

总量研究

保供稳价成效凸显，供给约束明显缓解

——2021 年 11 月 PMI 数据点评

要点

事件：

2021 年 11 月 30 日，国家统计局公布 11 月 PMI 数据，制造业 PMI 50.1%，前值 49.2%；非制造业 PMI 52.3%，前值 52.4%。

核心观点：

11 月制造业扩张明显改善，建筑业扩张继续加快。一是，保供稳价措施发力下，供给约束明显缓解，制造业产能加快释放，外贸景气也拉动出口指数大幅回升；二是，价格指数见顶回落，企业结构分化缩窄，下游中小企业景气度明显改善；三是，11 月专项债密集发行，基础设施建设进度持续加快。

向前看，一方面，保供稳价依然是政策主旋律，伴随一系列政策调节措施的落实，预计后续大宗商品价格指数上行空间有限，下游企业经营压力将持续改善；另一方面，财政跨周期调节的“余粮”充足，12 月可能提前下达 2022 年专项债发行额度，有望对冲今年底明年初国内经济的下行压力。

制造业：重返扩张区间，结构分化缩窄

11 月制造业 PMI 为 50.1%，比上月回升 0.9 个百分点，升至临界点以上，五大分项均有所提升。具体来看：一则，保供稳价作用显现，能耗双控影响减弱，制造业产能加快释放。二则，反应需求的新订单指数小幅回升；三则，受益于上游原材料价格的回落，企业结构分化有所缩窄，下游中小企业经营景气度明显改善。

价格：保供稳价作用凸显，价格见顶回落

11 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数双双大幅回落，分别为 52.9%和 48.9%，较上月明显降低 19.2 和 12.2 个百分点，表明近期国家出台的“保供稳价”等政策落实力度不断加大，价格快速上涨势头得到遏制。从价格差来看，11 月出厂价格-购进价格指数的差值也大幅缩窄，上游涨价对下游挤压有所减弱。

从库存来看，11 月产成品库存指数为 47.9%，比上月上升 1.6 个百分点，原材料库存指数比上月上升 0.7 个百分点，生产企业被动补库继续得到验证。

建筑业：专项债发行加速下，基建活动扩张加快

11 月建筑业生产活动扩张加快，建筑业 PMI 为 59.1%，高于上月 2.2 个百分点，生产和市场需求均加快扩张。11 月进入专项债密集发行期，基建投资扩张加快，从实际数据来看，11 月新增专项债发行 5139 亿元，支撑基建投资项目持续扩张。

服务业：受疫情影响，景气复苏仍缓

11 月服务业 PMI 为 51.1%，比上月回落 0.5 个百分点。11 月国内本土疫情仍然呈现多点散发情形，且波及地区较多，部分行业受到较大影响，总体恢复有所放缓。向前看，疫情更趋复杂，病毒新变种奥密克戎目前已蔓延至多个国家。

进出口：受国外消费旺季提振，外贸景气有所改善

11 月新出口订单指数为 48.5%，高于上月 1.9 个百分点，经历连续 7 个月下跌后开始回升。受世界经济持续复苏、国外圣诞消费季临近等因素影响，外贸景气度有所改善。进口端来看，11 月进口指数继续回升，进口景气度持续改善。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513066
gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogegge@ebscn.com

相关研报

上游利润占比见顶，消费品盈利恢复加快——
2021 年 10 月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-11-28）

通胀不构成美联储加息的条件——2021 年 11 月
美国 FOMC 会议纪要简评（2021-11-25）

中期选举压力显现，拜登如何筹谋对华战略？——《大国博弈》系列第十三篇（2021-11-24）

美国货币政策外溢的三重预期差——《流动性洞见》系列第一篇（2021-11-22）

财政跨周期调节的“余粮”还有多少？——2021
年 10 月财政数据点评（2021-11-21）

我国开放国门讨论：何时开以及怎么开？——
《全球疫情及疫苗跟踪系列》第六篇
（2021-11-18）

社零暖、制造业强，经济筑底回升——2021 年
10 月实体经济数据点评（2021-11-15）

美债收益率上行空间有限，利好风险资产——美
联储观察系列四（2021-11-15）

中美元首视频会晤，可能谈些什么？——光大宏
观周报（2021-11-14）

社融增速企稳，利率低位震荡——2021 年 10
月金融数据点评（2021-11-10）

PPI 见顶、CPI 筑底、剪刀差缩窄将开启——2021
年 10 月价格数据点评（2021-11-10）

为什么制造业是实现共同富裕的关键？——《共
同富裕》系列第二篇（2021-11-09）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、重构制造——
2022 年宏观年度策略报告（2021-11-02）

目 录

一、保供稳价成效凸显，供给约束明显缓解	3
二、制造业：重返扩张区间，结构分化缩窄	3
三、价格：保供稳价发力下，价格见顶回落	5
四、建筑业：专项债发行加速下，基建投资扩张加快	5
五、服务业：受疫情影响，景气复苏仍缓	7
六、进出口：受国外消费旺季提振，外贸景气有所改善	7
七、展望：保供稳价继续发力，财政跨周期调节“余粮”充足	8

图目录

图 1：制造业 PMI 重返扩张区间	4
图 2：制造业 PMI 主要分项均有回升	4
图 3：供需两端均有所回升	4
图 4：企业景气度结构分化明显缩窄	4
图 5：价格指数见顶回落，进出厂价格差缩小	5
图 6：库存指数继续回升	5
图 7：建筑业景气回升，服务业景气回落	6
图 8：财政发力下，建筑业活动持续扩张	6
图 9：11 月新增专项债发行提速	6
图 10：今年 11 月专项债发行明显高于往年同期	6
图 11：受疫情影响，服务业活动恢复仍缓	7
图 12：南非发现的变异毒株奥密克戎让全球疫情更趋复杂	7
图 13：外贸需求有所改善，出口指数回升	8

表目录

表 1：11 月制造业 PMI 扩张明显改善	3
------------------------------	---

一、保供稳价成效凸显，供给约束明显缓解

事件：2021年11月30日，国家统计局公布11月PMI数据，制造业PMI 50.1%，前值 49.2%；非制造业PMI 52.3%，前值 52.4%。

核心观点：

11月制造业扩张明显改善，建筑业扩张继续加快。一是，保供稳价措施发力下，供给约束明显缓解，制造业产能加快释放，外贸景气也拉动出口指数大幅回升；二是，价格指数见顶回落，企业结构分化缩窄，下游中小企业景气度明显改善；三是，11月专项债密集发行，基础设施建设进度持续加快。

向前看，一方面，保供稳价依然是政策主旋律，伴随一系列政策调节措施的落实，预计后续大宗商品价格指数上行空间有限，下游企业经营压力将持续改善；另一方面，财政跨周期调节的“余粮”充足，12月可能提前下达2022年专项债发行额度，有望对冲今年底明年初国内经济的下行压力。

表 1：11 月制造业 PMI 扩张明显改善

年份	时间	制造业 PMI	生产 PMI	新订单 PMI	非制造业 PMI	服务业 PMI	建筑业 PMI
2021 年	1 月 实际值	51.3	53.5	52.3	52.4	51.1	60.0
	2 月 实际值	50.6	51.9	51.5	51.4	50.8	54.7
	3 月 实际值	51.9	53.9	53.6	56.3	55.2	62.3
	4 月 实际值	51.1	52.2	52.0	54.9	54.4	57.4
	5 月 实际值	51.0	52.7	51.3	55.2	54.3	60.1
	6 月 实际值	50.9	51.9	51.5	53.5	52.3	60.1
	7 月 实际值	50.4	51.0	50.9	53.3	52.5	57.5
	8 月 实际值	50.1	50.9	49.6	47.5	45.2	60.5
	9 月 实际值	49.6	49.5	49.3	53.2	52.4	57.5
	10 月 实际值	49.2	48.4	48.8	52.4	51.6	56.9
	11 月 实际值	50.1	52.0	49.4	52.3	51.1	59.1

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

二、制造业：重返扩张区间，结构分化缩窄

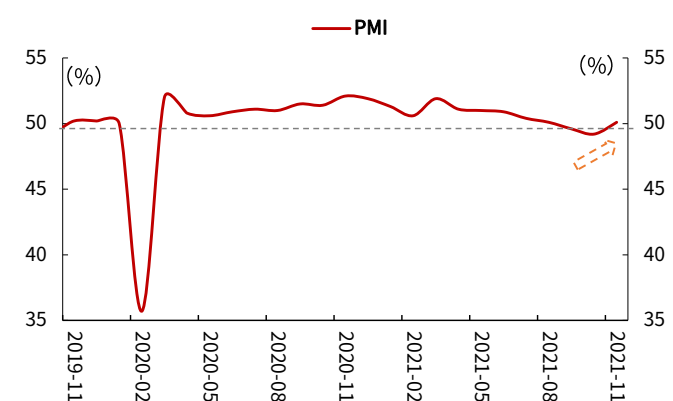
制造业扩张明显改善，重返扩张区间。11月制造业PMI为50.1%，比上月回升0.9个百分点，升至临界点以上，五大分项均有所提升，指向制造业动能有所修复。具体来看，供需两端均有回升：

一，保供稳价作用显现，能耗双控影响减弱。11月生产PMI为52.0%，比上月回升3.6个百分点，回升至临界点以上。近期国家发改委等部门出台的一系列加强能源供应保障、稳定市场价格等政策措施成效显著，电力供应紧张情况有所缓解，制造业产能加快释放。

二，反应需求的新订单指数小幅回升。11月新订单PMI为49.4%，比上月回升0.6个百分点，但仍位于收缩区间。具体来看，食品饮料等行业进入传统旺季，新订单指数升至55.0%以上较高景气区间；而部分原材料加工业新订单指数则位于43%以下低位区间，行业需求仍偏弱。

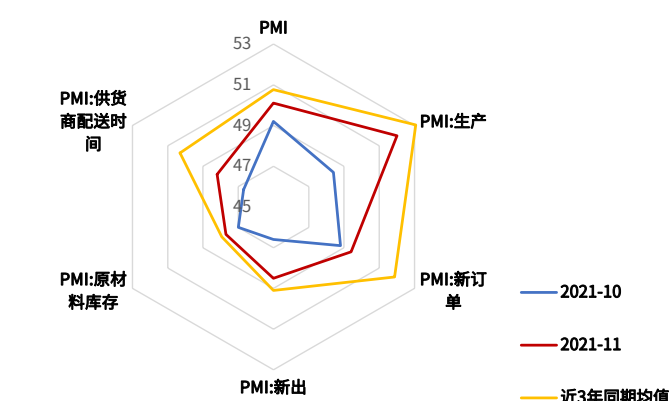
三，企业景气度结构分化有所缩窄。11月大型企业PMI为50.2%，与上月基本持平，持续位于景气区间。中、小型企业PMI分别为51.2%和48.5%，高于上月2.6和1.0个百分点。受益于上游原材料价格的回落，下游中小企业经营景气度明显改善。

图 1：制造业 PMI 重返扩张区间



资料来源：Wind，光大证券研究所

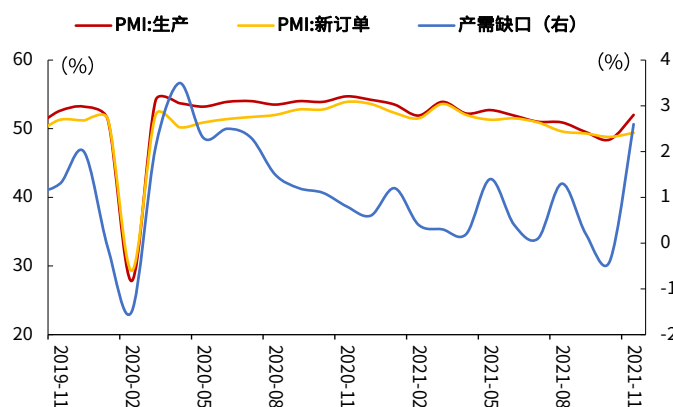
图 2：制造业 PMI 主要分项均有回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

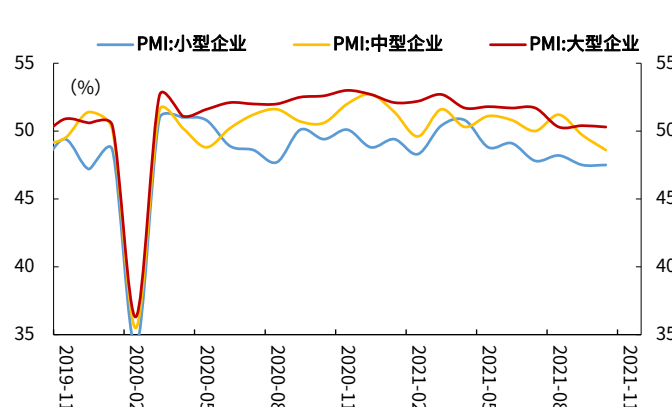
单位：%

图 3：供需两端均有所回升



资料来源：Wind，光大证券研究所（产需缺口为生产PMI减去新订单PMI）

图 4：企业景气度结构分化明显缩窄



资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

三、价格：保供稳价发力下，价格见顶回落

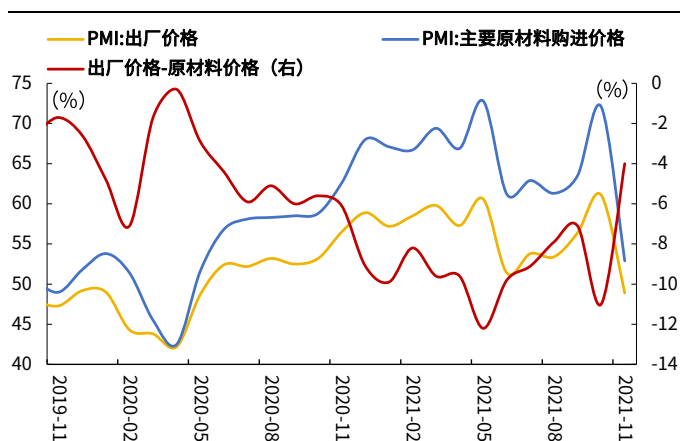
保供稳价措施发力下，价格指数见顶回落。11月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数双双大幅回落，分别为52.9%和48.9%，比上月明显降低19.2和12.2个百分点，表明近期国家出台的“保供稳价”等政策落实力度不断加大，价格快速上涨势头得到遏制。

从价格差来看，11月“出厂价格指数-购进价格指数”差值也大幅缩窄，创下年内新低，从5月份的12.2个百分点降至4.0个百分点，表明上游涨价对下游的挤压大幅缩小。

企业被动补库存继续得到验证。从库存来看，11月产成品库存指数为47.9%，比上月上升1.6个百分点，原材料库存指数比上月上升0.7个百分点。

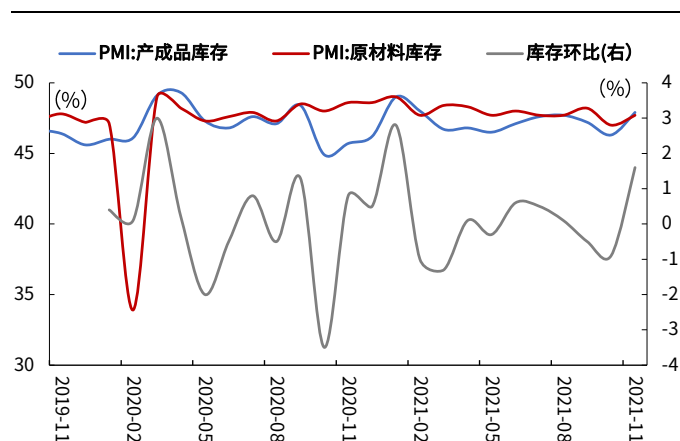
我们在10月的工业企业利润点评中提到，伴随企业营收增速见顶，库存增速继续回升，可能指向企业库存阶段已由主动补库转向被动补库（详见2021年11月28日外发的报告《上游利润占比见顶，消费品盈利恢复加快——2021年10月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-11-28）》）。

图5：价格指数见顶回落，进出厂价格差缩小



资料来源：Wind，光大证券研究所

图6：库存指数继续回升



资料来源：Wind，光大证券研究所（库存环比为产成品库存指数环比差值）

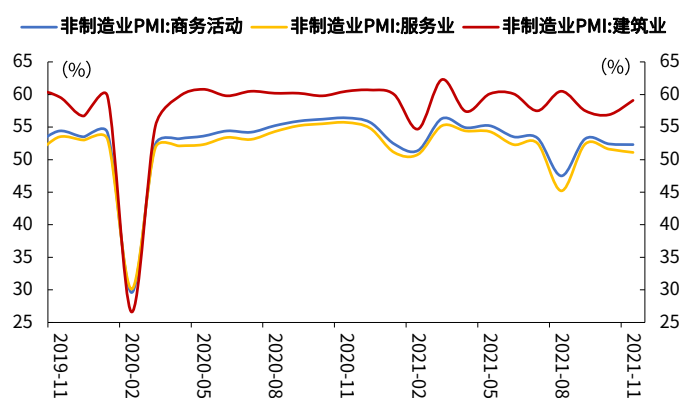
四、建筑业：专项债发行加速下，基建投资扩张加快

专项债发行加速下，基建项目持续扩张。11月建筑业生产活动扩张加快，建筑业PMI为59.1%，高于上月2.2个百分点，生产和市场需求均加快扩张。11月进入专项债密集发行期，基建投资扩张加快。

10月22日，财政部明确表示，“2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕”，从实际数据来看，11月新增专项债发行5139亿元，支撑基建投资项目扩张较快。

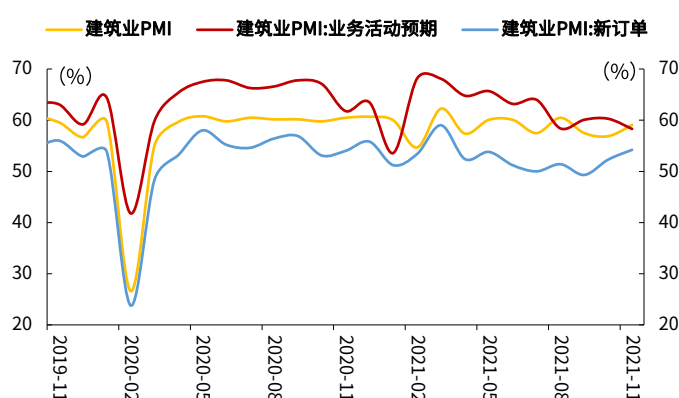
此外，11月19日，中国证券报称，从财政部获悉，将研究做好2022年地方政府新增债务限额提前下达工作，专项债的提前下达将保障明年一季度的项目落地，有效对冲明年上半年国内经济下行压力。

图7：建筑业景气回升，服务业景气回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

图8：财政发力下，建筑业活动持续扩张



资料来源：Wind，光大证券研究所

图9：11月新增专项债发行提速

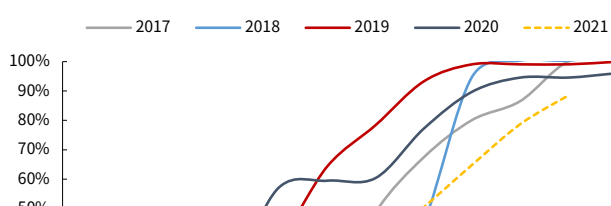
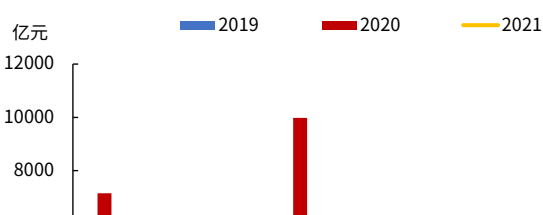


图10：今年11月专项债发行明显高于往年同期



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_30205

