证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

2021 年 10 月 31 日

【华西固收研究】生产意愿、能力同时受限，供给矛盾有所放大

——10 月 PMI 数据点评 20211031

事件概述：

国家统计局发布 10 月 PMI 数据，制造业 PMI 数据录得 49.2%，环比回落 0.4pct，非制造业 PMI 数据录得 52.4%，环比下降 0.8pct，综合 PMI 产出指数录得 50.8%，环比回落 0.9pct。

分析与判断：

- **制造业：供给罕见弱于需求，企业生产显著受限**

生产指数罕见低于新订单指数，供给进入多重因素交织下的收缩状态。本月，制造业 PMI 新订单指数回落 0.5pct，录得 48.8%，但与此同时生产指数出现了更大幅度的回落，由上月 49.5%大幅回落至 48.4%，生产指数罕见低于新订单指数。

一般来说，由于现代经济活动中，生产能力整体较为充沛，因此新订单指数通常小于生产指数。近 5 年以来，除 2018、2019 年春节期间，新订单指数只有在 2017 年 9 月供给侧改革、2020 年 2 月疫情爆发和本月三个时点大于生产指数。

我们认为这个现象值得关注，反映出在“低预期+限产能+高成本”多重制约因素下，企业行为出现了明显变化。企业生产经营活动预期指数录得 53.6%，大幅回落 3.1pct，为去年 3 月以来新低，说明制造业企业对未来宏观经济的信心明显下降，在意愿上存在主动收缩的可能。同时，尽管部分地区对此前“一刀切”的限产政策进行了纠偏，但煤电紧缺的客观事实仍然存在，中上游企业的产能仍然受到限制。此外，本月主要原材料购进价格指数跃升至 72.1%，环比大幅提升 8.6pct，而出厂价格指数仅提升 4.7pct，进出厂价格剪刀差的拉大进一步压缩了企业的利润空间，同样会造成企业生产意愿的下降。**从价格指数的跃升来看，10 月 PPI 环比增速将进一步走高，PPI 仍存上行压力。**

企业生产意愿、能力的下降，反映在库存方面则表现为主动去库存。本月，原材料库存、产成品库存指数录得 47.0%、46.3%，分别回落 1.2、0.9pct，去库存进一步加速。此外，本月采购量指数为 48.9%，连续两个月低于临界值，并且较上月回落 0.8pct，企业在持续减少对原材料的储备。

- **非制造业：疫情反复，建筑业、服务业均有回落**

非制造业方面，本月商务活动指数小幅回落 0.8pct 至 52.4%，建筑业、服务业均有拖累，或与多地疫情反复有关。

本月，建筑业商务活动指数录得 56.9%，回落 0.6pct，但需求显示向好。需求方面，建筑业新订单指数在短暂落入收缩区间后，本月回升 3.0pct，重新进入扩张状态，可能与 10 月以来地产融资政策纠偏、专项债加速发行边际上支撑地产、基建投资行为有关。但投入品价格指数大幅提升 7.9pct 至 70.7%，建筑业成本端同样面临较大的压

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

力。

服务业方面，尽管本月商务活动指数回落 0.8pct 至 51.6%，仍保持在荣枯线上方，但新订单、预期指数有所回落。新订单指数录得 48.4%，回落 0.6pct，业务活动预期指数录得 58.5%，回落 0.4pct，国庆节后多地疫情反复或将再度给服务业产生扰动。

投资建议：“滞胀”预期升温，利率博弈赔率有限

10 月 PMI 数据清晰地反映了在当前宏观经济层面，“类滞胀”的风险出现了进一步的抬升。同时，预期、价格、限产三重因素叠加下，企业生产意愿、能力同时受到影响，供给端的矛盾有所放大，宏观层面的复杂性更加明显。

“类滞胀”格局下，货币政策可能并不是解决当前矛盾的最佳工具，但从央行近期连续投放大额逆回购的操作来看，在政府债发行高峰等流动性偏紧的阶段，央行仍然会通过各类工具补充流动性，维持市场利率围绕政策利率波动的状态。同时，我们仍然认为财政政策、信用政策、产业政策将在下阶段跨周期调节中承担更重要的角色，需要关注 11、12 月专项债的发行及使用，不排除提前下达明年地方债额度的可能性。

此外，房地产市场风险在近期有所加剧，考虑到房企激进扩张的势头已经在本轮调控中被充分扼制，预计房地产调控政策有望在保持“房住不炒”大前提下边际转暖。但当前房企、居民、金融机构对房地产行业的预期均没有出现明显好转，房地产投资或仍面临下行压力。

我们预计，在当前的经济及政策组合下，市场对“滞胀”的预期或将出现进一步升温，利率债投资的难度有所加大，利率博弈的赔率空间可能较为有限。

风险提示

疫情出现反复。

分析师：樊信江
邮箱：fanxj@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100006
联系电话：010-51662928

分析师： 颜子琦
邮箱：yanzq@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520010001
联系电话：021-20227900

分析师： 孙嘉伦
邮箱：sunjl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520120001
联系电话：010-59775371

分析师： 张 伟
邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120521080001
联系电话：010-59775334

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。4年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券研究所，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券研究所，主要参与宏观利率、宏观政策、地方债研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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_28471