



PMI 重回扩张区间



【财新网】(专栏作家 李奇霖 特约作者 孙永乐) 10 月经济数据显示国内消费、制造业投资、工业增加值等指标都有所回暖。房地产投资和销售虽然都在走弱，但是 11 月政策对房地产的监管力度在边际上有所放松，11 月房地产销售出现了季节性的回暖，在这时候市场也很关心在政策边际放松后，地产能有一个怎么样的表现。

10 月 PPI 虽然达到了 13.5%，但是在 10 月下旬开始，受益于“保供稳价”等政策，市场上的各类大宗商品都出现了一个明显的回调。所以站在 11 月的时候，市场也都判断 PPI 后续大概率会开始回落了。

主要的隐忧则是 11 月全国再次出现疫情，这会对居民消费等行为造成负面冲击。

那么在上游通胀迎来拐点、政策对房地产的监管有所放松以及消费进入年末旺季但又有疫情的时候，11 月经济数据就成为了判断后续经济运行节奏的一个重要节点。其中，11 月 PMI 作为最早公布的数据，能够帮我们一览经济的全貌。

可以看到 11 月 PMI 数据十分亮眼，制造业 PMI 为 50.1%，比上月上升 0.9 个百分点，重回扩张区间；建筑业商务活动指数为 59.1%，前值为 56.9%；服务业商务活动指数为 51.1%，比上月下降 0.5 个百分点。

11 月制造业 PMI 回升大致有这么几个因素推动：

第一，海外疫情再次反复，全球对中国的生产能力依赖被强化；

第二，成本端压力减小，企业开始回补了一些库存，中小企业的经营环境也在变好；

第三，地产监管政策在边际上有所放松，房企资金压力减小，投资活动开始回暖，并带动相关需求回升；

第四，在需求回暖、电力供应能力提升的时候，生产端也在稳步修复。

图 1. PMI 分项指标概览



资料来源：wind，红塔证券

先来看一下出口相关指标。

11月出口新订单指数大幅上行，新出口订单指数为48.5%，比10月上升1.9个百分点，创下了今年5月份以来的新高。

我们认为近期出口订单的回升有两方面原因。一方面因为圣诞消费季临近，海外消费需求走高；另一方面海外疫情再次反复，供应链恢复慢，全球对中国的依赖程度加深。

而且供应链的问题在短期内很难得到有效解决。可以看到随着天气的变冷，发展中国家疫苗接种进度偏慢以及第一轮疫苗的有效率逐渐降低，海外出现了新一轮疫情。目前全球每日新增人数已经超过了 50 万人次 (WHO 口径，7 日移动平均)。

更为复杂的是，南非还出现了“奥密克戎”新型病毒（总体风险被 WHO 评估为“非常高”）。发达国家因为接种率高，对这种病毒的防御力相对还会强一些，但是发展中国家的疫苗对外依赖度高，接种率又很低，对新型病毒的抵抗力无疑会更差。

在这样的情况下，海外供应链修复的不确定性就更强了。

在海外生产难以修复的时候，全球对中国生产力的依赖只会更强。这也解释了为什么近期出口订单连续回升。

当然如果拉长时期来看的话，出口大概率是向下的，因为此前的财政货币刺激政策都逐渐进入了退出期，需求回落的大方向是比较确定的。但是短期，冬季疫情加剧、海外补库存等都有利于中国出口维持韧性。

我们再把目光转回国内。国内的核心关注点之一是通胀。

11 月主要原材料购进价格和出厂价格分别为 52.9%和 48.9%，相比

于 10 月分别回落了 19.2 个和 12.2 个百分点，均创下了今年以来的新低。

通胀回落一是在“保供稳价”等政策的推动下，大宗商品特别是民生相关的大宗商品供给稳步回升，带动价格回落。

二是受美国投放石油储备、海外再度暴发疫情等因素的影响，海外原油市场震荡下行，ICE 布油在 11 月下行了 15% 左右，国内油价也随之下调。

在这样的情况下，国内通胀压力缓解。

同时，PMI 出厂价格指数与 PPI 环比之间存在着明显的正相关关系，在 PMI 出厂价格指数回落的时候，预计 PPI 环比在 11 月也会出现明显回落，按照回归的数值大概在 -0.5% 左右。进一步的，根据环比均值法可得 11 月 PPI 同比大概在 12.3% 左右。这也意味着 PPI 的高点已经过去，后续会逐渐进入下行区间。

成本压力的回落对于整个制造业而言都是一个明显的利好。之前因为成本压力太大，中下游小微企业的利润空间受到了严重的挤压，加上下游需求也偏弱，企业的补库存意愿是很低的。

但是现在情况有点不一样，一来上游成本压力小了，二来目前出口依旧是有韧性的，同时国内消费也进入了传统旺季、地产政策边际上又有所放松，企业对后续的需求预期有所好转（11 月制造业生产经营活动预期为 53.8，相比于 10 月略有回升）。

在这样的情况下，企业可能暂时性的增加了补库存的力度，可以看到

原材料库存指数为 47.7%，相比于 10 月上行了 0.7 个百分点。同时，产成品库存上行了 1.6 个百分点，为 47.9%。产成品库存的上行可能主要是由于随着电力供给的回升，企业加快了生产的进程。

另外，在上游价格回落之后，中小企业面临的成本压力减轻，生产经营环境也有所好转。所以我们能够看到 11 月中型企业 PMI 为 51.2%，比上月上升 2.6 个百分点；小型企业 PMI 为 48.5%，比上月上升 1.0 个百分点。

国内的核心关注点之二是房地产的下行压力是否有所减轻。

9 月以来，房地产企业的风险逐渐暴露，违约事件有所增加。在这样的情况下，政策为了保民生、让房地产企业“软着陆”，在按揭贷、开发贷等方面有所放松。

在政策边际放松叠加居民购房进入传统上行周期的时候，居民的购房需求有所回升。

可以看到，截至 11 月 28 日，30 大中城市商品房日均成交面积为 44.2 万平方米，高于 8-10 月的日均数据。

另外，金融机构对房企的开发贷也有所增加。比如此前成都住建局发布《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》，表示要协调金融机构增加房地产信贷投放额度，加快发放速度。

在开发贷和按揭贷有所放松的时候，房企的资金压力暂时得到了一定

的缓解。

那么此前因为缺乏资金不能继续的竣工流程也就能够继续推进。在竣工之后，剩余被监管的预售资金就能流入房企账户，部分没销售的房子也能够进入现房销售环节。回笼的资金则能够让房企去开始新一轮的竣工。

考虑到此前房企囤积了很多项目没有完工，我们估计这个竣工周期短期内还能够对房地产投资形成支撑，从而避免房地产投资出现断崖式的下滑。

体现在数据上就是 11 月建筑业商务活动指数和新订单指数分别为 59.1%和 54.2%，比上月上升 2.2 和 1.9 个百分点。其中，土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数分别为 60.5%和 56.5%，比上月上升 5.4 和 0.5 个百分点。

当然建筑业的上行，除了房地产行业进入正常的竣工环节之外，还可能与基建相关。

近几个月来，国内专项债加快了发行进度，截至 11 月专项债的发行

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_30302

