

2022年11月30日

警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2022年11月官方制造业PMI 48.0%，前值49.2%，预期49.0%；11月官方非制造业PMI 46.7%，前值48.7%。中国企业经营状况指数(BCI)为43.4%，前值42.5%。

● 制造业：全线回落，呈供需双缩、内外需双弱、产品去库、原材料成本稳定

(1) **疫情快速扩散，11月制造业景气度全线回落，供需双缩且内外需双弱。**我们曾指出“三季度以来，相对于表观疫情（新增确诊+无症状），疫情封控强度对经济的扰动正在加大”，此后11月5日首提对层层加码“依法依规严肃问责”、20条疫情防控优化措施以及近期央地大力整治层层加码。10月生产回落受封控强度影响较大、11月则是表观疫情快速扩散而生产走弱。出口方面，欧美年末消费弱于往期叠加高基数制约，预计11月出口为小幅正增。

(2) **产成品整体去库，中游部分补库。**PMI原材料库存、产成品库存分别为46.7%、48.1%，较前值变动了-1.0和0.1个百分点。从工业企业利润数据来看，11月上游、中游、下游去库比例分别为68.8%、66.7%、50.0%，下游去化进度偏慢，考虑到本轮疫情的扰动，我们预计工业企业“主动去库存”阶段的收束时点可能为明年二季度。

(3) **原材料指数下行，PPI同比维持通缩。**11月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为50.7%、47.4%，较前值分别下行了2.6、1.3个百分点。结合高频数据来看，预计11月PPI环比可能在0-0.1%左右，同比稳定在-1.3%左右。此外，PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为-3.3%（前值-4.6%），利润传导继续加强。

(4) **各类型企业全线走弱。**本轮疫情对小微企业生产经营的冲击时长预计较二季度更久。

● 非制造业：疫情加速蔓延冲击服务业，建筑业景气和开工高位小幅回落

(1) **服务业：消费大省疫情加速扩散，冲击服务业景气度。**11月非制造业PMI商务活动指数较前值下行2个百分点至46.7%，其中服务业PMI降至45.1%。调整后，11月服务业PMI新订单和业务活动双弱，尤其是道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等接触性聚集性行业。受益于“双十一”促销活动、信贷政策稳步发力支持实体经济，邮政、货币金融服务、保险等行业景气向好。

(2) **建筑业：11月建筑业PMI为55.4%、仍在扩张区间，其中新订单指数和建筑业业务活动预期指数分别为46.9%、59.6%，两者分化可能表明Q3专项债和政策性金融工具完成投放后，建筑业新订单减少但在手订单持续形成实物工作量。**整体来看，年内稳增长仍靠基建端发力。开工端，11月末水泥开工向下；交通道路沥青下滑而建筑沥青见底回升；此外，10月挖掘机销量同比8.1%，挖掘机开工小时数同比-6.1%，综合来看11月基建累计同比大概率向上但斜率将收窄。

● 3、警惕短期疫后消费弱修复

工业生产仍有低基数托底，PMI数据指向11月经济将延续“工业生产好于服务生产、基建向上、社零走弱”，其中基建斜率进一步收窄。值得一提的是从6月以来我们持续看好汽车，目前汽车景气度可能已来到一个比较高的水平。与10月相比，层层加码（过度防疫）的扰动逐步消除，但表观疫情有所扩散，两者对消费的冲击力度换位但持续演绎，本轮疫情收束时点存在不确定性。短期看，若小幅稳步优化则消费弹性如何？考虑到不同国家/地区疫情反弹节奏不同，我们以（当季私人消费/2019年同期私人消费-100%）作为指标，亚洲多个国家/地区取消动态清零政策后，T+1季度私人消费走势出现分化，T+2、T+3季度均有改善但修复斜率并不陡峭。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

目 录

1、 制造业：全线回落，呈“供需双缩、内外需均弱、产品去库、原材料成本稳定”等特征.....	3
2、 非制造业：疫情快速蔓延冲击服务业，建筑业景气和开工端高位小幅回落，11月基建斜率收窄	4
3、 警惕短期疫后消费弱修复	6
风险提示	7

图表目录

图 1： 11月制造业 PMI 全线回落	3
图 2： 11月 PTA 开工回落	4
图 3： 11月以来汽车开工率快速修复.....	4
图 4： 服务业景气持续下行	5
图 5： 建筑业仍在扩张区间、多个分项回落.....	5
图 6： 水泥开工小幅回落	6
图 7： 挖机销量改善、开工下滑	6
图 8： 石油沥青开工下行较快	6
图 9： 重交沥青微跌、建筑沥青探底	6
图 10： 取消动态清零政策后，亚洲地区私人消费改善但斜率并不陡峭.....	7

2022年11月官方制造业PMI 48.0%，前值49.2%，预期49.0%；11月官方非制造业PMI 46.7%，前值48.7%。中国企业经营状况指数(BCI)为43.4%，前值42.5%。

1、制造业：全线回落，呈“供需双缩、内外需均弱、产品去库、原材料成本稳定”等特征

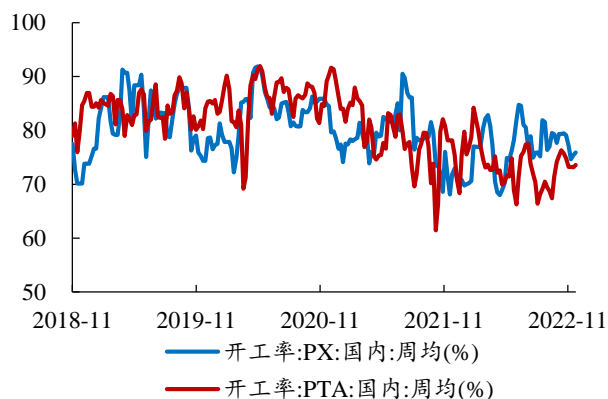
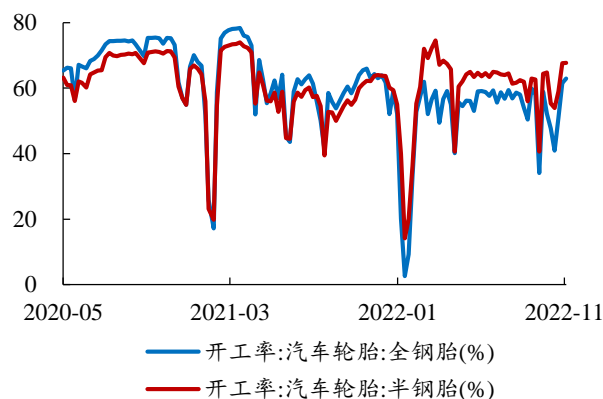
(1)疫情快速扩散，11月制造业景气度全线回落，供需双缩且内外需双弱。11月制造业PMI为48.0%，较前值下滑了1.2个百分点；供给端看，PMI生产为47.8%，较前值下行1.8个百分点，连续2个月快速回落；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别减少了-1.7、-0.9、-0.8个百分点至46.4%、46.7%、47.1%，PMI出口订单回落或系欧美受制于高通胀和低经济预期，年末消费弱于往年。Statista数据显示，英国约四成消费者预计削减“黑色星期五”和圣诞节消费，法国、西班牙、意大利该比例为三成。

图1：11月制造业PMI全线回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

生产方面，高频数据显示11月生产延续10月回落态势。我们曾指出“三季度以来，相对于表观疫情(新增确诊+无症状)，疫情封控强度对经济的扰动正在加大”，此后11月5日首提对层层加码“依法依规严肃问责”、20条疫情防控优化措施以及近期央地大力整治层层加码。换句话说，10月生产回落受封控强度影响较大、11月则是表观疫情快速扩散而生产走弱。具体来看，11月PTA开工率为70.2%、较前值回落3.2个百分点；截止11月24日，汽车全钢胎和半钢胎开工率强势回升，达到全年高点的62.9%、67.7%；11月秦皇岛港煤炭小幅累库；11月螺纹钢周均产量稍低于上月；11月水泥价格微跌，结束了持续3个月的回升。

图2：11月PTA开工回落

图3：11月以来汽车开工率快速修复


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

出口方面，欧美年末消费弱于往期叠加高基数制约，预计11月出口为小幅正增。高频数据方面，波罗的海干散货指数(BDI)环比回落0.1%；中国出口集装箱运价指数(CCFI)环比下跌0.2%，连续5个月下行。截至11月20日我国八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比为5.2%，三季度以来该指标与出口增速的拟合度显著提高，但去年同期高基数制约下（2021年11月出口同比两年复合增速为21%、前值为19%），预计11月中国出口修复有限，但好于10月、重回正增长区间。

(2)产成品整体去库，中游部分补库。PMI原材料库存、产成品库存分别为46.7%、48.1%，较前值变动了-1.0和0.1个百分点，指向企业原材料和产成品均在去库，但产成品去库弱于10月。从工业企业利润数据来看，11月上游、中游、下游去库比例分别为68.8%、66.7%、50.0%，下游去化进度偏慢，考虑到本轮疫情的扰动，我们预计工业企业“主动去库存”阶段的收束时点可能为明年二季度。

(3)原材料指数下行，PPI同比维持通缩。11月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为50.7%、47.4%，较前值分别下行2.6、1.3个百分点。结合高频数据来看，截至11月18日的生产资料价格指数环比回落0.14%，11月南华工业品指数和CRB工业原料现货指数分别环比回升1%和0.5%，综合来看，预计11月PPI环比可能在0-0.1%左右，同比稳定在-1.3%左右。此外，PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为-3.3%（前值-4.6%），负缺口缩窄，指向制造业利润在总量上仍承压，但利润传导继续加强。

(4)各类型企业全线走弱。10月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别下滑了1.0、0.8和2.6个百分点至49.1%、48.1%和45.6%。11月中国企业经营状况指数(BCI)为43.4%，销售前瞻指数连续2个月处于荣枯线下，本轮疫情对小微企业生产经营的冲击时长预计较二季度更久。

2、非制造业：疫情快速蔓延冲击服务业，建筑业景气和开工端高位小幅回落，11月基建斜率收窄

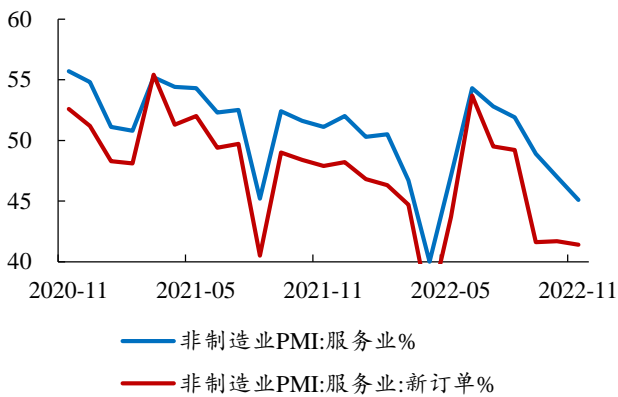
(1)服务业：消费大省疫情加速扩散，冲击服务业景气度。11月非制造业PMI

商务活动指数较前值下行了 2.0 个百分点至 46.7%，其中服务业 PMI 降至 45.1%。表征需求的 PMI 服务业新订单指数为 41.4%，表征预期的服务业业务活动预期指数为 53.1%、低于我们定义的“实际荣枯线”。服务业业务活动预期指数自 2012 年以来仅有一次低于 50% (2020 年 2 月)，2022 年疫情期间最低为 53.0%，历年均值为 59.5%，且统计局在解读该指标时常常会提到“60.0% 高景气区间”，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为 60%。调整后，11 月服务业 PMI 新订单和业务活动双弱，尤其是道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等接触性聚集性行业。受益于“双十一”促销活动、信贷政策稳步发力支持实体经济，邮政、货币金融服务、保险等少数行业景气向好。

(2) 建筑业：11 月建筑业 PMI 为 55.4%，较前值下行了 2.8 个百分点但仍在扩张区间，其中新订单指数和建筑业业务活动预期指数分别为 46.9%、59.6%，两者分化可能表明 Q3 专项债和政策性金融工具完成投放后，建筑业新订单减少但在手订单持续形成实物工作量。整体来看，年内稳增长仍靠基建端发力。

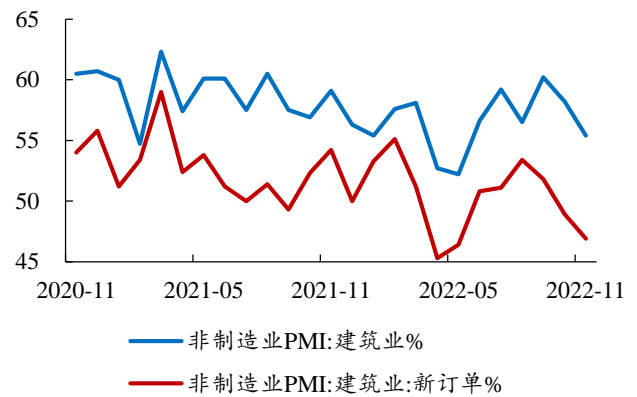
开工端，11 月末水泥磨机运转率为 42.5%、自 9 月达到全年高位后持续回落，水泥发运率下滑至 45.4%，指向水泥作业的赶工回补(高温限电限产)不具备持续性；石油沥青装置开工率 38.2%、较 10 月末下降了 4.5 个百分点，交通道路沥青下滑而建筑沥青见底回升，或表明地产施工在改善。此外，10 月挖掘机销量同比为 8.1%，挖掘机开工小时数同比为 -6.1%，综合来看 11 月基建累计同比大概率向上但斜率将收窄。

图4：服务业景气持续下行

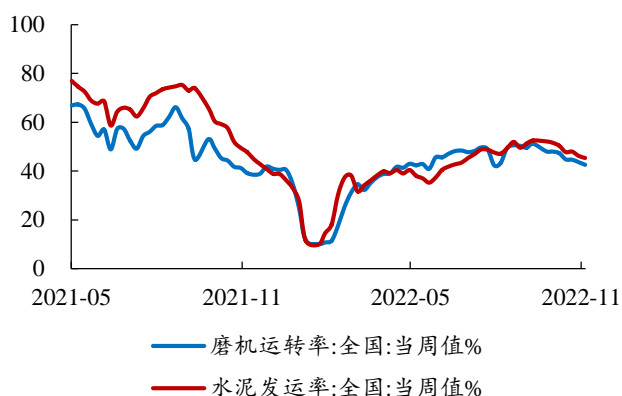


数据来源：Wind、开源证券研究所

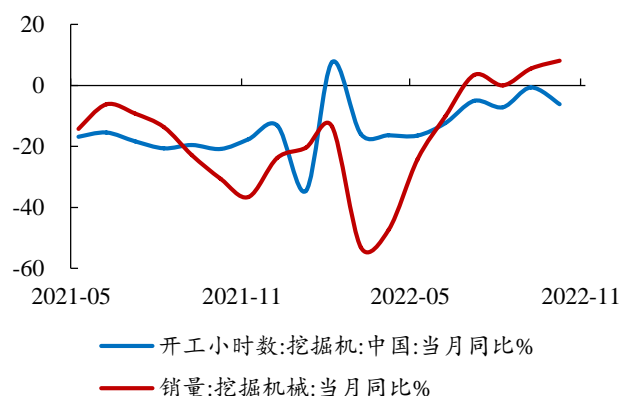
图5：建筑业仍在扩张区间、多个分项回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：水泥开工小幅回落


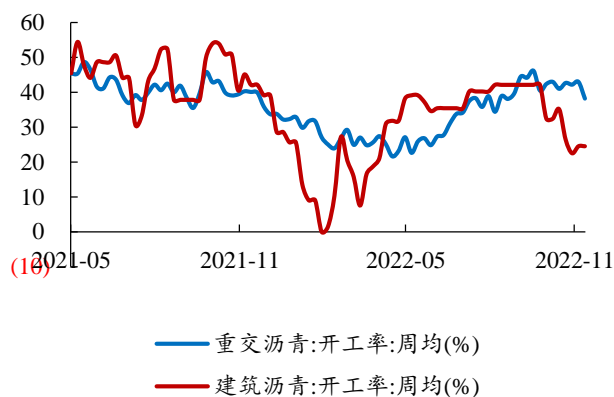
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：挖机销量改善、开工下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：石油沥青开工下行较快


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：重交沥青微跌、建筑沥青探底


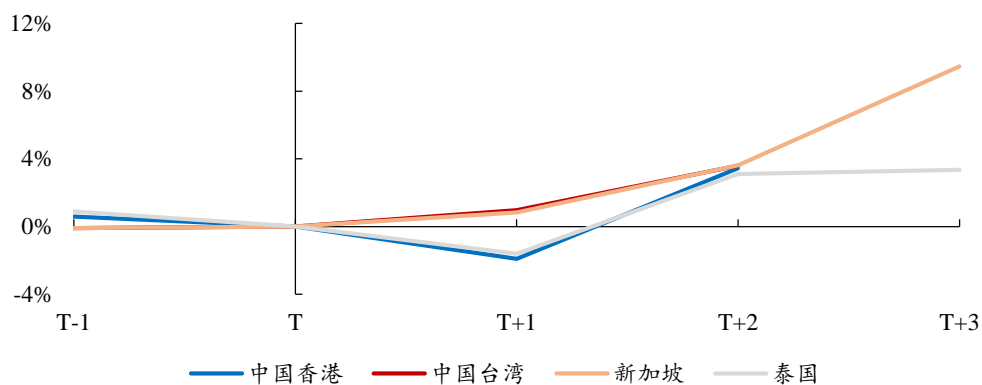
数据来源：钢联数据、开源证券研究所

3、警惕短期疫后消费弱修复

工业生产仍有低基数托底，PMI 数据指向 11 月经济将延续“工业生产好于服务生产、基建向上、社零走弱”，其中基建斜率进一步收窄。值得一提的是从 6 月以来我们持续看好汽车，目前汽车景气度可能已来到一个比较高的水平，从本月大力补库、开工达到全年高点、利润增速年内首次正增可见一斑。

与 10 月相比，层层加码（过度防疫）的扰动逐步消除，但表观疫情有所扩散，两者对消费的冲击力度换位但持续演绎，本轮疫情收束时点存在不确定性。短期看，若小幅稳步优化则消费弹性如何？考虑到不同国家/地区疫情反弹节奏不同，我们以（当季私人消费/2019 年同期私人消费-100%）作为指标，亚洲多个国家/地区取消动态清零政策后，T+1 季度私人消费走势出现分化，T+2、T+3 季度均有改善但修复斜率并不陡峭。

图10: 取消动态清零政策后, 亚洲地区私人消费改善但斜率并不陡峭



数据来源: Wind、开源证券研究所

风险提示

政策变化超预期; 疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn