

11 月制造业 PMI 重返扩张区间，价格指数大幅回落

——2021 年 11 月 PMI 数据点评

分析师 王青 冯琳

事件：根据国家统计局数据，11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，高于上月 0.9 个百分点，在连续两个月处于临界点以下后重返扩张区间；11 月份，非制造业商务活动指数为 52.3%，低于上月 0.1 个百分点，景气水平略有回落。

具体解读如下：

制造业方面，首先，在过去十年中，11 月制造业 PMI 指数较上月“5 升 1 平 4 降”。这意味着 11 月指数波动方向不存在明显的季节性规律，基本反映实际经济增长动能的边际变化。

其次，从指数构成来看，11 月 PMI 环比大幅上升 0.9 个百分点，重返扩张区间，主要贡献来自生产端。当月生产指数为 52.0%，比上月大幅上升 3.6 个百分点，表明近期以煤炭保供增产为代表的工业稳增长政策效果开始显现。我们判断，11 月工业增加值数据有望延续改善。

第三，伴随供给的增加，工业品价格涨势显著放缓，11 月制造业 PMI 中的两项价格指数都出现大幅回落。其中，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%，比上月大幅下降 19.2 和 12.2 个百分点，而且出厂价格指数降至临界点以下。高频数据显示，11 月“三黑一色”及基础化工产品价格涨幅明显回落。这意味着 11 月 PPI 同比有望从上月 13.5% 的历史高点回落至 10% 附近。

第四，需求指数仍然偏弱。11 月制造业 PMI 中的新订单指数为 49.4%，比上月上升 0.6 个百分点，但仍然处于收缩区间。受上游原材料价格涨势走弱影响，化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业的需求指数位于 43.0% 以下低位区间，是重要拖累因素。不过，当前居民消费整体偏缓，仍是制约需求的主要原因。下一步宏观政策将在促消费方向进一步发力。

第五，中小企业景气度改善，但小型企业 PMI 继续处于收缩区间。11 月大型企业 PMI 为 50.2%，保持在临界点以上，与上月基本持平。中型企业 PMI 为 51.2%，结束连续两个月的收缩走势，升至临界点以上。小型企业 PMI 为 48.5%，比上月上升 1.0 个百分点，小型企业景气度有所改善，但继续处于收缩区间。我们认为，当前及未来一段时间 PPI-CPI 剪刀差难以大幅收窄，小微企业经营仍将面临

较大困难。考虑到小型企业是吸纳就业的主力军，后续针对小微企业的定向支持政策还有进一步加码空间。

第六，11月出口指数回升，但未来出口形势不容乐观。主要受国外圣诞消费季临近等因素影响，新出口订单指数回升1.9个百分点，至48.5%。不过，新出口订单指数已连续7个月处于收缩区间，与下半年以来出口货运量波动下行势头相符（新出口订单指数统计的是出口量，而非出口额）。我们估计，尽管11月出口额增速仍有望保持在20%左右，但四季度出口增长动能有减弱趋势，而且这种势头在明年一季度会进一步显现。这样来看，随着未来一段时间出口对国内经济的拉动作用逐步弱化，内需要及时顶上来。

非制造业方面，11月指数水平较前值略降0.1个百分点，主要有两个原因：一是此轮多点散发疫情波及地区较多，部分行业受到较大影响，其中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，住宿、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。二是当前房地产市场持续降温，与之相关的服务业景气水平也会有所下滑。

11月建筑业PMI指数升至59.1%的高景气状态，比上月上升2.2个百分点，主要是受基建拉动。从行业情况看，土木工程建筑业商务活动指数为60.5%，比上月上升5.4个百分点，表明随着部分“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。这也意味着当前基建稳增长正在发力。我们判断，伴随房地产投资转入负增长，近期与房地产相关的建筑活动会有所放缓。

整体上看，11月PMI指数显示，当前经济扩张动能边际回升，三季度以来的经济下行态势有所缓和，工业品价格上涨势头也进入下行拐点，宏观经济中的“类滞涨”现象缓解。我们判断，这意味着年底前宏观政策向宽松方向调整的紧迫性有所下降。不过，在海外疫情出现新变化、国内经济运行依然面临较大下行压力的背景下，接下来监管层将密切观察经济运行态势，及时出手稳预期、稳增长。整体而言，今年底明年初政策向宽的势头不会因11月制造业PMI反弹而出现方向性改变。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

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_30339

