

供给约束减弱后生产反弹 不改经济下滑态势

11月PMI点评

核心内容:

- **制造业PMI反弹持续度仍然不足** 11月份中采PMI继续回升,生产快速上行,产成品库存上行。本月PMI走高主要是弥补了10月份的生产下滑,总体PMI仍然处于弱势,经济下滑并没有反转。国内生产回升主要是在供给约束减弱的情况下生产补偿性回升,这种回升仍然具有不稳定性,圣诞和春节的需求也有节日性特征。11的PMI反弹是弱反弹,仍然处于较低的水平。同时产成品库存走高,意味着未来生产面临去库存的约束。
- **生产补偿性反弹,库存快速走高** 11月份生产出现大幅上行,这种上行是供给限制下的反弹,并且反弹力度虽然较大,但其他指标并没有相应配合,生产可能下个月低位平稳。产成品库存上行有多重原因,供给约束减缓后生产快速恢复,为春节备货以及物流不畅下库存小幅的积压。供给约束减缓后原材料库存也同时走高,原材料价格下降后企业加大了相关产品购进。
- **购进价格指数快速走低** 受到政策调整供给约束对原材料产业放松,致使原材料价格大幅走低,动力煤价格已经距离高点下跌了57%。购进价格的下滑主要集中在原材料领域,金属制品、非金属矿物制品、黑色金属、有色金属、纺织服装下滑较快。原油相关产品回落速度仍然缓慢。下游的电气机械、计算机、通用设备、医药、汽车成本仍然较高。
- **稳增长逐步发力、出口仍然有支撑** 11月份表现最好的行业是汽车制造业,汽车制造业的生产景气度最高,其次是计算机通讯和其他电子设备行业。专用设备PMI指数超过了通用设备,显示了稳增长措施已经开始,基建投资上行拉动了专用设备的生产。海外方面景气度仍然较高,主要受到海外圣诞和疫情的影响。我国出口行业也有所增加,农副产品业的出口创出新高。
- **经济周期仍然回落** 整体PMI指标都有小幅回温,但温而不暖,并且12月份仍然可能下滑。PMI各项指标低于往年均值,反弹力度有限并且时间较短,经济持续结构转型和出清过程中。经济周期仍然在下行趋势:(1)海外新订单仍然较低,圣诞过后出口对我国生产的拉动减缓。(2)我国原材料产业整体回落,同时下游需求仍然较弱,中游和下游需求也会跟随逐步走低。产成品库存持续回升,未来需要进入去库存周期。(3)房地产产业链处于回落态势。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

特别感谢:

刘星琪

2021年11月份中采制造业PMI指数50.1，比10月份上行0.9。服务业PMI录得51.1，比10月份下滑0.5，建筑业PMI录得59.1，比上个月上行2.2。中采先进制造业EPMI录得51.3，比上月下滑4.9。

一、制造业 PMI 反弹持续度仍然不足

11月份中采PMI继续回升，生产快速上行，产成品库存上行。本月PMI走高主要是弥补了10月份的生产下滑，总体PMI仍然处于弱势，经济下滑并没有反转。11月份生产回升(+3.6)，新出口订单上行(+1.9)，产成品库存走高(+1.6)，生产和订单差距大幅上行(+2.6)，生产订单和库存的组合并不利于未来的生产上行，预计我国生产未来两个月可能弱势平稳。11月份PMI指数上行0.9，总体制造业水平在50.1%，反弹至50以上，但基础仍然不牢固，当前经济走势仍然不乐观。

11月份大企业景气度小幅回落，中小企业景气度上行。11月份大型企业生产量回升但景气度下行，限产限电对大型企业的影响偏弱。中小型企业受到限产影响更大，在生产约束好转的情况下，中型企业回弹更快。

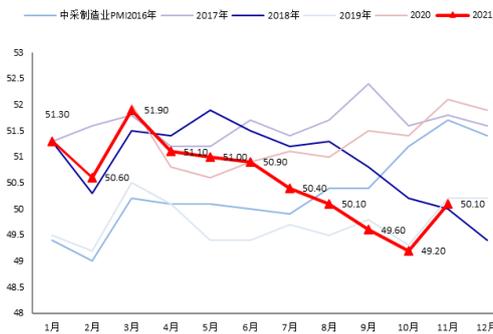
11月份服务业仍然下行，疫情防控加码的背景下消费服务业下行幅度加大，生产服务业受到生产上行影响回升。11月份服务业PMI下行0.5至51.1，新变种病毒出现使得新冠疫情前景更加复杂，2022年春节疫情防控可能要超过2021年，消费服务业可能持续低迷。

11月份建筑也好转，建筑业好转可能预示着基建项目的增加。11月份建筑业PMI上行2.2至59.1，建筑业在淡季上行。

综合来看，国内生产回升主要是在供给约束减弱的情况下生产补偿性回升。同时需求稍有好转，这种好转来自于：(1)春节补货需要；(2)供给端好转后需求上行，一是原材料价格下行带来的，如有色金属，二是芯片等供给好转带来的，如汽车；(3)海外需求回升，圣诞需求上行以及疫情下出口的提升。

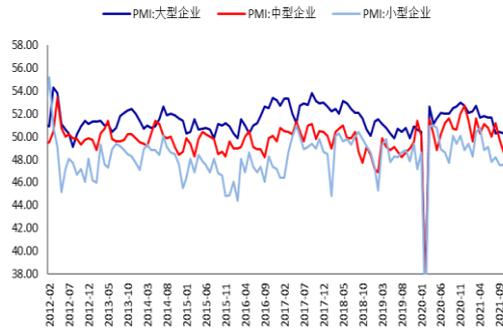
要看到，这种回升仍然具有不稳定性，供给约束好转后生产的回升是补偿性的，圣诞和春节的需求也有节日性特征，这种生产好转不具有持续性。同时11的PMI反弹是弱反弹，仍然处于较低的水平。同时产成品库存走高，意味着未来生产面临去库存的约束。

图 1：中采制造业 PMI 回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

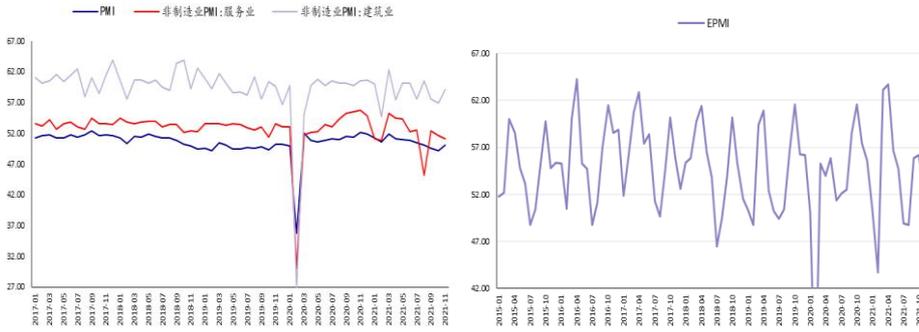
图 2：中、小型企业 PMI 回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：服务业 PMI 回落 (%)

图 4：EPMI 景气度回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、生产补偿性反弹，库存快速走高

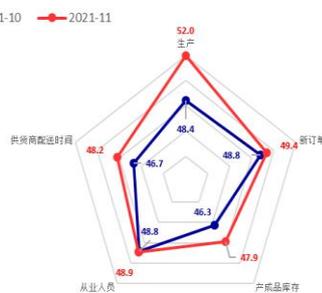
11月份生产出现大幅上行，这种上行是供给限制下的反弹，并且反弹力度虽然较大，但其他指标并没有相应配合，生产可能下个月低位平稳。11月份生产回升3.6至52，反弹后的生产量并不处于高位，同时工业生产增加值增速显示生产只是弱反弹。

新订单指数小幅回升，新出口订单指数回升幅度更大。我国订单指数回升0.6至49.4，但仍然低于50的水平，表明下游需求恢复速度偏缓。出口订单受到圣诞影响增加，同时11月份从行业情况来看，新冠疫情影响下我国出口弱势行业出口量大幅增加（农副产品），出口受到了圣诞和疫情双重提升。

产成品库存指数上行，原材料库存同时走高。11月份产成品库存指数上行1.6到达47.9。同时，原料库存指数上行0.7至48%。产成品库存上行有多重原因，供给约束减缓后生产快速恢复，为春节备货以及物流不畅下库存小幅的积压。供给约束减缓后原材料库存也同时走高，原材料价格下降后企业加大了相关产品购进。产成品库存走高意味着未来有去库存的需要。

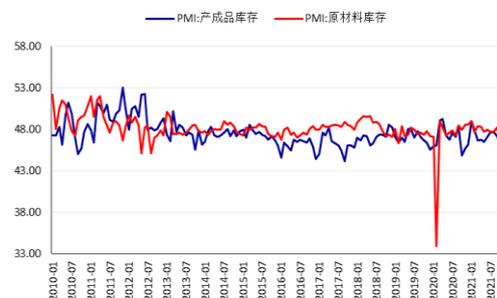
11月份购进价格指数快速走低，从上个月的72.1下滑至52.9，受到政策调整供给约束对原材料产业放松，致使原材料价格大幅走低，动力煤价格已经距离高点下跌了57%。11月份购进价格的下滑主要集中在原材料领域，金属制品、非金属矿物制品、黑色金属、有色金属、纺织服装下滑较快。原油相关产品回落速度仍然缓慢，石油加工炼焦购进价格65.9，化学纤维购进价格69.4，下游的电气机械、计算机、通用设备、医药、汽车成本仍然较高。

图5：生产有所回落（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图6：产成品库存、上行（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7：订单稍有上行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：购进价格快速下滑 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

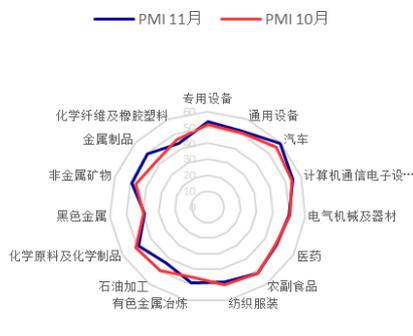
三、稳增长逐步发力、出口仍然有支撑

11 月份表现最好的行业是汽车制造业，汽车制造业的生产景气度最高，其次是计算机通讯和其他电子设备行业。汽车行业处于年末景气度高涨时期，汽车芯片供给逐步好转后汽车的生产上行，同时可以看到汽车行业的新订单也大幅增长。但要注意到汽车行业年末都处于景气度较高的时期，汽车行业的景气度仍然低于往年。

计算机通讯和其他电子设备行业景气度今年以来持续处于高水平，11 月份景气度延续。计算机通讯和其他电子设备制造行业会受到年末海外圣诞和国内春节的影响，景气度有望持续。

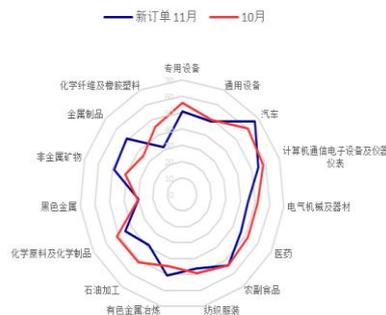
专用设备 PMI 指数超过了通用设备，显示了稳增长措施已经开始，基建投资上行拉动了专用设备的生产。同时也可以看到专用设备的订单超过了通用设备。有色金属冶炼的景气度也较好，但分类来看，小金属的景气度更高，新能源产业链拉动了小金属的上行。

图 9：各行业 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：各行业新订单指数 (%)

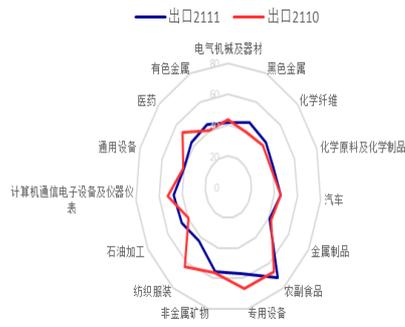
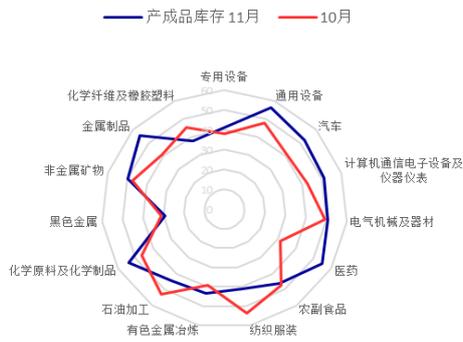


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

海外方面景气度仍然较高，主要受到海外圣诞和疫情的影响。圣诞节备货使得出口景气度较高，我国疫情严控使得生产较少受到影响，生产份额持续。同时也是因为疫情影响，我国出口行业也有所增加，农副产品业的出口创出新高，黑色产业虽然景气度较低，但黑色进出的出口订单在持续增加。

图 11: 各行业产成品库存 (%)

图 12: 各行业出口指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、经济周期仍然回落

整体 PMI 指标都有小幅回温，但温而不暖，并且 12 月份仍然可能下滑。PMI 小幅走高不能视作周期反弹，周期仍然在下行趋势：

首先，海外新订单仍然较低，虽然订单有所反弹，但以圣诞备货为主。圣诞过后出口对我国生产的拉动减缓，疫情下出口有支撑但再向上动力不足。

其次，我国原材料产业整体回落，同时下游需求仍然较弱，中游和下游需求也会跟随逐步走低。产成品库存持续回升，未来需要进入去库存周期。

最后，房地产产业链处于回落态势，黑色金属冶炼和压延工业会持续低位。基建虽然有拉动，但其拉动幅度较弱。

PMI 各项指标低于往年均值，反弹力度有限并且时间较短，经济持续结构转型和出清过程中。

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_30404



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn