

2021年10月31日

宏观研究

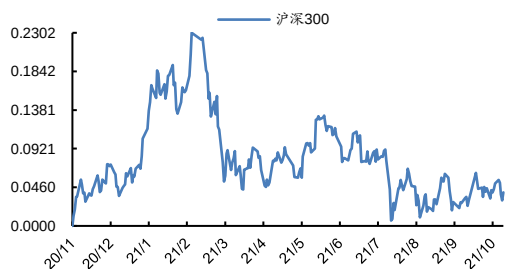
研究所

证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人: 方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

工业部门或已经走过“滞胀”的至暗时刻

——10月PMI数据点评

最近一年走势



事件:

10月31日,国家统计局公布中国10月制造业采购经理指数(PMI)为49.2(前值49.6)。环比下滑虽然很大程度与季节性因素有关,但是由于供应商交货时间扩散指数的计算方法问题,10月制造业的实际经营形势应该仍有明显下滑;且由于供给侧的较大冲击,制造业部门价格指数显著上升,工业部门滞胀压力进一步显现。然而展望未来,虽然需求端的疲软可能难以明显扭转;但是从十月最后一周煤炭供给“保供”和企业反馈的情况来看,供给侧冲击的至暗时刻应该已经过去。

投资要点:

相关报告

《——9月工业企业利润数据点评: 利润增速延续下行趋势,上下游分化减弱 *樊磊》——2021-10-29

《——9月财政数据点评: 财政支出的积极性回升有限 *樊磊》——2021-10-24

《——2021年三季度经济数据及近期政策点评: 供给约束限制政策宽松 *樊磊》——2021-10-20

《——9月贸易数据点评: 航运改善或导致短期出口偏强 *樊磊》——2021-10-14

《供给冲击的顶点到了吗? *樊磊》——2021-10-01

■ **10月PMI回落固然主要与季节性因素有关,但是实际制造业经营状况可能环比显著恶化。**10月PMI经季节调整以后仅有温和下滑,似乎显示季节性因素是10月PMI下行的主要原因。但是组成PMI指数的PMI供应商配送时间子指数明显下行,可能对PMI指数造成了较大扰动。在正常情况下,配送不及时导致该子指数下行是制造业需求旺盛供不应求的表现,所以会用100减去该指数再乘上权重计算PMI主指数。但是在当前制造业部门供给约束显著的情况下,该指数下行不能简单地被理解为制造业部门形势好转。如果剔除这个因素的影响,即使是考虑季节性,制造业PMI指数仍有明显下滑。

从主要的子指数来看,订单经季调略有下滑,但是生产下滑比较显著。这和我们近期了解到一些省份限电限产在十一结束之后反而较九月份进一步扩大范围、增加强度保持一致——10月中旬煤炭价格持续大幅上涨,可能导致了电力供应的进一步紧张。从微观反馈来看,一些企业甚至被迫做四休三,产出有明显下行,成本也有明显上涨,交单违约压力很大,企业利润和工人工资都受到明显影响。由于PMI调研基本上在22日之前完成,PMI生产经营活动预期指数也创出疫情爆发以来的新低。这一情况与市场因为十一结束国网发电数据较好导致的限电高峰已经过去的一致预期显著不同。

■ **价格水平上行也超出市场预期。**在供给侧冲击比较显著的情况下,叠加国际原油价格上行,10月PMI无论是原材料购进价格指数还是出厂价格指数都创出新高。高频数据显示,石油、化工、煤炭、有色等价格水平环比都有上行,凸显出虽然需求有下行压力,但是

短期限电限产引发供给冲击主导局面下制造业的滞胀压力。

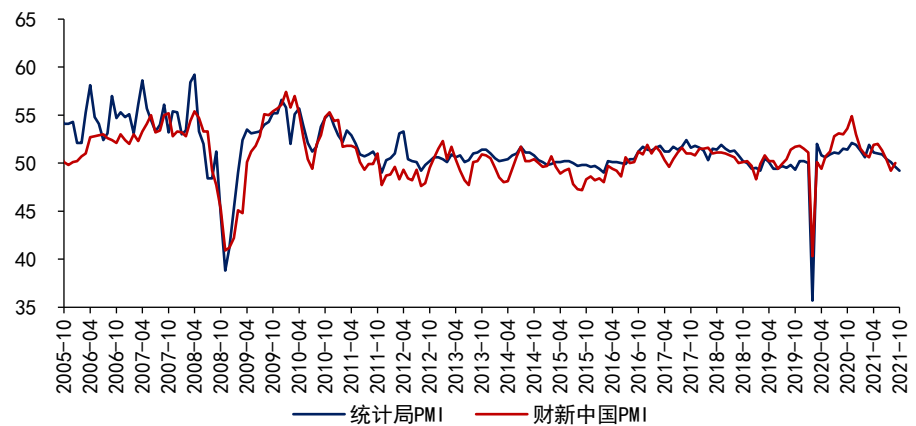
- **“至暗时刻”或已经过去。**但是展望未来，情况并不悲观。在近期政府通过各种方式推动煤炭保供之后，10月下旬以来动力煤期货价格已经出现明显回落。国家发改委9月29日更是罕见的公开发布消息称“全国统调电厂供煤水平屡创历史新高……特别是10月下旬以来……存煤水平回升至1亿吨以上”。煤炭供给得到保障当然会显著缓解电力供应的紧张。

从企业的反馈来看，从十月下旬特别是最后一周以来，一些企业已经完全取消了此前限电的措施，虽然仍需等待政府定期通知电力供应的计划；一些企业一天只限一到两个小时电，与此前的限电程度相比大幅缓解。

这样看来，除非国际原油价格大幅上行或冷冬导致煤炭供给再度紧张，工业部门滞胀的至暗时刻应该已经过去，整体经济类滞胀的状况也应该有所缓解。短期中国经济将面对一个正的供给冲击，可能出现一个增长边际回升，价格有所回落的稍显舒适的局面。当然，中期而言需求不足的问题会在供给改善之后更明显的表现出来。我们仍然对利率债维持较为乐观的判断。

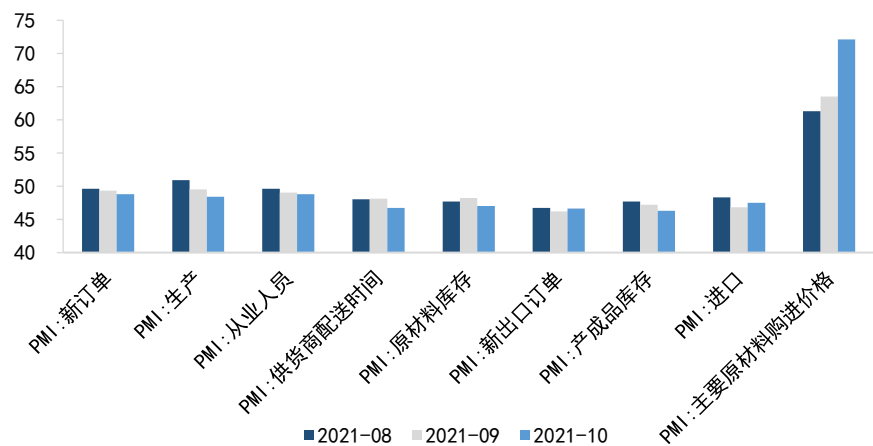
- **风险提示** 经济超预期下行、国内外疫情恶化、政策不及预期

图 1: 中国官方 PMI 数据



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: PMI 主要分项指数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部

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_28584

