

中下游生产边际改善

—11月 PMI 数据点评

宏观事件点评

2021年11月30日

报告摘要:

● 11月PMI读数验证中下游制造业边际改善

11月PMI数据与10月经济数据相互印证,进一步验证了当前上下游供需格局的改善。煤电在10月以来提速放量,11月制造业原材料价格迎来去年下半年以来的最大幅度回落。

在煤电供应缓解之后,下半年来压制制造业生产的上游供给大幅缓解。持续旺盛的外需在本月更有圣诞季的边际提升。中下游制造业的供需均迎来改善。

● 关注内需和基建地产的政策变化

前期受到抑制的中下游制造业改善,意味着未来一段时间,经济的短期变量在于内需。然而与之前经济状态一脉相承的是,本月PMI读数反映内需与就业没有显著改善。服务业PMI甚至受制于疫情防控进一步下滑,非制造业PMI从业人员指数表现类似。

在服务业受制于疫情防控的前提下,短期内经济的腾挪空间在于基建和地产,尤其应该关注基建和地产政策。

● 风险提示:

海外需求波动超预期,疫情持续时间超预期,能耗双控节奏超预期。

民生证券研究院

分析师:周君芝

执业证号: S0100521100008

电话: 15601683648

邮箱: zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

11月30日，国家统计局发布PMI数据。11月制造业PMI为50.2，前值48.9；建筑业PMI为59.1，前值56.9；服务业PMI为51.1，前值51.6。

1 PMI数据验证中下游制造业边际改善

今年以来经济状态表现为三点特征：中上游的价格和利润较好；中下游生产一般；国内服务业与建筑业表现较差。在整个经济结构中，外需强、内需弱，上游强、下游弱。消费、内需受制于疫情，而外需具有强韧性，上游供给约束才是生产的主要制约因素。从全年来看，经济可以分成三个阶段。

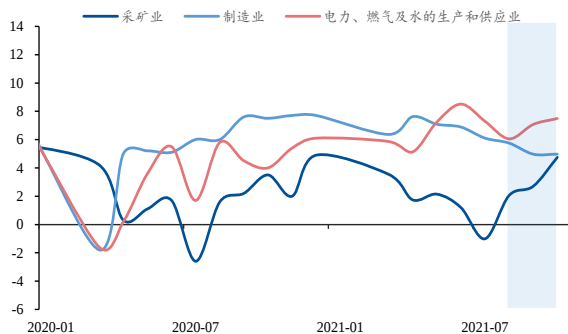
第一阶段，年初以来，外需推动出口与制造业生产增长。海外需求推动制造业生产扩张。工增上半年复合同比增速达7.5%。尽管国内外需求共振推动大宗商品价格上涨，但外需火热，生产并未受到抑制。

第二阶段，下半年以来，煤、电紧张约束上游生产。上半年超预期的工业生产扩张，用电需求逐渐超过现有用电负荷。电力资源紧张，中上游高耗能产业生产率先降低。8月之后，能耗双控进一步叠加。煤炭开采等产出进一步收缩，工业利润大幅向上游倾斜。原材料短缺向下传导，中下游制造业也受制于电力。最终我们看到6月之后的制造业生产表现相对一般。

第三阶段，保供政策推进，上下游供需矛盾缓解。煤电短缺不仅影响到生产，甚至影响到民生。9月之后，国内出台政策托底，煤、电的生产供应逐步缓解。上下游的供需格局改善，PPI在10月基本到顶。10月，采矿业（主要是煤炭）同比增速6.0%，较9月（3.2%）增长明显，电力热力燃气及水供应同比增长11.1%。

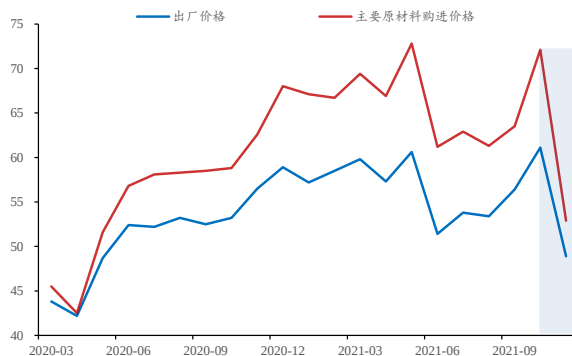
11月的PMI读数验证中下游的生产正在改善。11月PMI新订单与生产指数均较前值明显改善，PMI生产指数更反弹至上半年的水平。下半年以来中下游生产低迷的根源在于煤、电等原材料约束。在供给约束缓解之后，原材料价格大幅回落，中下游制造业的生产与投资迎来转机。本月制造业PMI出厂价格指数与原材料价格指数均回落至2020年下半年以来的最低值。此外，本就不弱的外需在圣诞出货季，更有边际提升。

图1：上游价格持续上涨（%）



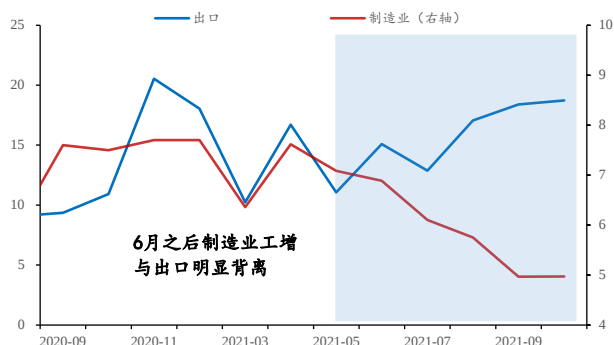
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：PMI反映原材料价格已到拐点



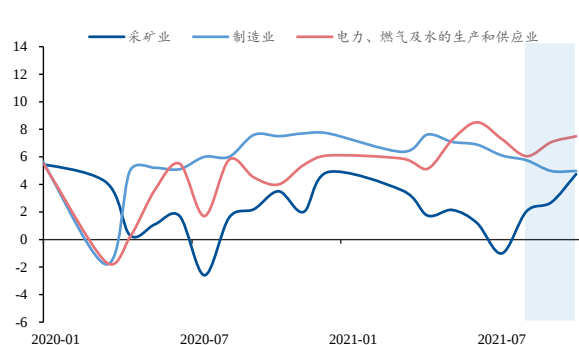
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3: 下半年制造业生产与出口背离 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 煤、电供应缓解 (%)



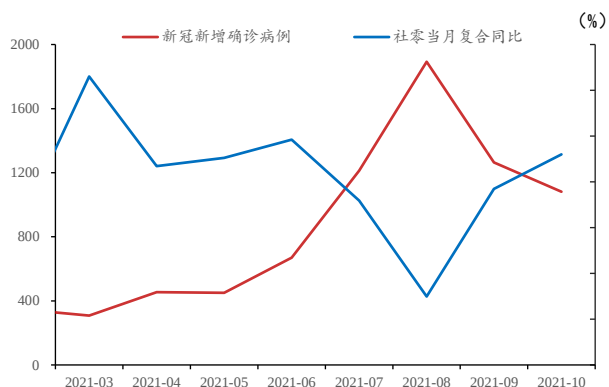
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 关注内需和基建地产的政策变化

从全年来看，内需疲软，就业未有显著改善。1-10月，社零累计复合同比仅为4%，远低于疫情前8%的水平。节奏上，消费同比基本与疫情反向变化。本月服务业PMI超季节性回落，读数（51.1）低于上月（51.6），基本与国内疫情防控对应。本月确诊人数达到年内第三波高峰，尤其是华东地区局部疫情对经济的影响要高于上月。疫情防控、内需疲软之下，非制造业PMI从业人员指数较上月进一步下滑，反映建筑业、服务业等就业未有显著改善。

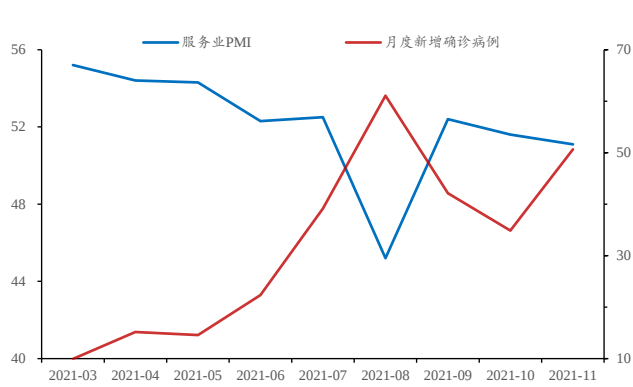
经济短期内不需要考虑外需与中下游制造业。外需一直都有较强韧性，前期对生产形成压制的上游约束在本月明显缓解，中下游制造业供需均有改善。未来一段时间，经济的短期变量在于内需。在服务业受制于疫情防控的前提下，短期内经济的腾挪空间在于基建和地产，尤其应该关注基建和地产政策变化。

图5: 今年消费紧跟疫情节奏



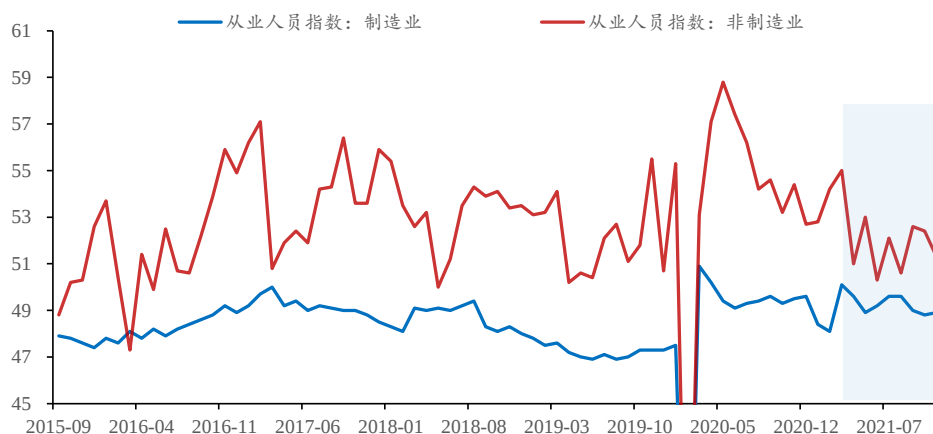
资料来源: Wind, 民生证券研究院。2021年同比为两年复合同比。

图6: 服务业PMI下行与近期疫情反弹相关



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 居民就业压力仍然在



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 风险提示

海外需求波动超预期，疫情持续时间超预期，能耗双控节奏超预期。

插图目录

图 1:	上游价格持续上涨 (%)	2
图 2:	PMI 反映原材料价格已到拐点	2
图 3:	下半年制造业生产与出口背离 (%)	3
图 4:	煤、电供应缓解 (%)	3
图 5:	今年消费紧跟疫情节奏	3
图 6:	服务业 PMI 下行与近期疫情反弹相关	3
图 7:	居民就业压力仍然在	4

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_30327

