

2021年10月31日

证券研究报告·宏观简评报告

数据点评



产需比走差，结构性政策加力

——10月PMI数据点评

摘要

- **制造业 PMI：产需比恶化，行业分化特征明显。**供需两端继续放缓，企业出现“供不应求”情况。10月，制造业采购经理人指数为49.2%，受能耗双控和部分地区“限产限电”等影响，连续两个月处于收缩区间。受国内散点疫情、能耗双控等影响，生产指数为48.4%，较上月下降1.1个百分点；从需求端看，新订单指数为48.8%，较上月下降，需求有所减弱。企业供不应求情况显现，从近几年的经验来看，10月出现新订单指数超生产指数情况较罕见。本月行业分化特征明显。高新技术和装备制造业持续扩张，对制造业总体拉动作用明显；高耗能产业处于收缩区间；纺织、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业处于收缩区间，供需两端景气水平较低。从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数均有所上升。短期结构性政策或加力，对未来数据形成拉动。
- **中、小型企业供给压力加大，大型企业运行相对平稳。**中、小企业 PMI 持续偏弱，大型企业 PMI 仍在荣枯线之上。10月，中、小企业供给放缓明显，受此影响需求端也有回落，大型企业供需都在荣枯线以上，但大、中、小型企业的主要原材料购进价格都升至70%以上的高位区间。进出口方面，除中型企业进口指数和小型企业新出口订单外，其他分项都较上月有所回升。从业内人员和经营预期方面，不同规模企业的经营预期都有回落，大型企业从业人员指数回落，中小企业有所回升，但都在荣枯线以下。
- **企业成本升至高位，库存回落需注意。**原材料购进价格及出厂价格指数继续走高，企业成本压力加大。10月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为72.1%和61.1%，其中出厂价格指数为近年高点，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的两个价格指数均位于高位区间。大宗商品价格仍高、能耗双控等，短期未见起色，加上煤炭供应不足的问题突出，对企业成本端持续造成压力，短期煤炭供应紧张的问题或持续。企业原材料库存和产成品库存指数双回落，企业被动去库存，若后续企业成本压力仍大，叠加库存不足，企业压力或加大。供需扩张放缓，企业对于未来持谨慎态度，招工放缓。
- **非制造业 PMI：服务业恢复减慢，建筑业降幅趋缓。**10月份，非制造业商务活动指数为52.4%，较上个月小幅回落，服务业商务活动指数为51.6%，服务业恢复减慢。从行业来看，电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等市场活跃度不断提升；受假期影响，相关住宿、餐饮、生态保护及环境治理、娱乐等商务活动指数处于较高景气区间；同时由于疫情和天气等影响，铁路运输、航空运输等行业商务活动指数扩张力度相对较弱。从分项指标来看，拖累服务业的主要是需求端。10月，建筑业商务活动指数为56.9%，虽有所回落，但仍位于较高景气区间，一方面专项债发行加快拉动基建，另一方面近期房地产政策边际放松，预期暂稳，对建筑业需求有所支撑，预计年内建筑业信心仍将维持在荣枯线之上。
- **风险提示：**国内需求恢复不及预期，政策边际变化。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 双碳经济驶入快车道，全球能源问题仍紧迫 (2021-10-29)
2. 动静纵横，看中小企业的未来 (2021-10-25)
3. 房地产政策边际继续放松，欧美面临双重压力 (2021-10-22)
4. 谁拖累了三季度的经济？ (2021-10-18)
5. 多举措保障能源供给，美国Taper预期打满 (2021-10-15)
6. 剪刀差扩大，关键还看全球供需——9月通胀数据点评 (2021-10-14)
7. 不及预期后的触底反弹，关注什么？——9月社融数据点评 (2021-10-14)
8. 全球传导效应来袭，后续支撑与风险——9月贸易数据点评 (2021-10-14)
9. 原油价格骤起，“银十”依旧低迷——假日数据概览 (2021-10-10)
10. 十一“补偿式”出游，美国抛出贸易“橄榄枝”——假日全球大事概览 (2021-10-07)

受煤炭供给不足、限电限产、部分地区散点疫情、季节因素等影响，10月份中国制造业采购经理指数继续回落，非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数仍在扩张区间，10月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 49.2%、52.4%和 50.8%，分别比上月回落 0.4、0.8 和 0.9 个百分点，预计短期供给端和高成本压力仍在，政策托底或开启，对后续 PMI 或有拉动。

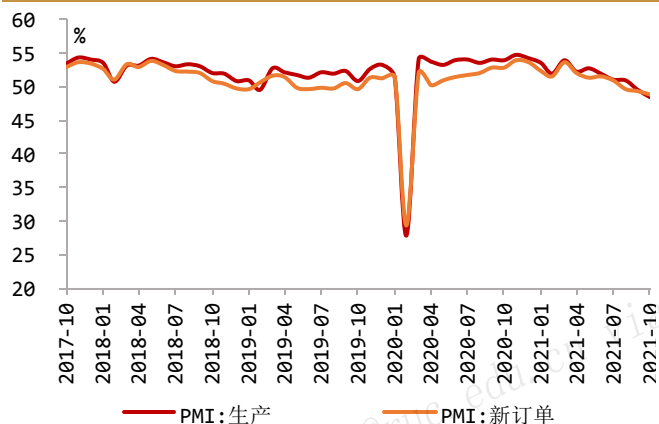
1 制造业 PMI：供需比恶化，行业分化特征明显

供需两端继续放缓，企业出现“供不应求”情况。10月份，制造业采购经理人指数为 49.2%，比上月下降 0.4 个百分点，受国内能耗双控和部分地区“限产限电”、国际大宗商品价格上涨等因素影响，连续两个月处于收缩区间。**从生产端看**，本月生产指数为 48.4%，较上月继续下降 1.1 个百分点，生产指数连续 5 个月下行，近两个月连续处于枯荣线以下。受国内部分地区散点疫情、能耗双控、以及煤炭供给不足等因素的影响，企业供给端压力较大。此外，供应链受到一定冲击，产品交付不畅，10月，供应商配送时间为 46.7%，较上个月下降 1.4 个百分点。**从需求端看**，新订单指数为 48.8%，较上月下降 0.5 个百分点，连续 4 个月下行，连续 3 个月位于枯荣线以下，制造业需求有所减弱。新订单指数较生产指数高 0.4 个百分点，企业供不应求情况显现，从近几年的经验来看，新订单指数超生产指数一般在春节附近，10月出现该情况较罕见，供给不足的压力较大。**从预期来看**，企业对未来预期较为谨慎，10月生产经营活动预期为 53.6%，较上月下降 2.8 个百分点。目前看来，企业供给短缺压力较大，短期政策托底或开启，对未来 PMI 数据或形成拉动。

从行业来看，本月分化特征明显。首先，高技术和装备制造业持续扩张，对制造业总体拉动作用明显，高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 52.0%和 51.2%，高于制造业总体 2.8 和 2.0 个百分点。其次，高耗能产业处于收缩区间，成为拖累制造业总体 PMI 的主要项。10月份高耗能行业 PMI 为 47.2%，低于制造业总体 2.0 个百分点，高耗能行业生产经营活动预期指数为 48.6%，低于制造业总体 5.0 个百分点，为 2020 年 3 月以来低点，行业景气度较低，企业信心不足。10月份，国务院相继推出《关于推动城乡建设绿色发展的意见》、《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》，预计两高行业发展将受到进一步的监管约束，后续政策效果将持续显现。此外，纺织、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数和新订单指数均位于 45.0%以下，处于收缩区间，供需两端景气水平较低。

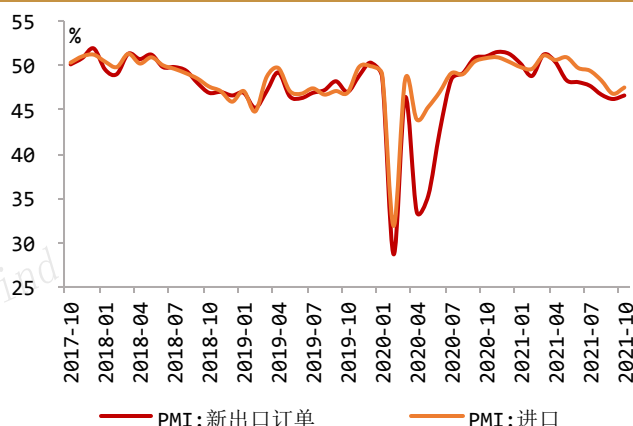
从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数均有所上升，分别为 46.6%和 47.5%，较前值上升 0.4 和 0.7 个百分点。受万圣节、圣诞节等海外节假日的影响，近期出口有所恢复；进口方面，国内消费回暖，叠加双十一等影响，进口有所修复。后续由于国内外疫情和经济复苏仍有压力，制造业整体进出口走势不确定性较大。10月份，商务部出台《“十四五”电子商务发展规划》、深化数字经济合作，推动跨境电商发展，预计对数字贸易等新消费模式有所促进。

图 1：供需扩张持续放缓



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：进口指数、新出口订单指数回升



数据来源：wind、西南证券整理

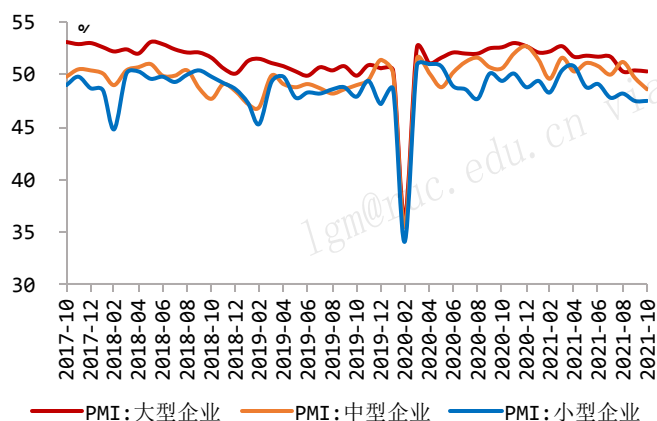
2 中、小型企业供给压力加大，大型企业运行相对平稳

从规模企业看，中、小企业 PMI 继续回落，大型企业 PMI 仍在荣枯线之上。10 月，供给端压力在中小企业上体现地更加明显，大型企业 PMI 为 50.3%，较上月略回落 0.1 个百分点，总体维持稳定；中型企业 PMI 分别较上月继续回落 1.1 个百分点至 48.6%，连续 2 个月位于荣枯线以下；小型企业 PMI 与上月持平为 47.5%，连续 6 个月位于临界值之下，中下游行业居多的中、小型企业生产经营压力较大。具体来看，中、小企业供给放缓明显，受此影响需求端也有回落，大型企业供需都在荣枯线以上，但大、中、小型企业的主要原材料购进价格都升至 70% 以上的高位区间。10 月，中、小企业生产指数较前值分别回落 2.6 和 1.9 个百分点至 47.5% 和 45.8%，大型企业生产指数较前值略升 0.2 个百分点至 50.1%，回到荣枯线以上。中小企业新订单指数回落幅度较低，分别为 47.7% 和 46.1%，分别较 9 月回落 1.1 和 0.2 个百分点，供给端压力逐渐传导，虽然近期针对中小企业的扶持优惠政策陆续出台，但政策效果尚未反映到数据上。进出口方面，除中型企业进口指数和小型企业新出口订单外，其他分项都较上月有所回升。大、中、小型进口指数分别为 48.6%、44.4% 和 47.9%，分别回升 1.4、回落 2.2 和回升 3.1 个百分点，值得注意的是小型企业进口指数之前连续 3 个月下降后回复较多；10 月，大型、中型和小型企业新出口订单指数分别较前值回升 0.8、1.5 和回落 4.6 个百分点至 47.3%、47.1% 和 41.3%，逆转之前大、中型企业回落，小型企业回升的态势。海外疫情不稳定，经济恢复不确定因素较多，节日需求增多拉动企业出口。

从业人员和经营预期方面，不同规模企业的经营预期都有回落，大型企业从业人员指数回落，中小企业有所回升，但都在荣枯线以下。中、小型企业的从业人员指数分别为 48.8% 和 47.4%，较上月回升 0.2 和 0.5 个百分点，而大型企业从业人员指数较上月回落 0.8 个百分点至 49.4%，降至荣枯线之下，不同规模企业的从业人员指数都在荣枯线以下，企业对未来看法仍较谨慎。大、中、小型企业的经营预期指数分别较前值回落 2.1、3.9 和 3.0 个百分点至 55.8%、52.9% 和 49.4%，回落幅度较大，受供应链紧张、双减政策以及大宗商品价格高等负面因素影响，企业预期回落。10 月 27 日国常会决定，对四季度制造业中小微企业实现的企业所得税和国内增值税、国内消费税及随其附征的城市建设维护税，以及个体工商户、个人独资和合伙企业缴纳的个人所得税实行阶段性税收缓缴，其中对年销售收入 2000 万元以下的制造业小微企业，其实现的税款全部缓缴；对年销售收入 2000 万元至 4 亿元的制造

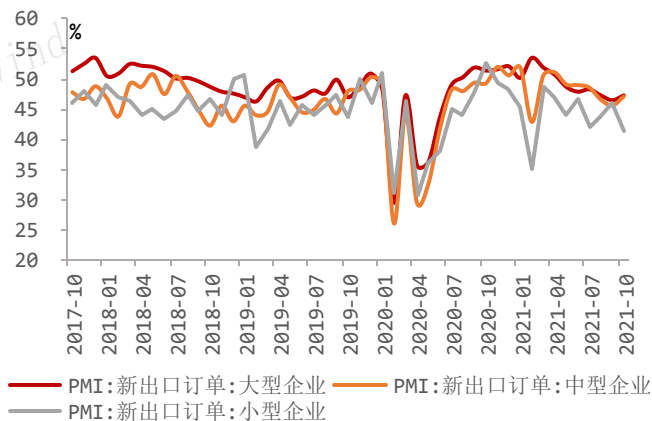
业中型企业，实现的税款按 50% 缓税，特殊困难企业可依法特别申请全部缓税。缓税自今年 11 月 1 日起实施，至明年 1 月申报期结束，预计可为制造业中小微企业缓税 2000 亿元左右。另外，为纾解煤电、供热企业经营困难，对今年四季度实现的税款实施缓缴，预计缓税总额 170 亿元左右。近期，有关部门对于中小微企业的融资端、费用端有不同的优惠政策，促进中小企业复苏。

图 3：中、小型企业 PMI 有所回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：大、中型企业新出口订单指数回升



数据来源：wind、西南证券整理

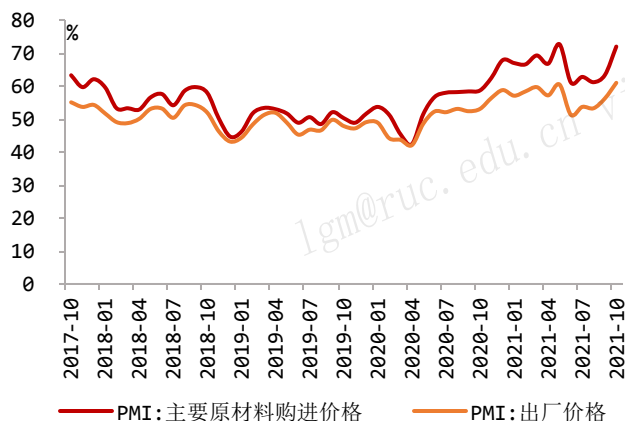
3 企业成本升至高位，库存回落需注意

原材料购进价格及出厂价格指数继续走高，企业成本压力加大。10 月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 72.1% 和 61.1%，高于上月 8.6 和 4.7 个百分点，升幅都较大，其中出厂价格指数为近年高点。行业层面，从主要原材料购进价格指数看，本月全部调查行业仍均高于临界点，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% 以上高位区间，反映原材料采购价格和产品销售价格都加快上涨，对相关中下游企业压力继续加大。大宗商品价格仍高、能耗双控等，短期未见起色，加上煤炭供应不足的问题突出，对企业成本端持续造成压力。从 10 月 19 日开始，随着国家发改委等开始对煤炭祭出“组合拳”，煤炭期货和现货价下跌，钢材价格也在近期高位回落，但短期煤炭供应紧张的问题或持续，对企业原材料价格造成的压力在短期将继续。10 月 24 日，国务院印发《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，10 月 26 日又印发了《2030 年前碳达峰行动方案》，两份文件均提及“到 2030 年，非化石能源消费比重达到 25% 左右”。行动方案明确提出，加快煤炭减量步伐，“十四五”时期严格合理控制煤炭消费增长，“十五五”时期逐步减少，预计长期煤炭供需将逐渐平衡。从不同规模企业来看，大中小型企业的主要原材料购进价格和出厂价格都有回升，大中小型企业主要原材料购进价格指数分别较上月大幅上升 9.2、10.1 和 9.5 个百分点至 72.3%、72.4% 和 71.4%，出厂价格指数分别回升 4.5、4.9 和 4.8 个百分点至 61.6%、61.0% 和 60.1%，不同规模企业的出厂价格都升至高位区间，预计后续或向终端消费价格传导。10 月，BCI 企业销售前瞻指数较前值回落 5.58 点至 69.07，利润前瞻指数回落 1.77 点至 53.91，总成本前瞻指数继续上升 3.84 点至 89.84。

企业原材料库存和产成品库存指数双回落，供应商配送时间指数也下降，供应商配送时间指数为 46.7%，较上月下降 1.4 个百分点，连续 7 个月位于荣枯线以下，受部分

地区散点疫情影响，原材料供应商交货时间继续延长。10月，原材料库存指数和产成品库存分别为47.0%和46.3%，较上月回落1.2和0.9个百分点，供给不足、成本压力较大的情况下，企业主动去库存，若后续企业成本压力仍大，叠加库存不足，或加重企业压力；从业人员指数为48.8%，较上月继续回落0.2个百分点。供需扩张放缓，企业对于未来持谨慎态度，招工放缓。

图5：主要原材料购进价格持续攀升



数据来源：wind、西南证券整理

图6：企业利润前瞻指数回落



数据来源：wind、西南证券整理

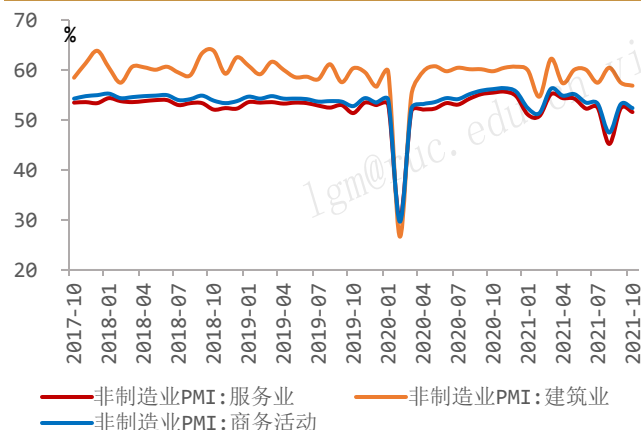
4 非制造业 PMI：服务业恢复减慢，建筑业降幅趋缓

服务业恢复减慢，行业间分化。10月份，非制造业商务活动指数为52.4%，较上个月小幅回落0.8个百分点，继续位于枯荣线之上，非制造业继续保持扩张，但力度有所减弱。10月份，服务业商务活动指数为51.6%，较上个月下降0.8个百分点，继续位于枯荣线以上，服务业恢复缓慢。从行业来看，电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数连续两个月高于56.0%，市场活跃度不断提升；受“十一”假期因素影响，相关的住宿、餐饮、生态保护及环境治理、娱乐等行业商务活动指数处于55.0%以上的较高景气区间；同时由于疫情和天气等影响，消费者倾向于就地或者周边过节，铁路运输、航空运输等行业商务活动指数扩张力度相对较弱，景气水平不及近年同期；资本市场服务、保险和房地产等行业商务活动指数继续低于临界点，景气度偏低。**从分项指标来看，拖累服务业的主要是需求端**，服务业新订单指数为48.4%，比上个月下降0.6个百分点。受国内“能耗双控”和国际大宗商品价格影响，投入品价格和销售价格指数有所上升。成本上升需求回落下，从业人员指数和业务活动预期指数有所下降，从市场预期来看，服务业业务活动预期指数为58.5%，较上月下降0.4个百分点。近期国内能源“保供稳价”和房地产市场调整边际宽松，加上新冠疫苗“加强针”的推广，国内散点疫情逐步控制，服务业复苏可能稳中有升，但成本端的压力或短期持续。

建筑业商务活动指数降幅趋缓，多因素拉动需求。10月，建筑业商务活动指数为56.9%，较上月下降0.6个百分点，仍位于较高景气区间，建筑业需求持续增长。从分项指标看，10月，建筑业新订单指数为52.3%，较上个月上升3.0个百分点，一方面10月财政部表示将继续加强对地方指导，围绕国家重大区域发展战略以及“十四五”发展规划等，加大对重点项目支持力度，2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕基建形成拉动，另一方面近期房地产信贷政策边际放松，近期，多部委相继提出支持房地产行业健康发展，

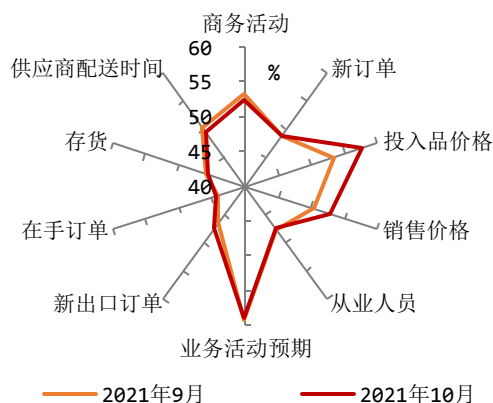
房地产政策预期有所改善，高频数据显示，十月最后一周 30 大中城市商品房成交面积环比也有所回升；从用工情况看，建筑业从业人员指数为 52.4%，比上个月下降 0.2 个百分点；从价格因素看，建筑业投入品价格指数为 70.7%，较上月上升 7.9 个百分点，建筑业销售价格指数为 57.1%，较上月上升 1.3 个百分点，建筑业成本压力也呈上涨态势；在预期上，建筑业业务活动预期指数为 60.3%，较上月上升 0.2 个百分点。预计年内建筑业商务活动指数仍将维持在较高位。

图 7：10 月服务业 PMI 指数略回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10
中采制造业PMI																			
PMI总指数	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2
生产量	53.7	53.2	53.9	54.0	53.5	54.0	53.9	54.7	54.2	53.5	51.9	53.9	52.2	52.7	51.9	51.0	50.9	49.5	48.4
雇员	50.2	49.4	49.1	49.3	49.4	49.6	49.3	49.5	49.6	48.4	48.1	50.1	49.6	48.9	49.2	49.6	49.6	49.0	48.8
新订单	50.2	50.9	51.4	51.7	52.0	52.8	52.8	53.9	53.6	52.3	51.5	53.6	52.0	51.3	51.5	50.9	49.6	49.3	48.8
出口订单	33.5	35.3	42.6	48.4	49.1	50.8	51.0	51.5	51.3	50.2	48.8	51.2	50.4	48.3	48.1	47.7	46.7	46.2	46.6
现有订货	43.6	44.1	44.8	45.6	46.0	46.1	47.2	46.7	47.1	47.3	46.1	46.6	46.4	45.9	46.6	46.1	45.9	45.6	45.0
产成品库存	49.3	47.3	46.8	47.6	47.1	48.4	44.9	45.7	46.2	49.0	48.0	46.7	46.8	46.5	47.1	47.6	47.7	47.2	46.3
原材料库存	48.2	47.3	47.6	47.9	47.3	48.5	48.0	48.6	48.6	49.0	47.7	48.4	48.3	47.7	48.0	47.7	47.7	48.2	47.0
采购量	52.0	50.8	51.8	52.4	51.7	53.6	53.1	53.7	53.2	52.0	51.6	53.1	51.7	51.9	51.7	50.8	50.3	49.7	48.9
购进价格	42.5	51.6	56.8	58.1	58.3	58.5	58.8	62.6	68.0	67.1	66.7	69.4	66.9	72.8	61.2	62.9	61.3	63.5	72.1
供应商配送时间	50.1	50.5	50.5	50.4	50.4	50.7	50.6	50.1	49.9	48.8	47.9	50.0	48.7	47.6	47.9	48.9	48.0	48.1	46.7
进口	43.9	45.3	47.0	49.1	49.0	50.4	50.8	50.9	50.4	49.8	49.6	51.1	50.6	50.9	49.7	49.4	48.3	46.8	47.5
中采服务业PMI	52.1	52.3	53.4	53.1	54.3	55.2	55.5	55.7	54.8	51.1	50.8	55.2	54.4	54.3	52.3	52.5	45.2	52.4	51.6

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_28667

