



王涵：从生产端看“能耗双控+保供稳价”影响



文/新浪财经意见领袖专栏作家 王涵



投资要点

2021 年 10 月制造业 PMI 为 49.2，低于前值 49.6 和预期值 49.7；非制造业 PMI 位 52.4，低于前值 53.2。我们认为：

能耗双控继续影响生产，保供稳价或在消耗库存。制造业 PMI 自 9 月跌入临界以下后 10 月继续下滑，季节性规律连续处于往年同期最低水平。五大分项中，原材料库存和生产指数下滑幅度较大，较上月分别下滑 1.2、1.1 个百分点，新订单、从业人员指数较上月分别下滑 0.5、0.2 个百分点，供应商配送时间较上月也大幅下滑 1.4 个百分点。整体来看，10 月 PMI 数据反映供需继续走弱，生产连续大幅下滑或反映能耗双控影响延续，10

月边际变化来自于价格和库存，购进和出厂价格双双飙升反映价格压力骤升，而随着 9 月生产受限影响产成品库存出现下滑后，本月产成品库存走低幅度加大，原材料库存也大幅走低，触及疫情以来最低水平，或反映保供稳价正在消耗库存。

供需方面：供需继续弱化，生产连续走弱，内需弱化也甚于外需。9 月在能耗双控影响下，生产指数大幅下滑 1.4 个百分点，跌入临界值以下，10 月生产指数继续走低 1.1 个百分点，反映能耗双控影响持续，但生产承压情况较 9 月或小幅弱化。10 月，新订单指数下滑 0.5 个百分点，对 PMI 环比拖累加大。新出口订单指数结束持续 6 个月下滑趋势，出现小幅回升。新订单和新出口订单指数的背离也反映内需弱化要甚于外需。整体来看，当前供需呈现继续放缓迹象，且供给降温大于需求降温，需警惕供求缺口扩大风险。

价格方面：购进和出厂价格指数再次双双速涨，价格压力上升。10 月生产量走弱继续大于新订单走弱，反映供求缺口仍在扩大，这也影响购进和出厂价格指数在 9 月出现转头后，10 月大幅向上冲高，生产领域价格压力再次飙升。需要注意的是，此次价格冲高中，出厂价格指数已经突破前期 5 月份的高点，达到疫情以来最高水平；购进价格指数也达到仅次于 5 月份的疫情以来次高点。这一方面反映价格压力大，另一方面购进-出厂价格差值也达到 5 月以来次高，企业面临的价格压力再次上升。

库存层面：产成品、原材料库存双双大幅走低，库存消耗明显。10 月，

产成品库存下滑幅度较 9 月加大；原材料库存经历 9 月回升 0.5 个百分点之后，10 月大幅下滑 1.2 个百分点。整体库存指数对 PMI 环比拖累也达到疫情以来次高水平（2021 年 2 月）。这反映保供稳价效果或已经有所显现，库存消耗正在对冲供给约束。

外需层面：新出口订单指数结束下滑，但依旧处于临界以下。10 月，新出口订单较上月小幅回升 0.4 个百分点，结束连续 6 个月下滑趋势，但依旧处于临界值以下区间。从出口来看，9 月出口增速向好主要受价格贡献支撑，数量动能则现弱化，全球恢复放缓背景下，需要警惕外需动能下滑。

保供稳价或缓解价格，但需警惕供求缺口和经济增长压力。当前 PMI 指数反映双控对生产影响持续，但压力最大时期或已过去；保供稳价或已经在消耗库存对冲供给约束，叠加近期政策引导大宗商品价格回调，后续价格压力或有所缓解，但需要注意本轮库存走低的起点水平较之前较低，需警惕库存消耗期间供求缺口修复的可持续性，以及供需弱化仍在继续可能会给经济带来的压力。

风险提示：价格上涨风险，经济下行风险。

图表 1: 10 月 PMI 下滑, 生产继续拖累, 库存下滑



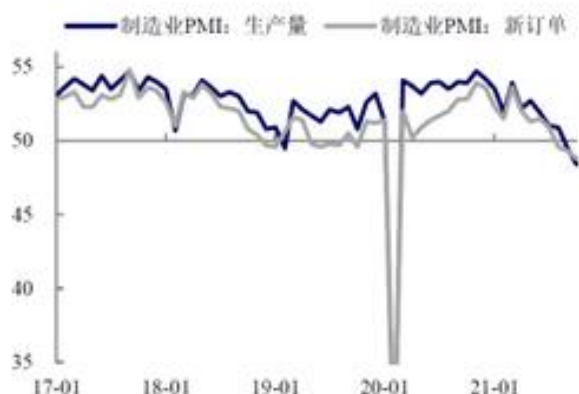
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2: 10 月 PMI 继续处于往年同期季节性最低水平



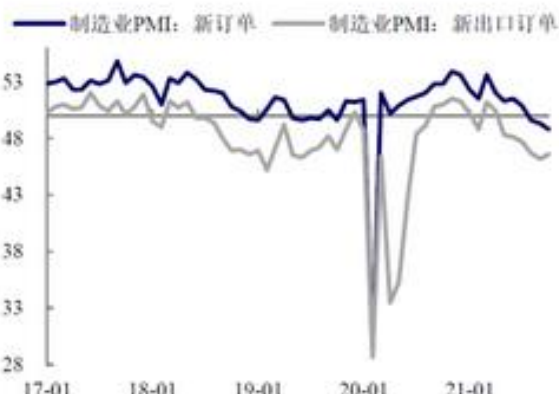
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: 10 月生产量-新订单自疫情以来首现负缺口



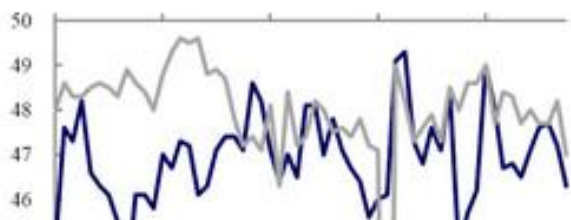
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 10 月新订单继续下滑, 新出口订单小幅走高

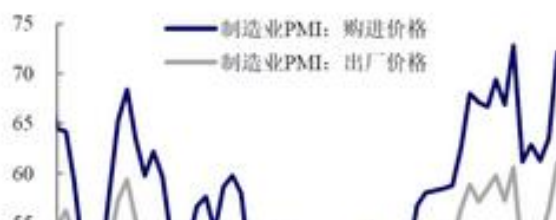


数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5: 10 月产成品、原材料库存双双大幅下降



图表 6: 10 月购进、出厂价格指数双双跳升



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_28458

