

多因素导致短期经济回落

——11 月 PMI 数据以及未来经济展望

核心观点：

国家统计局11月30日公布11月制造业PMI为48.0，较10月大幅下滑且低于市场一致预期。由于供应商配送时间加权方法造成了扭曲，实际制造业的景气程度还要弱于PMI指数所显示的水平。11月高频数据整体也表现疲软。疫情冲击以及防疫政策调整引发的一些波折、多方面因素冲击市场信心以及外部需求疲软可能是11月制造业及经济下滑的主要原因；四季度中国负产出缺口可能重新扩大。货币和地产政策近期已经调整。展望未来，防疫政策优化之后疫情的走势可能是决定中国中期经济走势的关键因素。

点评要点：

➤ 11 月 PMI 超季节性回落，低于市场一致预期

11月PMI综合指数48.0较上月（49.2）大幅回落，绝大多数子指数也较前月有明显下降，低于市场一致预期。从分项指数来看，生产与需求的双双回落可能是11月PMI收缩的主要原因；而由于供应商配送时间计算的方式的原因，制造业的真实状况可能还要弱于PMI指数显示的水平。

➤ 高频数据整体偏弱，多因素导致11月经济回落

11月以来高频数据偏弱。发电耗煤、粗钢产量、地产销售持续低迷，新冠新增病例进一步上行，沥青装置开工率等代表基建的高频指标也有所下滑，仅出口部门高频数据中的港口外贸集装箱吞吐量有所好转，但航运价格指数持续下滑。

11月制造业部门乃至整体经济环比的回落与多个因素有关：1）疫情在多地复发，包括优化疫情防控二十条在执行中引发了一些波折；2）多方面因素冲击了市场信心，包括股票市场等一度出现明显调整；3）外部需求可能持续疲软。

➤ 负产出缺口仍将扩大，密切关注疫情防控政策优化的效果

虽然基建投资和制造业投资对经济有一定支撑，但是受到地产投资、出口以及消费的拖累，我们预计四季度中国经济环比增速会较三季度明显放缓，负产出缺口或重新扩大。面对需求不足的压力，货币、地产政策近期已经出现了持续调整。

展望未来，我们预计明年一季度及以后的经济很大程度上取决于防疫政策优化调整执行的效果。如果重症及死亡率不出现明显反弹，防疫措施优化和未来的进一步调整有望逐步提振总需求；如果医疗资源出现挤兑，更加严厉的防疫措施可能再度明显冲击中国经济。

风险提示：经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：15221881900
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：方诗超
 执业证书编号：S0590122100031
 电话：18868130217
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《自然利率、潜在增速与降准降息》2022.11.24
- 2、《不必过于担忧如何看待债市的流动性危机》2022.11.21
- 3、《财政收入明显反弹 10 月财政数据点评》2022.11.18

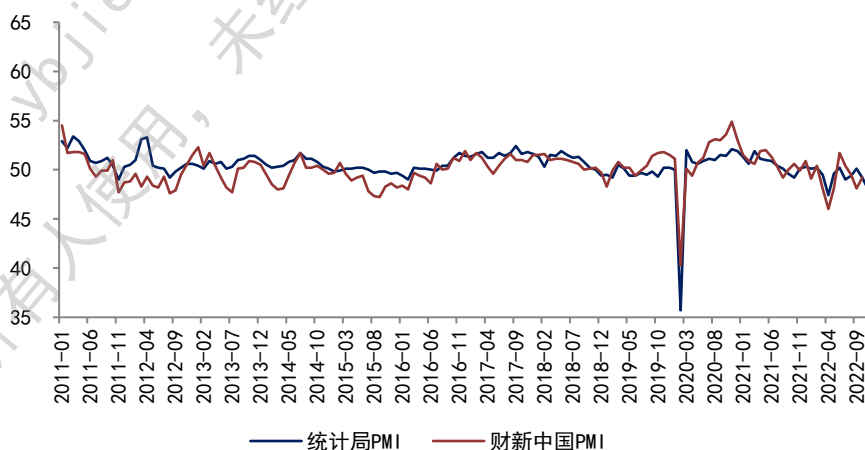
1 11月 PMI 超季节性回落

11月 PMI 综合指数较10月大幅回落，绝大多数子指数也较前月有明显下降，低于市场一致预期。从分项指数来看，生产与需求的双双回落可能是11月 PMI 收缩的主要原因；而由于供应商配送时间计算方式的原因，制造业的真实状况可能还要弱于 PMI 指数显示的水平。

1.1 11月 PMI 明显下行

11月 PMI 综合指数 48.0，较前一个月的 49.2 下降 1.2 个百分点。这个降幅远超季节性规律，而且也弱于市场的一致预期（49.3）。这可能意味着中国制造业的景气程度在11月继续下滑。

图表 1：中国 PMI 综合指数



来源：Wind，国联证券研究所

1.2 部分主要子指数下滑明显

实际上，在构成 PMI 的五个主要子指数中，没有一项超过 48.0。其加权平均之所以能够达到 48.0，主要是因为供应商配送时间子指数从10月的 47.1 下降到 46.7，而这个指数是以 100 减去该指数在加权计算 PMI。一般情况下，该指数越低，供应商配送越不及时，越是说明经济景气。但是，在其他四个指数都下滑的情况下，这个指数的下滑基本上不太可能是因为经济景气，而是因为疫情扰动干扰了供应链。

这意味着中国制造业真实的景气程度比 PMI 显示的还要更差一些。实际上，新订单子指数从 48.1 下降到 46.4；生产子指数从 49.6 下降到 47.8，均下行明显。

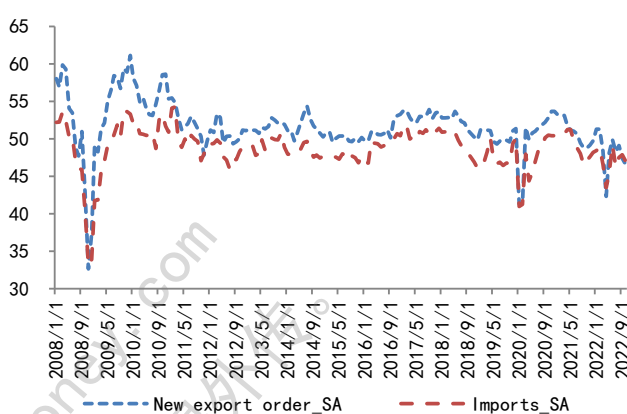
此外，进口、出口子指数分别为 47.1 和 46.7，同样较上个月大幅回落，意味着内外需求均表现疲软。

图表 2: PMI 新订单和生子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: PMI 新出口订单和进口子指数

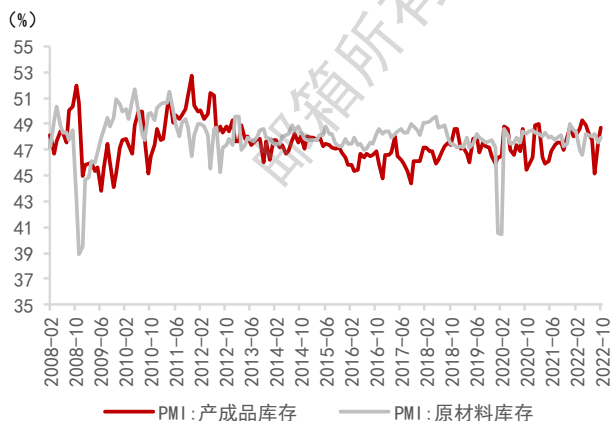


来源: Wind, 国联证券研究所

在需求、生产双双偏弱的情况下，我们注意到 PMI 产成品库存子指数有所反弹，意味着需求弱于生产，企业有被动补库存的行为。同时，原材料库存子指数进一步下降，说明企业对未来仍不乐观，增加原材料库存备货的意愿较弱。

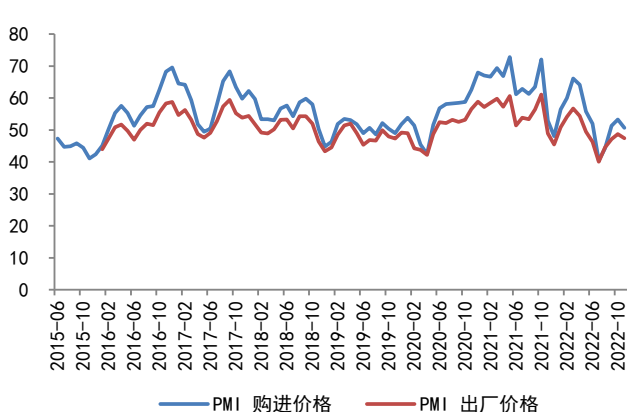
此外，从原材料购进价格子指数和出厂价格子指数再度下滑来看，11 月 PPI 环比负增长的程度可能会有所扩大——与全球大宗商品价格在 11 月整体下行有关。

图表 4: PMI 产成品及原材料库存子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: PMI 原材料购进价格及出厂价格子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

2 高频数据整体偏弱

11 月以来高频数据偏弱，包括发电量、钢铁产量、地产销售等高频数据表现欠佳。

南方 8 省市日耗煤的高频数据在 11 月份整体比较低迷。考虑到去年同期因为限

电限产的高基数，可能说明发电量的绝对水平并不乐观。

已经公布的 11 月重点企业粗钢产量的旬度同比也较 10 月有所下滑。螺纹钢和铁矿石的价格持续下滑也验证了 11 月钢铁需求的走弱。

出口部门高频数据表现略有分化。11 月航运价格指数持续下滑；但是 8 大港口外贸集装箱吞吐量 11 月上中两旬正增长，好于 10 月平均水平。

图表 6：南方 8 省电厂日耗煤同比



3 负产出缺口仍将扩大，密切关注疫情防控政策优化的效果

11月制造业部门乃至整体经济环比的回落与多方面因素有关：1) 疫情在多地复发，包括优化疫情防控二十条在执行中引发了一些波折；2) 多方面因素冲击了市场信心，包括股票市场等一度出现明显调整；3) 外部需求可能持续疲软。

图表 9：对数化之后全国单日新增新冠肺炎人数（含无症状感染者）



来源：Wind，国联证券研究所

虽然基建投资和制造业投资对经济有一定支撑，但是受到地产投资、出口以及消费的拖累，我们预计四季度中国经济环比增速会较三季度明显放缓，负产出缺口或重新扩大。面对需求不足的压力，政策也出现了持续调整。实际上，近期人民银行宣布再度降准，货币市场短期利率重新开始回落；此外，救助地产的“三支箭”逐一实施，有望明显舒缓房地产部门面临的流动性问题。

我们预计，明年一季度及以后的经济增长很大程度上将取决于防疫政策优化调整执行的效果。如果重症及死亡率不出现明显反弹，防疫措施优化和未来的进一步调

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_49569

