



生产恢复价格回落 企业主动补库

——2021 年 11 月制造业 PMI 指数点评

日期：2021 年 12 月 01 日

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

主要观点

生产恢复价格回落

11 月制造业 PMI 止跌回升，重回扩张区间。生产的恢复是本月 PMI 回升的主要原因。供给恢复较需求更快。随着各项能源保供稳价政策的多管齐下，电力供应持续好转，企业生产经营恢复。生产指数升至扩张区间。而需求方面则呈现弱恢复，改善幅度远不及生产。外贸景气度持续回升。海外圣诞季的到来将进一步提振海外需求，支撑出口的强韧。近期新的变种病毒再度引发部分国家“封国”，或导致全球供应链恢复的时间进一步延长，仍需持续观察。但整体来看，随着后续疫情影响变化，中国外贸的高光时刻逐渐消退，未来出口下降仍是大概率事件，尽管时间有延后，海内外疫情形势的变化，影响的只是比变化的进程和节奏，不会影响方向。价格指数快速回落，且跌幅较大，尤其出厂价格直接跌破临界点。11 月主要大宗商品价格均有回落，保供稳价效果显著，PPI 拐点在即。生产恢复，企业补库。生产的恢复，带动企业相关库存以及采购量均出现了明显的回升。原材料价格的回落，也有助于需求的恢复。企业的在手订单、原材料库存以及产成品库存均明显回升。这三项指数在 10 月创下新低，供给约束消除后，企业也表现出了补库的动力，采购需求回升。

非制造业保持稳定。非制造业商务活动指数为 52.3%，比上月略降 0.1 个百分点。服务业受到国内疫情多发影响有所放缓。但建筑业扩张加快，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，表明基建活动有所加快。随着专项债的发行加快，基建得以提振。根据国常会的要求，面对新的下行压力，基建是抓手，在专项债的助力下有望继续加快。

11 月制造业景气度止跌反弹，重回扩张区间。生产恢复，供应约束消除后，价格回落，订单回升。制造业的改善也有望缓解经济的下行压力。

“高通胀”和“平经济”的组合格局未变

“高通胀”和“平经济”的组合格局未变，市场的“滞胀”忧虑仍不能完全消除。支撑通胀预期的现实是持续 1 年上下的大宗商品高价格，以及由此造成的高 PPI，担忧传导至下游 CPI；经济平预期在于楼市泡沫和疫情影响持续下，投资和消费的双疲弱现实态势。经济转型时期会经历较长时期的“底部徘徊”时期，因此经济增长持续偏软有其阶段性特征，前期对房地产行业的过度催化更是延长了这一过程。在经济低迷时期，通缩问题是比通胀更为现实的隐忧；由于终端需求比较疲软，当前的高 PPI 难以向下游传导。在全球范围内，主要核心经济体的高通胀都是暂时的——2021 年美国的高通胀来自于人民币汇率的大幅度升值，欧元区受德国税赋优惠制度取消的影响，英国则是供应链不畅。总体而言，导致这些核心国高通胀的因素 2022 年都将消失。

目 录

事件：11 月官方制造业 PMI 数据公布.....	3
事件解析：数据特征和变动原因.....	3
1. 中小企业产能释放.....	4
2. 供需同步改善，外贸景气度继续回升	5
3. 生产恢复企业补库.....	6
4. 企业信心改善.....	7
事件影响：对经济和市场.....	7
5. “高通胀”和“平经济”的组合格局未变	7
6. 市场短期压力持续.....	8
事件预测：趋势判断.....	8
7. 转向内需，政策平稳.....	8

图

图 1 官方制造业 PMI (%).....	4
图 2 大中小型企业 PMI (%).....	5
图 3 新订单及生产指数 (%)	6
图 4 库存及采购量指数 (%)	6
图 5 购进价格、从业人员及经营活动指数指数 (%)	7

事件：11月官方制造业 PMI 数据公布

11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，比上月上升 0.9 个百分点，位于临界点以上，制造业重回扩张区间。

11 月份，非制造业商务活动指数为 52.3%，比上月略降 0.1 个百分点，继续高于临界点，非制造业保持稳定恢复。

11 月份，综合 PMI 产出指数为 52.2%，比上月上升 1.4 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所加快。

事件解析：数据特征和变动原因

11 月制造业 PMI 止跌回升，重回扩张区间。三季度以来由于疫情、汛情、限电限产等因素，PMI 指数快速回落至收缩区间，创下 49.2% 历史新低。但随着各项能源保供稳价政策的多管齐下，电力供应持续好转，企业生产经营恢复，制造业景气度明显回升。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点，也说明了生产的恢复是本月 PMI 回升的主要原因。

供给恢复较需求更快。生产指数为 52.0%，比上月上升 3.6 个百分点，升至扩张区间。随着电力供应的改善，实际上工业生产本月 10 月已有所回升。而由于 PMI 是环比数据，也意味着 11 月工业生产有望进一步加快。而需求方面则呈现弱恢复，改善幅度远不及生产。新订单指数为 49.4%，比上月上升 0.6 个百分点，其中年底食品饮料行业进入传统旺季，新订单指数升至 55.0% 以上较高景气区间；但木材加工及家具、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。

外贸景气度持续回升。海外圣诞季的到来将进一步提振海外需求，支撑出口的强韧。新出口订单指数和进口指数分别为 48.5% 和 48.1%，比上月上升 1.9 和 0.6 个百分点。近期新的变种病毒再度引发部分国家“封国”，或导致全球供应链恢复的时间进一步延长，仍需持续观察。但整体来言，随着后续疫情影响变化，中国外贸的高光时刻逐渐消退，未来出口下降仍是大概率事件，尽管时间有延后，海内外疫情形势的变化，影响的只是比变化的进程和节奏，不会影响方向。

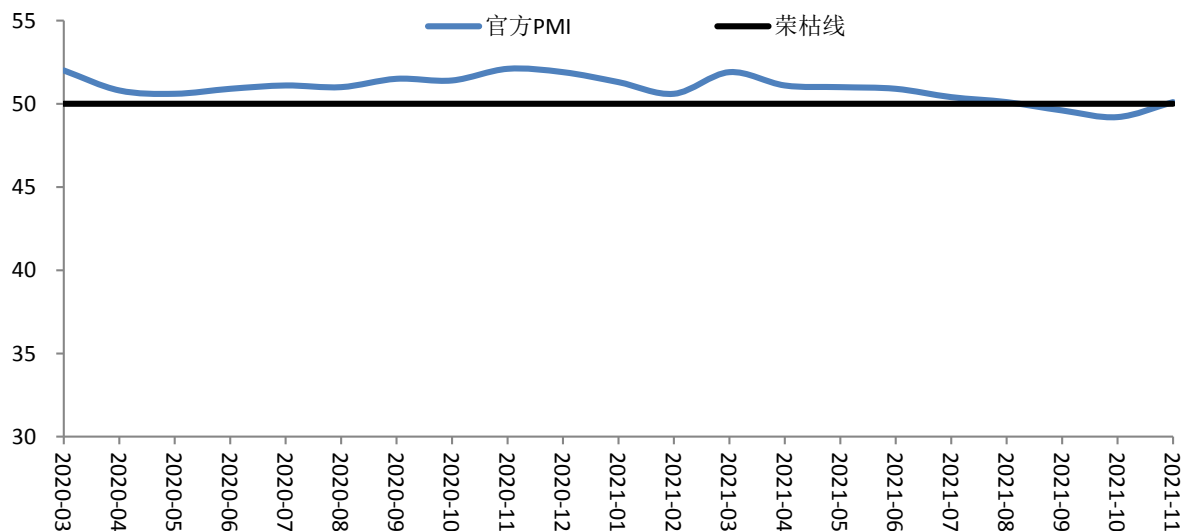
价格指数快速回落。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 52.9% 和 48.9%，明显低于上月 19.2 和 12.2 个百分点。价格

指数的快速回落，尤其出厂价格直接跌破临界点。11月主要大宗商品价格均有回落，保供稳价效果显著，PPI拐点在即。从行业情况看，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，表明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。

非制造业保持稳定。非制造业商务活动指数为52.3%，比上月略降0.1个百分点。服务业受到国内疫情多发影响有所放缓。但建筑业扩张加快，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，表明基建活动有所加快。随着专项债的发行加快，基建得以提振。根据国常会的要求，面对新的下行压力，要统筹做好今明两年专项债管理政策衔接，更好发挥专项债资金带动社会资金的作用，扩大有效投资，以利扩大内需、促进消费。稳增长要求下基建是抓手，在专项债的助力下有望继续加快。

由于制造业的回升，11月份，综合PMI产出指数为52.2%，比上月上升1.4个百分点。构成综合PMI产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为52.0%和52.3%，一升一降。

图 1 官方制造业 PMI (%)



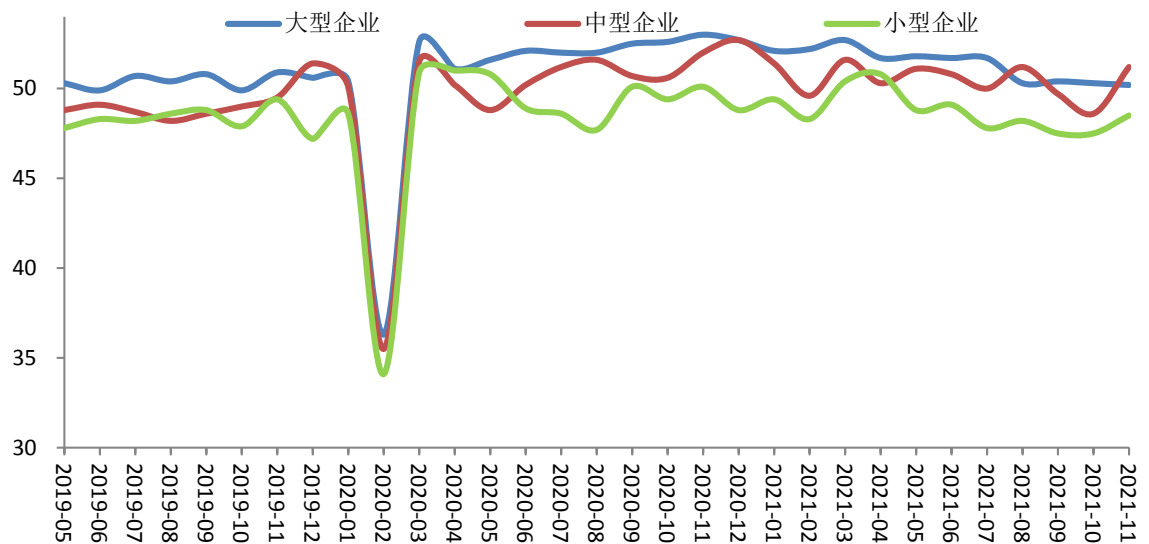
数据来源：Wind，上海证券研究所

1. 中小企业产能释放

大型企业 PMI 为 50.2%，比上月略降 0.1 个百分点，继续高于临界点，保持稳定。中型企业 PMI 为 51.2%，比上月上升 2.6 个百分点，重回临界点以上。小型企业 PMI 为 48.5%，比上月上升 1.0

个百分点，低于临界点。限电限产影响下，中小企业备受冲击，大型企业表现相对稳健。因此本月生产恢复后，中小企业 PMI 迅速反弹，产能得以释放，景气度得以回升。

图 2 大中小型企业 PMI (%)

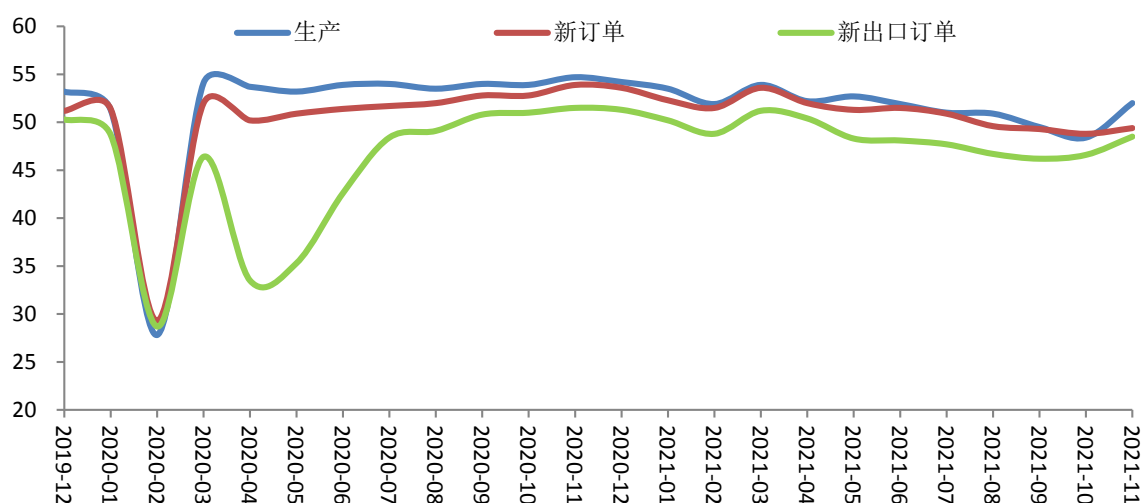


数据来源: Wind, 上海证券研究所

2. 供需同步改善，外贸景气度继续回升

生产指数为 52.0%，比上月上升 3.6 个百分点，表明制造业生产活动加快。新订单指数为 49.4%，比上月上升 0.6 个百分点，表明制造业市场需求有所改善。电力供应改善后，生产恢复更快。其中，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。需求恢复较生产更慢。进出口景气度继续回升。从主要国家 PMI 来看，欧元区整体回升，升至 58.6，英国也回升至 58.2。外需稳中偏升，叠加传统假日的来临，支撑了出口景气度。

图 3 新订单及生产指数 (%)

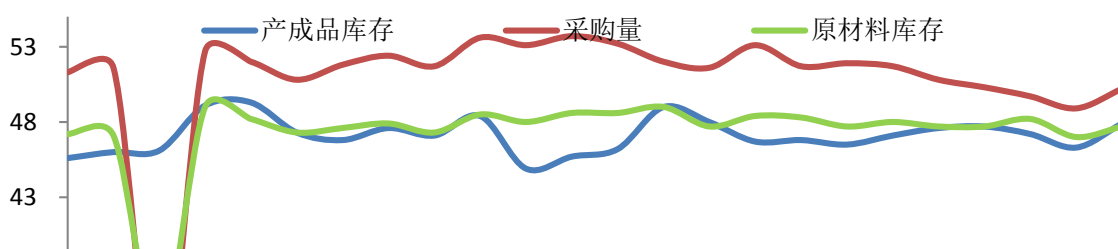


数据来源: Wind, 上海证券研究所

3. 生产恢复企业补库

本月最显著的特征就是生产的恢复, 带动企业相关库存以及采购量均出现了明显的回升。原材料价格的回落, 也有助于需求的恢复。11月采购量指数为50.2%, 高于上月1.3个百分点, 重回扩张区间。而企业的在手订单、原材料库存以及产成品库存均明显回升。这三项指数在10月创下新低, 供给约束消除后, 企业也表现出了补库的动力, 采购需求回升。

图 4 库存及采购量指数 (%)



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_30322

