

PMI 触底反弹释放了怎样的信号？

2021 年 11 月 30 日

观点

- 国内生产在 2021 年 9 月、10 月经历了拉闸限电冲击后，11 月迎来“喘息”机会，制造业 PMI 触底反弹。其中，生产端受益于原材料价格下行和限电力度减缓，出现超季节性改善；内需继续受益于企业成本压力缓解预期、外需受益于圣诞用品出口需求旺盛，国内、出口订单均进一步改善，但仍低于荣枯线。非制造业方面，服务业受制于疫情反复表现平淡；建筑业中地产和基建表现分化，整体环比改善。
- 制造业走出生产“逆风”，11 月制造业 PMI 超季节性改善。11 月制造业 PMI 为 50.1%，较 10 月起季节性提升 0.9 个百分点（图 1）。从分项看，除供货商配送时间有所恶化外，生产、新订单、从业人员、原材料库存均有改善，其中生产和原材料库存改善幅度最大（图 2）。我们认为这主要是因为（1）11 月北方省份疫情影响供货商配货速度；（2）10 月 PMI 生产和原材料库存受供电紧张、原材料价格偏高两重因素拖累，从而形成低基数；而 11 月以来随着国家打击大宗商品投机行为效果的显现，动力煤、螺纹钢等工业生产主要原材料价格明显回落（图 3），螺纹钢产量同比降幅较 10 月有所收窄（图 4）。
- 需求端，11 月国内、出口订单均进一步改善，但仍位于荣枯线以下。11 月新订单 PMI 较 10 月回升 0.6 个百分点至 49.4%，环比持平季节性。我们认为需求改善受益于原材料价格回落带来的企业成本压力预期的缓解。出口订单超季节性改善。11 月新出口订单 PMI 超季节性回升至 48.5%。据港口反馈，11 月份圣诞货品出口旺盛，市场预计外贸集装箱出口将好于 10 月。尽管环比改善，但需求指数仍位于荣枯线以下，反映出国内经济下行压力仍存。
- 中小型企业受益于进出口需求景气，改善幅度超过大型企业。从企业类型来看，11 月大、中、小型企业制造业 PMI 分别为 51.7%、54.8%、48.8%，分别较 10 月改善 1.6、7.3、3 个百分点。其中，中型企业改善最受益于进口（环比提升 4.6 个百分点）和新订单（环比提升 2.7 个百分点）的改善；小型企业虽然最受益于新出口订单的改善（环比提升 5.3 个百分点），但 PMI 仍低于荣枯线，经营状况仍不及中大型企业。
- 非制造业方面，服务业表现平淡，建筑业受益于需求改善。11 月服务业 PMI 较 10 月回落 0.5 个百分点至 51.1%，明显低于季节性（图 5）（2016-2019 年 10 月环比均值为+0.9 个百分点），各分项表现乏善可陈，我们认为主要是因为年末月份本为服务业传统旺季，而当前服务业仍受制于局部疫情反复。地产、基建分化，11 月建筑业 PMI 较 10 月回升 2.2 个百分点至 59.1%（图 6）。分项来看，建筑业中新订单指数改善、投入品价格回落、业务活动预期下降。我们认为新订单指数环比上行受益于专项债发行的加速（图 7）（10 月底财政部明确表示 2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕）；业务活动预期指数环比回落则可能受近期全国多地房企预售资金监管收紧影响。
- 结合 11 月 PMI 数据，我们认为四季度来看：（1）制造业投资有望进一步改善，尤其是出口导向型行业（如通用设备、电气机械、专用设备、汽车制造业）及下游涨价行业（如食品、农副食品加工制造业）；（2）地产投资受监管影响，新开工、施工依旧不容乐观；（3）基建投资则有望受益专项债发行加速企稳回升。
- 风险提示：局部疫情扩散超预期；政策变化超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn

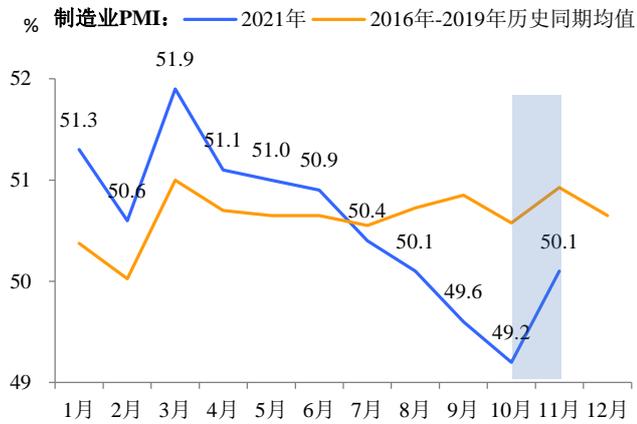
研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

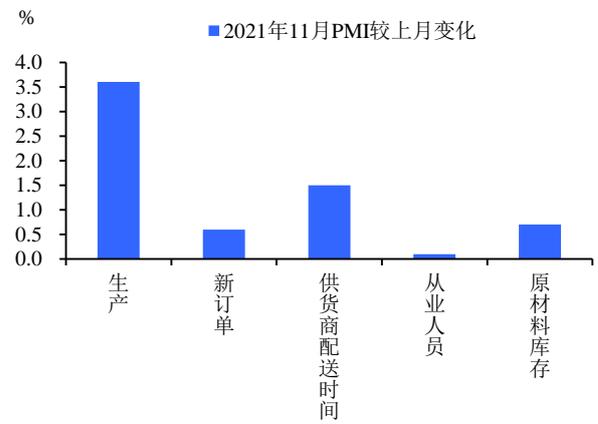
- 1、《宏观周报 20211127：南非新变种毒株的由来、发酵与市场影响》2021-11-27
- 2、《宏观周报 20211126：美联储加快 taper 是否意味着提早加息？》2021-11-26
- 3、《宏观周报 20211125：美国库存重建对 2022 年中国出口的影响有多大？》2021-11-25
- 4、《宏观周报 20211123：“与病毒共存”下的市场表现：新加坡模式探讨》2021-11-23
- 5、《宏观周报 20211122：政策全面转向的信号出现了吗？》2021-11-22

图 1: 2021 年 11 月制造业 PMI 超季节性改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 生产指数拉动 2021 年 11 月制造业 PMI 改善



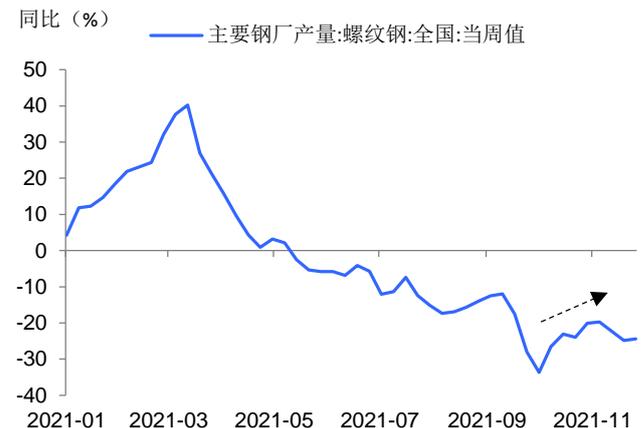
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 动力煤、螺纹钢价格回落至年内低位



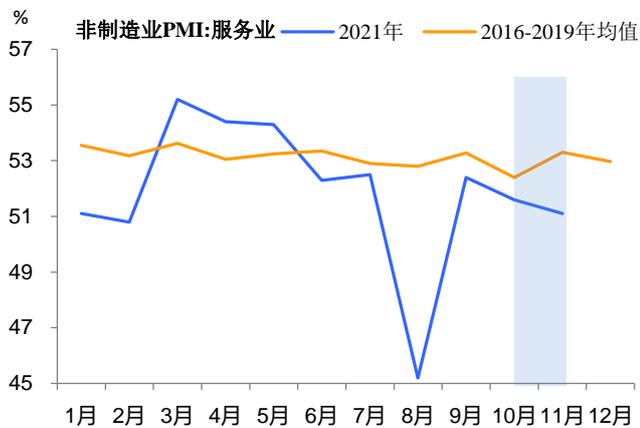
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年 11 月国内螺纹钢产量同比较 10 月改善



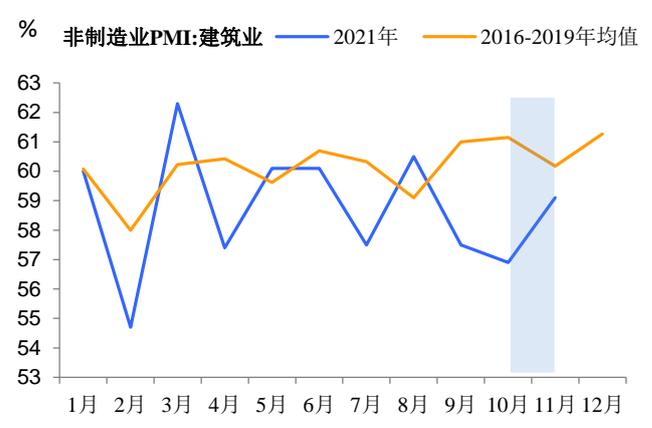
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年 11 月服务业 PMI 超季节性下滑



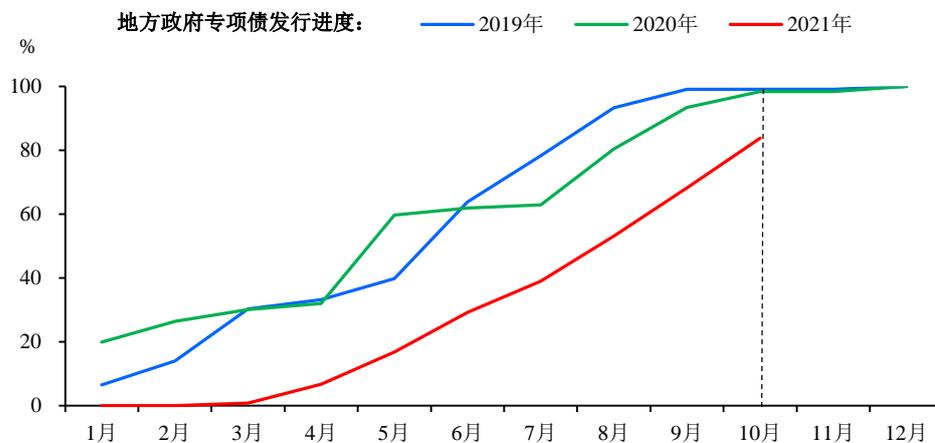
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年 11 月建筑业 PMI 超季节性回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2021 年 10 月中国地方专项债发行提速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

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_30217

