

## 宏观点评

## 稳增长需再发力

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

## 研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号  
S1060122030023  
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



## 事项:

2022年11月统计局制造业PMI为48.0%，非制造业商务活动指数为46.7%。

## 平安观点:

- **第一，制造业供需继续走弱。**11月国内疫情形势更为严峻，制造业生产、需求两端均受到明显影响。不过，部分必需品行业仍保持较高景气水平。分企业规模来看，各类型企业景气程度均明显回落，尤其是小型企业制造业PMI降至今年4月水平。
- **第二，新出口订单回落，外需下行压力加重。**11月表征外需的制造业PMI新出口订单指数降至半年来最低值。结合外贸相关的高频指标来看，11月出口表现或依然偏弱。
- **第三，制造业两项价格指数出现下滑，PPI同比将进一步走低。**根据制造业PMI出厂价格指数和PPI环比的相关性，我们预计11月PPI同比在-1.6%左右。
- **第四，制造业企业市场预期大幅转弱。**11月制造业PMI生产经营活动预期指数环比下降3.7个百分点至48.9%，为2022年2月以来首次跌至荣枯线以下，市场信心明显转弱。
- **第五，服务业景气水平连续五个月下降。**疫情影响下，11月服务业PMI商务活动指数进一步走低，尤其是从业人员指数降至2020年2月以来新低，考虑到服务业在我国就业市场的重要性，“稳就业”或面临更大挑战。
- **第六，建筑业景气水平高位回落。**建筑业新订单指数已连续4个月出现下滑。其中，基建投资的推进对建筑业支撑进一步加强，这同时意味着，房地产行业整体的施工进度或并不理想，这是11月以来地产融资“三箭齐发”的主要关切所在。
- **从统计局PMI数据来看，在疫情升温的冲击下，11月制造业、服务业、建筑业景气水平均回落，经济下行压力继续加重。往后看，稳增长政策的发力点或有以下三方面：一是，稳信用继续发力，货币政策尚有进一步宽松的空间。**11月服务业PMI中，金融服务行业商务活动指数均高于57.0%，但这与实体经济的感受出现了一定背离：11月大、中、小型企业反映资金紧张的占比均有所上升，表明从宽货币到宽信用的传导途径上仍存在“堵点”。二是，**稳定总需求的相关政策需进一步加码。**11月PMI数据显示，制造业、服务业、建筑业新订单指数均出现下滑，内需出现了进一步放缓，尤其是小型企业反映市场需求不足的占比明显提升，政策对总需求的支撑需进一步加码。三是，**稳地产政策在执行层面加快落地。**11月以

来，稳地产政策进入更务实阶段，信贷、债券和股权融资“三箭齐发”，这在建筑业PMI中尚未得到体现，表明稳地产政策在施行层面需更快推进。

2022年11月中国统计局制造业PMI回落1.2个百分点至48.0%，非制造业商务活动指数回落2.0个百分点至46.7%，综合PMI产出指数回落1.9个百分点至47.1%。以下几点值得关注：

**第一，制造业供需继续走弱。**11月国内疫情形势更为严峻，制造业生产、需求两端均受到明显影响。11月统计局制造业PMI环比回落1.2个百分点至48.0%，其中生产指数、新订单指数环比分别回落1.8、1.7个百分点至47.8%、46.4%，无论是从降幅还是绝对水平来看，均弱于制造业整体水平，二者对制造业PMI形成了明显的拖累。同时，供应商配送时间指数降至46.7%，反映出物流运输不畅和上下游企业生产活动受限等因素影响之下，供应商交货时间滞后和客户订单减少等情况有所增加。不过，部分必需品行业仍保持较高景气水平，如农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药等行业PMI继续位于景气区间。

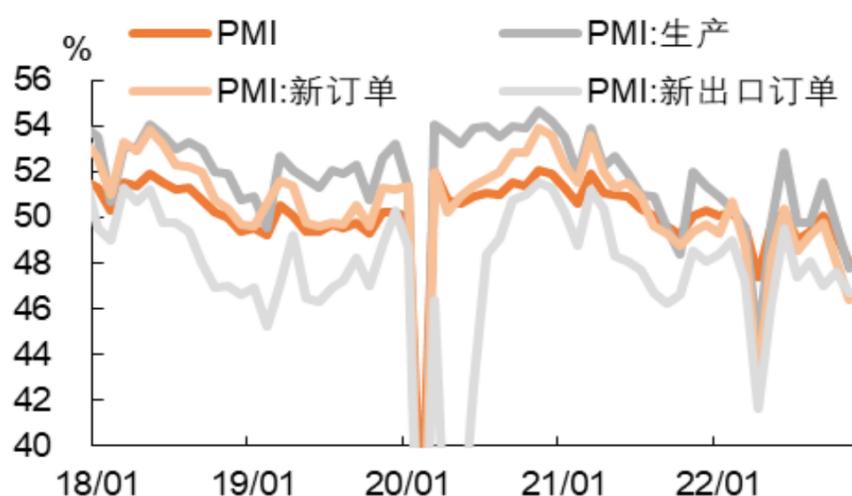
分企业规模来看，各类型企业景气程度均明显回落，尤其是小型企业制造业PMI降至今年4月水平。11月大、中型企业制造业PMI环比分别下滑1.0、0.8个百分点，至49.1%、48.1%，供需两端均明显走弱。而小型企业制造业PMI下滑尤为明显，达到2.6个百分点，11月小型企业制造业PMI为45.6%，与今年4月持平。

**第二，新出口订单回落，外需下行压力加重。**11月表征外需的制造业PMI新出口订单指数环比回落0.9个百分点至46.7%，为近半年来最低值。结合外贸相关的高频指标来看，11月出口表现或依然偏弱：一是，11月前20日韩国出口金额同比大降16.7%，降幅创2020年6月以来新低；二是，11月欧美发达地区制造业仍处于收缩区间，美国制造业PMI初值、欧元区制造业PMI分别为47.6%、47.3%；三是，作为航运市场“晴雨表”的中国出口集装箱运价指数（CCFI指数）11月环比继续下降16.0%，目前已降至2020年末水平。

**第三，制造业两项价格指数出现下滑，PPI同比将进一步走低。**11月制造业PMI两项价格指数环比再度下滑，其中出厂价格指数环比回落1.3个百分点至47.4%，仍处于收缩区间；主要原材料购进价格指数回落2.6个百分点至50.7%。从行业情况看，受市场需求走低等因素影响，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。11月PPI同比增速或进一步走低，根据制造业PMI出厂价格指数和PPI环比的相关性，我们预计11月PPI同比在-1.6%左右。

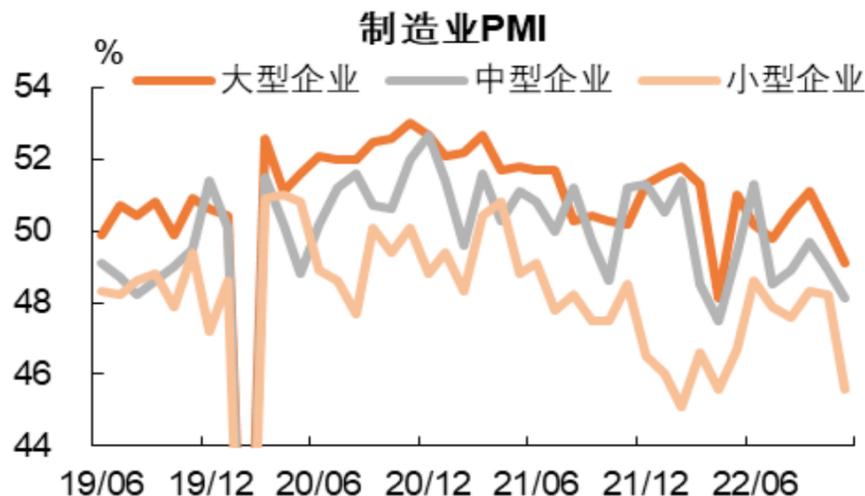
**第四，制造业企业市场预期大幅转弱。**11月制造业PMI生产经营活动预期指数环比下降3.7个百分点至48.9%，为2022年2月以来首次跌至荣枯线以下，市场信心明显转弱。从行业看，纺织、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、金属制品等行业生产经营活动预期指数均低于43.0%，企业信心不足的情况更为明显。

图表 1 11月制造业PMI供需继续走弱



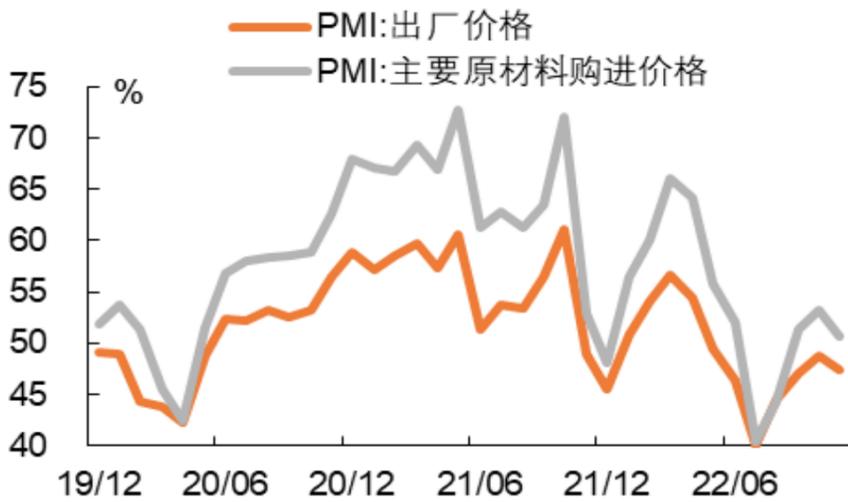
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表 2 11月大中小型企业景气程度均下滑



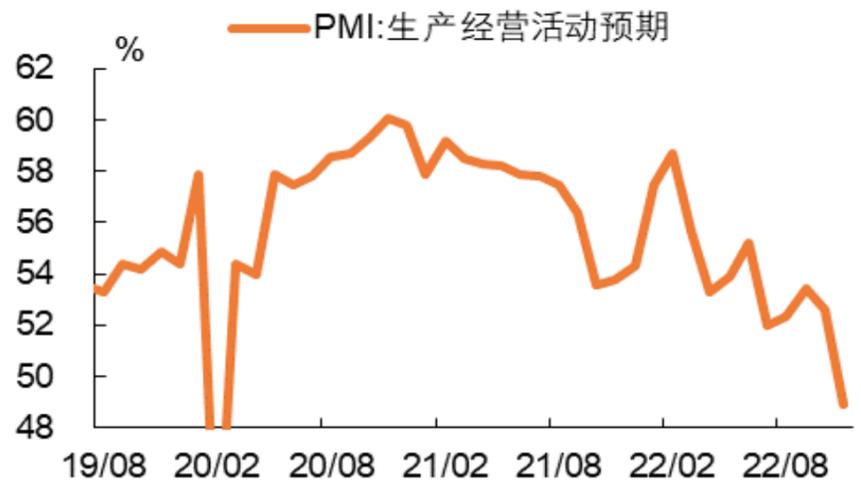
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表 3 11月制造业PMI两项价格指数出现下滑



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 4 11月制造业企业预期指数降至荣枯线以下

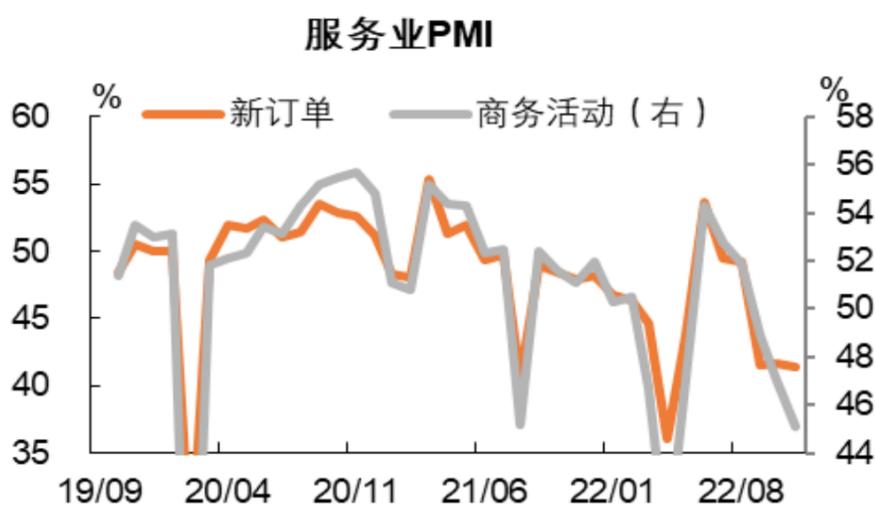


资料来源: Wind,平安证券研究所

**第五，服务业景气水平连续五个月下降。**11月国内疫情形势更加严峻，11月29日全国单日新增感染人数已超3.7万人、超过4月全国性疫情单日新增感染高点。在此背景下，11月服务业PMI商务活动指数进一步走低，环比回落1.9个百分点至45.1%。其他分项指数中，除销售价格指数小幅回升外，新订单、业务活动预期、从业人员等指数均出现了不同程度的下滑，尤其是从业人员指数降至2020年2月以来新低，考虑到服务业在我国就业市场的重要性，“稳就业”或面临更大挑战。分行业来看，多数服务业行业均位于收缩区间，国家统计局公布的数据显示，在调查的21个行业中，有15个位于收缩区间，其中道路运输、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甚至低于38.0%。

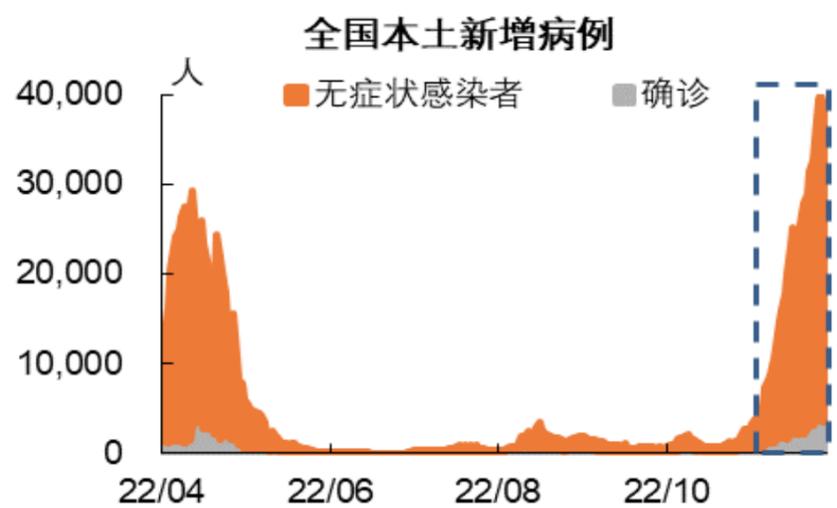
**第六，建筑业景气水平高位回落。**11月建筑业商务活动指数为55.4%，虽较上月环比下滑2.8个百分点，但仍处于较高景气水平。不过，本月建筑业新订单指数环比下降2.0个百分点至46.9%，建筑业需求已连续4个月出现下滑。而建筑业企业信心总体保持乐观，11月建筑业企业业务活动预期指数为59.6%。其中，基建投资的推进对建筑业整体支撑进一步加强，11月与基建相关的土木工程建筑业商务活动指数逆势上行1.5个百分点至62.3%。但从另一个角度来说，基建的逆势上行也意味着，房地产行业整体的施工进度或并不理想，“保交楼”政策仍需进一步发力。

图表 5 11月服务业景气水平继续下滑



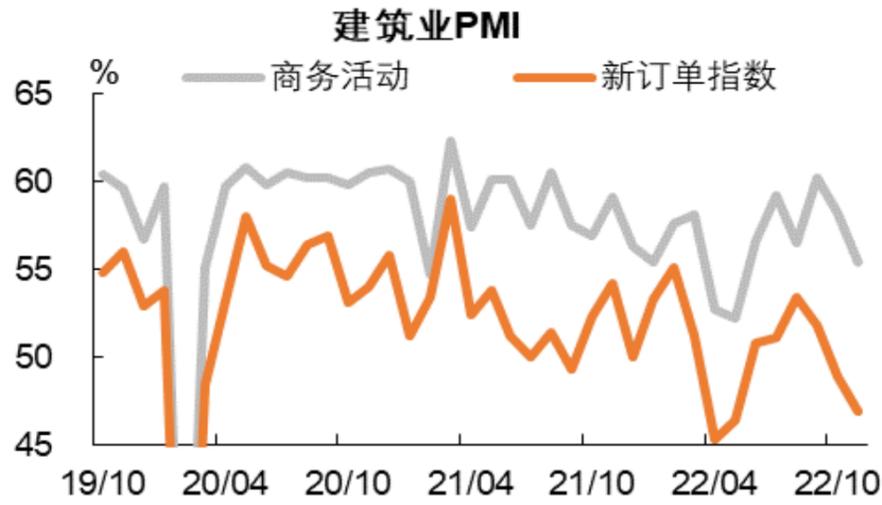
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 6 近期国内新增感染人数已超过今年4月



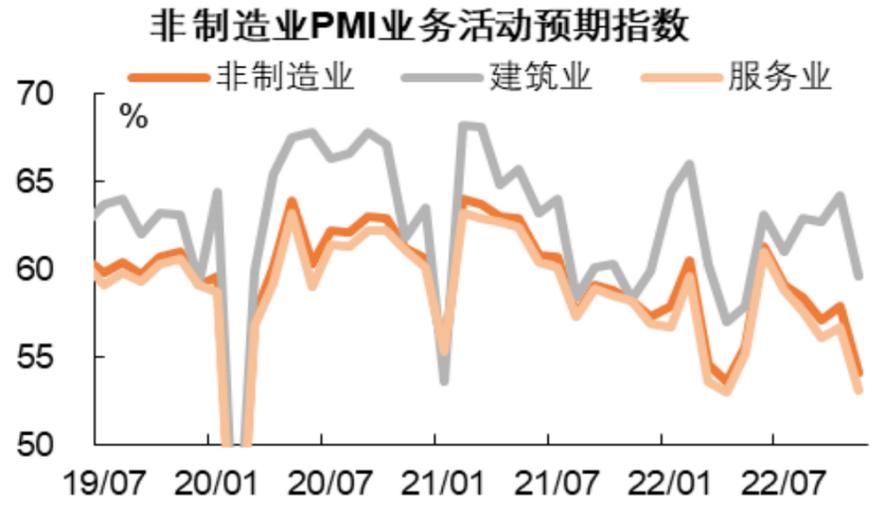
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 7 11月建筑业景气水平高位回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 8 11月建筑业企业总体较为乐观



资料来源: Wind,平安证券研究所

总之，从国家统计局PMI数据来看，在疫情升温的冲击下，11月制造业、服务业、建筑业景气水平均回落，经济下行压力继续加重。往后看，稳增长政策的发力点或有以下三方面：一是，**稳信用继续发力**，货币政策尚有进一步宽松的空间。近期货币政策宽松趋势不改，11月25日，央行公告自12月5日起降准0.25个百分点。11月服务业PMI中，货币金融服务、保险等金融服务行业商务活动指数均高于57.0%，业务总量较快增长，但这与实体经济的感受出现了一定背离：国家统计局的调查显示，11月大、中、小型企业反映资金紧张的占比均有所上升，表明从宽货币到宽信用的传导途径上仍存在“堵点”。二是，**稳定总需求的相关政策需进一步加码**。近两个月以来，外需回落之下我国出口同比增速转负，内循环对中国经济的重要性更加凸显。但11月PMI数据显示，制造业、服务业、建筑业新订单指数均出现下滑，内需出现了进一步放缓，尤其是小型企业反映市场需求不足的占比环比提升1.9个百分点至58.8%，政策对总需求的支撑需进一步加码。三是，**稳地产政策在执行层面加快落地**。11月以来，稳地产政策进入更务实阶段，信贷、债券和股权融资“三箭齐发”，这在建筑业PMI中尚未得到体现，表明稳地产政策在实行层面需更快推进。

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

## 平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033