

宏观点评

有喜有忧，“滞”再加剧—11月PMI的5大信号

事件：11月制造业PMI50.1%（前值49.2%）；非制造业PMI52.3%（前值52.4%）。

核心观点：11月PMI重回扩张区间，有喜也有忧：喜的是，限产纠偏效果显现，供给修复、价格回落，基建有发力迹象，经济形势边际好转；忧的是，地产和消费仍弱，需求端“滞”的问题进一步凸显。整体看，当前经济下行压力仍大，四季度GDP增速可能跌破4%，结合近期一系列会议和讲话，我国政策可能正开始全面转向，短期紧盯12月政治局会议和中央经济工作会议，紧盯房地产纠偏力度和基建发力节奏。

1、制造业重回扩张区间，服务业小幅回落，整体经济边际改善。11月制造业、非制造业PMI为50.1%、52.3%，较上月分别变动0.9、-0.1个百分点，其中制造业PMI时隔2个月重回扩张区间，是3月以来的首次企稳回升；11月服务业PMI回落0.5个百分点至51.1%，建筑业PMI回升至59.1%，综合PMI产出指数回升1.4个百分点至52.2%。

2、分项看，可重点关注供需端、贸易端、价格端、库存端、就业端的5大信号：

1) **工业生产明显反弹，供给升幅大于需求，外需继续好于内需。**供给端，11月PMI生产指数52.0%，较上月大升3.6个百分点，重回线上，主因电力紧张缓解、原材料价格明显回落、制造业产能加快释放，其中造纸、交运设备、电气机械等行业生产加快；结合11月开工率走势分化，PTA、汽车半钢胎开工率有所回升，指向双控、限电限产等供给约束继续改善，11月工业增加值增速可能延续反弹。需求端，11月PMI新订单、新出口订单指数分别较上月升0.6、1.9个百分点，外需好于内需、供给升幅大于需求。

2) **进出口订单均小幅好转，出口短期韧性仍强。**出口端，11月新出口订单回升1.9个百分点至48.5%，连续第2个月反弹，结合11月前20日韩国出口平均增速再度回升，我国集装箱运价也维持高位，欧美圣诞消费旺季来临，预计11月出口仍强；往后看，若本轮Omicron变种病毒导致全球疫情再度恶化，可能从供需两端支撑我国出口。进口端，11月进口订单回升0.6个百分点至48.1%，预示随着国内经济改善，进口小幅好转。

3) **价格大幅回落，预计11月PPI同比将回落至10.8%左右；供给修复推动库存回升。**价格端，11月原材料价格、出厂价格指数环比分别大幅回落19.2、12.2个百分点，主因近期“保供稳价”等政策落实力度不断加大，结合11月螺纹钢、水泥、化工产品等价格明显回落，动力煤价格维持低位，预计11月PPI同比回落至10.8%（10月13.5%），叠加基数走高，后续PPI同比可能趋于回落。库存端，11月PMI原材料、产成品库存指数分别回升0.7、1.6个百分点，我们9月报告《供需结构性矛盾凸显，紧盯三条政策线索—9月PMI的5大信号》曾提示，如双控政策放松、供给恢复快于需求，将重回补库轨道，目前来看，本月库存回升，主因应是供给得到修复。

4) **中小企业景气改善，建筑业就业恶化。**11月大型企业PMI微跌0.1个百分点至50.2%，中、小企业PMI分别回升2.6、1.0个百分点至51.2%、48.5%，均是连续3个月回落后首次回升，生产经营压力有所缓解，也预示11月上游对中下游利润的挤压将有所减轻；就业方面，11月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别变动0.1、0.0、-1.1个百分点，建筑业从业人员指数回落较多，可能反映近期地产景气下行对就业的冲击显现。

5) **疫情影响有限，服务业景气小幅回落；建筑业景气回升，基建有发力迹象。**服务业方面，11月服务业PMI环比回落0.5个百分点至51.1%，主因11月疫情多点散发，波及地区较多，预计11月消费将再度受到冲击。但注意到10-11月疫情对服务业的冲击明显小于8月，主因我国目前疫情防控机制已经较为成熟，疫情控制较为迅速；建筑业方面，11月建筑业PMI回升2.2个百分点至59.1%，其中土木工程建筑业商务活动指数环比提升5.4个百分点，结合11月新增专项债发行约5600亿元，城投债净融资也有所回升，预计11月基建投资增速可能企稳回升。

3、总体看，11月PMI数据有喜有忧，喜的是：供给修复、价格回落、基建有发力迹象、整体经济形势边际好转；忧的是：地产景气、居民消费延续低迷，需求压力仍大。总体看，随着供给修复、上游价格回落，“类滞胀”特征减退，但需求端“滞”更加凸显。维持此前判断，当前经济压力仍大，四季度GDP增速仍可能跌破4%，稳的必要性进一步增大，政策有望正式转向稳中偏松，紧盯12月政治局会议和中央经济工作会议。

风险提示：疫情演化、外部环境恶化、政策力度等超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

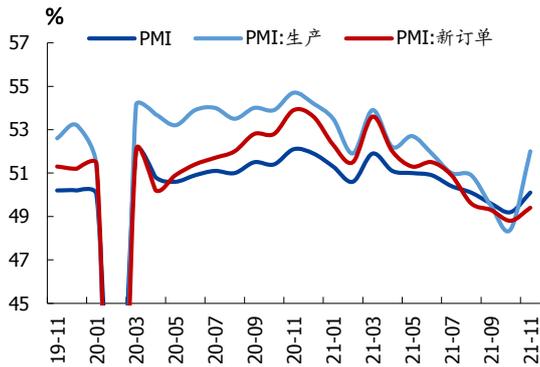
研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

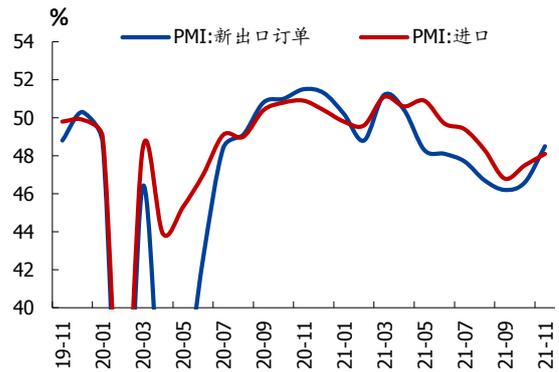
- 1、《变局与破局—2022年宏观经济与资产配置展望》2021-11-29
- 2、《高频与政策半月观—政策正转向，稳增长组合拳可期》2021-11-21
- 3、《转向了一总理座谈会和三季度货币政策报告的信号》2021-11-20
- 4、《客观看待经济“企稳”，紧盯四大政策线索—全面解读10月经济》2021-11-15
- 5、《“类滞胀”加剧—10月PMI的5大信号》2021-10-31

图表 1: 11月制造业 PMI 有所反弹



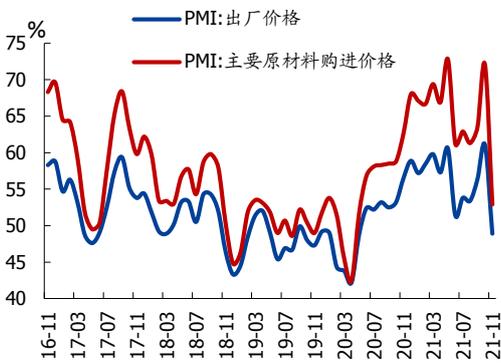
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 11月 PMI 进出口订单延续反弹



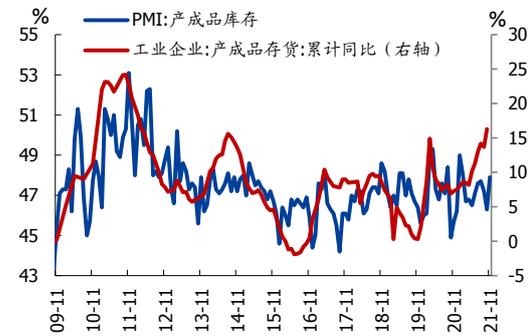
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 11月价格指标大幅回落



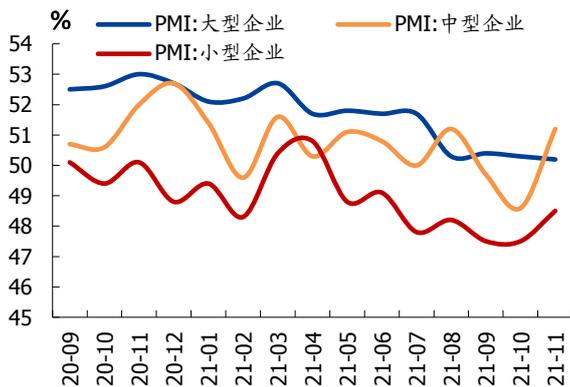
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 11月 PMI 产成品库存回升



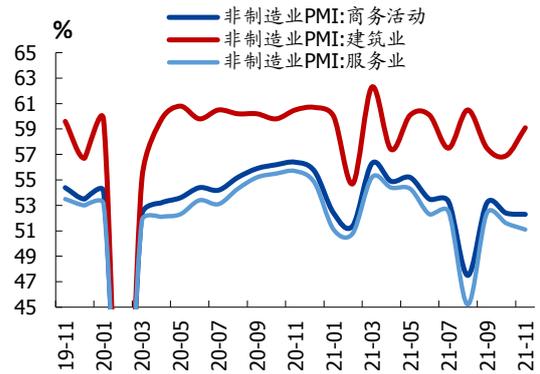
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 中小型企业景气度有所反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 11月非制造业景气继续回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_30341

