2022 年 11 月 30 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

再下探，何时暖？

——11 月 PMI 数据点评

摘要

- **制造业 PMI：疫情持续拖累产需，进出口均回落。**受疫情点多面广频发、海外市场需求减弱等影响，11 月制造业 PMI 指数为 48.0%，较上月下降 1.2 个百分点，连续 2 个月收缩。需求端看，国内疫情爆发，海外需求转弱，11 月新订单指数为 46.4%，较上月走低 1.7 个百分点，连续 5 个月处于临界线下；生产端看，疫情影响下生产活动延续放缓态势，11 月生产指数较上月下降 1.8 个百分点至 47.8%；从进出口情况看，疫情反复拖累内需，叠加海外制造业生产放缓，进口景气度下滑；出口方面，海外央行持续紧缩，海外制造业需求减弱，以及疫情影响外贸物流，出口景气度也走低，但海外购物节短期对消费品出口或有支撑。从行业看，产业链各环节均有所放缓，基础原材料和装备制造业景气下滑程度较大，而高技术和消费品制造业表现相对稳定，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药、电气机械器材等行业需求仍保持增长。
- **不同规模企业景气均回落，中小企业预期亟待提振。**分企业规模看，大中小型企业 PMI 均较上月回落，且均在荣枯线下。不同规模企业产需均下滑，大中型企业生产回落程度大于需求，小型企业则是需求下滑超过生产。进出口方面，大中型企业进出口指数均回落，小企业出口下降进口回升。从业人员和经营预期方面，不同规模企业从业人员和经营活动预期指数均走低，中小企业的就业压力更大，预期指数再度跌至荣枯线下。近期疫情反复对中小企业的负面影响较大，若后续疫情形势好转，政策支持延续，中小企业经营预期有望改善。
- **原材料及出厂价格均回落，配送时间持续走低。**11 月，由于全球需求下降，国际大宗商品价格回落，国内疫情反复对部分商品价格支撑也有所减弱，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别下降 2.6 和 1.3 个百分点至 50.7%和 47.4%，逆转连续 3 个月的升势。全球经济下行或带动国际油价继续走低，但短期冬季能源需求旺季或对油价有所支撑，且供应端仍存在不少扰动因素，比如欧盟尚未就俄罗斯石油价格上限达成一致、OPEC+挺价意愿仍强不排除有新的减产计划，预计油价短期仍延续震荡态势。国内保供稳价政策效能继续释放，原材料价格指数走势或相对平稳。分规模看，大中小型企业主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均下滑，小型企业原材料购进及出厂价格指数仍在 50%以上，大型企业成本压力缓解或相对明显。散点疫情影响下，制造业原材料供应商配送时间指数继续下降。企业连续 3 个月被动累积产成品库存。
- **非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度均走低。**11 月份，非制造业商务活动指数为 46.7%，较上个月回落 2.0 个百分点。疫情影响下服务业商务活动指数回落 1.9 个百分点至 45.1%。从行业看，接触性聚集性服务业景气继续低位回落，邮政业、货币金融服务和保险等行业处于高景气区间。分项指标看，新订单指数小幅下降，业务活动预期指数回落，投入品价格回落，而销售价格回升。若后续疫情形势转好，服务业景气度有望企稳。11 月，建筑业景气度回落，但土木工程建筑业表现亮眼。后续基建投资仍有望维持高增速，政策“组合拳”力度加大，建筑业景气度有望保持稳定，但气温下降或影响建筑业开工。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，海外需求超预期下降，政策落地不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

联系人：刘彦宏

电话：010-57631106

邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 再出发，正当时——2023 年宏观经济展望 (2022-11-27)
2. 政策托举力度不减，美联储将放缓加息 (2022-11-25)
3. 身在其中：从产业角度看全球和我国 (2022-11-21)
4. 央妈呵护之意显著，APEC、G20 释放合作信号 (2022-11-20)
5. 偏弱数据叠加密集政策，是拐点吗？ (2022-11-16)
6. 房企融资再迎利好，美国通胀超预期回落 (2022-11-13)
7. 偏谨慎的居民消费，待修复的购房意愿——10 月社融数据点评 (2022-11-11)
8. 如何看拜登“期中大考”的一抹“红”？ (2022-11-10)
9. CPI 如期回落，PPI 再度转负——10 月通胀数据点评 (2022-11-09)
10. 外需走弱，进出口承压——10 月贸易数据点评 (2022-11-08)

国内疫情点多面广频发，海外需求下降趋势延续，2022 年 11 月份中国制造业采购经理指数较上月下降 1.2 个百分点至 48.0%，连续 2 个月处于收缩区间，非制造业商务活动指数、综合 PMI 产出指数分别较 10 月回落 2.0、1.9 个百分点至 46.7%和 47.1%，也均连续 2 个月位于荣枯线下。11 月，国内疫情负面影响较大，地产仍在探底，叠加外需逐渐走弱，制造业生产和需求均表现低迷。11 月下旬，国常会部署稳增长政策落地，央行降准释放 5000 亿元流动性，地产领域“三箭”齐发，政策托底力度不减。若后续疫情能及时得到控制，制造业景气度企稳回升仍可期。此外，由于经济再度下探，12 月份的重要会议有望加大政策部署力度，促进明年经济逐步回暖。

1 制造业 PMI：疫情持续拖累产需，进出口均回落

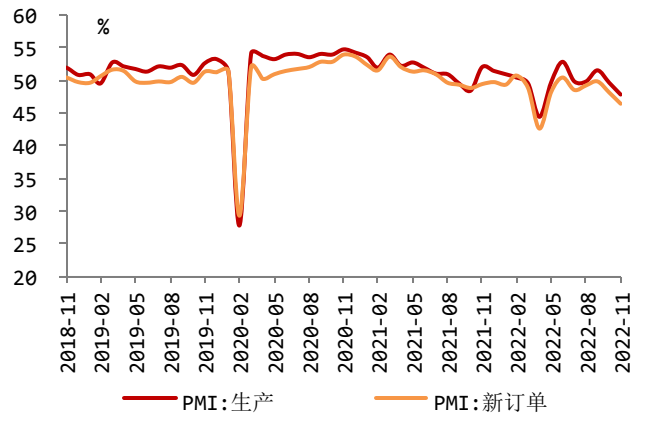
产需仍受疫情拖累，企业预期显著下滑。受国内疫情点多面广频发、海外市场需求减弱等影响，2022 年 11 月制造业采购经理人指数为 48.0%，较上月下降 1.2 个百分点，连续两个月处于收缩区间。产需指数均继续走低，生产端景气程度加快回落。**从需求端看，**国内疫情爆发继续抑制终端需求，海外需求也显现出低迷态势，内外需共同作用下，11 月新订单指数为 46.4%，较上月继续走低 1.7 个百分点，连续 5 个月处于临界线以下，年内仅高于 4 月份大规模疫情爆发时的水平。**从生产端看**，疫情影响员工上岗和物流运行，生产活动延续放缓态势，11 月生产指数较上月下降 1.8 个百分点至 47.8%，同样在年内仅高于 4 月水平。11 月以来，疫情相继在广东、重庆、北京等地爆发，截至 11 月 29 日，全国累计新增本土确诊病例数量达 5.7 万人，仅次于今年 4 月份 6.5 万人的水平，且地方上仍存在层层加码、过度防疫的情况，从需求、物流、人员等多方面对制造业造成冲击。其中，制造业生产端回落幅度仍略大于需求，供需剪刀差继续收敛。由于国内疫情当前形势仍然严峻，海外需求或在金融状况收紧下持续走弱，企业预期下滑较为显著，11 月，生产经营活动预期为 48.9%，较上月下降 3.7 个百分点，自 2020 年 2 月以来首次跌入荣枯线下。受散点疫情和企业预期的影响，11 月从业人员指数较上月也回落 0.9 个百分点至 47.4%，连续两个月下降，仅高于年内 4 月份水平。总体来看，疫情仍是制造业复苏最大的掣肘因素，企业信心仍有待进一步提振。11 月 21 日，三部门联合印发《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》，提出 17 项具体举措助力稳住工业经济，保持制造业比重基本稳定；同日，人民银行、银保监会也指出要扩大中长期贷款投放，发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策，积极支持制造业和服务业有效需求；22 日，国常会部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效，包括推动重大项目加快资金支付和建设、督促加快设备购置和改造、持续保障交通物流畅通、加大金融支持实体经济力度等；25 日，央行宣布降准 0.25 个百分点，继续加力稳增长。若后续疫情形势逐步受控，防疫措施更加精准，地方层层加码得到纠正，再加上稳增长政策组合拳逐步落地，12 月制造业景气度有望企稳。预计 12 月中央经济工作会议上或进一步加大稳增长政策力度，促进明年制造业景气度企稳回升。

从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数均走低，新出口订单指数和进口指数分别为 46.7%和 47.10%，分别较前值下降 0.9 和 0.8 个百分点，仍连续 19 个月和 18 个月处于收缩区间。进口方面，疫情反复仍是拖累内需的主要因素，叠加海外制造业生产放缓，进口景气度下滑；出口方面，随着海外央行持续紧缩，经济增长势头转弱，欧美 11 月制造业 PMI 均在荣枯线下，海外制造业需求减弱对我国出口增长有所抑制，国内疫情对外贸物流也有所影响。出口景气度低于进口 0.4 个百分点。其中，装备制造业出口回落较快，新出口订单指数较上月下降 3.4 个百分点，然而高技术制造业新出口订单指数仍逆势上升。在海外年底消费旺季影响下，消费品制造业的新出口订单指数也有所回升。上，短期来看，海外

传统购物旺季仍对我国部分制造业出口有一定支撑，但随着全球经济下行、外需走弱，海外居民购买力下降，我国出口压力或继续加大，稳外贸政策效应有望持续释放。11 月，《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》指出要稳定工业产品出口，落实稳外贸政策措施，加强外贸企业服务保障，支持发展外贸新业态。另外，国内疫情防控继续优化，内需有望得到一定程度的改善。因此，若疫情形势好转，叠加政策持续发力，12 月进出口指数有望企稳。

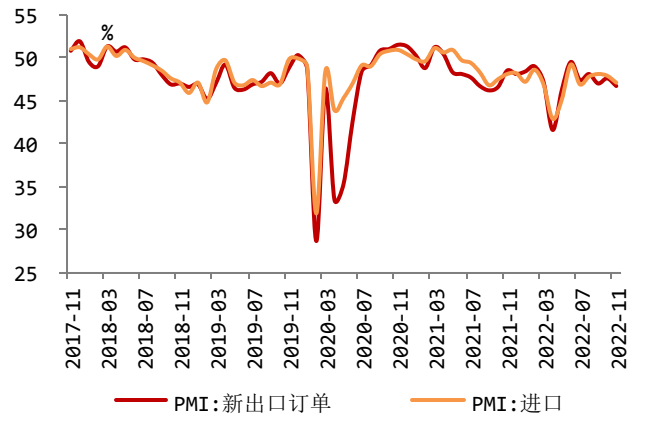
从行业来看，产业链各环节均有所放缓，高技术和消费品制造业表现相对稳定。疫情对产业链上中下游各环节均有不同程度冲击，制造业 21 个细分行业中，15 个行业 PMI 较上月下降，15 个行业 PMI 低于 50%。从细分行业来看，由于国际大宗商品价格回落，基础原材料行业 PMI 较上月下降 1.9 个百分点至 46.9%，生产指数和新订单指数下降均超过 2 个百分点。其中，化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、金属制品等行业生产经营活动预期指数均低于 43.0%；由于疫情散发影响物流运行和人员上岗等，海外制造业需求放缓对我国机电等产品的出口影响较大，装备制造业 PMI 为 48%，较上月下降 1.6 个百分点，生产指数和新订单指数较上月下降超过 2 个百分点，新出口订单指数较上月下降 3.4 个百分点，但电气机械器材行业 PMI 仍继续处于景气区间；消费品制造业 PMI 为 48.8%，较上月下降 0.7 个百分点，连续 3 个月下降，供需指数都较上月下降 1 个百分点以上。但其中，在各级政府保障疫情期间物资供应影响下，部分民生相关的行业景气保持稳中有升，农副食品加工业、医药制造业 PMI 均位于景气区间并较上月升高，企业预期也较为乐观。另外，电子产品等相关消费品的出口止跌回稳；高技术制造业表现较为稳定，11 月 PMI 为 49.3%，较上月小幅下降 0.1 个百分点，在疫情中抗风险能力突出。11 月下旬，工信部提出下一步将将着力建设高水平产业体系，数字化、网络化、智能化生产广泛应用于制造业领域，《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》也提出构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、高端装备、工业软件、绿色环保等一批新的增长引擎，高技术制造业有望继续起到引领作用；国家发改委、市场监管总局提出将支持重点领域和行业节能降碳改造，推动重要产品设备更新改造，国常会也表示要督促加快设备购置和改造，装备制造业有望加快升级。

图 1：产需指数均回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数、进口指数回落



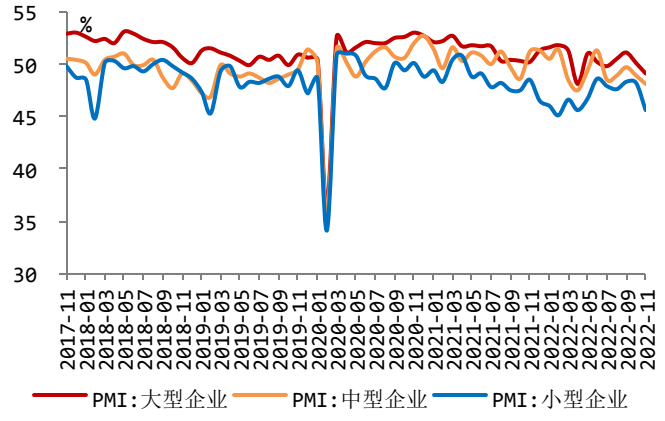
数据来源：wind、西南证券整理

2 不同规模企业景气均回落，中小企业预期亟待提振

分企业规模看，不同规模企业景气度均下滑，小型企业经营压力显著加大。11 月，大、中、小型企业 PMI 分别为 49.1%、48.1%和 45.6%，分别较上月下降 1.0、0.8 和 2.6 个百分点，大型企业在连续三个月扩张后再度跌回临界线下，中小企业 PMI 分别连续 5 个月和 19 个月收缩，小型企业受疫情影响景气度显著下滑，经营压力明显加大。具体来看，大中小型企业的产需均有不同程度下降，小型企业产需指数均大幅回落，其次为大型企业，中型企业表现相对平稳。结构上，大中小型企业新订单指数均低于生产指数，其中大型和中型企业生产端回落程度大于需求端，小型企业则是需求端下滑程度大于生产。11 月，大、中、小型企业生产指数分别较上月回落 1.9、1.0 和 3.5 个百分点至 49.4%、47.8%和 44.3%，新订单指数分别下滑 1.3、0.6 和 4.9 个百分点至 48.3%、46.8%和 41.8%。**进出口方面，大型企业出口景气度高于进口，中小型企业进口景气度高于出口，大中型企业进出口指数均回落，小型企业出口下降、进口回升。**具体来看，11 月，大、中、小型企业新出口订单指数分别较上月下调 0.6、1.5 和 0.7 个百分点至 48.7%、43.3%和 44.6%，大、中型企业进口指数分别较前值下降 0.3、3.3 个百分点至 47.3%和 45.0%，而小型企业进口指数则回升 2.7 个百分点至 51.9%，在连续四个月收缩后重回扩张区间。总体来看，内外需均走弱下，大、中型企业进出口景气度均下滑，小型企业出口也同样转弱，但进口回升或主要得到“双十一”消费的提振。

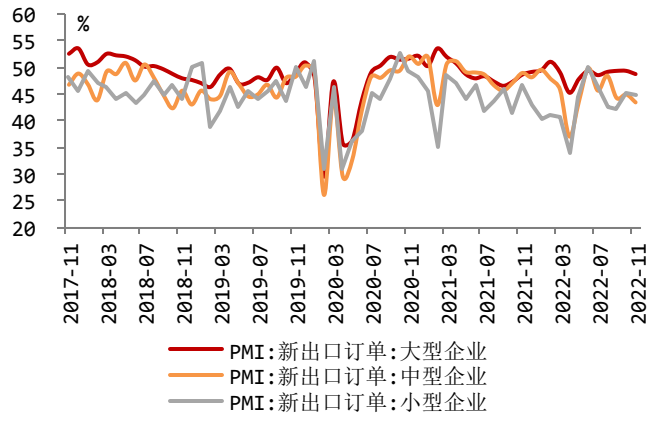
不同规模企业经营活动预期指数、从业人员指数均回落。大中小型企业的从业人员指数分别走低 0.6、0.7 和 1.9 个百分点至 47.9%、47.1%和 46.7%，疫情影响下中小型企业的就业压力更大，中型企业从业人员指数创年内最低水平，从业人员指数年内仅高于 4 月份水平。预期方面，大中小型企业经济活动预期指数分别较上月下滑 3.1、2.9 和 6.2 个百分点至 50.6%、49.2%和 44.7%，中型企业预期自 2020 年 2 月以来首次回到收缩区间，小型企业的预期也自 2021 年 12 月以来再度跌至荣枯线下。11 月中下旬，人民银行、银保监会等六部门联合印发《关于进一步加大对小微企业贷款延期还本付息支持力度的通知》，对 2022 年第四季度到期的小微企业贷款，鼓励银行业金融机构按市场化原则与企业共同协商延期还本付息，22 日国常会也提出引导银行对普惠小微存量贷款适度让利。近期疫情反复对中小企业的负面影响较大，政策维持对中小企业的支持。若后续疫情形势好转，中小企业经营预期有望改善。

图 3：大中小型企业 PMI 均回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：大中小型企业新出口订单指数回落



数据来源：wind、西南证券整理

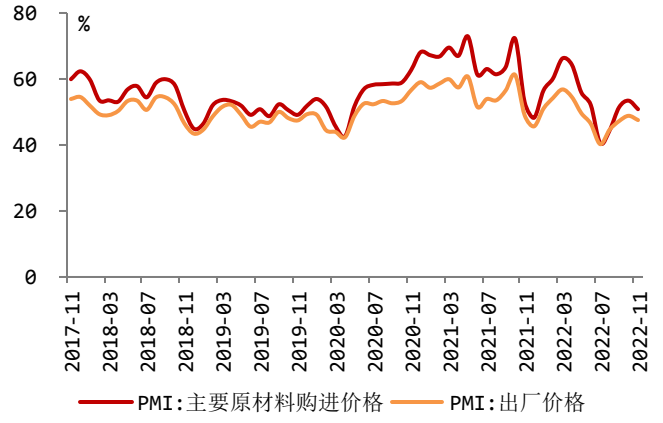
3 原材料及出厂价格均回落，配送时间持续走低

原材料购进及出厂价格指数均回落，企业成本压力或有所减轻。11 月，由于全球需求下降，国际大宗商品价格回落，国内疫情反复对部分商品价格支撑也有所减弱，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别下降 2.6 和 1.3 个百分点至 50.7%和 47.4%，逆转连续三个月的升势，原材料价格指数仍连续 3 个月位于荣枯线上，出厂价格指数持续 7 个月收缩。11 月原材料购进价格指数依然高于出厂价格指数，但超出部分有所收敛，企业原材料成本压力有所减轻。从行业情况看，市场需求走低，以生产基础性原材料为主的石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业的两个价格指数回落幅度较大；农副食品加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数仍位于 55.0%以上高位。全球经济下行或带动国际油价继续走低，但短期冬季能源需求旺季或对油价有所支撑，且供应端仍存在不少扰动因素，比如欧盟尚未就俄罗斯石油价格上限达成一致、OPEC+挺价意愿仍强不排除有新的减产计划，预计油价短期仍延续震荡态势。国内保供稳价政策效能继续释放，原材料价格指数走势或相对平稳。

从不同规模企业来看，大中小型企业主要原材料购进价格指数分别较 10 月下滑 3.7、2.1 和 1.0 个百分点至 49.2%、49.9%和 55.0%，大中型企业原材料购进价格指数在连续 2 个月扩张后再度回到荣枯线下，小型企业原材料购进价格仍处于高位，出厂价格指数分别回落 1.2、2.1 和 1.0 个百分点至 45.9%、47.4%和 50.4%，小型企业的出厂价格指数连续 3 个月在 50%以上。总的来看，不同规模企业原材料购进价格指数以及出厂价格指数均转为下降，原材料购进价格指数仍高于出厂价格指数，其中，小型企业原材料购进及出厂价格指数仍在 50%以上，大型企业的原材料购进价格指数回落幅度大于出厂价格指数，成本压力缓解程度相对明显。11 月，BCI 企业销售和总成本前瞻指数均较前值有所回升，分别升高 0.03 和 0.33 点至 49.37 和 71.30，企业市场需求或企稳，成本压力略有上升，利润前瞻指数则回落 5.00 个百分点至 33.44，利润降幅较大。

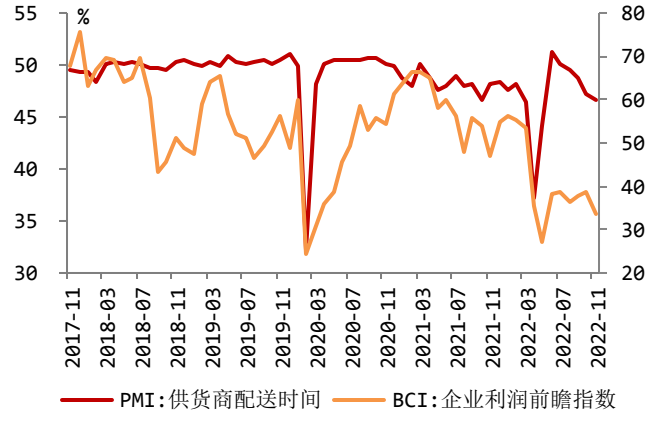
供应商配送时间指数继续下降，企业仍在被动累积产成品库存、原材料补库意愿不强。11 月，国内多地爆发疫情，交通物流运输效率有所下降，供应商配送时间指数为 46.7%，较上月下滑 0.4 个百分点，连续 5 个月下降，继续位于收缩区间。11 月，产成品库存指数为 48.1%，较上月小幅回升 0.1 个百分点，连续 3 个月回升，需求端疲软下企业被动累库延续。11 月，原材料库存指数较上月回落 1.0 百分点至 46.7%，企业对下游需求预期并不乐观，主动补库意愿仍不强。

图 5：主要原材料购进价格、出厂价格回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：供应商配送时间指数回落，企业利润前瞻指数下降



数据来源：wind、西南证券整理

4 非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度均下降

疫情继续冲击服务业，部分行业表现较好。11 月份，非制造业商务活动指数为 46.7%，较上个月回落 2.0 个百分点，连续 2 个月处于收缩区间。11 月，全国本土新增新冠肺炎确诊人数仅次于今年 4 月，对服务消费形成较大冲击，服务业商务活动指数较上月继续走低 1.9 个百分点至 45.1%，连续 3 个月处于收缩区间。从行业来看，在调查的 21 个行业中，有 15 个位于收缩区间，受疫情影响，道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等接触性聚集性行业商务活动指数低于 38.0%，业务总量明显回落，批发业和零售业等流通环节的商务活动指数也较上月有不同程度下降，均在 50%以下；然而部分行业仍有较好表现："双十一"带动下，快递需求量明显上升，邮政业商务活动指数升至 55.4%，位于较高景气区间。货币金融服务、保险等金融行业均高于 57.0%，金融业对实体经济支持力度较好。分项指标来看，11 月，新订单指数为 41.4%，较上月下降 0.3 个百分点，连续 5 个月收缩，继续处于今年 4 月以来的低位，业务活动预期指数走低 3.6 个百分点至 53.1%。此外，服务业投入品价格回落 0.7 个百分点至 50.1%，销售价格指数较上月升高 0.5 个百分点至 48.3%，上游价格向下游有所传导。从业人员指数较上月继续回落 0.6 个百分点至 45.2%，连续 3 个月下行，疫情持续影响员工上岗，就业形势仍然严峻。11 月，优化疫情防控二十条措施出台，各地设立整治层层加码工作专班，封控管理快封快解、应解尽解，防疫措施对经济的影响有望逐步减弱。若后续疫情形势转好，12 月服务业景气度有望企稳。

建筑业景气度走低，土木工程建筑业表现亮眼。11 月，建筑业商务活动指数为 55.4%，较上月下滑 2.8 个百分点，连续 2 个月走低但仍处于扩张区间，主要受疫情多发以及地产低迷的影响，建筑业景气度延续回落态势。从分项指标看，11 月，建筑业需求继续下降，新订单指数较上月下滑 2.0 个百分点至 46.9%，在连续 2 个月位于收缩区间；从用工上看，从业人员指数较上月回落 0.7 个百分点至 47.1%，连续 8 个月处于临界线下，建筑业用工问题依然突出；从价格上看，投入品价格回落 3.6 个百分点至 48.7%，在连续 3 个月扩张后再度跌回收缩区间，而销售价格回升 1.1 个百分点至 50.9%，重新回到临界线上，企业成本压力有所减轻；业务活动预期指数为 59.6%，较上月下滑 4.6 个百分点，疫情影响下建筑业企业预期转弱，但总体仍较乐观。从行业情况看，由于基础设施建设受政策持续推动，11 月气温偏暖，土木工程建筑业商务活动指数为 62.3%，高于上月 1.5 个百分点，企业施工进度有所加快。而房屋建筑业 PMI 继续走低，地产仍处于探底阶段。11 月，政策继续推动前期出台的政策性金融性工具等措施落地，社会资本或逐步参与重大项目建设，基建投资仍有望维持较高增速；11 月，房地产领域的政策"组合拳"力度明显加大，"保交楼"专项借款逐步落地，央行、银保监会出台金融支持 16 条举措，信贷、债权及股权"三箭"齐发，再加上多个城

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_49628