

## 保供已显成效，政策将向何处去？

报告日期：2021-11-30

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

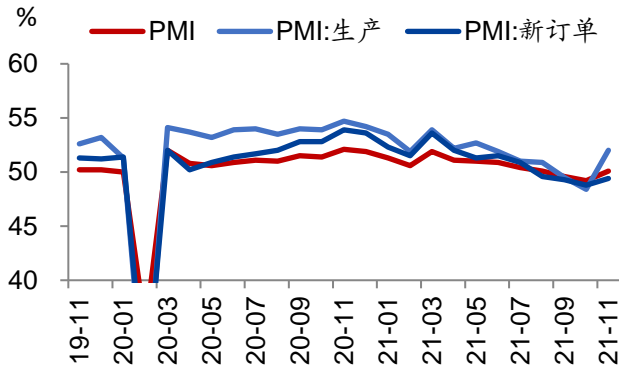
### 主要观点：

- **事件：**11月制造业PMI 50.1，预期49.7，前值49.2；11月非制造业PMI 52.3，前值52.4。11月中国企业经营状况指数(BCI)49.2，前值51.6。
- **制造业：供需改善，供给恢复强于需求，外需改善好于内需，价格回落，库存回升。制造业景气度总体企稳回升。11月制造业PMI为50.1%，较前值回升0.9个百分点，也时隔两个月重回荣枯线以上。具体看：**
  - 1) **供需改善，其中供给景气恢复程度大于需求，外需改善程度大于内需。**供给端，11月PMI生产为52%，较前值回升3.6个百分点，也结束了5连降，表明发改委“保供稳价”政策取得成效，11月供给有所恢复。发改委表示，今年自10月份以来，供煤较去年同期增加超过30%，持续大于耗煤，电厂存煤快速回升，11月23日全国电厂存煤已达到1.47亿吨，可为今冬明春发电供暖提供有力保障。高频数据看，上下游行业开工率有所分化，钢铁行业高炉开工率较10月下降，化工行业PTA开工率整体较10月提升，汽车全钢胎和半钢胎开工率均较10月提升。需求端，11月PMI新订单、新出口订单分别较上月回升0.6、1.9个百分点至49.4%、48.5%，虽有所回升，但仍处于较低位置，其中PMI新订单连续4个月低于荣枯线，PMI新出口订单连续7个月低于荣枯线。此外，PMI进口回升0.6个百分点至48.1%，连续6个月低于荣枯线。由此看，11月需求回暖，但仍偏弱，PMI新订单和PMI进口回升幅度小于PMI新出口订单，反映外需稍好于内需。
  - 2) **出口订单与出口金额持续背离，主因运价和全球大宗商品价格高企，明年将逐渐回归统一；圣诞需求提振，11月新出口订单也较前值改善，预计短期出口仍有支撑。截至10月，PMI新出口订单连续6个月处于收缩区间，但出口金额同比维持20%以上的高速增长，两者发生背离源于：一是PMI新出口订单是新增接单情况，而海关出口金额是实际出口情况，前者通常领先后者。二是由于运价和上游原材料价格上涨，部分出口企业持观望态度，降低接单意愿，同时价格对出口金额形成提振，导致订单虽下降，但出口额仍高。预计随着全球供应链危机缓解、原材料和运价回归常态，新出口订单和出口金额背离情况将有所缓解。**
  - 3) **“保供稳价”政策效果显现，价格环比下降，预计11月PPI同比回落；企业库存回升。**价格方面，11月PMI原材料购进价格、出厂价格分别较前值回落19.2、12.2个百分点至52.9%和48.9%，其中出厂价格17个月以来首度回落至荣枯线以下，再结合11月南华工业品价格指数环比回落13.7%，截至11月19日的生产资料价格指数环比回落0.8%，预计11月PPI同比可能回落至12%左右。库存方面，11月PMI原材料、产成品库存分别回升0.7、1.6个百分点至47.7%和47.9%，应与11月供给恢复好于需求有关。
- **非制造业：服务业景气持续回落，主因疫情扰动；高频数据显示地产销售略有改善，仍需继续观察；建筑业景气回升，或与专项债发行和地产政策边际调整有关。**  
**11月非制造业PMI商务活动指数环比小幅回落0.1个百分点至52.3%，连续3个月处于扩张区间。**其中，服务业PMI回落0.5个百分点至51.1%，连续2个月回落，主因疫情局部反弹、地产景气低迷对服务业造成拖累。需要指出的是，高频指标显示11月地产销售景气边际略有改善，截至11月28日，11月30大中城市商品房周度平均成交面积为309万平方米，高于9-10月的287和289万平方米，后续仍需持续观察。**建筑业PMI和建筑业新订单指数分别回升2.2和1.9个百分点至59.1%和54.2%，表明专项债发行（11月净融资5640亿元）、地产政策边际调整对建筑施工需求起到一定支撑作用。**
- **中小企业和就业：小企业景气仍差，就业压力仍大。**
  - 1) **分企业类型看，小企业景气仍差。**11月大型、中型、小型企业PMI分别变化-0.1、2.6、1.0个百分点至50.2%、51.2%、48.5%，显示中小企业景气度改善，其中中型企业改善明显，但小企业PMI仍连续7个月位于收缩区间，景气度仍差。中国企业经营状况指数(BCI)同样显示中小企业景气度偏弱，11月BCI指数较前值回落2.37个百分点至49.22%，分项指数中除库存前瞻指数回升外，其余销售、利润、融资环境指数分别较前值回落2.58、6.83、0.37个百分点至66.49%、47.07%、43.94%。
  - 2) **就业压力仍大，11月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别较前值变动0.1、0.0、-1.1个百分点至48.9%、46.6%、51.3%，其中制造业从业人员PMI连续8个月低于荣枯线，服务业长期低于荣枯线，建筑业11月大幅下滑，就业压力整体仍大。**
  - **供需结构性矛盾有所缓解，11月经济景气呈现出供给增，需求弱，价格降，小企业和就业差的特点，预计未来政策在保供的同时，将在稳就业、稳增长、扩内需等方面发力，特别是消费、基建、小微企业等方面支持，也可能再降准。**
- **11月经济弱企稳，需求端仍疲弱。**制造业PMI显示供需改善，供给强于需求，外需好于内需，“保供稳价”现成效，价格回落、库存回升。服务业景气受疫情扰动而延续回落，高频数据显示地产销售边际改善，建筑业景气度有较大改善。小企业景气度仍差，就业压力仍大。**政策层面，总理座谈会和央行Q3货币政策报告对经济担忧加大，11月19日和22日总理座谈会重提“六稳、六保”，特别是保就业保民生保市场主体，提出“落实好岁末年初筹划的跨周期调节举措，推动经济在爬坡过坎”，央行Q3货币政策报告重提“阶段性、结构性、周期性因素”，首提“保持经济平稳运行的难度加大”。整体看，“保供稳价”成效显著，但就业、增长压力仍大，特别是内需疲弱，结合对近期各项会议文件解读，我们预计保供的同时，政策或将逐步在需求端发力，例如：1) 11月19日总理座谈会强调“带动更多就业和居民增收，促进消费扩大”；2) 11月24日国常会部署专项债工作，包括“加快今年剩余额度发行，力争明年初形成更多实物工作量，推进成熟项目开工，提前下达部分额度，加强资金投向审核和监管，避免长期闲置”等；3) 11月10日国务院办公厅发文支持中小企业，包括加大纾困资金支持、减税降费、金融工具精准“滴灌”等9项措施；4) 央行Q3货币政策报告删除“总闸门”和“不搞大水漫灌”，更强调“底线思维”，防止系统性和次生风险，我们预计年底年初可能再降准，结构性支持工具将成常态。后续需关注年底中央经济工作会议和政治局会议的信号和举措。**
- **风险提示**  
地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

### 相关报告

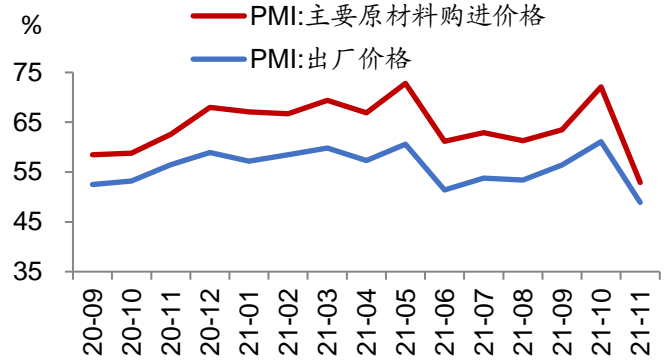
- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_五问碳减排支持工具，对大类资产有何影响？》2021-11-09
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_CPI-PPI触底了吗？价格传导如何？》2021-11-10
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_转型的阵痛与喜悦》2021-11-15
- 6.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_对三季度央行货币政策报告的6点理解》2021-11-20

图表 1 PMI 生产指数大幅回升



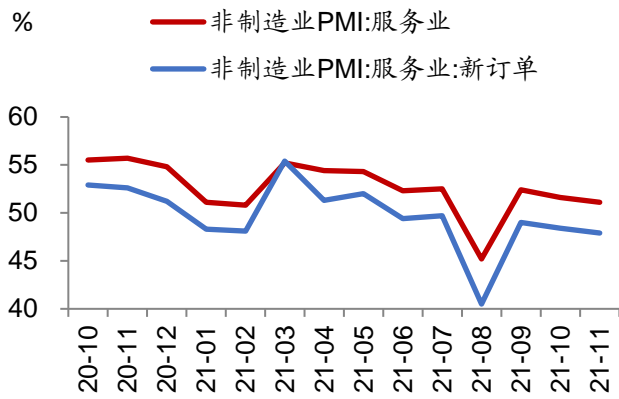
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 PMI 价格端回落



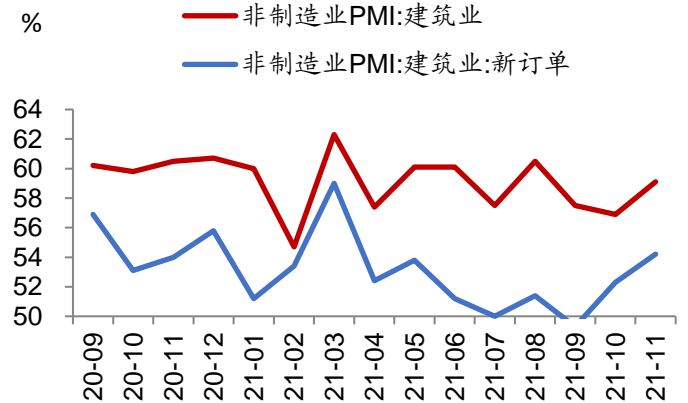
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 服务业景气下滑



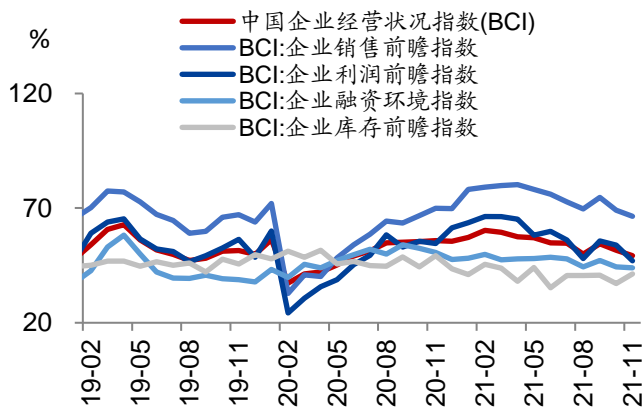
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 建筑业景气回升



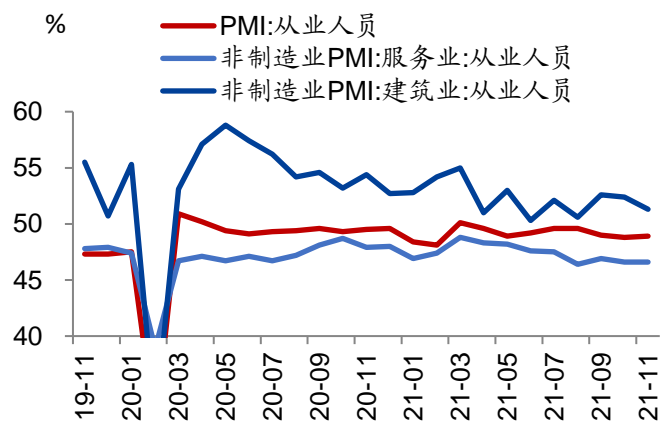
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 小企业景气度仍弱



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 就业稳中偏弱



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

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\\_30321](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30321)

