预期；
- 海外疫情影响供应链稳定和进出口。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期 2021年10月08日

证券分析师 陈至奕
021-63325888*6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞
021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧
021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

联系人 陈玮
chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

经济走弱预期下的货币政策：央行三季度例会点评	2021-09-28
地产走弱或加大经济下行压力：8月经济数据点评	2021-09-23
动能放缓后如何看待政策关注点：宏观经济月度回顾与展望	2021-09-13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

制造业 PMI 自 2020 年 3 月疫后复苏以来首次落入收缩区间，供给的降幅大于需求，背后反映了“双控”和“限电”政策对部分行业生产的紧缩效应。制造业 PMI 为 49.6%，比上个月下降了 0.5 个百分点，生产和新订单指数均位于荣枯线以下。

从供给端来看，9 月生产指数为 49.5%，比上个月下行 1.4 个百分点，自 2020 年 3 月以来首次低于 50%。工业生产在疫情之后一直保持强劲增长，今年下半年以来增速逐步走弱，除此之外，生产指数回落还受到“双控”和“限电”政策的影响：

一是高耗能产业生产和需求双双下降，石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业的生产和新订单指数均低于 45.0%；

二是 9 月中下旬开始部分省份由于用电紧张等原因“拉闸限电”，对生产造成了较大的冲击，例如广东省从 9 月 16 日起执行每周“开二停五”的有序用电方案，浙江省高耗能企业在 9 月 21 日至 30 日关停，江苏省部分地区从 9 月 15 日开始实行限电等，此次“用电危机”波及了超过 20 个省份，其中包括了广东、江苏和浙江这样的工业大省。由于 PMI 指数的调查时间截止当月 25 日，而“拉闸限电”的影响集中在 9 月下旬，因此生产指数可能尚不能完全反映“拉闸限电”对工业生产的影响。

从需求端来看，9 月新订单指数为 49.3%，连续两个月位于收缩区间，降幅为 0.3 个百分点，降幅比上个月收缩 1 个百分点，反映内生需求逐步走弱，此外高能耗产业的供给约束可能抑制了部分需求；9 月新出口订单继续下降至 46.2%，新出口订单自 5 月以来就落入收缩区间，但出口依然保持强劲增长，历史经验来看，进出口订单和出口之间也没有明显、稳定的领先性，国家统计局新闻发言人近期也回应了新出口订单指数和出口总量不匹配的问题，表示新出口订单指数主要是反映企业对海外需求状况的一种预期，而货物出口总额则是实际的出口状况，例如今年很多企业会预期出口订单的“替代效应”会减弱，但是由于疫情发展状况超预期，这一情景并未出现，就造成了企业预期和实际出口之间的一种反差。

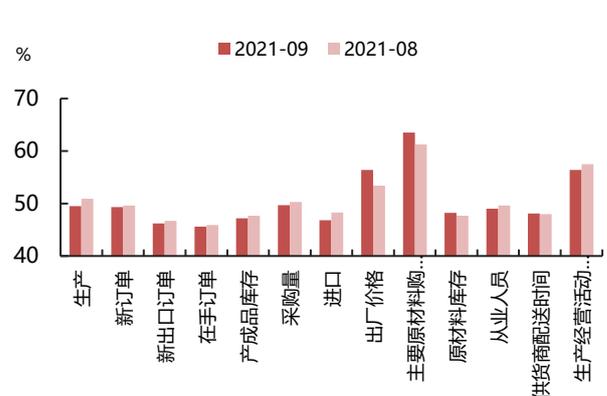
制造业中也不乏亮点，高技术制造业继续扩张，9 月高技术制造业 PMI 为 54%，比上个月高 0.3 个百分点，其中生产、新订单指数和生产活动预期指数分别为 56.3%、54.6%和 60.1%。

图 1：制造业 PMI 指数走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：制造业 PMI 各细分项变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

两个价格指数再次上冲，且出厂价格指数仍大幅低于主要原材料购进价格指数。主要原材料购进价格指数比上个月增至 2.2 个百分点至 63.5%，能源类及其他大宗商品价格上涨导致原材料购进价格增至近 4 个月高位。9 月布伦特原油价格突破了年内高位，环比增长近 6%；秦皇岛动力煤环比涨幅高达 23%；石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业的购进价格指数均位于 69.0%及以上高位区间。

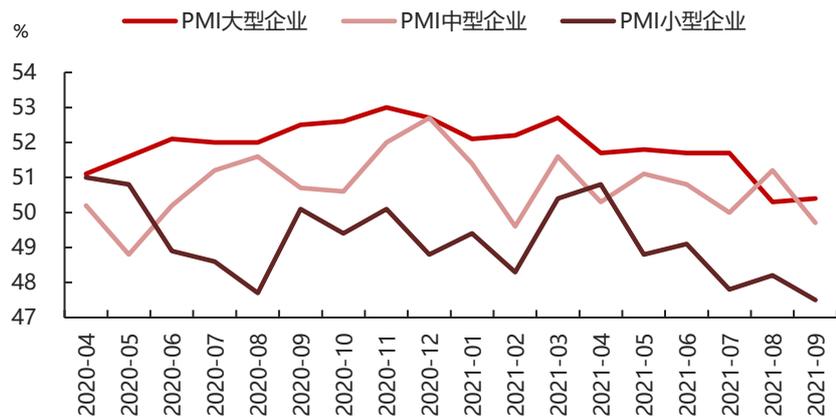
出厂价格指数为 56.3%，高出上个月 3 个百分点，也是近 4 个月的高点。出厂价格的上涨除了受购进价格的传导之外，一些高耗能产品“量减价增”也推动了出厂价格上行，例如黑色金属冶炼及压延加工业升至 70.0% 以上高位区间。

9 月 PPI 将继续上冲，并且大概率超过 10%，再创年内新高。9 月 PMI 两项价格数据均走高，大宗商品价格指数均值环比上涨 0.6%，预计 9 月 PPI 环比涨幅将超过 0.6%，对应同比突破 10%。

大型企业景气度略有上行，但中小型企业 PMI 指数均位于荣枯线以下，其中中型企业降幅最大。

中型企业供需两端都在加速走弱，生产指数为 50.1%，比上月下降 2.9 个百分点，新订单指数为 48.8%，比上月下降 2.5 个百分点；小型企业供需两端的景气度都在收缩区间，生产指数为 47.7%，比上个月下降 0.9 个百分点，新订单指数为 46.3%，比上个月下降 0.5 个百分点。据调查，小型企业中反映原材料成本高、资金紧张、市场需求不足的比重均超过四成，部分小型企业生产经营面临多重困难。中小型企业生产经营走弱的背景下，9 月从业人员指数比上个月下降 0.6 个百分点至 49%，存在一定的保就业压力。

图 3：PMI 小型企业连续 5 个月位于荣枯线之下



数据来源：Wind，东方证券研究所

疫情扰动的消退叠加中秋假期，服务业快速恢复，商务活动指数反弹至 52.4%，高于上月 7.2 个百分点，重返景气区间。受疫情影响比较大的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均大幅回升至临界点以上，但同时房地产行业商务活动指数降至临界点以下。随着“十一”假期的到来，节假日消费有望提振服务业，但由于今年“十一”受疫情影响大于去年，节假日消费同比可能会弱于去年。

建筑业仍位于高景气区间，商务活动指数为 57.5%，比上个月低 3 个百分点。

总体来看，9 月 PMI 数据反映了“限电”和“双控”政策对供给的扰动，对应的工业增加值也将受损。政策层面已经做出了一些调整，比如 9 月 29 日发改委表示将依法依规释放煤炭先进产能、有序增加煤炭进口、坚守民生用能底线、合理疏导用能成本、有效控制不合理能源需求等；同日，煤炭工业协会、煤炭运销协会发布通知，要求进一步做好电煤保供工作；广东等省份发布电价调整方案，在电力供应不足的背景下，通过比较市场化的价格信号调整供需能够起到较好的效果。预计在政策的疏导之下，四季度出现 9 月底大范围“拉闸限电”的可能性较低，“限电”对工业生产的影响有望减弱。

风险提示：

- 1) 宏观政策变动超预期；
- 2) 海外疫情影响供应链稳定和进出口。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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_27301

