

2021年11月30日

证券研究报告·宏观简评报告

数据点评



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

超预期从何而来，是谁逆转了供需？

——11月PMI数据点评

摘要

- **制造业 PMI：超预期重回扩张区间，但需求端回升仍偏弱。**11月制造业采购经理人指数超预期回升至50.1%，重回扩张区间，生产指数较上月回升3.6个百分点，市场价格压力有所缓解；从需求看，新订单指数虽较上月有所回升，但散点疫情影响下恢复仍偏慢，年末仍需警惕新发病毒对需求端的冲击。11月新出口订单和进口指数均上行，假日效应之下，贸易预期向好，后续全球经济复苏及圣诞假日效应对12月的进出口预期仍将具有较强支撑。从行业来看，分化情况明显，高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 都有所回升，进入传统旺季的农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业景气度也较高；但高耗能行业仍处于收缩区间。本月 PMI 超预期回升主要受“保供稳价”政策效应带动，供给端是主要推动力，改善的持久性与稳固性需依靠供需两端的双循环，目前来看需求端仍偏弱，如果新病毒影响可控，年末制造业 PMI 有望稳于扩张区间，但回升边际或将放缓。
- **中型企业扬眉吐气，小型企业后续或继续改善。**大型企业总体较为稳定，中型企业 PMI 回到荣枯线以上，中、小企业尤其是中型企业供给恢复较为明显，受此影响需求端也有回升，大型企业供给回升，但需求有所回落；不同规模企业的主要原材料购进价格自上月的高位回落幅度较大。预计随着支小政策的持续发力，小型企业供需或将改善。进出口方面，不同规模企业新出口订单指数均有上升，进口指数除中型企业上升外，大型企业和小型企业进口指数回落。不同规模企业的从业人员指数仍都在荣枯线以下，企业对未来看法仍较谨慎。
- **价格大幅回落，企业成本压力有所缓解。**11月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别大幅回落19.2和12.2个百分点，近期“保供稳价”措施落实力度不断加大，价格快速上涨势头得到遏制。政策组合拳下，煤炭供应增加，价格回落。企业原材料库存和产成品库存指数有所回升，供应商配送时间指数上升。后续随着上游价格逐步企稳回落，企业成本端压力有望进一步缓解。
- **非制造业 PMI：服务业景气回落，建筑业需求持续增长。**11月份，非制造业商务活动指数为52.3%，其中受部分地区散点疫情和寒冷天气影响，服务业商务活动指数降至51.1%。与制造业活动密切相关的生产性服务业商务活动指数位于较高景气区间，但与接触型消费密切相关的生活性服务业商务活动指数降至临界点以下。服务业需求继续放缓，投入品价格和销售价格也回落较多。天气转冷，海外奥密克戎变异毒株的不确定因素影响等对服务业有负面冲击，但国内疫情控制得当，总体来看服务业预期仍将保持基本稳定。11月，建筑业商务活动指数较上月上升2.2个百分点至59.1%，连续三个月回升，本月基建和房地产都对建筑业预期改善有所拉动，其中基建加速是主因。此外，建筑业投入品价格指数降至荣枯线以下，预计年内建筑业商务活动指数仍将维持在较高位。
- **风险提示：**国内需求恢复不及预期，疫情变化超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 重磅文件促发展利民生，原油放储未改当下矛盾 (2021-11-26)
2. 风展红旗如画——2022年宏观经济展望 (2021-11-23)
3. 双碳领域多政策加持，能源矛盾或逐渐缓和 (2021-11-19)
4. 暖秋，背后有哪些隐藏风险？——10月经济数据点评 (2021-11-15)
5. 中华下个百年不忘初心，海外这个冬季价格飞起 (2021-11-12)
6. 多方加持，企业信心待提振——10月社融数据点评 (2021-11-11)
7. 涨幅扩大，一切还在掌握中吗？——10月通胀数据点评 (2021-11-10)
8. 披荆斩棘的出口，略显逊色的进口——10月贸易数据点评 (2021-11-07)
9. 生活服务业需求或释放，超级央行周政策在调整 (2021-11-05)
10. 如期而至，强调耐心——11月美联储议息会议点评 (2021-11-03)

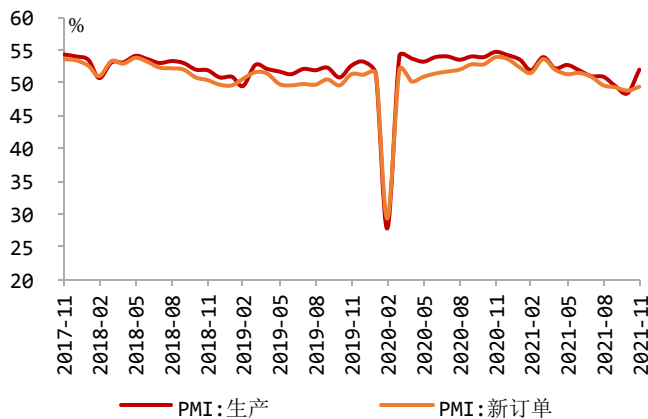
受“保供稳价”政策效果显现、制造业旺季等因素影响，11月份中国制造业采购经理指数反弹，非制造业商务活动指数小幅下降，综合 PMI 产出指数上升，11月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.1%、52.3%和 52.2%，分别比上月增长 0.9、-0.1 和 1.4 个百分点，预计短期供给端将持续恢复，但仍须警惕新型变异病毒带来的风险。

1 制造业 PMI：超预期重回扩张区间，但需求回升仍偏弱

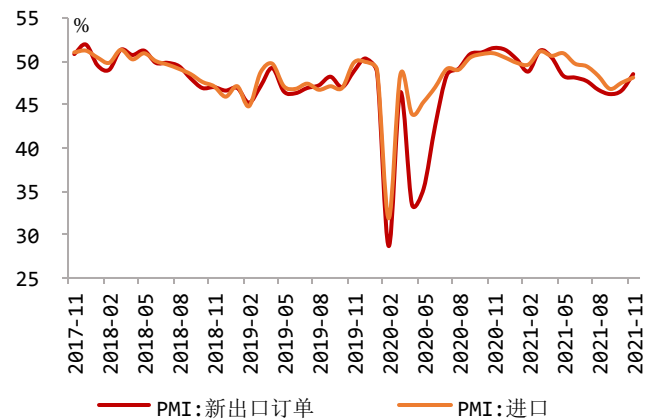
供给端压力有所缓解，企业预期回暖。受煤炭保供稳价政策效果显现的影响，11月份电力供应紧张情况有所缓解，对企业生产形成拉动，制造业采购经理人指数为 50.1%，比上月回升 0.9 个百分点，重回扩张区间，制造业景气水平改善。从生产端看，11月生产指数为 52.0%，较上月回升 3.6 个百分点，生产指数继连续 5 个月下行后首次回升。10月下旬，国家发改委实施保障煤炭供应的政策“组合拳”，从增产增量、价格管控、签署中长期合同、运输保障等方面采取有力措施，能源供应有所恢复，价格上涨压力有所缓解。从需求端看，11月新订单指数 49.4%，虽较上月上升 0.6 个百分点，但已连续 4 个月位于枯荣线以下，散点疫情影响下恢复较缓慢。11月，新订单指数低于生产指数 2.6 个百分点，而上个月新订单指数高于生产指数 0.4 个百分点，供需之间情况发生转变，供给恢复快于需求，供需缺口收窄也推动了价格端的下行。同时，企业对未来预期也有所改善，11月生产经营活动预期为 53.8%，较上月上升 0.2 个百分点。总体来看，需求端仍偏弱，如果新病毒影响可控，年末制造业 PMI 有望稳于扩张区间，但回升边际或将放缓。

从进出口情况来看，新出口订单和进口指数上行，分别为 48.5%和 48.1%，较前值上升 1.9 和 0.6 个百分点，受国外节假日消费拉动影响，外贸景气度延续上月改善态势。从行业情况看，医药、汽车、电气机械器材等行业新出口订单指数均高于上月 3.0 个百分点以上，升至扩张区间。但由于中国的主要贸易国如欧盟、日本等经济复苏不容乐观，新型病毒“奥密克戎”的出现使得多国颁布旅行禁令，海外生产或受影响，此外 12 月海外节假日消费继续释放，后续将支撑我国出口继续呈现出较强韧性。

从行业来看，政策效应引发的分化显著。高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 53.2%、51.7%和 51.4%，比上月上升 1.2、0.5 和 1.7 个百分点，行业扩张有所加快。其中，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；进入传统旺季的农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业景气度也较高；但高耗能行业 PMI 为 47.4%，由于持续受到能耗双控的影响，仍处于收缩区间。木材加工及家具、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业位于 43.0%以下低位区间，行业市场需求偏弱。近期“碳达峰、碳中和”顶层设计出炉，多方面举措密集出台，预计高耗能行业将持续受到影响，高技术制造业将继续保持在高景气区间。

图 1：供需两端有所恢复


数据来源: wind、西南证券整理

图 2：进口指数、新出口订单指数回升


数据来源: wind、西南证券整理

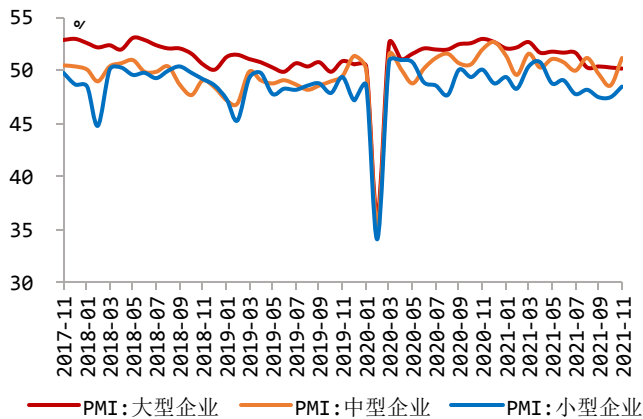
2 中型企业扬眉吐气，小型企业后续或继续改善

分企业规模看，中、小企业景气度改善，大型企业 PMI 保持平稳。11 月，大型企业 PMI 为 50.2%，较上月略回落 0.1 个百分点，总体较为稳定；中型企业 PMI 较上月回升 2.6 个百分点至 51.2%，结束了两个月的收缩走势，回升至临界点以上；小型企业 PMI 较上月上升 1.0 个百分点至 48.5%，景气度改善。具体来看，中、小企业尤其是中型企业供给恢复较为明显，需求端也有所回升；大型企业供给回升，但需求有所回落；不同规模企业的主要原材料购进价格自上月的高位回落幅度均较大。11 月，中、小企业生产指数较前值分别上升 7.3 和 3.0 个百分点至 54.8% 和 48.8%，中型企业生产指数升至荣枯线以上，而小型企业仍在景气值以下，大型企业生产指数较前值升 1.6 个百分点至 51.7%，维持在荣枯线以上。中小企业新订单指数分别较 10 月上涨 2.7 和 1.5 个百分点至 50.4% 和 47.6%，供给端压力有所缓解，对中小企业的政策扶持效果有所体现。整体来看，中型企业本月供需恢复明显，小型企业较上月也有所改善但仍处于荣枯线以下，预计随着支小政策的持续发力，小型企业供需或将继续改善。进出口方面，不同规模企业新出口订单指数都有上升，进口指数除中型企业上升外，大型企业和小型企业进口指数回落。11 月，大、中、小型企业新出口订单指数分别较前值回升 1.3、1.8 和 5.3 个百分点至 48.6%、48.9% 和 46.6%，其中小型企业出口需求恢复明显；中型企业进口指数为 49%，上升 4.6 个百分点，大、小型进口指数分别为 48.0% 和 46.1%，分别回落 0.6 和 1.8 个百分点。

从业人员和经营预期方面，中小企业经营预期回暖，从业人员指数有所回升。中、小型企业的从业人员指数分别为 48.9% 和 48.4%，较上月回升 0.1 和 1.0 个百分点，大型企业的从业人员指数为 49.1%，较上月小幅回落 0.3 个百分点。不同规模企业的从业人员指数仍都在荣枯线以下，企业对未来看法仍较谨慎。中、小型企业的经营预期指数分别较前值回升 1.9 和 2.5 个百分点至 54.8% 和 51.9%，企业预期有一定提升，大型企业经营预期指数小幅回落。11 月，北交所正式开市，首批上市 81 家公司，其中 17 家为专精特新“小巨人”企业，有利于改善中小企业的直接融资环境。此外，11 月 22 日国务院办公厅发布《关于进一步加大对中小企业纾困帮扶力度的通知》，未来将从加大纾困资金支持力度、进一步推进减税降费、灵活精准运用多种金融政策工具、推动缓解成本上涨压力、加强用电保障、支持企业稳岗扩岗、保障中小企业款项支付、着力扩大市场需求和全面压实责任九大方面出发，全方位加大

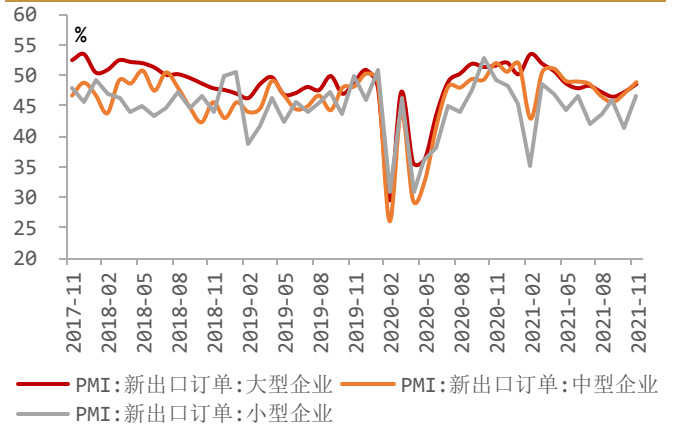
助企纾困力度、减轻中小企业负担并帮助度过难关，预计在多方加持下中小企业复苏将稳中有进。

图 3：中、小型企业 PMI 有所回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：不同规模企业新出口订单指数回升

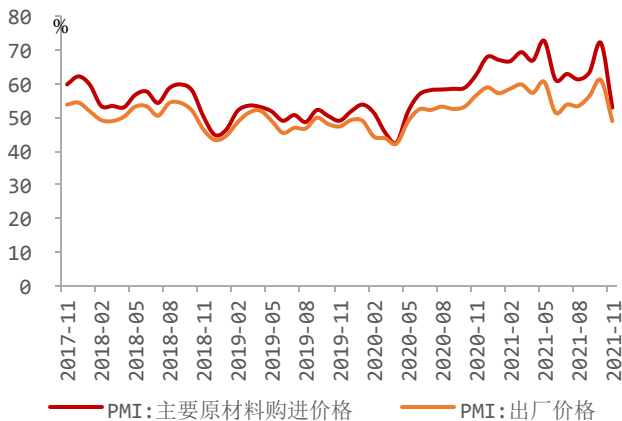


数据来源：wind、西南证券整理

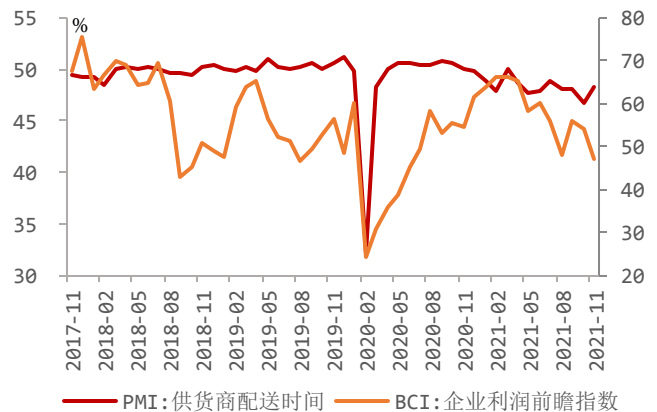
3 价格大幅回落，企业成本压力有所缓解

原材料购进价格及出厂价格指数回落，企业成本压力缓解。11月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别大幅回落 19.2 和 12.2 个百分点至 52.9% 和 48.9%，其中出厂价格指数今年首次降至临界点以下，近期“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。行业层面，从主要原材料购进价格指数看，部分基础原材料生产行业的采购价格和产品销售价格回落明显，化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业的两个价格指数均显著回落，降至临界点以下。近期，在发改委加强煤炭中长期合同履行信用监管、央行设立 2000 亿元的支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、财政通过合理降低项目资本金比例、适当税收优惠、加强政府专项债资金支持、加快折旧等措施，加大对煤炭清洁高效利用项目的支持力度等政策“组合拳”下，煤炭供应增加，价格回落，截至 11 月 29 日，动力煤期货结算价格月环比下降 40.25%，相关中下游企业成本压力显著缓解，持续的保供稳价之下，预计市场供求关系将渐趋平衡。从不同规模企业来看，大中小型企业主要原材料购进价格指数分别较上月下降 21.1、18.4 和 16.1 个百分点至 51.2%、54.0% 和 55.3%，出厂价格指数分别下降 15.6、9.8 和 7.8 个百分点至 46.0%、51.2% 和 52.3%，两者都是大型企业降幅最大，预计终端消费价格压力后续或有缓解。11 月，BCI 企业销售前瞻指数较前值下降 2.58 点至 66.49，利润前瞻指数下降 6.84 点至 47.07，总成本前瞻指数下降 1.22 点至 88.62。

企业原材料库存和产成品库存指数有所回升，供应商配送时间指数上升。11 月，供应商配送时间指数为 48.2%，较上月上升 1.5 个百分点，但仍连续 8 个月位于荣枯线以下，受国内疫情散点爆发以及天气因素影响，原材料供应商交货时间有所延长。11 月，原材料库存指数和产成品库存分别为 47.7% 和 47.9%，较上月回升 0.7 和 1.6 个百分点，仍在荣枯线以下，上游供给端有所恢复，企业库存降幅有所收窄，但补库存意愿仍不强烈。随着后续上游价格逐步回落，企业压力有望进一步缓解。

图 5：主要原材料购进价格大幅回落


数据来源: wind、西南证券整理

图 6：企业利润前瞻指数继续回落


数据来源: wind、西南证券整理

4 非制造业 PMI：服务业景气回落，建筑业需求持续增长

疫情及寒冷天气因素影响，服务业部分行业受影响。11 月份，非制造业商务活动指数为 52.3%，较上个月略降 0.1 个百分点，但仍在荣枯线以上，非制造业相对来说比较稳定，其中服务业景气度有所回落，建筑业扩张加快。11 月份，受部分地区散点疫情和寒冷天气影响，服务业商务活动指数较上个月下降 0.5 个百分点至 51.1%。从行业来看，与制造业活动密切相关的生产性服务业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间，其中信息服务、金融服务、商务服务等行业业务总量增长较快；与接触型消费密切相关的生活性服务业商务活动指数降至临界点以下，其中住宿、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等行业商务活动指数均大幅回落至 46.0% 及以下，市场活跃度明显下降。从分项指标来看，服务业需求继续放缓，本月服务业新订单指数为 47.9%，比上个月下降 0.5 个百分点，已连续 6 个月在荣枯线以下。与制造业分项指标变动趋势相似，服务业投入品价格和销售价格也回落较多，分别较前值回落 3.7 和 2.4 个百分点至 51.8% 和 49.6%。此外，服务业从业人员指数与上月持平，业务活动预期指数略降。12 月天气转冷，海外奥密克戎变异毒株的不确定因素影响等对服务业有负面冲击，但国内疫情控制得当，总体来看服务业预期仍将保持基本稳定。

建筑业扩张加速，多因素拉动需求。11 月，建筑业商务活动指数为 59.1%，较上月上升 2.2 个百分点，位于较高景气区间，建筑业需求持续增长。从分项指标看，11 月，建筑业新订单指数较前值回升 1.9 个百分点至 54.2%。11 月国常会表示地方专项债方面要加快今年剩余额度发行，做好资金拨付和支出管理，力争在明年初形成更多实物工作量，专项债在第三季度后发行明显加速对后续基建投资将形成拉动；此外，近期部分房企有计划在银行间市场注册发行债务融资的工具，部分房企融资环境逐步解冻，杭州、济南、苏州、无锡、南京、深圳、上海、广州等地也陆续公布了 2021 年第三轮集中供地明细，部分地区将前期流拍的多宗地块再次挂牌出让，通过下调地价起价、下调保证金比例、减少捆绑限制、放宽开发商拿地付款周期等方式进行了优化。基建和房地产端都对建筑业形成拉动。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，可佐证随着部分“十四五”规划重大项目逐步落地，基础设施建设进度有所加快。从价格因素看，建筑业投入品价格指数为 44.9%，较上月大幅回落 25.8 个百分点，继 2020 年 4 月后首次降至荣枯线以下；建筑业业务活动预期指数较前值回落 2.0 个百分点至 58.3%。预计年内建筑业商务活动指数仍将维持在较高位。

图 7：11 月建筑业 PMI 指数回升

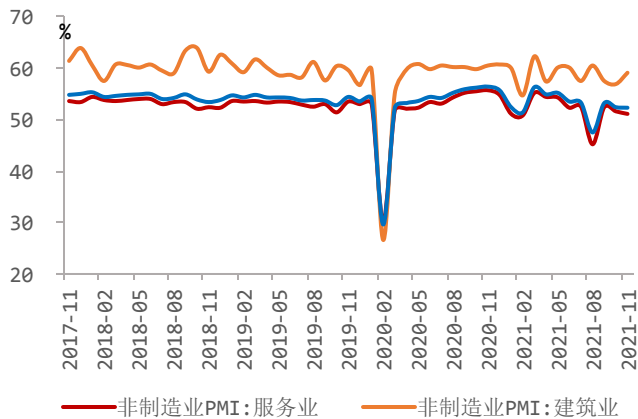
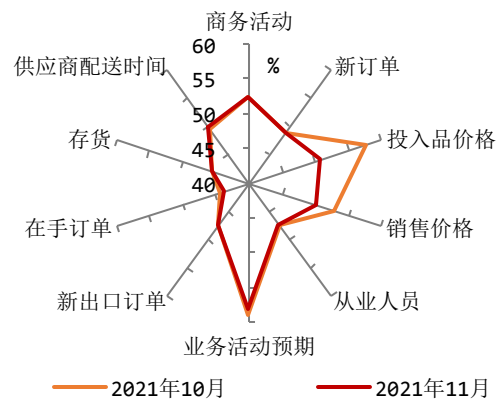


图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11
中采制造业PMI																				
PMI总指数	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1
生产量	53.7	53.2	53.9	54.0	53.5	54.0	53.9	54.7	54.2	53.5	51.9	53.9	52.2	52.7	51.9	51.0	50.9	49.5	48.4	52.0
雇员	50.2	49.4	49.1	49.3	49.4	49.6	49.3	49.5	49.6	48.4	48.1	50.1	49.6	48.9	49.2	49.6	49.6	49.0	48.8	48.9
新订单	50.2	50.9	51.4	51.7	52.0	52.8	52.8	53.9	53.6	52.3	51.5	53.6	52.0	51.3	51.5	50.9	49.6	49.3	48.8	49.4
出口订单	33.5	35.3	42.6	48.4	49.1	50.8	51.0	51.5	51.3	50.2	48.8	51.2	50.4	48.3	48.1	47.7	46.7	46.2	46.6	48.5
现有订货	43.6	44.1	44.8	45.6	46.0	46.1	47.2	46.7	47.1	47.3	46.1	46.6	46.4	45.9	46.6	46.1	45.9	45.6	45.0	45.7
产成品库存	49.3	47.3	46.8	47.6	47.1	48.4	44.9	45.7	46.2	49.0	48.0	46.7	46.8	46.5	47.1	47.6	47.7	47.2	46.3	47.9
原材料库存	48.2	47.3	47.6	47.9	47.3	48.5	48.0	48.6	48.6	49.0	47.7	48.4	48.3	47.7	48.0	47.7	47.7	48.2	47.0	47.7
采购量	52.0	50.8	51.8	52.4	51.7	53.6	53.1	53.7	53.2	52.0	51.6	53.1	51.7	51.9	51.7	50.8	50.3	49.7	48.9	50.2
购进价格	42.5	51.6	56.8	58.1	58.3	58.5	58.8	62.6	68.0	67.1	66.7	69.4	66.9	72.8	61.2	62.9	61.3	63.5	72.1	52.9
供应商配送时间	50.1	50.5	50.5	50.4	50.4	50.7	50.6	50.1	49.9	48.8	47.9	50.0	48.7	47.6	47.9	48.9	48.0	48.1	46.7	48.2
进口	43.9	45.3	47.0	49.1	49.0	50.4	50.8	50.9	50.4	49.8	49.6	51.1	50.6	50.9	49.7	49.4	48.3	46.8	47.5	48.1
中采服务业PMI	52.1	52.3	53.4	53.1	54.3	55.2	55.5	55.7	54.8	51.1	50.8	55.2	54.4	54.3	52.3	52.5	45.2	52.4	51.6	51.1
中采建筑业PMI	59.7	60.8	59.8	60.5	60.2	60.2	59.8	60.5	60.7	60.0	54.7	62.3	57.4	60.1	60.1	57.5	60.5	57.5	56.9	59.1
综合PMI产出指数	53.4	53.4	54.2	54.1	54.5	55.1	55.3	55.7	55.1	52.8	51.6	55.3	53.8	54.2	52.9	52.4	48.9	51.7	50.8	52.2
非制造业商务活动指数	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	55.9	56.2	56.4	55.7	51.5	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3
财新制造业PMI	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9	53.0	51.5	50.9	50.6	51.9	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	—

数据来源：wind、西南证券整理

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_30316

