

2021年11月30日

宏观研究

研究所

证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人: 方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

供给回升带动制造业短期反弹

——11月PMI数据点评

最近一年走势



事件:

11月30日,国家统计局公布中国11月制造业采购经理指数(PMI)为50.1(前值49.2)。PMI的反弹很大程度上是供给改善带动的,与我们的预判高度一致(《10月PMI数据点评》)。展望未来,制造业部门的反弹可能只是短暂的,需求端的疲软仍是制约经济运行的主要因素。我们认为更大力度的着眼于刺激需求的政策调整可能是必要的——首先需要关注的是下个月的中央经济工作会议。

投资要点:

相关报告

《10月工业企业利润数据点评: 利润增速有所回升 *樊磊》——2021-11-29

《《三季度货币政策执行报告》点评: 货币政策进一步宽松可期 *樊磊》——2021-11-23

《10月财政数据点评: 财政支出依旧平平 *樊磊》——2021-11-21

《宏观点评: 航运价格下跌不代表短期出口走弱 *樊磊》——2021-11-18

《10月经济数据点评: 经济反弹可持续吗? *樊磊》——2021-11-16

■ **PMI指标显示11月制造业或有明显的改善。**虽然11月PMI指数剔除季节性因素仅仅有比较温和的反弹——其原始数据接近1%的反弹很大程度上与季节性因素有关,但是实际制造业部门的环比改善可能比PMI季调后的数据显示的水平更好一些。

这与限电限产背景下,构成PMI的子指数之一——PMI供应商配送时间是通过100减去该指数然后加权计算PMI有关。一般而言,当供应商无法及时供货、该子指数下滑反而是经济比较景气的表现;反过来供应商能够及时交货指数回升说明需求不足。然而,这个逻辑并不适用于限电限产的特殊环境。实际上,因为11月以来煤炭保供取得明显进展,限电限产大幅缓解,制造业供应链有明显改善,PMI供应商配送时间子指数出现了非常明显的回升。按照常规的计算方法,这反而拉低了PMI综合指数——当然,这与经济不景气无关。

如果剔除这个因素的影响,PMI指数即使剔除季节性也有更加明显的回升——这意味着11月工业生产环比可能会有相当程度的改善。

■ **供给回升是推动制造业部门改善的主要因素。**从PMI的主要子指数来看,经季节调整,产出子指数是回升最为明显的,且原材料购进价格和出厂价格指数也都明显回落,显示出供给的改善是推动工业部门改善的主要因素。

11月PMI订单指数的回升比较轻微,结合高频数据,我们认为终端需求的直接改善可能比较有限,需求改善一定程度也与供给改善引发的改善有关:一方面,价格的下行会带动需求的回升;一方面供

给的改善会导致收入的增加，也会带来需求的回升。PMI 进口子指数的轻微回升也验证了国内需求的回升非常有限。

出口订单子指数的显著反弹引发了一些关切。实际上，剔除季节因素之后该指数仅有温和的反弹。从微观的反馈来看，即使订单有所改善也处于正常上下波动的水平上，并不代表明显的趋势的扭转。

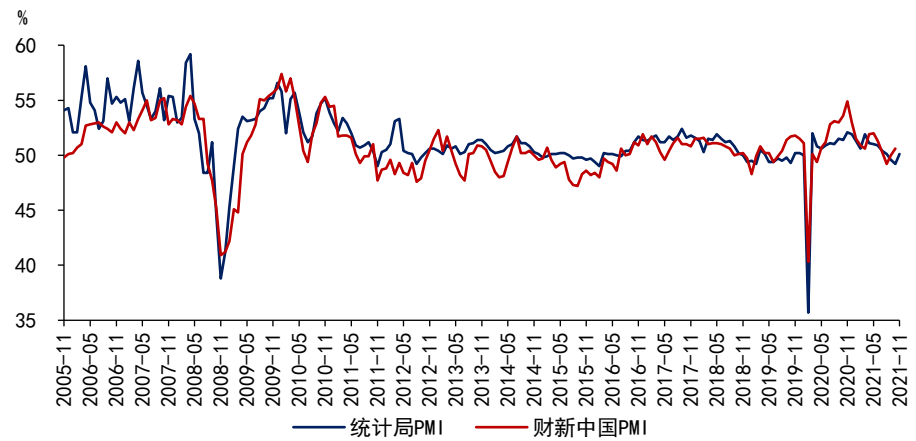
但是无论如何，经济短期进入到了一个产出改善和价格回落比较舒适的阶段，和我们此前的预判保持一致。

- **需求端管理仍有迫切要求。**虽然供给改善推动了短期制造业和经济的回升，但是在地产周期仍未见底、消费需求比较低迷、以及中期出口有下行压力的背景下，我们认为这种回升难以持续超过一个季度。实际上，在供给问题初步得到解决之后，需求侧管理的迫切性会逐步体现出来，而政策更大力度的调整仍有必要——下个月的中央经济工作会议是非常值得关注的观察窗口。

我们认为利率债仍有一定的获利空间——考虑到降息的必要性；权益资产在经济下行的过程中或仅仅有结构性的机会。

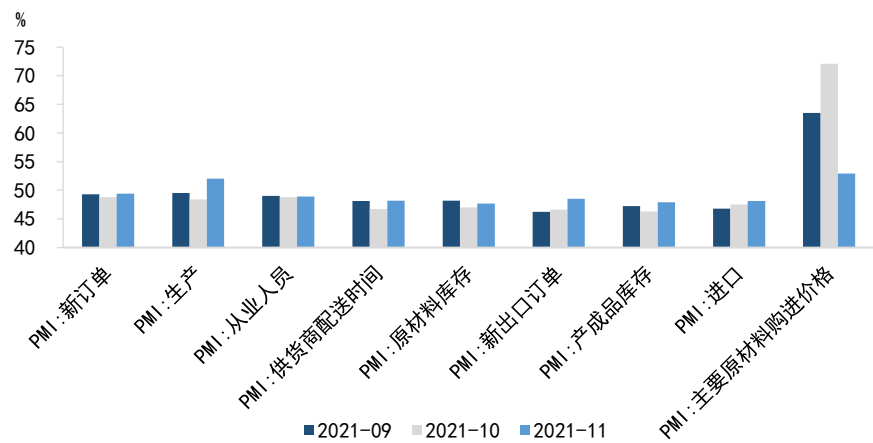
- **风险提示** 经济超预期下行、国内外疫情恶化、政策不及预期

图 1: 中国官方 PMI 数据



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2: PMI 主要分项指数



资料来源：Wind，国海证券研究所

【宏观经济小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部

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_30335

