

生产虽有恢复，需求依旧偏弱

——11月财新 PMI 及中采 PMI 比较

宏观快评 | 2021 年 12 月 1 日

研究部

宗韶晖

shzong@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

■ 11 月财新 PMI 与中采 PMI 继续背离，但背离转向，财新 PMI 由 50.6 下降至 49.9，落入收缩区间，而中采 PMI 则由 49.2 上升至 50.1，升至扩张区间。造成二者背离的原因有两个，一是季调方法的差异，10 月财新 PMI 一般会高于中采 PMI，相应的 11 月财新 PMI 也容易出现会较中采 PMI 低的现象；二是 11 月中采 PMI 的回升主要是由于保供稳价政策所带来的偏上游行业生产的明显恢复，实际上需求端仍然是偏弱，尤其是内需不强，因此财新 PMI 在需求向下的拖累下，从扩张区间跌入收缩区间。

■ 从供需来看，财新 PMI 与中采 PMI 皆反映出生产要强于需求。财新 PMI 与中采 PMI 生产指数均从收缩区间上升至扩张区间，但中采 PMI 上升幅度明显高于财新 PMI，主要因为近期生产的变化大部分来自于政策扰动，保供稳价政策效果得到体现，中采 PMI 所反映出生产明显恢复。前期限电限产政策其实分为两类，一是为满足能耗双控考核对高耗能行业生产进行限制，二是煤价高企下电力供应不足，从目前的政策调整来看，通过煤炭保供稳价，煤价下降，电力供需失衡局面有所缓解，生产约束减轻，但并不意味着能耗双控考核放松，从目前进度来看，四季度能耗双控考核仍存在压力，11 月中采 PMI 中高耗能行业 PMI 为 47.4%，比上月略升 0.2 个百分点，仍处于收缩区间，对高耗能行业的约束仍没有完全放开。需求端来看，海外疫情风波再起，财新 PMI 与中采 PMI 新出口订单均在收缩区间内上升，内需依旧偏弱，尤其是财新 PMI 新订单指数由扩张区间跌入收缩区间，反映消费为代表的内需再度回落。

■ 从就业来看，就业仍有压力。11 月财新 PMI 与中采 PMI 也出现背离，虽然财新 PMI 与中采 PMI 就业指数都还在收缩区间内，但财新 PMI 就业指数环比下行，而中采 PMI 就业指数则小幅回升 0.1。中采 PMI 就业的边际上升是生产恢复的直接体现，但二者均在收缩区间，也反映了我国目前就业仍存在较大压力，中小企业仍是纾困重点。

■ 从价格来看，保供稳价政策发挥作用，国内定价大宗商品价格回落，财新 PMI 与中采 PMI 原材料价格与出厂价格均出现明显回落，其中原材料价格下行尤为明显，且中采 PMI 下行幅度高于财新 PMI。根据 PMI 价格指数的下行来看，11 月 PPI 环比由涨转跌，但翘尾因素上升，PPI 同比中枢仍在高位。在价格回落的情况下，企业补库意愿有所提升，原材料库存和产成品库存指数均出现上升，但财新 PMI 库存指标明显高于中采 PMI 库存指标，也一定程度上反映了生产恢复后需求偏弱，库存去化较慢。

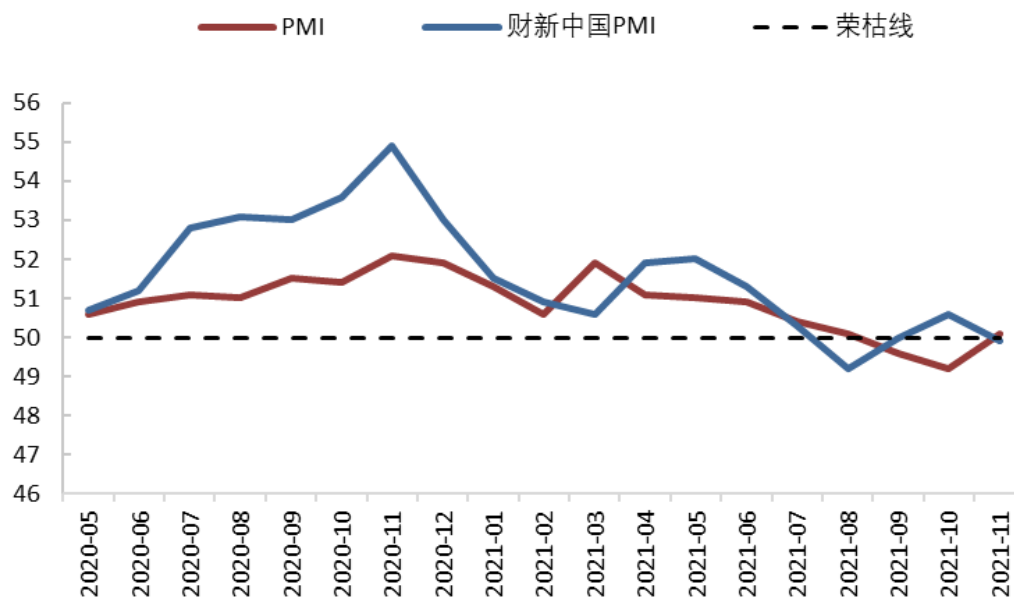


图表目录

图表 1：财新 PMI 与中采 PMI 走势背离	3
图表 2：PPI 环比与 PMI 出厂价格高度相关	4
图表 3：11 月 PPI 环比大幅回落	4

11 月财新 PMI 与中采 PMI 继续背离，但背离转向，财新 PMI 由 50.6 下降至 49.9，落入收缩区间，而中采 PMI 则由 49.2 上升至 50.1，升至扩张区间。造成二者背离的原因有两个，一是季调方法的差异，10 月财新 PMI 一般会高于中采 PMI，相应的 11 月财新 PMI 也容易出现会较中采 PMI 低的现象；二是 11 月中采 PMI 的回升主要是由于保供稳价政策所带来的偏上游行业生产的明显恢复，实际上需求端仍然是偏弱，尤其是内需不强，因此财新 PMI 在需求向下的拖累下，从扩张区间跌入收缩区间。

图表 1：财新 PMI 与中采 PMI 走势背离



来源：Wind，莫尼塔研究

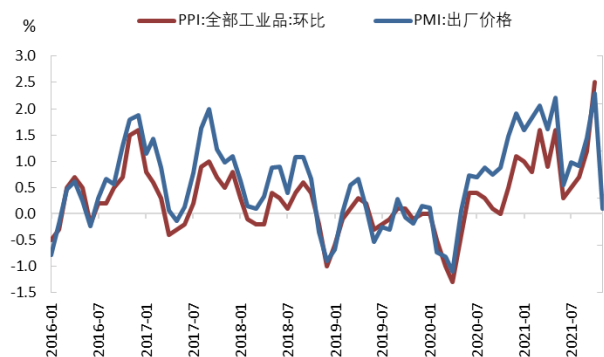
从供需来看，财新 PMI 与中采 PMI 皆反映出生产要强于需求。财新 PMI 与中采 PMI 生产指数均从收缩区间上升至扩张区间，但中采 PMI 上升幅度明显高于财新 PMI，主要因为近期生产的变化大部分来自于政策扰动，保供稳价政策效果得到体现，中采 PMI 所反映出生产明显恢复。前期限电限产政策其实分为两类，一是为满足能耗双控考核对高耗能行业生产进行限制，二是煤价高企下电力供应不足，从目前的政策调整来看，通过煤炭保供稳价，煤价下降，电力供需失衡局面有所缓解，生产约束减轻，但并不意味着能耗双控考核放松，从目前进度来看，四季度能耗双控考核仍存在压力，11 月中采 PMI 中高耗能行业 PMI 为 47.4%，比上月略升 0.2 个百分点，仍处于收缩区间，对高耗能行业的约束仍没有完全放开。需求端来看，海外疫情风波再起，财新 PMI 与中采 PMI 新出口订单均在收缩区间内上升，内需依旧偏弱，尤其是财新 PMI 新订单指数由扩张区间跌入收缩区间，反映消费为代表的内需再度回落。

从就业来看，就业仍有较大压力。11 月财新 PMI 与中采 PMI 也出现背离，虽然财新 PMI 与中采 PMI 就业指数都还在收缩区间内，但财新 PMI 就业指数环比下行，而中采 PMI 就业指数则小幅回升 0.1。中采 PMI 就业的边际上升是生产恢复的直接体现，但二者均在收缩区间，也反映了我国目前就业仍存在较大压力，中小企业仍是纾困重点。

从价格来看，保供稳价政策发挥作用，国内定价大宗商品价格回落，财新 PMI 与中采 PMI 原材料价格与出厂价格均出现明显回落，其中原材料价格下行尤为明显，且中采 PMI 下行幅度高于财新 PMI。根据 PMI 价格指标的下行来看，11 月 PPI 环比由涨转跌，但翘尾因素上升，PPI 同比中枢仍在高位。

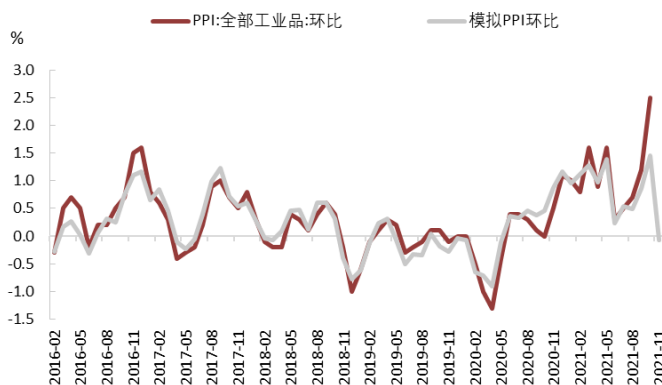
在价格回落的情况下，企业补库意愿有所提升，原材料库存和产成品库存指数均出现上升，但财新 PMI 库存指标明显高于中采 PMI 库存指标，也一定程度上反映了生产恢复后需求偏弱，库存去化较慢。

图表 2：PPI 环比与 PMI 出厂价格高度相关



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：11 月 PPI 环比大幅回落



来源：wind，莫尼塔研究

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_30414

