

11 月 PMI 数据点评

生产端恢复，关注春节假期消费和节后复工

11 月制造业 PMI 较 10 月反弹，但较历史同期水平明显偏弱；非制造业 PMI 依然受局地散发疫情拖累；房地产业融资政策边际收紧，但 PMI 指数 11 月仍在下行，关注春节前后行业停工复工情况和对上游周期品供需的影响。

- 11 月制造业 PMI 指数为 50.1，其中新订单指数 49.4，生产指数 52，原材料库存指数 47.7。受加强能源供应保障、稳定市场价格等政策影响，11 月制造业 PMI 指数环比回升，且幅度显著超出历史同期变化幅度，但从指数表现看，较历史同期依然偏弱。
- 11 月生产走强，订单偏弱。生产端表现比较强劲，其中生产指数环比 10 月回升 3.6 个百分点达到 52，在所有细分指数中升幅最大，生产经营活动预期维持在较高水平，原材料库存和从业人员指数环比均有所上行。但订单环节，新订单、新出口订单和在手订单指数虽然较 10 月也有不同程度上升，但指数均在荣枯线下方，相较生产复苏的强劲，订单表现相对疲弱。另外 11 月进入春节假期前产成品补库存时间，11 月产成品库存指数环比 10 月上升 1.6 个百分点，升幅显著高于历史平均水平，但仍在荣枯线下方。未来需要关注三方面问题：一是原材料价格高企，11 月制造业 PMI 指数中，购进价格指数较 10 月下降 19.2 个百分点，但仍在荣枯线上方，表明制造业的成本压力仍在较高水平，二是新订单指数在较低水平，表明需求依然疲弱，三是生产反弹强劲，但春节假期后复工如果不及预期，届时可能变成供需两弱的格局。
- 小型企业的经营困境好转有限，其中小企业 11 月预期指数回升至荣枯线上方，但进口指数和原材料库存指数均较 10 月继续下降，生产指数即便较 10 月上升 3 个百分点也仅为 48.8，需要关注小企业持续经营在春节前后的变化情况。
- 11 月非制造业 PMI 指数 52.3，多地散发疫情继续对非制造业造成负面影响，其他需要持续关注的还包括电价上调浮动比例后，对非制造业可能造成的成本影响。建筑业 PMI 指数 59.1，投入品价格环比 10 月大幅下降 25.8 个百分点回落至 44.9，销售价格环比回落 4.6 个百分点，建筑业利润空间环比改善，有助于基建投资更好落地形成实物工作量。服务业 PMI 指数 51.1，关注春节前消费情况和奥密克戎对春节人口流动的潜在影响。
- 制造业 15 个主要行业中 5 个处于荣枯线以上，11 个非制造业行业中 4 个位于荣枯线上方。11 月制造业 PMI 较 10 月上行，受加强能源供应保障、稳定市场价格、限产限电政策纠偏影响，制造业下游行业的表现相对较好。细分行业中较 10 月上行且在荣枯线上方的行业包括汽车、计算机通信、专用设备和通用设备行业，较 10 月下行且在荣枯线下方的包括钢铁、石油、化纤、纺织服装、化学原料和电气机械等。非制造业 11 个行业中 4 个位于荣枯线上方，其中较 10 月上升且在荣枯线上方的行业包括物流和租赁商服，受多地散发疫情影响，住宿餐饮行业 PMI 指数重新大幅回落，11 月房地产业 PMI 指数为 43.8，仍在荣枯线下方，且较 10 月下行 1.5 个百分点，虽然包括居民按揭贷款等融资政策有所放松，但房地产行业整体仍处于调整当中。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

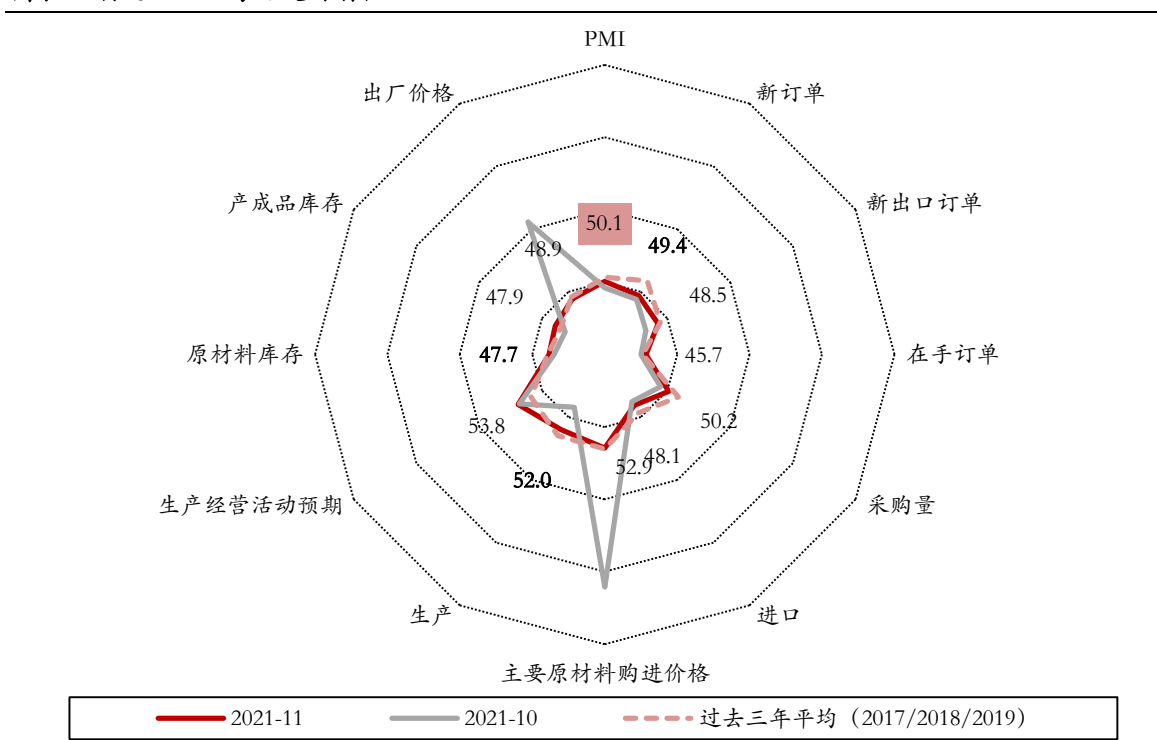
宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇
(8621)2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

11月制造业 PMI 回升。11月制造业 PMI 指数为 50.1，较 10 月上升 0.9 个百分点，重新回到荣枯线上方，但依旧低于历史平均水平 0.6 个百分点。其中新订单指数 49.4，较 10 月上升 0.6 个百分点，较历史低 2.4 个百分点；生产指数 52，较 10 月上升 3.6 个百分点，较历史同期低 0.9 个百分点；原材料库存指数 47.7，较 10 月上升 0.7 个百分点，较历史同期低 0.2 个百分点。受加强能源供应保障、稳定市场价格等政策影响，11 月制造业 PMI 指数环比回升，且幅度显著超出历史同期变化幅度，但从指数表现看，较历史同期依然偏弱。

图表 1. 制造业 PMI 与历史同期相比



资料来源：万得，中银证券

11月生产走强，订单偏弱。11月受加强能源供应保障、稳定市场价格等政策影响，生产端表现比较强劲，其中生产指数环比 10 月回升 3.6 个百分点达到 52，在所有细分指数中升幅最大，生产经营活动预期维持在较高水平，原材料库存和从业人员指数环比均有所上行。但订单环节，新订单、新出口订单和在手订单指数虽然较 10 月也有不同程度上升，但指数均在荣枯线下方，相较生产复苏的强劲，订单表现相对疲弱。另外 11 月进入春节假期前产成品补库存时间，11 月产成品库存指数环比 10 月上升 1.6 个百分点，升幅显著高于历史平均水平，但仍在荣枯线下方。未来需要关注三方面问题：一是原材料价格高企，11 月制造业 PMI 指数中，购进价格指数较 10 月下降 19.2 个百分点，但仍在荣枯线上方，表明制造业的成本压力仍在较高水平，二是新订单指数在较低水平，表明需求依然疲弱，三是生产反弹强劲，但春节假期后复工如果不及预期，届时可能变成供需两弱的格局。

图表 2. 制造业 PMI 变动情况

订单	进货	生产	销售
新订单	采购量	生产	出厂价格
49.4	50.2	52	48.9
0.6	1.3	3.6	-12.2
(新出口订单)	(进口)	(生产经营活动预期)	产成品库存
48.5	48.1	53.8	47.9
1.9	0.6	0.2	1.6
在手订单	主要原材料购进价格	原材料库存	
45.7	52.9	47.7	
0.7	-19.2	0.7	
	供应商配送时间	从业人员	
	48.2	48.9	
	1.5	0.1	

资料来源：万得，中银证券

小型企业的经营困境好转有限。11月大型企业 PMI 指数 50.2，较 10 月下降 0.1 个百分点，中型企业 PMI 指数较 10 月上升 2.6 个百分点，小型企业 PMI 指数较 10 月上升 1 个百分点。对大中小型企业来说，11 月生产指数的反弹幅度都较明显，特别是中型企业，生产指数较 10 月上升 7.3 个百分点，大幅回到荣枯线上方，同样较 10 月普遍上升的还有新出口订单指数，但大中小型企业的新出口订单指数即便反弹也仍在荣枯线下方，同时原材料库存指数也都维持在荣枯线下方，表明需求端持续疲弱的背景下，企业仅有维持生产规模的动力。其中小企业 11 月预期指数回升至荣枯线上方，但进口指数和原材料库存指数均较 10 月继续下降，生产指数即便较 10 月上升 3 个百分点也仅为 48.8，需要关注小企业持续经营在春节前后的变化情况。

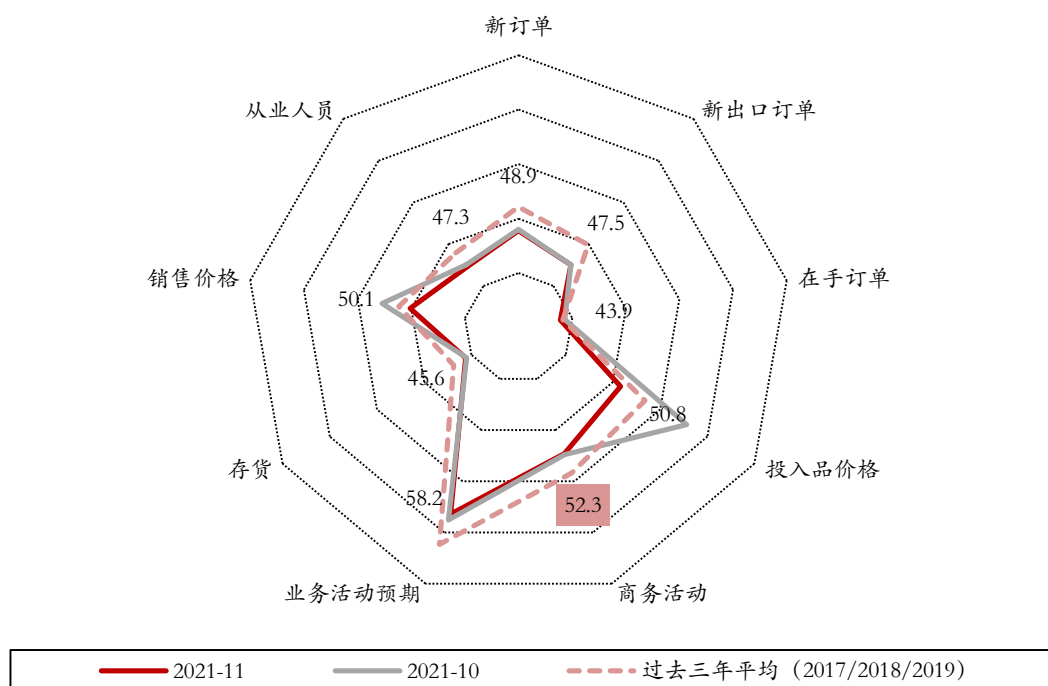
图表 3. 分类型制造业 PMI 变动

	大型	中型	小型			
	50.2	51.2	48.5			
变动	-0.1	2.6	1			
大型	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	预期
	51.7	49.6	48	48.6	48.4	54
变动	1.6	-1	-0.6	1.3	0.7	-1.8
中型	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	预期
	54.8	50.4	49	48.9	48.8	54.8
变动	7.3	2.7	4.6	1.8	2.5	1.9
小型	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	预期
	48.8	47.6	46.1	46.6	44.7	51.9
变动	3	1.5	-1.8	5.3	-1.7	2.5

资料来源：万得，中银证券

非制造业指数继续较历史同期水平偏低。11 月非制造业 PMI 指数 52.3，较 10 月回落 0.1 个百分点，较历史同期低 1.9 个百分点，11 月多地散发疫情继续对非制造业造成负面影响，其他需要持续关注的还包括电价上调浮动比例后，对非制造业可能造成的成本影响。各分项较 10 月环比下跌的情况比较普遍，仅存货指数较 10 月上升 0.1 个百分点，新出口订单指数较 10 月持平，较 10 月下降幅度较大的则有投入品价格、销售价格、业务活动预期等。但非制造业指数整体较历史同期相比明显偏低，其中业务活动预期偏低 3 个百分点，新出口订单偏低 2.4 个百分点，从业人员偏低 1.7 个百分点，存货偏低 1.3 个百分点。

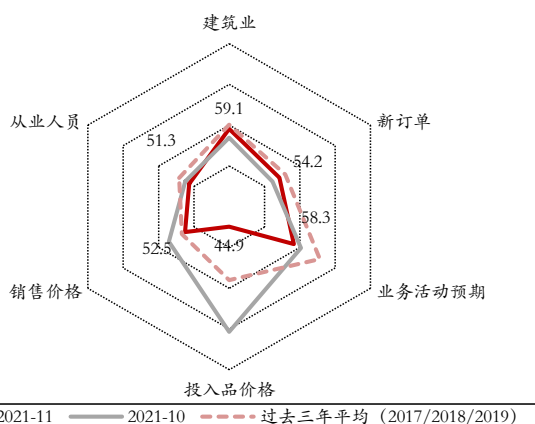
图表 4. 非制造业 PMI 与历史同期相比



资料来源：万得，中银证券

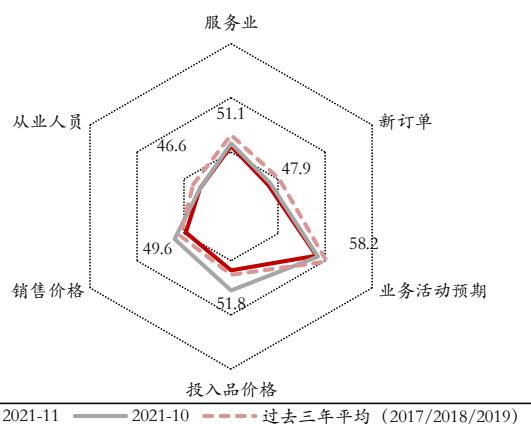
价格环比明显回落。11 月建筑业 PMI 指数 59.1，比历史平均水平低 1 个百分点，较 10 月上升 2.2 个百分点。建筑业指数环比走强，但较历史平均水平依然偏弱，细项指数中仅有新订单较 10 月上升 1.9 个百分点，投入品价格环比 10 月大幅下降 25.8 个百分点回落至 44.9，销售价格环比回落 4.6 个百分点，建筑业利润空间环比改善，有助于基建投资更好落地形成实物工作量。房地产行业指数仍在荣枯线下方，需要密切关注的是，对房地产行业融资边际有所放松，但行业融资紧张的情况仍普遍存在，需要关注来年春节后房地产投资复工的进度和情况，有可能从需求端对上游周期品价格形成明显的边际扰动。服务业 PMI 指数 51.1，较 10 月下降 0.5 个百分点，其中新订单较 10 月下降 0.5 个百分点，业务预期下降 0.3 个百分点，从业人员指数持平，但较历史平均水平偏低 1.5 个百分点，接下来需要关注 12 月春节前消费的变化情况。另一个潜在不确定因素是新冠病毒新变种奥密克戎的影响存在不确定性，叠加当前我国多地散发新冠疫情和 2022 年 2 月北京冬奥会等因素，关注今年春节人口流动是否会出现类似 2021 年春节期间偏低的情况，可能对一季度消费增速造成拖累。

图表 5. 建筑业 PMI 与历史同期相比



资料来源：万得，中银证券

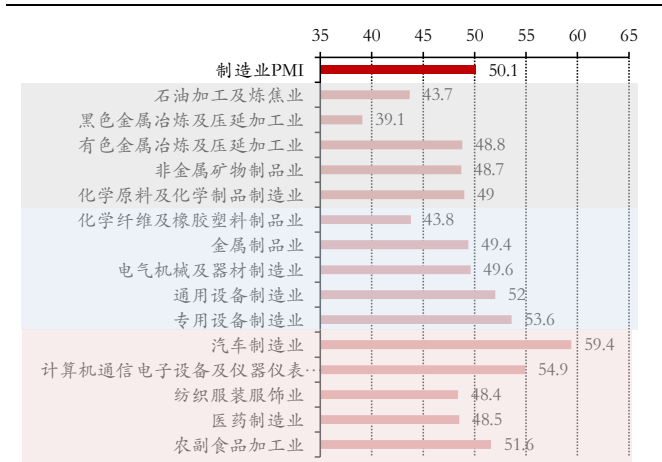
图表 6. 服务业 PMI 与历史同期相比



资料来源：万得，中银证券

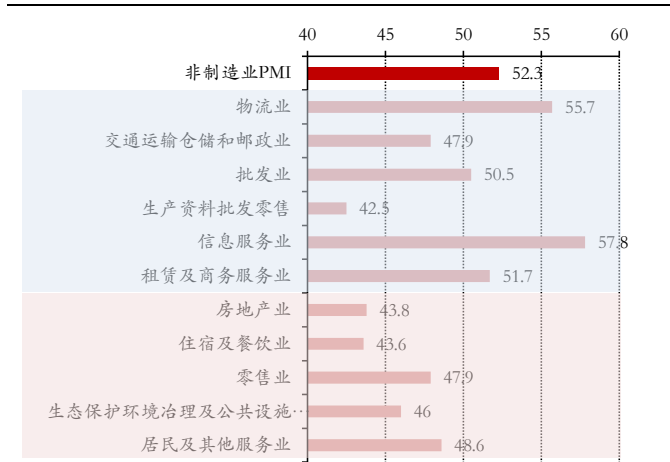
制造业 15 个主要行业中 5 个处于荣枯线以上，11 个非制造业行业中 4 个位于荣枯线上方。11 月制造业 PMI 较 10 月上行，受加强能源供应保障、稳定市场价格、限产限电政策纠偏影响，制造业下游行业的表现相对较好。细分行业中较 10 月上行且在荣枯线上方的行业包括汽车、计算机通信、专用设备 and 通用设备行业，较 10 月下行且在荣枯线下方的包括钢铁、石油、化纤、纺织服装、化学原料和电气机械等。非制造业 11 个行业中 4 个位于荣枯线上方，其中较 10 月上升且在荣枯线上方的行业包括物流和租赁商服，受多地散发疫情影响，住宿餐饮行业 PMI 指数重新大幅回落，11 月房地产业 PMI 指数为 43.8，仍在荣枯线下方，且较 10 月下行 1.5 个百分点，虽然包括居民按揭贷款等融资政策有所放松，但房地产行业整体仍处于调整当中。

图表 7. 制造业主要行业 PMI (%)



资料来源：中采，中银证券

图表 8. 非制造业主要行业 PMI (%)



资料来源：中采，中银证券

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

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_30340

