

不升反跌，PMI 为何创新低？

2021 年 10 月 31 日

观点

■ 在 9 月经历了拉闸限电的供给冲击后，市场普遍预期 10 月制造业 PMI 将出现小幅反弹。而今日国家统计局公布的 2021 年 10 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 均较 9 月环比下滑，并创下近 10 年同月最低值。这意味着经济“逆风”下行压力仍然较大，四季度 GDP 破“4”的概率也在加大。我们将 2021 年 10 月 PMI 的主要特征归纳为如下三点：（1）从供需来看，由于供电紧张、能耗双控、原材料价格偏高对供给端形成直接约束，10 月生产端环比表现逊于需求端。（2）新出口订单 PMI 止跌，但仍处于收缩区间。（3）非制造业结构上出现改善信号，服务业剔除季节性环比略有改善，建筑业新订单和业务活动预期均环比上行。

■ 供给约束对 10 月制造业 PMI 的拖累进一步显现。10 月制造业 PMI 为 49.2%，较 9 月回落 0.4 个百分点，低于季节性（图 1）。从分项看，生产和原材料库存是主要拖累项（图 2），可见供电紧张、原材料价格偏高是 10 月制造业 PMI 超季节性下滑的主要原因。9 月以来，在电力供应紧张和能耗双控的双重影响下，部分省份采取拉闸限电措施，全国粗钢产量显著下滑（图 3）。供电紧张的背后是煤炭供应紧缺，动力煤价格今年以来快速上行（图 4），对工业企业生产成本造成较大压力。

■ 需求方面，10 月新订单 PMI 仍位于荣枯线以下，环比基本持平季节性。10 月新订单 PMI 较 9 月回落 0.5 个百分点至 48.8%，环比基本持平季节性（2016-2019 年 10 月环比均值为 -0.52 个百分点）（图 5）。我们认为上游原材料价格偏高是需求受抑制的主要原因。随着 10 月 19 日至 21 日各部委连续发声打击煤炭市场过度投机行为、推进煤炭产能释放，以动力煤为代表的国内大宗商品价格开始回落，企业成本压力预期出现一定程度缓解，因此新订单指数并未出现超季节性下滑。

■ 应对“逆风”，大型企业规模优势持续凸显。从企业类型来看，前述供给约束主要对中小企业形成冲击，10 月大、中、小型企业制造业 PMI 分别为 50.3%、48.6%、47.5%。从分项看，10 月大型企业生产 PMI 环比提升了 0.2 个百分点，而中、小型企业则分别下滑 2.6 个百分点、1.9 个百分点。从行业看，装备制造业、基础原材料行业环比 9 月分别下滑 0.6 个百分点、0.1 个百分点，消费品行业持平于上月。

■ 出口订单止住连续下滑趋势，但仍处于收缩区间。10 月制造业新出口订单 PMI 结束此前连续 6 个月环比下滑，较 9 月回升 0.4 个百分点至 46.6%。出口订单的收缩与近几个月出口同比中数量贡献降低相对应（图 6），我们推测其原因来自于以下三方面：一是海外持续复产后供需缺口进一步缩小，导致其对中国出口需求下降；二是各国宽松政策陆续退出导致需求边际放缓；三是高昂的运输成本导致企业进出口意愿下滑。

■ 非制造业方面，10 月服务业 PMI 较 9 月回落 0.8 个百分点至 51.6%，环比变化略好于季节性（图 7）（2016-2019 年 10 月环比均值为 -0.9 个百分点）。9 月、10 月国内均有局部疫情发生，9 月主要集中在福建省，10 月主要集中在甘肃、内蒙古。由于福建服务业增加值占全国比重（2020 年为 3.8%）高于甘肃与内蒙古之和（2020 年为 2.4%），因此 9 月服务业受局部疫情影响更大，即剔除季节性因素后 10 月服务业 PMI 较 9 月实际上略有改善。

■ 新增专项债发行提速，建筑业 PMI 结构上有亮点。10 月建筑业 PMI 较 9 月下滑 0.6 个百分点至 56.9%（图 8），主要受投入品价格过高和从业人员指数环比下行拖累。而受益于 9 月以来新增专项债发行加速、发行规模创年内新高、银行 RMBS 重启发行，建筑业新订单指数环比上行 3 个百分点、业务活动预期环比上行 0.2 个百分点。预计随着财政支出到实际基建投资进一步转化，叠加地产融资监管可能出现的边际放松，建筑业活动仍有支撑。

■ 风险提示：局部疫情扩散超预期；政策变化超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观周报 20211025：拜登基建大幅缩水涉及哪些领域？》2021-10-25

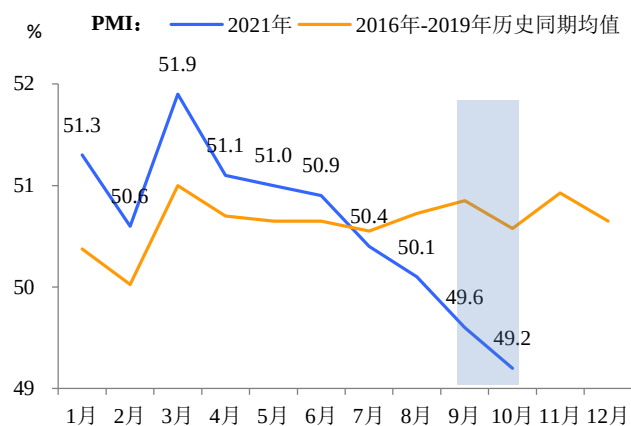
2、《宏观周报 20211024：出口量价拆分的分析框架》2021-10-24

3、《宏观周报 20211023：鲍威尔首提加息，全面评估美国的通胀压力有多大》2021-10-23

4、《宏观周报 20211019：为什么 GDP 跌破 5，人民币却升破 6.4？》2021-10-19

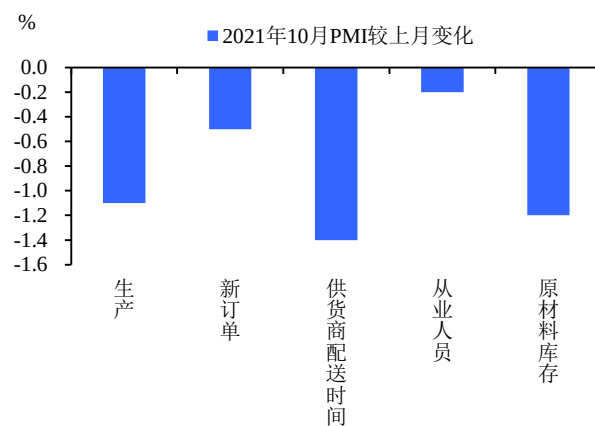
5、《宏观月报 20211018：GDP 增速“破 5”蕴含的“跨周期调节”信号》2021-10-18

图 1: 2021 年 10 月制造业 PMI 超季节性下滑



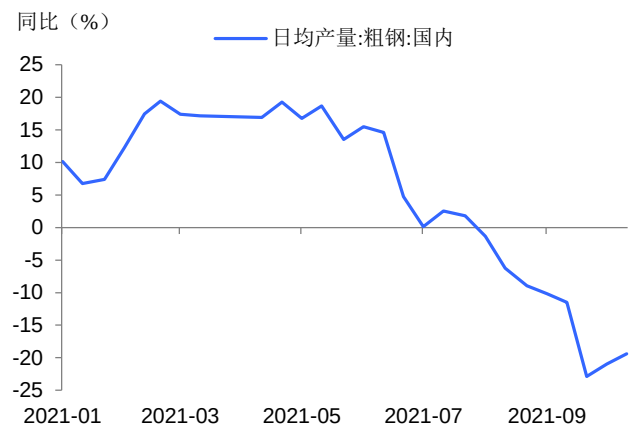
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021 年 10 月制造业 PMI 环比下滑主要受生产、原材料库存拖累



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 近两月国内粗钢产量同比大幅下滑



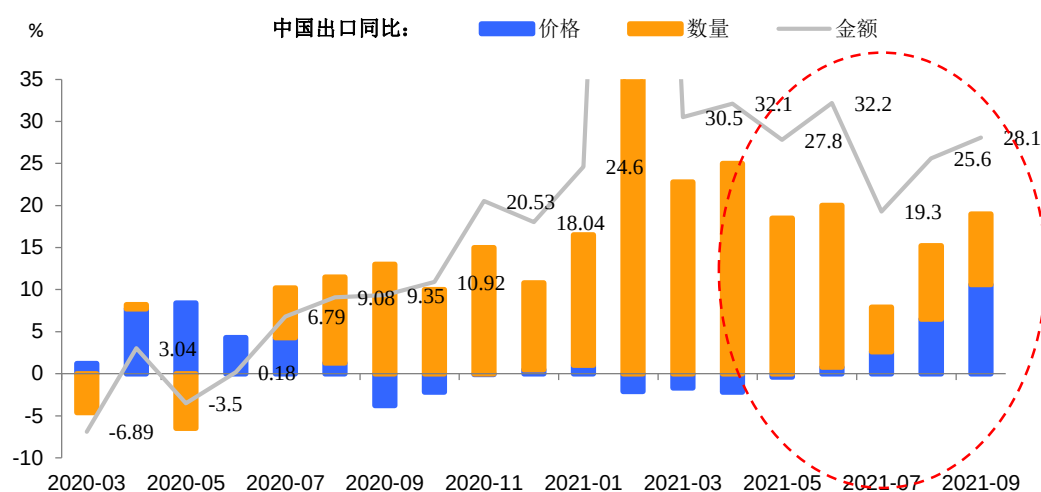
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 动力煤价格近期出现回落



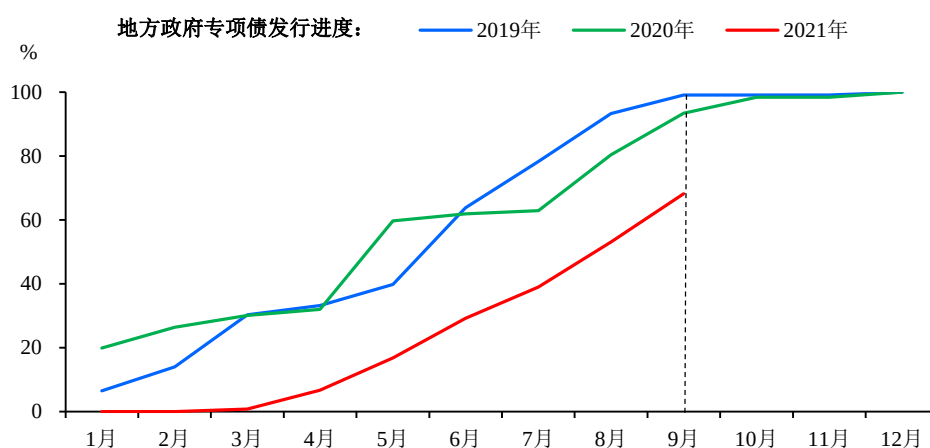
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年 6 月以来中国出口数量同比减速



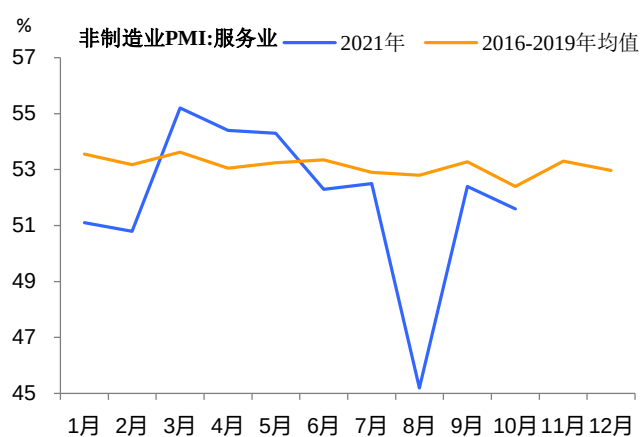
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年 9 月中国地方专项债发行提速



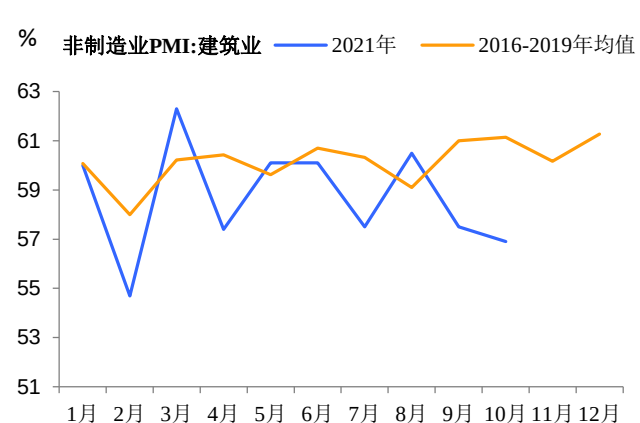
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2021 年 10 月服务业 PMI 季节性下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2021 年 10 月建筑业 PMI 超季节性下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_28456

