

2021 年 10 月官方 PMI 点评

出厂价格指数创历史新高

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事件：2021 年 10 月中国官方制造业 PMI 49.2，非制造业商务活动指数 52.4，综合 PMI 产出指数 50.8，和前值相比分别回落 0.4、0.8 和 0.9。

1、供需同步走弱，拖累 10 月制造业 PMI。从 10 月制造业 PMI 分项指数看，内需走弱，以及原材料价格高位上涨、电力供应仍然紧张，在供需两端同时压制制造业 PMI。比较有亮点的是新出口订单指数和进口指数 10 月都环比回升，出口回暖可能和欧美国家圣诞节采购有关，而进口指数回升，可能是因煤炭等能源品的进口管制有所放松。

2、中国经济是否已进入“主动去库存”阶段还需观察。从 10 月官方制造业 PMI 的新订单、采购、原材料库存、生产和产成品库存等分项指数来看，10 月中国经济具有“主动去库存”的特征。不过由于企业生产受政策的扰动较大，且典型的“主动去库存”阶段里，企业主动去库存会导致出厂价格下降，而非当前的高位上涨。因此，我们认为由于政策对企业生产的约束，目前还不能判断中国经济已步入“主动去库存”阶段。

3、10 月制造业 PMI 两个价格指数高位上行，尤其是出厂价格指数创历史新高，继续压制中下游企业的生产。根据制造业 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比的相关性，估算得 10 月 PPI 同比为 12.3%，再次突破前期高点。制造业 PMI 两个价格指数居高不下，主要原因是保供稳价政策执行力度不及预期，10 月石油煤炭加工、化学原料及制品、黑色和有色四个行业的两个价格指数都在 73 以上的高位区间。这压制了中小企业的生产，体现在数据上就是大型制造业企业的 PMI 生产指数小幅回升，而中型和小型制造业企业的明显回落。

4、10 月国内疫情多点扩散，拖累非制造业恢复。10 月服务业 PMI 环比下降 0.8，一方面受到国庆长假的正向推动，另一方面又面临疫情的压制。10 月建筑业有所恢复，尤其是新订单指数从 49.3 提高到 52.3，可能原因是十四五重大项目加快开工。我们认为，尽管“房住不炒”调控基调和地方债务高压监管不会变，但针对地产调控中的过激行为纠偏，以及重大项目加快开工和专项债发行提速，四季度固定资产投资有望边际改善。

总的来说，当前中国经济增长动能放缓，而通胀压力加剧，需要政策积极应对。除 PPI 同比持续高位外，10 月蔬菜和猪肉价格大幅反弹，CPI 同比也将见底回升。10 月英国央行意外释放鹰派信号，美联储 11 月大概率 Taper，“内外交困”下国内货币宽松的空间收窄。预计财政政策和产业政策将是应对政策的重心，货币政策配合，在维持流动性平稳的同时，继续加强对经济薄弱环节的定向支持。在这样的政策组合下，债券市场的调整或未结束，而周期龙头有望受益于保供稳价不及预期和稳增长加码。

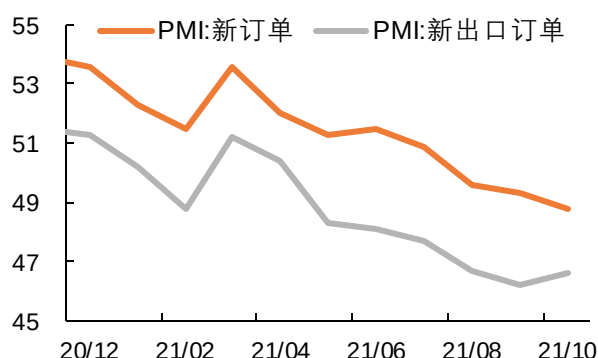
风险提示：稳增长力度不及预期，地缘政治冲突升级导致油价大涨，海外疫情超预期扩散。

10月中国官方制造业 PMI 49.2，非制造业商务活动指数 52.4，综合 PMI 产出指数 50.8，和上月相比分别回落 0.4、0.8 和 0.9。具体来看，有以下几点值得关注：

第一，供需同步走弱，拖累 10 月制造业 PMI。10 月制造业 PMI 环比回落 0.4，按权重加权可算得，生产指数拖累 0.28，新订单指数拖累 0.15，原材料库存指数拖累 -0.12，供应商配送时间指数是逆序数，它环比回落 1.4，反而对制造业 PMI 有 0.21 的正向推动。可见，中国内需走弱，以及原材料价格高位上涨、电力供应仍然紧张，在供需两端同时压制 10 月制造业 PMI。10 月中国制造业 PMI 各分项指数中，比较有亮点的是新出口订单指数和进口指数，分别为 46.6 和 47.5，环比分别上涨 0.4、0.7。出口有所回暖，可能和欧美国家圣诞节采购有关；而进口指数回升的原因，可能是煤炭等能源品的进口管制有所放松。

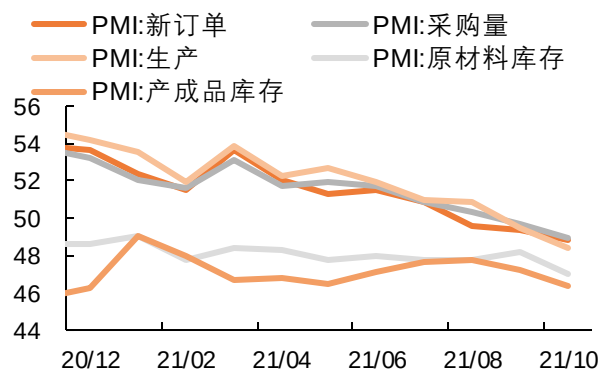
第二，中国经济是否已进入“主动去库存”阶段还需观察。9 月中国工业企业利润数据显示，营收增速和库存增速同时下降，具有“主动去库存”的特征。从 10 月中国官方制造业 PMI 分项指数来看，这一特征延续。内需回落，企业减少了采购（采购量指数从 49.7 下降到 48.9），原材料库存继续收缩（原材料库存指数从 48.2 下降到 47.0），生产也明显放缓（生产指数从 49.5 大幅下降到 48.4），且比需求下滑更快（新订单指数从 49.3 下降到 48.8），导致产成品库存去库（产成品库存指数从 47.2 下降到 46.3）。不过由于 10 月企业生产受政策的扰动较大，电力供应仍然紧张，且典型的“主动去库存”阶段里，企业主动去库存会导致出厂价格下降，而非当前的高位上涨。因此，我们认为由于政策对企业生产的约束，目前还不能判断中国经济已步入“主动去库存”阶段了。

图表1 10月制造业 PMI 显示，内需走弱，外需回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 从分项指数看，当前具有“主动去库存”特征

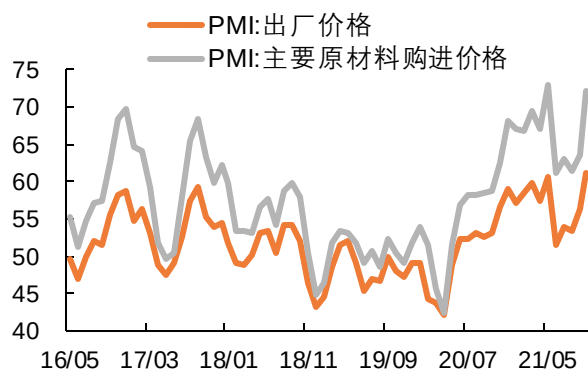


资料来源:wind, 平安证券研究所

第三，10 月中国官方制造业 PMI 两个价格指数高位上行，尤其是出厂价格指数创历史新高，继续压制中下游企业的生产。10 月制造业 PMI 主要原材料购进价格指数从 63.5 提高到 72.1；制造业 PMI 出厂价格指数从 56.4 提高到 61.1，创 2016 年有统计以来的历史新高，根据它和 PPI 环比的相关性，可估算得 10 月中国 PPI 同比为 12.3%，再次突破前期高点。

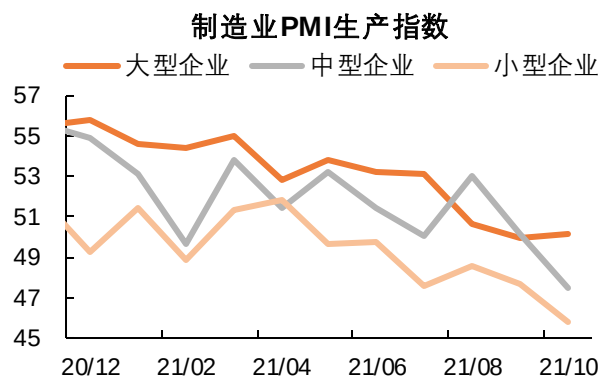
10 月制造业 PMI 两个价格指数持续处于高位，主要原因是保供稳价政策执行力度不及预期。根据国家统计局领导的介绍，10 月石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业的两个价格指数均位于 73.0 以上的高位区间。10 月中下旬政策组合拳加大煤炭保供稳价，煤炭的期货和现货价格都大幅回调，预计将在 11 月的制造业 PMI 数据上有所体现。但除了煤炭以外的多数商品，保供稳价政策的实际执行力度并不强，持续压制中下游企业的生产。体现在数据上就是，10 月大型制造业企业 PMI 生产指数从 49.9 小幅回升到 50.1，生产谨慎扩张；而中型和小型制造业企业的 PMI 生产指数，分别从上月的 50.1 和 47.7，下滑到 47.5 和 45.8，都是 2020 年 3 月至今的低点。

图表3 10月制造业PMI出厂价格指数创历史新高



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 大型和中小型企业制造业PMI生产指数分化

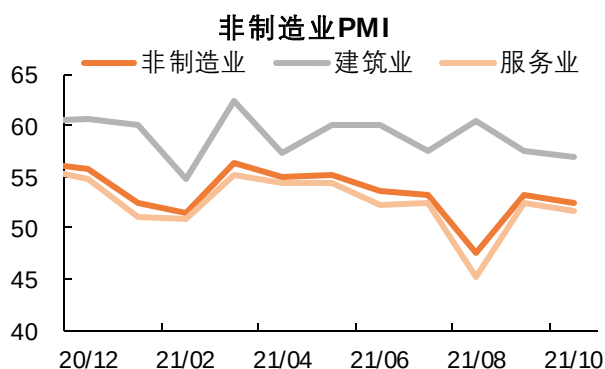


资料来源:wind, 平安证券研究所

第四，国内疫情多点扩散，拖累非制造业的恢复。10月中国非制造业PMI商务活动指数52.4，和上月相比下降0.8。10月中国服务业商务活动指数从52.4下降到51.6，一方面受到国庆长假的正向推动，和假期消费密切相关的住宿、餐饮、娱乐等行业商务活动指数均位于55以上的较高景气区间，业务总量较上月明显增长；另一方面又面临疫情的压制，铁路运输、航空运输等行业的景气水平不及近年同期。10月中国服务业PMI从业人员指数从46.9下滑到46.6，预计10月城镇调查失业率仍有抬高压力。

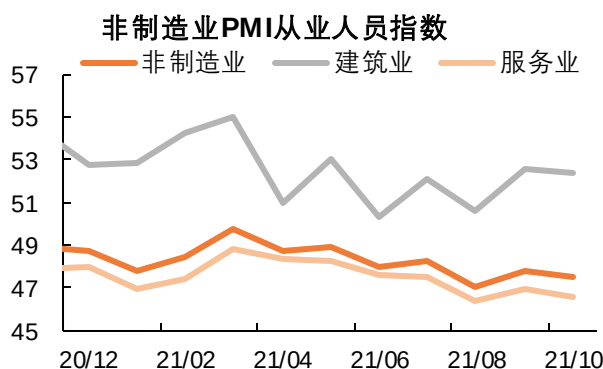
10月建筑业有所恢复。10月建筑业PMI商务活动指数从57.5下降到56.9，仍处于较高景气区间。它的新订单指数从上月的49.3提高到10月的52.3，可能原因是十四五重大项目加快开工。我们认为，尽管“房住不炒”调控基调和地方债务高压监管不会变，但针对地产调控中的过激行为纠偏，以及重大项目加快开工和专项债发行提速，四季度固定资产投资有望边际改善。

图表5 10月建筑业和服务业的PMI均环比回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 10月服务业和建筑业的PMI从业人员指数都明显回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

总的来说，当前中国经济增长动能放缓，而通胀压力加剧，需要政策积极应对：

货币政策方面，“内外交困”下宽松预期降温。除PPI同比持续高位外，10月蔬菜和猪肉价格大幅反弹，CPI同比也将见底回升。10月英国央行意外释放鹰派信号，美联储11月大概率Taper，虽然中国货币政策“以我为主”，但海外主要央行货币

政策开始正常化，也将给中国货币宽松带来掣肘。预计货币政策在配合财政政策和产业政策保持流动性平稳的同时，将继续定向支持制造业和中小微企业等经济薄弱环节，但对总量宽松不宜抱有过高期待。

财政政策方面，预计今年 11 月和 12 月支出将有所加快，同时超收部分将以结转结余资金的方式，去平衡 2022 年的实际赤字。2022 年财政支出节奏可能“前置”，即在上半年就有较快支出。新增专项债也有望于十四五重大项目更好结合，解决储备项目不足的问题，更好发挥重大项目的逆周期调节作用。

产业政策方面，地产调控最严的时候可能已过去，满足刚需购房和开发商的合理融资需求。碳达峰碳中和顶层设计文件已发布，指导各地区、各行业更好平衡绿色转型和经济增长，对经济的负面冲击预计将减弱。

在这样的政策组合下，债券市场的调整或未结束，而周期龙头有望受益于保供稳价不及预期和稳增长加码。

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_28563

