

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

四季度疫情冲击可能小于二季度

2022年11月30日

- **疫情对制造业景气度的扰动边际削弱。**11月份疫情反弹与4月相似,但制造业景气度受到的冲击比4月份要小。1)生产和需求端受到的冲击程度不同。二者冲击不同的根源或在于国内疫情严格指数不同,因此对景气度的扰动有所削弱。2)物流不畅导致交付时间滞后不同,库存积累程度也不一样。此外,从经济动能(新订单-产成品库存)来看,4月和11月的经济动能也有着明显差异。从价格端看,11月制造业原材料购进价格扩张且出厂价格收缩,企业利润空间缩小,整体资金压力加大。在市场预期方面,整体上,短期内企业对生产经营活动预期趋于减弱。
- **服务业继续探底,政策支持建筑业高位运行。**在疫情波及面逐步扩大的影响下,11月非制造业供需下行压力进一步加大,非制造业PMI年内仅高于4月份。1)疫情扰动犹存,服务业继续探底。随着疫情波及面的扩大,11月服务业PMI继续下行,但下降幅度不及4月。受疫情反弹影响,北京、广州地铁客运量下跌,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回落。2)基础设施建设相关活动继续支撑建筑业的高景气水平。四季度以来,新一批重点项目集中开工,在稳投资相关政策支持下,以土木工程建筑为主的基建相关行业保持较快增长,建筑业PMI维持较高景气水平。3)非制造业也存在一些结构性亮点。一是受益于电商购物节的需求拉动,线上消费相关行业保持活跃。二是金融业对实体经济支持力度较好。
- **稳增长政策发力下,四季度疫情冲击可能小于二季度。**总体来看,11月PMI重现供需双弱格局,疫情仍是拖累经济的最主要因素。但疫情形势严峻下,11月呈现了与4月不同的景气度表现,其背后释放的边际信号也值得我们关注。一是,后续防疫措施优化有利于弱化疫情对经济的扰动。预计12月疫情对制造业和非制造业景气度的扰动还会继续存在,但随着疫情防控二十条优化措施落地,更精准、更有效地防控疫情,有利于削弱疫情对经济恢复的扰动。二是为确保后续经济运行在稳定回升通道,稳增长政策持续发力的必要性加大。现在基建、制造业和房地产领域的有利政策越来越多,各项政策或将继续落实落地,以稳住经济形势。在稳增长政策发力下,四季度疫情冲击可能小于二季度。
- **风险因素:**国内疫情再度反弹,政策落地不及预期等。

目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 一、疫情对制造业景气度的扰动边际削弱 | 3 |
| 二、服务业继续探底，政策支持建筑业高位运行 | 7 |
| 三、后续稳增长政策发力的必要性加大 | 9 |
| 风险因素 | 10 |

图目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 这轮疫情与 4 月份反弹有所相似 | 3 |
| 图 2: 4 月顺季节性下滑，11 月逆季节性下滑 | 3 |
| 图 3: 11 月制造业 PMI 分项全面走弱 | 4 |
| 图 4: 11 月制造业 PMI 贡献与 4 月的差距在于生产、新订单和配送时间 | 4 |
| 图 5: 11 月中国防疫的严格指数有下降 | 5 |
| 图 6: 11 月的产需受挫小于 4 月 | 5 |
| 图 7: 11 月的配送时间下挫不及 4 月 | 6 |
| 图 8: 11 月的经济动能比 4 月要强 | 6 |
| 图 9: 11 月企业利润空间继续收缩 | 7 |
| 图 10: 分规模看，小型企业承压明显 | 7 |
| 图 11: 11 月建筑业 PMI 维持高景气，服务业 PMI 回落 | 8 |
| 图 12: 11 月北京、广州人流量大幅下降 | 8 |
| 图 13: 11 月水泥发运率小幅下降 | 9 |
| 图 14: 11 月石油沥青开工率受到部分影响 | 9 |

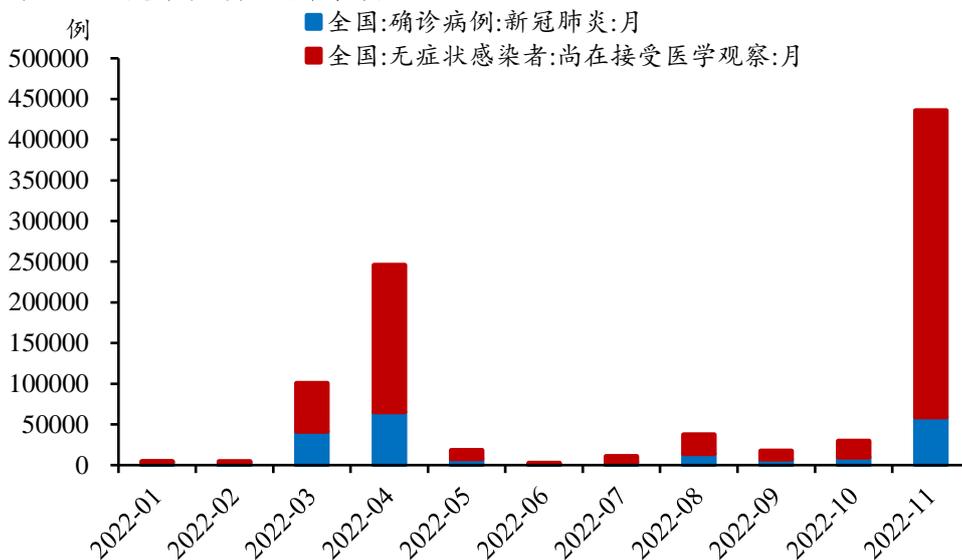
一、疫情对制造业景气度的扰动边际削弱

11月制造业PMI录得48.0%，前值为49.2%。11月份疫情反弹与4月相似，形势更加严峻，但制造业景气度受到的冲击比4月份要小，或意味着疫情对景气度的扰动有边际削弱迹象。

1) 从疫情形势上看，4月疫情集中，11月疫情分布更广、涉及范围更大。11月国内疫情形势严峻，出现多点开花局面。截至11月29日，11月新增确诊和无症状感染者的数量飙升，与今年4月份的疫情形势略有相似。但与4月相比，11月的新增确诊数量约5.9万例，比4月份的6.5万例要少一些。而11月份的疫情主要以无症状感染者为主，且分布更广、范围更大。

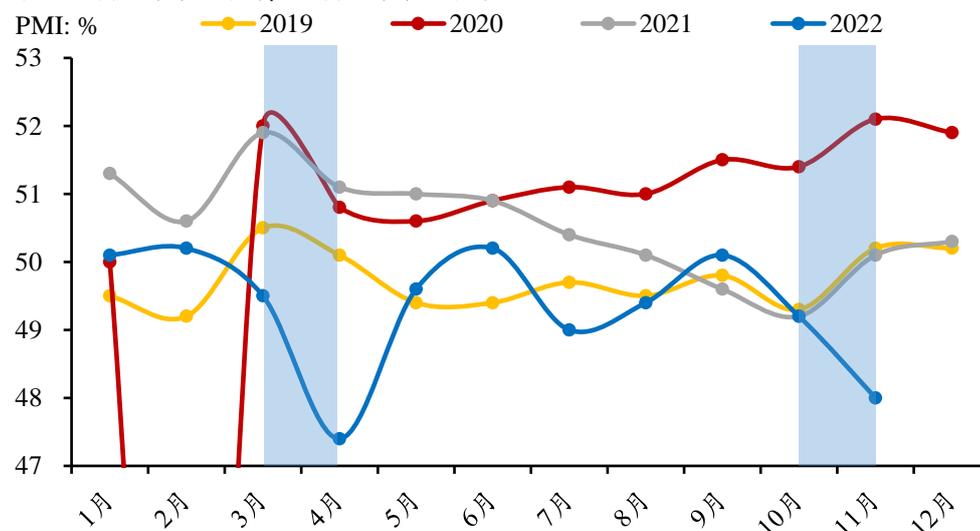
2) 从制造业冲击上看，制造业景气度所受冲击小于4月。受疫情多发影响，11月PMI逆季节性下降，由10月的49.2%下滑至48.0%，减少了1.2pct。再看同受疫情扰动的4月PMI，由3月的49.5%下滑至47.4%，减少了2.1pct。整体来看，11月受到的冲击程度比4月要小。

图 1：这轮疫情与4月份反弹有所相似

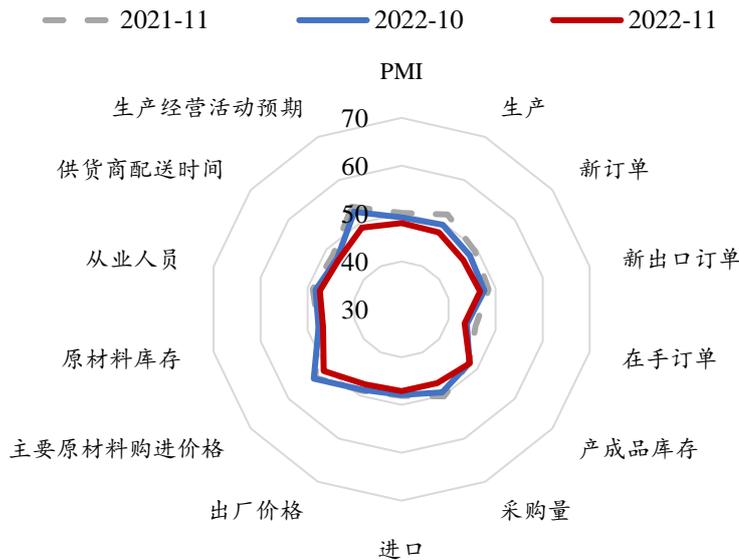


资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 数据截至11.29

图 2：4月顺季节性下滑，11月逆季节性下滑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

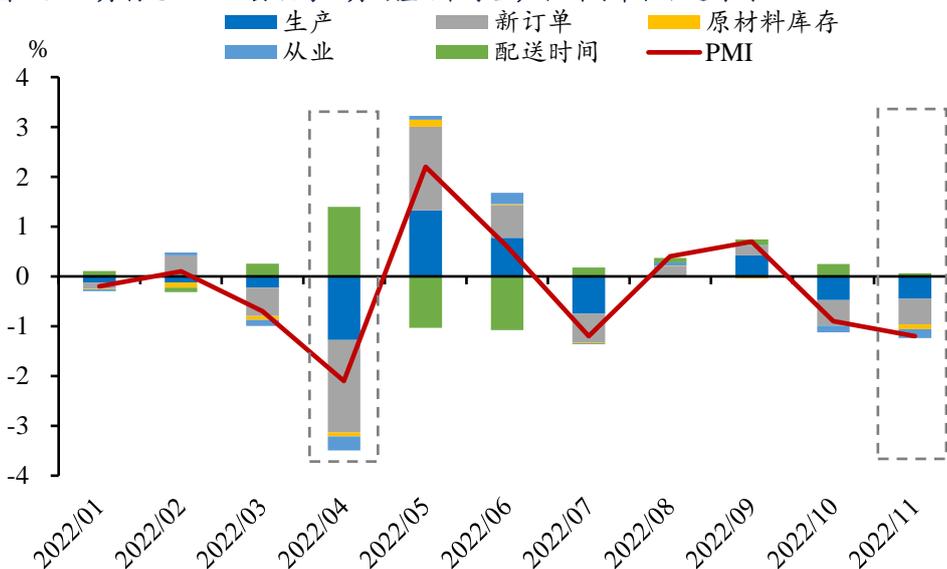
图 3：11 月制造业 PMI 分项全面走弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

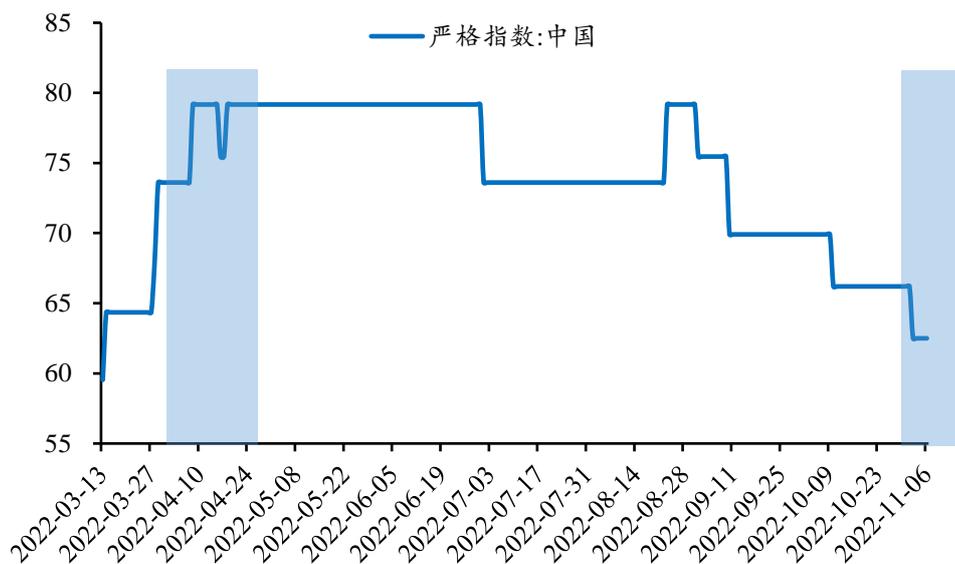
疫情更严峻，冲击力却减弱，11 月制造业 PMI 变动与 4 月的差距在于生产、新订单和配送时间贡献不同。

1) 生产和需求端受到的冲击程度不同。同受疫情影响，4 月 PMI 和 11 月一样呈现产需双弱的格局。但对比来看，4 月的制造业景气度，无论是生产端还是需求端，都比 11 月更加疲弱。4 月产业链、供应链运行受阻，人员上岗困难，大宗商品价格上涨，制造业的供给冲击、需求收缩压力加大，11 月的生产和需求也偏弱。二者冲击不同的根源或在于国内疫情严格指数不同，因此对景气度的扰动有所削弱。

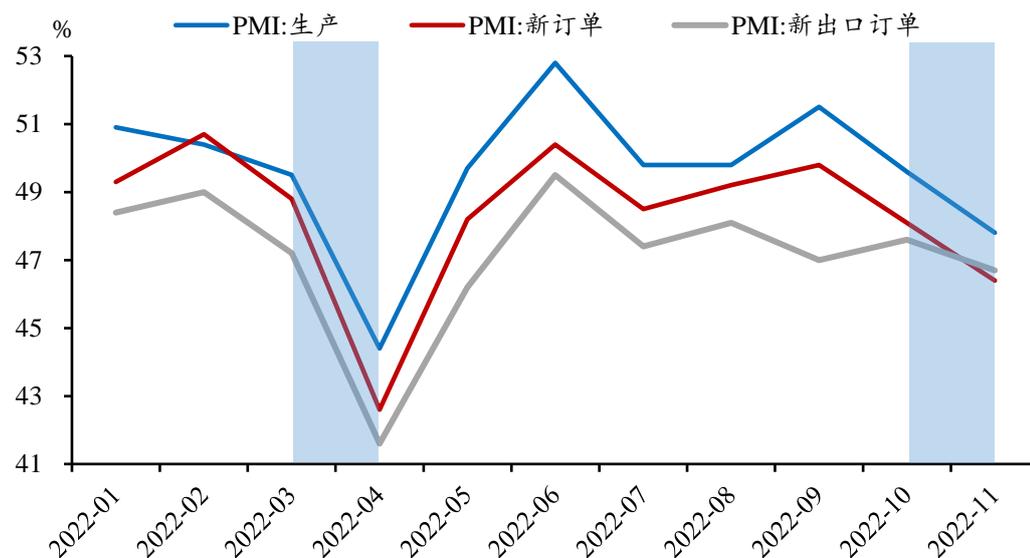
2) 物流不畅导致交付时间滞后不同，库存积累程度也不一样。11 月供货商配送时间指数下滑，主要是疫情爆发拖累了整体制造业的交付时间，但 4 月受此拖累更加明显。国内市场需求不足，再加上供应商交货时间有所滞后，企业库存被动积累，11 月的产成品库存指数上升。原材料库存指数下滑也显示出企业的市场信心受挫，备料生产的意愿下降。此外，从经济动能（新订单-产成品库存）来看，4 月和 11 月的经济动能也有着明显差异。4 月经济动能下滑到-7.7%，而 11 月的经济动能仅下滑到-1.7%。

图 4：11 月制造业 PMI 贡献与 4 月的差距在于生产、新订单和配送时间


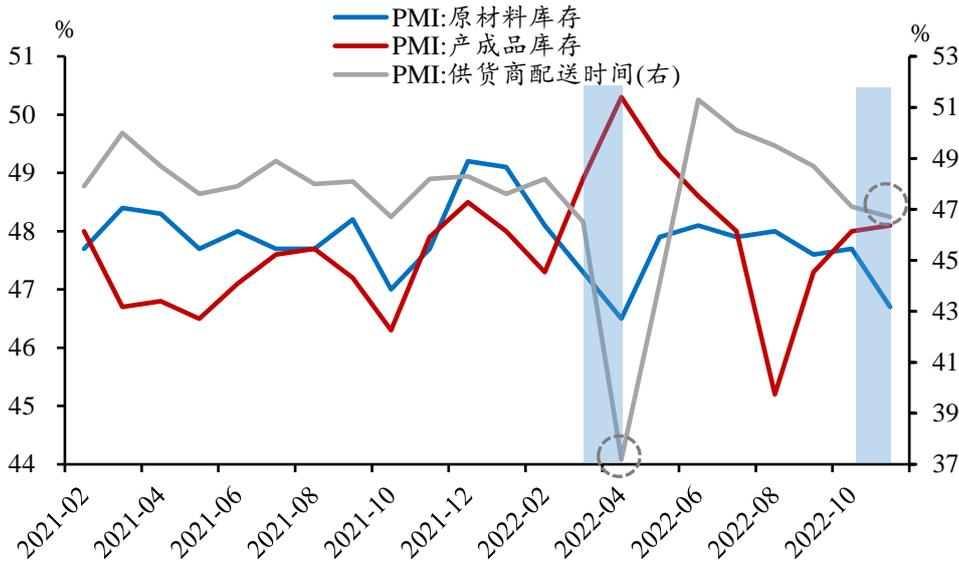
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：11 月中国防疫的严格指数有下降


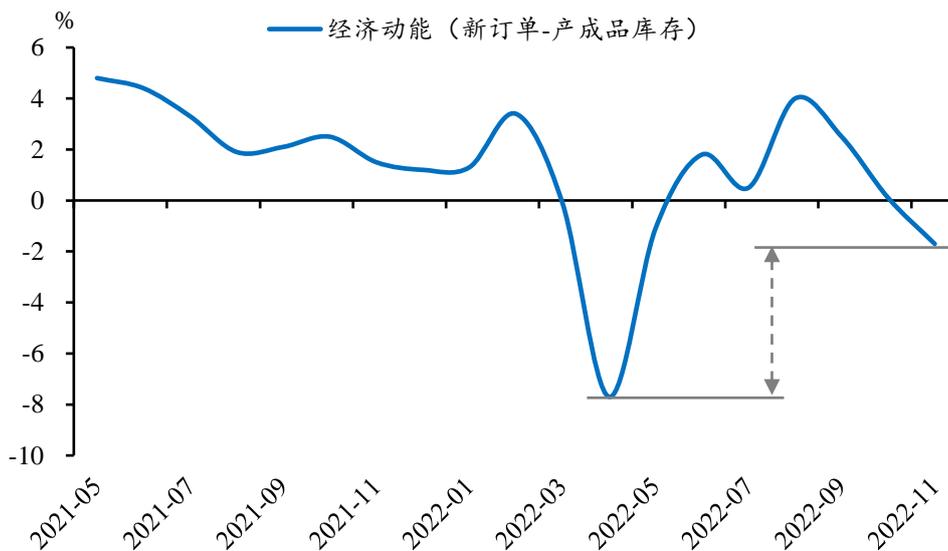
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：11 月的产需受挫小于 4 月


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：11 月的配送时间下挫不及 4 月


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：11 月的经济动能比 4 月要强


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

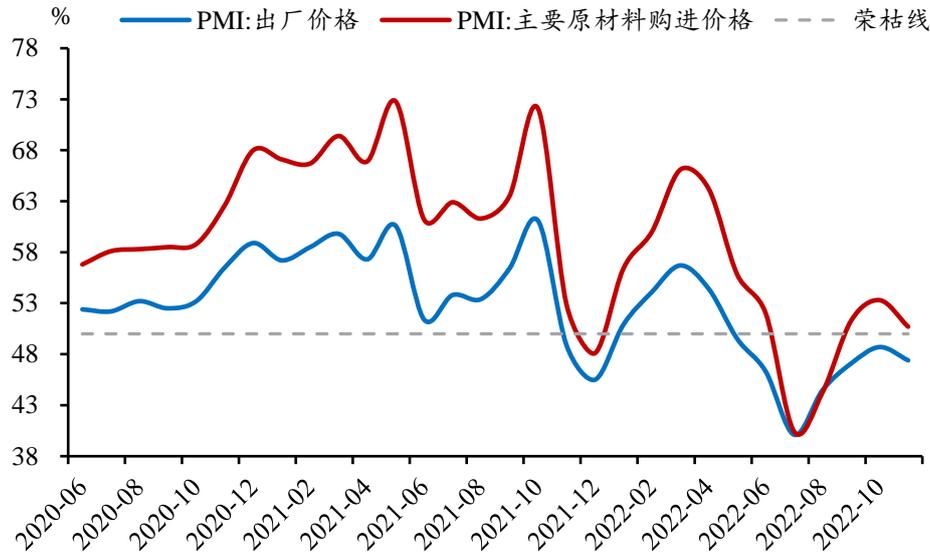
同时，11 月制造业企业的资金压力上升，短期内市场预期的波动也比较大。

一方面，企业利润空间收缩，整体资金压力加大。11 月制造业的出厂价格指数为 47.4%，比 10 月下降了 1.3 个百分点，购进价格指数为 50.7%，较 10 月下降了 2.6 个百分点。原材料购进价格扩张且出厂价格收缩，反映出企业的利润空间继续压缩。根据中国物流和采购联合会，11 月疫情期间企业销售偏紧，资金紧张的企业比重较 10 月增加 0.9 pct，整体资金压力上升。分行业来看，两个价格指数回落幅度较大的是以生产基础性原材料为主的行业，如：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。

分规模来看，大中小型企业景气度继续回落，但小企业承压更大。受到疫情多地散发的影响，不同规模企业的景气度都在收缩区间继续回落。大、中、小型企业 PMI 分别为 49.1%、48.1%和 45.6%，比上月下降 1.0、0.8 和 2.6 个百分点，均低于临界点，但相比之下小企业的压力明显更大。此外，从资金紧张和市场需求不足情况来看，

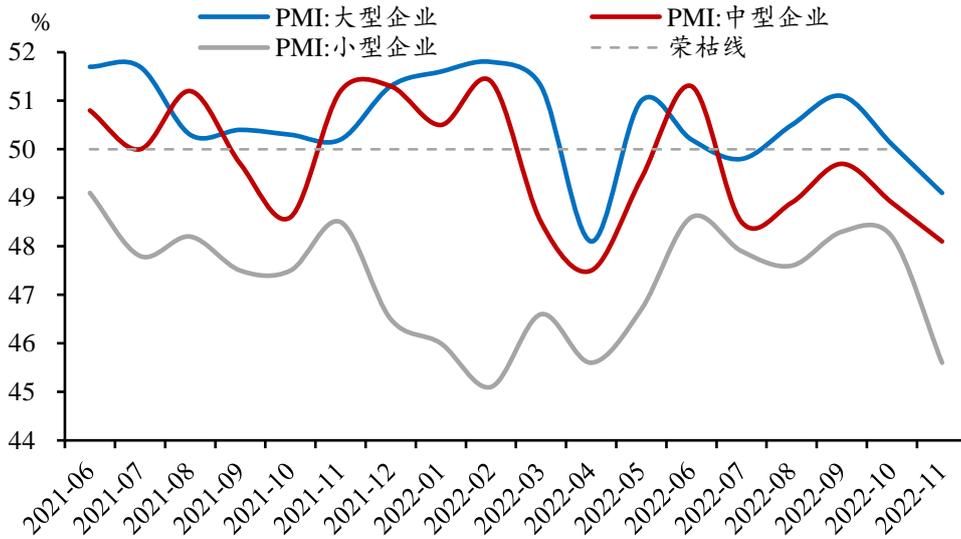
大、中、小型企业的占比均有所上升，而小型企业资金紧张和市场需求不足的占比分别为 46.0%和 58.8%，比上月上升 0.8 和 1.9 个百分点，小型企业生产经营压力加大。

图 9：11 月企业利润空间继续收缩



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：分规模看，小型企业承压明显



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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_49562



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>