

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

- 国债收益率还能下行多少?
- 政策转向更明确
- 10 月经济数据点评: 经济对疫情进一步脱敏

- **制造业反弹，生产表现突出。**11 月制造业 PMI 录得 50.1，较前值增加 0.9 个百分点，重回景气扩张区间。在能耗双控的供给约束得到缓解之后，制造业反弹明显，PMI 生产指数录得 52.0，较前值大幅回升 3.6 个百分点。同时，需求也有所反弹，PMI 新订单指数录得 49.4，较前值上升 0.6 个百分点。外需普遍走强，PMI 新出口订单指数录得 48.5，较前值上升 1.9 个百分点，倒算的国内订单指数为 49.6，小幅反弹 0.3 个百分点。
- **建筑业回升，服务业显韧性。**11 月，非制造业 PMI 在疫情的冲击下显示了韧性，其中，建筑业 PMI 录得 59.10，较前值上升 2.2 个百分点，主要受益于财政发力促基建，11 月地方政府新增专项债当月发行量为年内最高值；服务业 PMI 指数录得 51.1，较前值下降 0.5 个百分点，商务活动 PMI 指数录得 52.3，较前值小幅下降 0.1 个百分点。再次印证了我们之前的判断，如果疫情不发生系统性变化，国内经济特别是服务业的修复有韧性。
- **通胀压力缓解，企业景气度回升。**11 月保供稳价效果明显，出厂价格和主要原材料购进价格均大幅下行，企业景气度回升，大型企业 PMI 录得 50.2，较前值小幅下降 0.1 个百分点；中型企业 PMI 录得 51.2，较前值大幅反弹 2.6 个百分点；小型企业 PMI 录得 48.5，较前值上升 1 个百分点。原材料成本下降之后，企业补库的意愿有所加强，采购量 PMI、产成品库存 PMI、原材料库存 PMI 分别录得 50.2、47.9 和 47.7，较前值分别上行 1.3、1.6 和 0.7 个百分点。
- **后市展望。**11 月 PMI 数据公布，10 年期国债收益率小幅上行 1 个 BP 后回落。鉴于房地产维稳较为温和以及疫情预期明显恶化，债券收益率仍有下行空间，与之相随的是成长股依然友好。未来全球市场走势高度取决于最新疫情的变化，由于中国继续执行“清零”政策，弹性要比全球市场明显更小。建议继续关注疫情与维稳政策的变化。

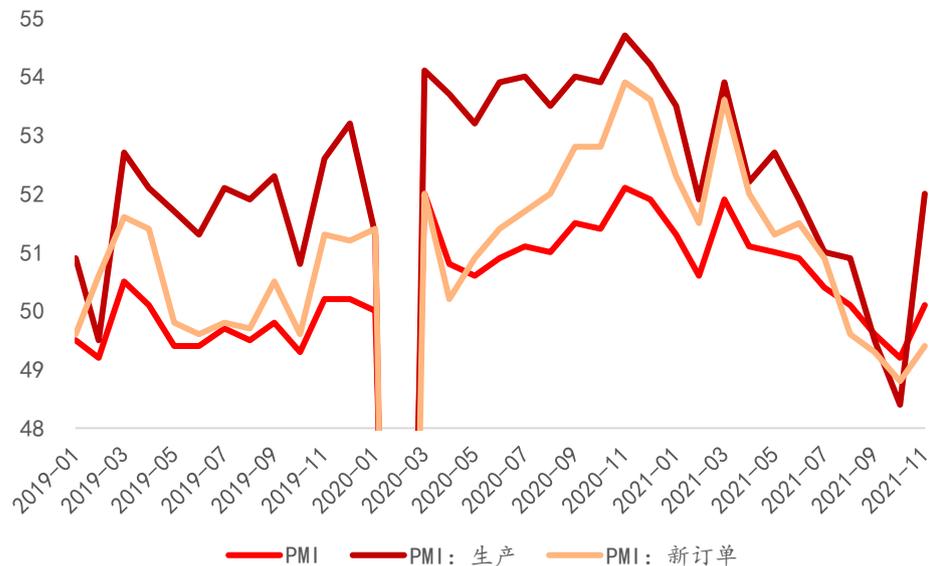
风险提示：疫情超预期

1 制造业 PMI 反弹，生产表现突出

11 月制造业 PMI 录得 50.1，较前值增加 0.9 个百分点，恢复到了今年 8 月的水平，并重回景气扩张区间，充分体现了在全球供应链受疫情扰动时我国制造业的韧性。今年 8 月之前制造业 PMI 一直处于景气区间，直到 9 月能耗双控和限电加码叠加 10 月国内疫情散发，导致 9、10 月 PMI 跌破枯荣线。后续随着国内保供稳价效应凸显和国外欧米卡戎变异毒株的不确定性冲击，我国制造业的韧性或将再次得到验证。

11 月能耗双控和限电的供给约束得到缓解之后，制造业反弹明显，PMI 生产指数录得 52.0，较前值大幅回升 3.6 个百分点。同时，需求也有所反弹，PMI 新订单指数录得 49.4，较前值上升 0.6 个百分点，其中 PMI 新出口订单指数录得 48.5，较前值上升 1.9 个百分点，倒算的国内订单指数为 49.6，小幅反弹 0.3 个百分点。

图 1：11 月制造业 PMI 反弹



资料来源：Wind，首创证券

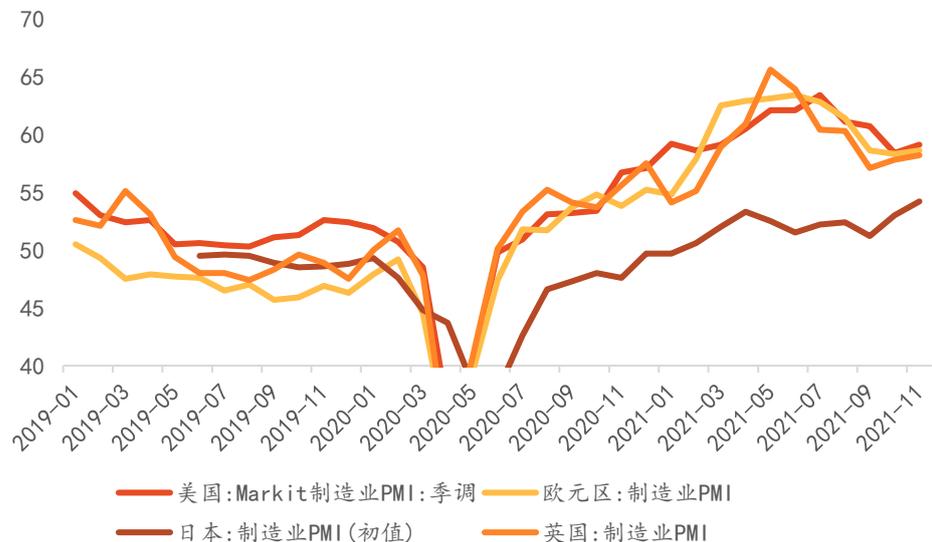
图 2：需求小幅回升



资料来源：Wind，首创证券

11月，外需普遍走强，美国 Markit 制造业 PMI 指数录得 59.1，较前值上升 0.1 个百分点；英国 Markit 制造业 PMI 指数录得 58.2，较前值上升 0.4 个百分点；欧元区制造业 PMI 指数录得 58.6，较前值上升 0.3 个百分点；日本制造业 PMI（初值）指数录得 54.2，较前值上升 1.2 个百分点。国外主要经济体制造业的反弹，显示了在欧米卡戎变异毒株引发新一轮恐慌之前，海外在与病毒共存方面已经有所进展。

图 3：外需走强



资料来源：Wind，首创证券

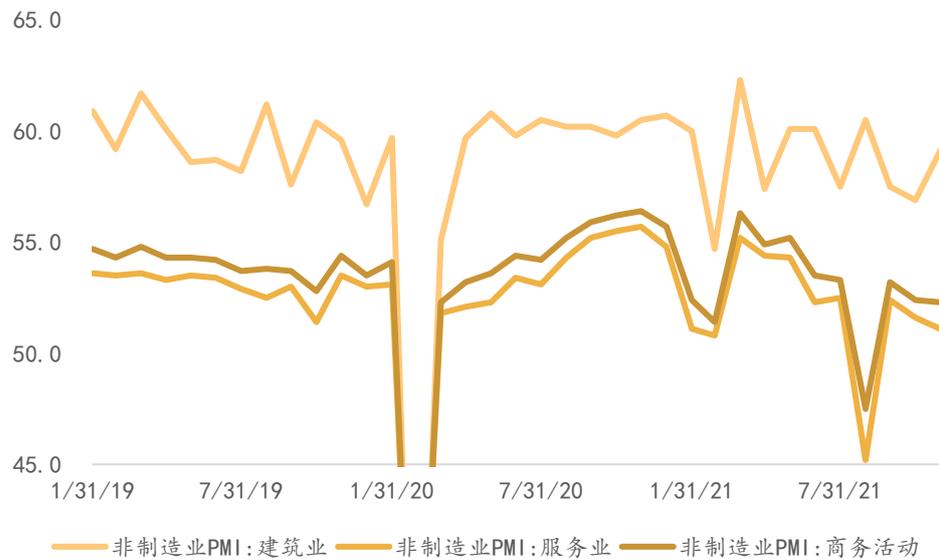
2 建筑业反弹，服务业显韧性

11月，非制造业 PMI 在疫情的冲击下显示出了韧性，其中，建筑业 PMI 录得 59.10，较前值上升 2.2 个百分点，一方面，得益于房地产维稳政策，11月商品房成交面积日均

值较季节性的差距有所收窄；另一方面，也是更主要的力量，财政发力促基建，11月地方政府新增专项债当月发行量为年内最高值，累计完成年度预算的94%。

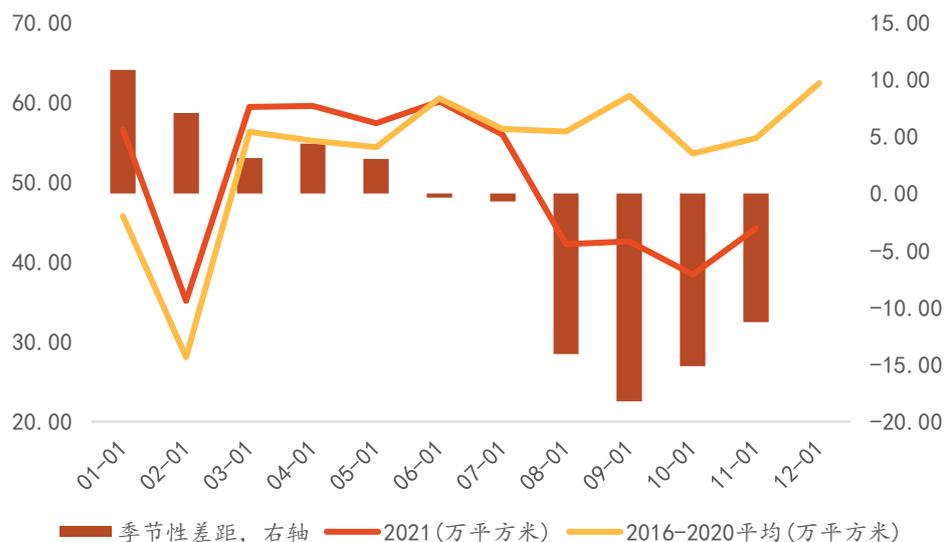
在此前的经济评论中，我们指出，国内经济特别是服务业可能正在对疫情进一步脱敏。这一结论在11月PMI的数据中再次得到印证。11月服务业PMI指数录得51.1，较前值下降0.5个百分点，商务活动PMI指数录得52.3，较前值小幅下降0.1个百分点。类比7-8月份的情况，8月服务业PMI指数录得45.2，较前值下降7.3个百分点，商务活动PMI指数录得47.5，较前值下降5.8个百分点。

图 4：非制造业 PMI



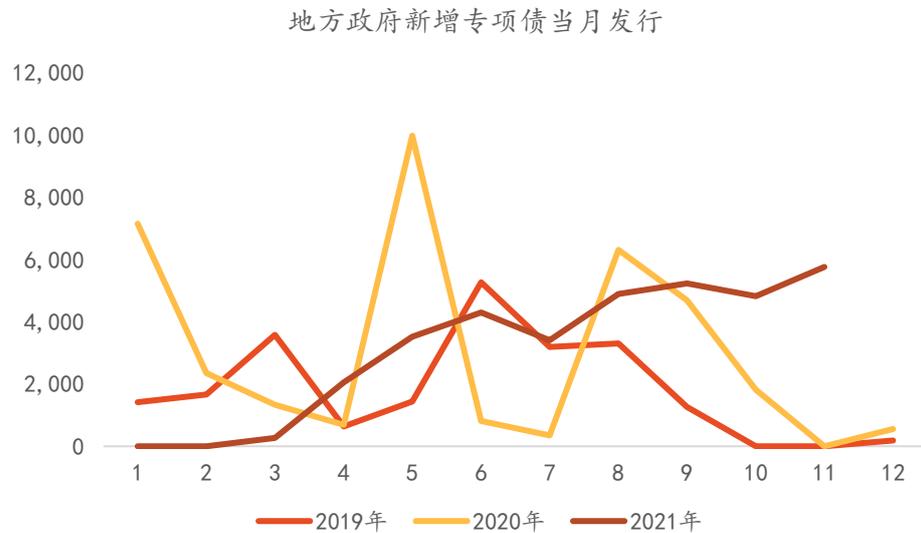
资料来源：Wind，首创证券

图 5：商品房日平均成交面积季节性差距有所收窄



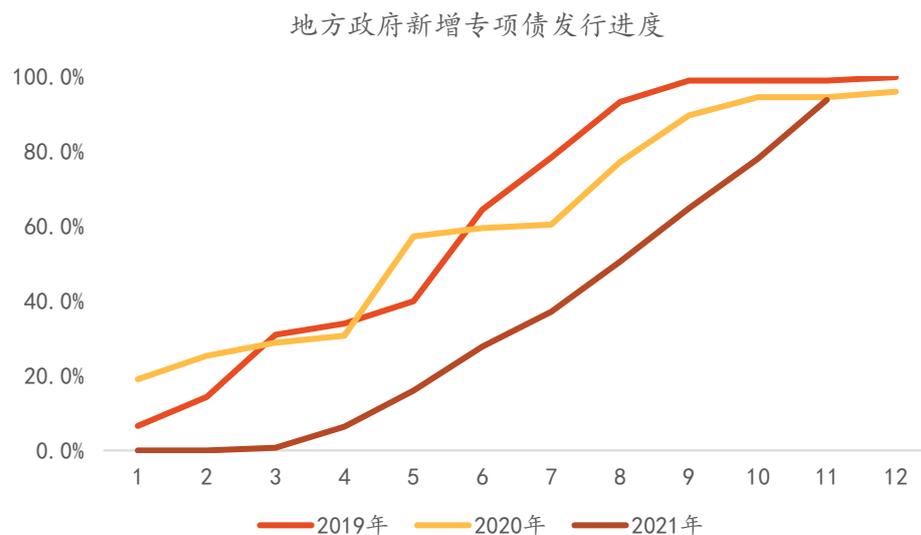
资料来源：Wind，首创证券

图 6：地方政府新增专项债当月发行（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 7：地方政府新增专项债发行进度

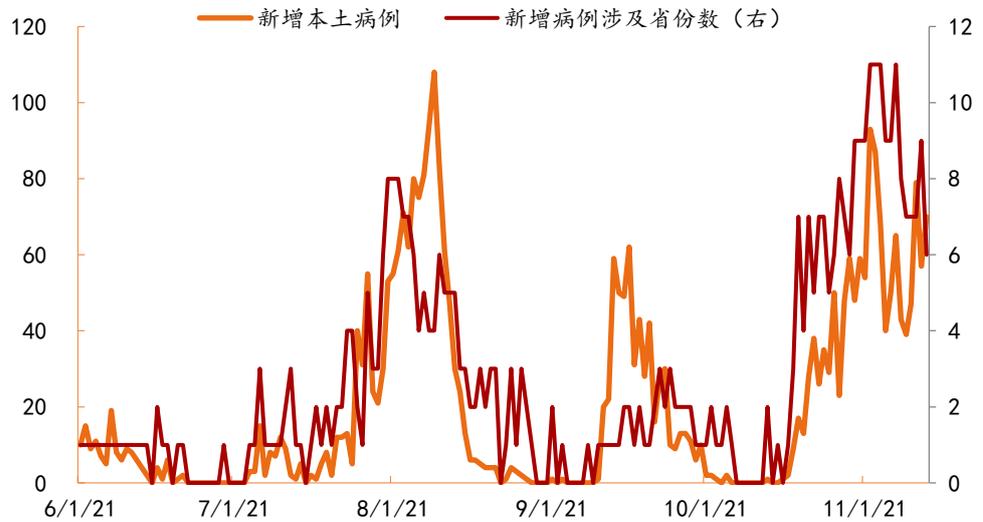


资料来源：Wind，首创证券

10-11月疫情明显要比7-8月疫情的影响范围更广，更加复杂，病例数也更多。从时间上看，10月的病例从16号开始，7月的病例从20号开始。因此，10-11月疫情的影响应该更大，但我们并没有在10-11月份看到类似于7-8月份的疫情砸坑现象。

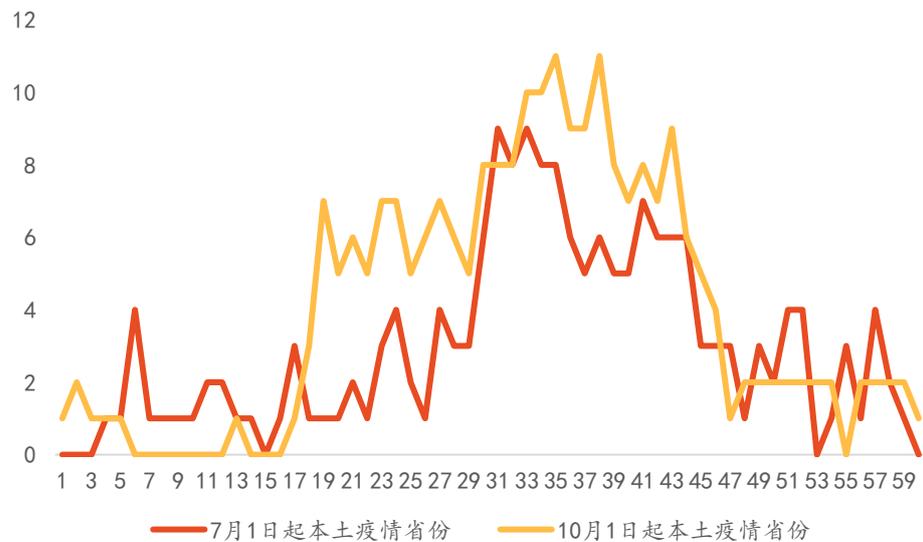
可能的解释是，在疫情长期化的预期下，整个社会逐渐摸索出一条应对策略，很多业务在缓慢恢复。即使有疫情的干扰，整个服务业的中枢在缓慢抬升。

图 8：10-11 月疫情要比 7-8 月疫情涉及范围更广



资料来源：Wind，首创证券

图 9：10-11 月疫情要比 7-8 月疫情涉及范围更广



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_30406



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>