

作者：冯祖涵，申学峰，简奖平

邮箱：research@fecr.com.cn

制造业 PMI 重回扩张区间，价格指数明显回落
——2021年11月官方 PMI 点评

摘要

11月制造业 PMI 为 50.1%，比上月上升 0.9 个百分点，结束了连续两个月的收缩，重回扩张区间。PMI 的修复主要是由于保供稳价政策推动原材料价格回落、电力供应能力提升，制造业生产活动显著加快。

制造业需求方面，11 月新订单指数为 49.4%，比上月上升 0.6 个百分点，但仍位于荣枯线以下。一方面，消费与投资带动需求端边际改善；另一方面，疫情多点散发制约需求复苏。外需方面，10 月份新出口订单为 48.5%，比上月上涨 1.9 个百分点，外需明显回暖。全球经济逐步复苏，主要出口目的国增长势头良好，且圣诞消费季即将来临共同拉动外需增长。

制造业供给方面，11 月生产指数为 52.0%，比上月上升 3.6 个百分点，重回扩张区间。生产端的快速恢复主要是由于保供稳价政策效果显现，持续制约制造业生产的原材料高价与用电紧张压力在本月得到缓解，制造业产能加快释放。

分企业规模来看，11 月，大型企业继续扩张，中、小型企业受益于“1+2”长短政策“组合拳”，景气度有所改善。

11 月，PMI 出厂价格指数和主要原材料购进价格指数均较上月大幅回落，主要是因为保供稳价政策效果显现，煤炭产量回升，煤炭期货与现货价格大幅回落，从而带动原材料价格普跌。预计 11 月 PPI 与 PPIRM 也将明显收敛。

展望未来，需求端的复苏不及生产端，且新冠病毒奥密克戎（Omicron）变体为全球经济带来下行风险，或将进一步对需求造成冲击。**国际方面**，应对新冠病毒新型毒株，美国承诺不会重新实施封锁措施，美联储为抑制高通胀考虑加快缩减购债步伐。**国内财政政策方面**，财政政策显著后置，年底财政支出仍有较大空间。**国内货币政策方面**，在坚持稳健的货币政策要灵活精准、合理适度的基础上，强调“以我为主”这一要求。货币政策整体上保持稳健，但针对部分结构性问题，央行的结构性政策与逆周期调控政策或将继续加码。

相关研究报告：

1. 《制造业连续 2 个月收缩，成本陡升增中小企业压力——2021 年 10 月官方 PMI 点评》，2021.11.02
2. 《限电等因素导致生产收缩，9 月 PPI 同比或超 10%——2021 年 9 月官方 PMI 点评》，2021.10.08

国家统计局于11月30日公布了《2021年11月中国采购经理指数运行情况》。公布数据显示，11月制造业PMI为50.1%，前值为49.2%。11月，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，部分原材料价格明显回落，推动制造业PMI结束了连续两个月的收缩，重回扩张区间。11月非制造业（建筑业与服务业）商务活动指数为52.3%，前值为52.4%。其中，建筑业商务活动指数为59.1%，比上月上升2.2个百分点。服务业商务活动指数为51.1%，比上月下降0.5个百分点。建筑业扩张加快主要是受部分“十四五”规划重大项目逐步落地、地方政府专项债发行并投入使用带动，而服务业景气度回落则是受此轮多点散发疫情影响。

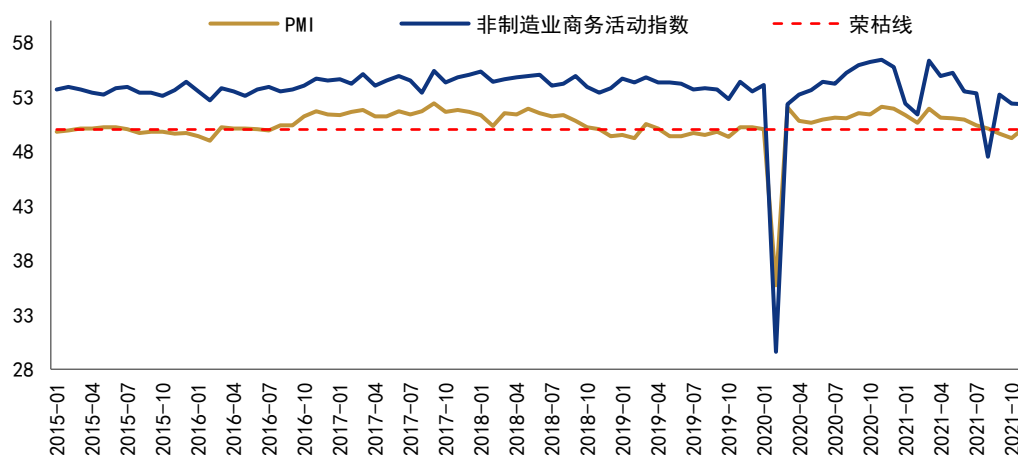


图1：制造业PMI和非制造业商业活动指数（2015年1月至2021年11月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

一、主要分项指数情况

纳入制造业PMI计算的5个分项指数中，1个变差，4个向好；总体来看，生产指数的反弹带动了制造业PMI数值的回升，制造业由收缩转为扩张。11月，得益于保供稳价、助企纾困等政策显效，电力供应能力持续提升，部分原材料价格明显回落，制造业生产经营活动有所加快；海外需求在全球经济持续复苏、国外圣诞消费季等因素带动下持续扩张，新出口订单指数连续两月上涨。

表1：制造业PMI分项指数变化情况

	PMI	新订单	生产	从业人员	供应商 配送时间	原材料 库存
权重	100%	30%	25%	20%	15%	10%
2021年10月	49.2	48.8	48.4	48.8	46.7	47.0
2021年11月	50.1	49.4	52.0	48.9	48.2	47.7
变化	0.9	0.6	3.6	0.1	-1.5	0.7
权重*变化	0.9	0.18	0.9	0.02	-0.225	0.07

注：四舍五入可能造成加总值有所偏差；供应商配送时间为逆指数。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

新订单指数为 49.4%，比上月上升 0.6 个百分点，制造业需求端较上月有所改善，但仍位于荣枯线以下。新订单指数对经济的先行影响程度最大，权重占比为 30%。一方面，消费与投资带动制造业需求边际改善，10 月社会消费品零售总额同比增长 4.9%，连续两个月增速加快；1 月至 10 月，制造业投资累计同比增长 14.2%，高于全部投资增速 8.1 个百分点。但另一方面，本土疫情仍旧多点散发，政府坚持动态清零的防疫政策，从而在一定程度上影响了制造业需求。

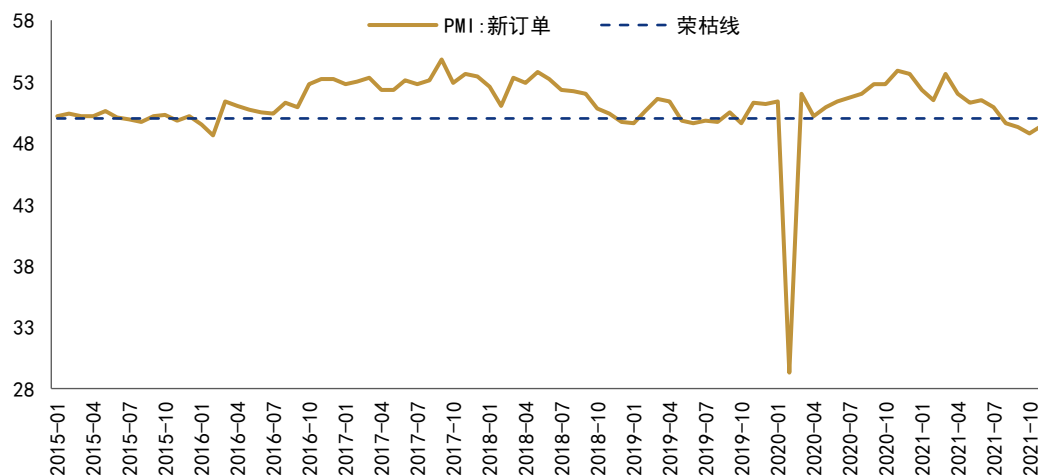


图 2：新订单指数（2015 年 1 月至 2021 年 11 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

外需方面，11 月新出口订单指数为 48.5%，比上月上涨 1.9 个百分点，外需明显回暖。11 月，全球范围内新冠肺炎疫情新增确诊病例数持续攀升，但同时疫苗接种速度也在加快。截至 11 月 24 日，全球至少已接种 1 剂疫苗的人数占比已达到 54.3%。疫苗接种进程的加快为全球经济的复苏提供支撑，10 月摩根大通全球制造业 PMI 为 54.3%，较上月继续扩张 0.2 个百分点。主要出口目的国的制造业 PMI 均位于荣枯线以上，表明其经济复苏态势良好。此外，圣诞消费季即将来临，海外零售商与消费者提前采购，拉动需求增长。

表 2：2021 年 11 月中国的主要出口目的国制造业 PMI（单位：%）

主要出口目的国	2021 年 11 月	2021 年 10 月	环比变动
美国	59.1	58.4	0.7
日本	54.2	53.0	1.2
韩国	-	50.2	-
德国	57.6	57.8	-0.2
荷兰	-	62.5	-
英国	58.2	57.8	0.4
澳大利亚	-	50.4	-
印度	-	55.9	-
越南	-	52.1	-
马来西亚	-	52.2	-

主要出口目的国	2021 年 11 月	2021 年 10 月	环比变动
印度尼西亚	-	57.2	-
泰国	-	50.9	-

注：10 月 PMI 值为终值，11 月 PMI 值为初值

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

国内财政政策继续落地稳内需，地方政府债券累计发行规模创纪录。受财政政策后置影响，11 月地方政府债发行规模较大。11 月，新增地方政府债券共发行 283 只，总发行量约 6803.81 亿元，净融资额为 5412.45 亿元。其中，地方政府一般债发行规模为 597.89 亿元，地方政府专项债发行规模为 6205.92 亿元。从累计发行规模来看，截至 11 月底，地方政府债累计发行规模已达 71647.34 亿元，已超 2020 年全年发行规模（64438.13 亿元）。

国内货币政策继续稳字当头，在灵活精准、合理适度的基础上新增“以我为主”：（1）11 月，贷款市场报价利率（LPR）连续 19 个月处于相同水平，1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%。LPR 继续保持稳定，反映出目前信贷市场利率水平处于合意水平。（2）11 月 19 日，央行发布《2021 年第三季度中国货币政策执行报告》，报告中指出，下一阶段的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节；要完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，**增强信贷总量增长的稳定性**；要发挥好**结构性货币政策工具**作用，引导金融机构加大对中小微企业、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度。（3）在美欧等发达国家货币政策转向的背景下，三季度货币政策执行报告中以专栏形式分析指出，发达经济体货币政策收紧对“我”影响有限，我国货币政策搞好跨周期设计，能够更有效地应对发达经济体货币政策调整带来的外部冲击。

生产指数为 52.0%，比上月上升 3.6 个百分点，重回扩张区间。生产指数对经济的先行影响程度仅次于新订单指数，权重为 25%，生产指数升至荣枯线以上表明制造业生产活动加快，企业生产的产品数量环比增加。生产端的快速恢复主要是由于保供稳价政策效果显现，持续制约制造业生产的原材料高价与用电紧张压力在本月得到缓解，制造业产能加快释放。根据统计局数据，造纸印刷、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业生产指数高于 56.0%，行业生产活动显著加快。

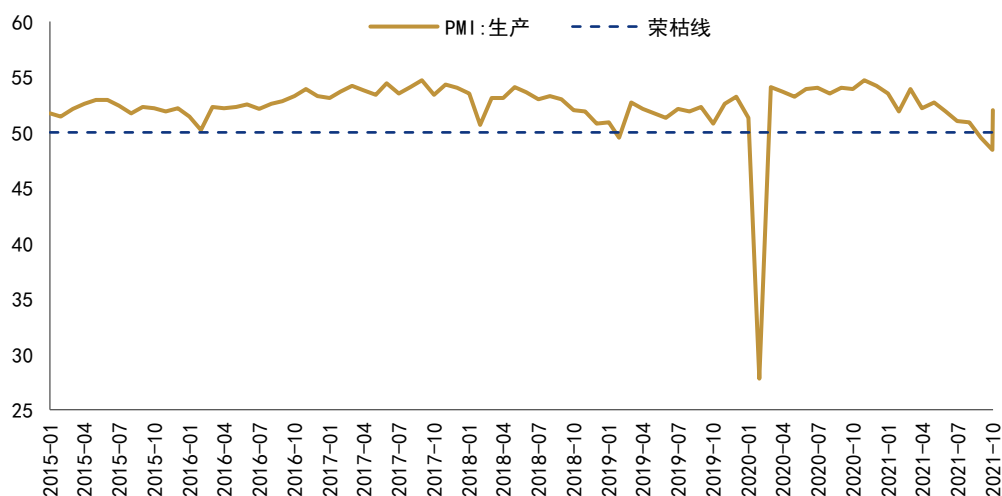


图 3: 生产指数 (2015 年 1 月至 2021 年 11 月, 单位: %)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

11月，在确保煤炭安全稳定供应的政策引导下，煤炭产量稳步增长，煤炭价格大幅回落，并带动部分原材料价格回落。11月30日，山西产5500大卡秦皇岛动力煤市场价已回落至1090元/吨，较10月最高点下跌近58%。11月15日至11月19日，上海钢联发布的全国大宗商品综合价格指数均值为1222.5，较上周环比下降，降幅1.75%（前值-1.94%）。大宗商品价格整体偏弱运行：钢材震荡偏弱；不锈钢价格整体呈现下行态势；有色金属价格大幅下跌；石化方面，主要产品均下跌；建筑材料方面，主要产品均下跌。此外，煤炭产能的加快释放，增产增供取得成效，也带动了电力保供能力逐步增强，全国电力供需紧张形势已经有所缓解，未再出现拉闸限电现象。

从业人员指数为48.9%，比上月上升0.1个百分点，连续8个月位于荣枯线以下。长期来看，制造业从业人员指数在2012年以后的绝大部分时间里都位于荣枯线之下。制造业用工景气度略有改善，或与制造业生产活动加快有关。非制造业从业人员指数为47.3%，比上月下降0.2个百分点，持续位于荣枯线以下。分行业看，建筑业从业人员指数为51.3%，比上月下降1.1个百分点；服务业从业人员指数为46.6%，与上月持平。非制造业企业用工景气度边际减弱，或与疫情扩散、接触型消费受影响有关。

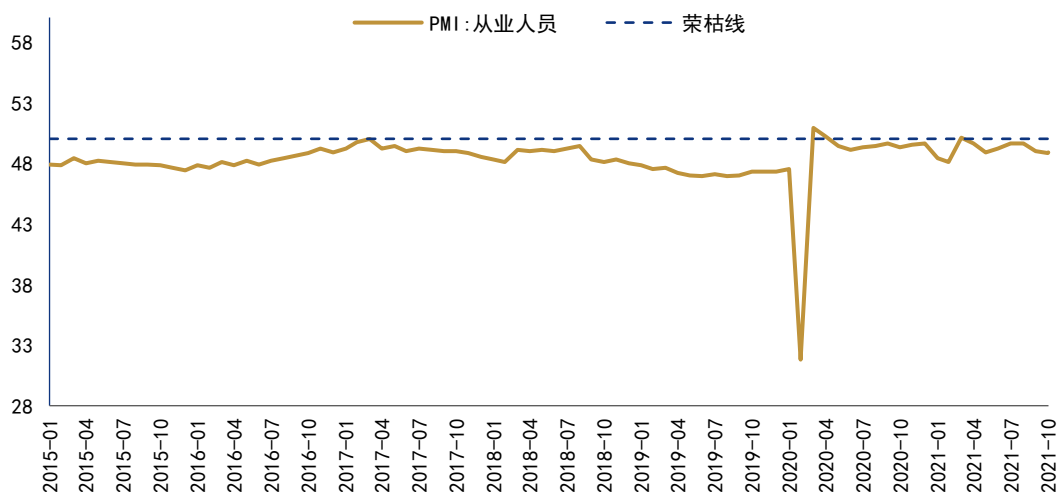


图4：制造业从业人员指数（2015年1月至2021年11月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

供应商配送时间指数为逆指数，11月供应商配送时间指数为48.2%，比上月上升1.5个百分点，但仍低于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间有所延长。这一分项指数为逆指数，在一般情况下，供应商配送放缓意味着经济活跃度有所提升。但在当前情况下，原材料供应商交货时间的放缓或与全球供应链瓶颈压力持续有关。

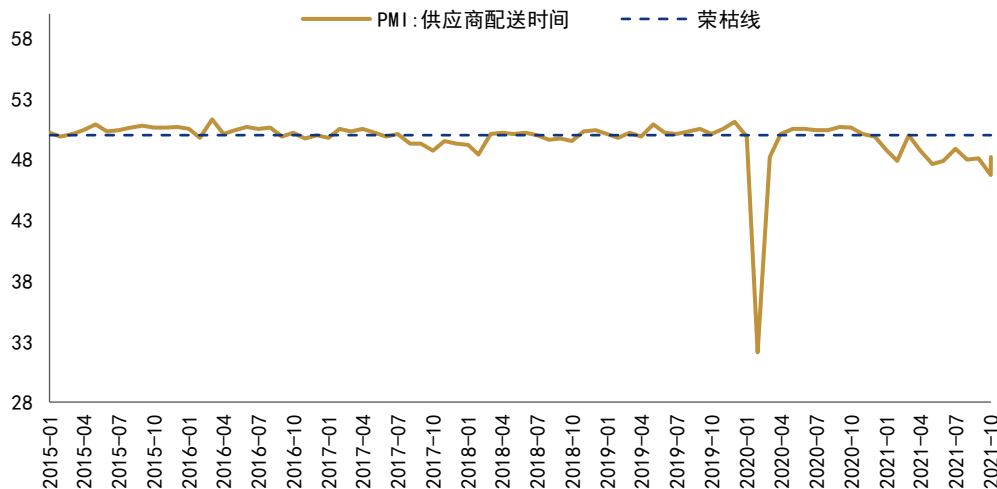


图5：供应商配送时间指数（2015年1月至2021年11月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

原材料库存指数为 47.7%，比上月上升 0.7 个百分点，仍位于荣枯线之下。原材料库存指数对经济的先行影响程度最低，权重仅为 10%。此外，产成品库存指数为 47.9%，比上月上升 1.6 个百分点。制造业原材料与产成品库存量降幅收窄，主要是因为企业生产采购活动较快回升，备货补库意愿加强。

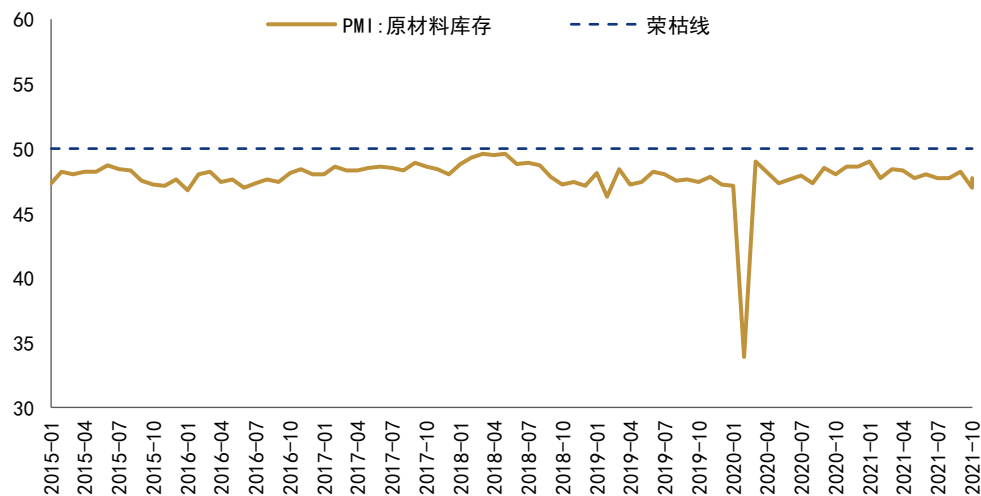


图6：原材料库存指数（2015年1月至2021年11月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

11月，美国、欧元区与日本制造业延续了复苏性扩张。美国方面，11月美国Markit制造业PMI初值录得59.10%，较上月上涨0.7个百分点，连续17个月保持在扩张区间。就业方面，10月，美国非农就业人口增加53.1万人，前值由增19.4万人上修至增31.2万人；失业率为4.6%，较上月下降0.2个百分点；劳动参与率为61.6%，与前值持平；平均时薪环比增0.4%，增速较上月放缓0.2个百分点；就业市场供不应求局面未发生明显变化。物价水平方面，10月，美国CPI环比上涨0.9%，PCE物价指数环比增0.6%，增速较上月加快0.3个百分点。在经济回暖、劳动力市场加速修复以及通胀压力加剧的背景下，美联储在11月初的FOMC货币会议上宣布正式开始以每月150亿美元

的节奏缩减资产购买规模，货币政策收紧。欧洲方面，11月欧元区制造业PMI初值为58.6%，较上月上涨0.3个百分点，连续17个月扩张；11月欧元区CPI初值同比上升4.9%，增速较上月提升0.8个百分点，剔除能源、食品与烟酒的核心CPI同比上涨2.6%，通胀压力显著。欧洲央行计划于明年3月结束大流行病紧急资产收购计划(PEPP)，但继续维持超宽松货币政策，不会过早升息。日本方面，11月日本制造业PMI初值为54.2%，前值为53.2%，连续10个月处于扩张区间；虽然日本的消费者通胀率在零左右徘徊，但石油和食品成本上升构成通胀上行压力；日本央行继续维持超宽松货币政策，不考虑很快退出货币刺激措施。

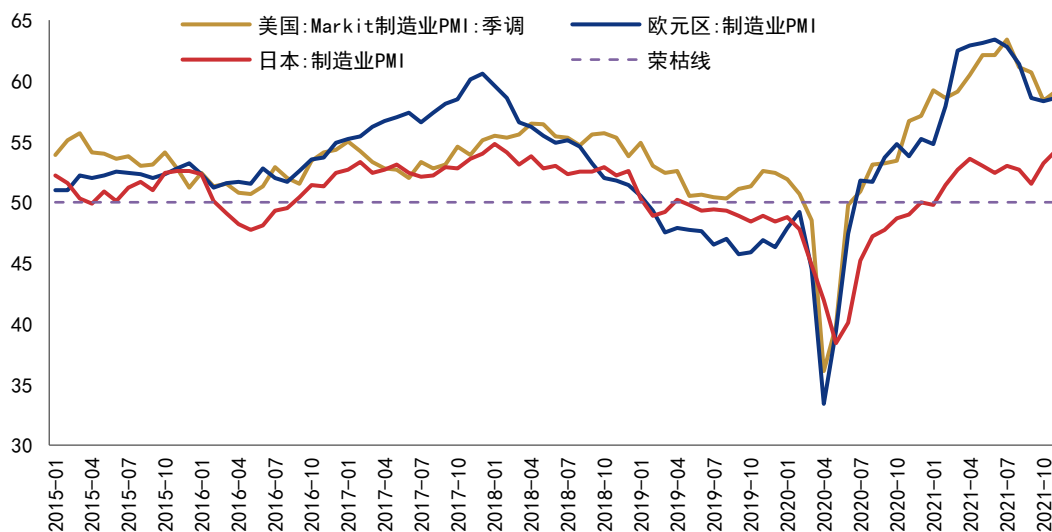


图7：美、欧、日制造业PMI指数初值（2015年1月至2021年11月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、大型企业继续扩张，中、小型企业景气度有所改善

11月大型企业继续扩张，中型企业由收缩转为扩张，小型企业收缩放缓，中、小型企业景气度有所改善。具体来看，11月，大型企业PMI数值为50.2%，较上月下降0.1个百分点，已连续21个月扩张；中型企业PMI数值为51.2%，较上月上涨2.6个百分点，结束了连续两个月的收缩，重回扩张区间；小型企业PMI数值为48.5%，较上月上涨1.0个百分点，虽仍处于收缩区间，但景气度有所改善。9月以来，受原材料价格高企、订单不足、用工难用工贵、融资难回款慢、物流成本高、新冠肺炎疫情散发、用电紧张等因素影响，中小企业经营压力加大。为支

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_30312

