

疫情反复，4月重现？

事件：

11月30日，国家统计局公布11月PMI指数，制造业PMI指数录得48%、较上月回落1.2个百分点。

点评：

■ 随着疫情反复、需求走弱影响加快显现，制造业PMI不排除继续回落的可能。制造业PMI继续回落，疫情反复、需求走弱的影响加快显现。11月，制造业PMI录得48%、低于市场平均预期的49%，连续2个月回落、由9月的50.1%回落2.1个百分点至11月的48%，节奏上有些类似今年2月至4月、幅度暂略小于当时的2.8个百分点，但多地疫情扩散、不排除继续对PMI形成扰动。

主要分项普遍回落，供需双弱、产成品库存累积。11月，生产回落1.8个百分点至47.8%，新订单回落1.7个百分点至46.4%，新出口订单回落0.9个百分点至46.7%、创近半年新低，或缘于外需走弱和疫情对生产等影响；采购量和原材料库存双双回落、分别回落2.2和1个百分点，而产成品库存连续3个月累积。

不同企业景气均回落，小型企业回落更明显。11月，大型和中型企业PMI分别回落1和0.8个百分点至49.1%和48.1%，小型企业大幅回落2.6个百分点至45.6%；主要分项来看，小型企业生产、新订单和生产经营活动预期等指标回落幅度均大于大中型企业，或指向小型企业受需求走弱和疫情反复等的影响更大。

■ 服务业和建筑业拖累下，非制造业PMI继续回落，加大经济“二次探底”风险。非制造业PMI继续回落，服务业PMI连续5个月下滑。11月，非制造业PMI较上月回落2个百分点至46.7%、连续3个月降幅在2个百分点左右，其中服务业PMI连续下滑5个月、11月较10月下降1.9个百分点45.1%，服务业新订单只有41.4%、仅次于今年4月值，活动预期明显恶化、较上月回落3.6个百分点。

建筑业PMI和新订单均大幅回落，或缘于疫情反复和地产等拖累。11月，建筑业PMI较上月回落2.8个百分点至55.4%，其中建筑业新订单连续3个月回落、11月只有46.9%，建筑业活动预期也明显回落、11月较10月回落4.6个百分点，而土木工程建筑活动较上月提升1.5个百分点，指向稳增长落地仍有支撑。

重申观点：疫情反复、出口加速下滑等，加大经济阶段性“二次探底”风险。展望明年，国内回归之年、经济可以乐观些，宏观主线转向内需增长为主，驱动包括稳增长续力带来的基建和制造业投资强劲、疫后修复及地产企稳等（详情参见《重估中国：站在历史轮回的新起点》、《黎明前的“黑暗”》）。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、制造业 PMI 继续回落，产、需全面走弱	3
2、服务业和建筑业拖累下，非制造业 PMI 继续回落	4

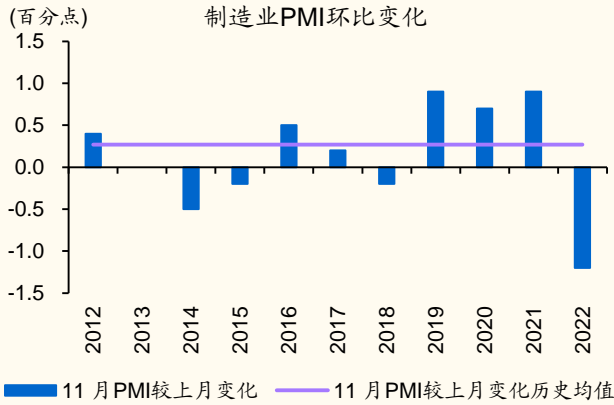
图表目录

图表 1: 11月，制造业 PMI 大幅回落	3
图表 2: 10月，PMI 多数分项均回落	3
图表 3: 11月，PMI 多数指标均回落	3
图表 4: 11月，PMI 新出口订单大幅回落，拖累新订单	3
图表 5: 11月，小型企业 PMI 回落幅度更大	4
图表 6: 11月，小型企业 PMI 产、需回落幅度更大	4
图表 7: 11月，非制造业 PMI 继续回落	4
图表 8: 11月，服务业活动预期明显回落、新订单低迷	4
图表 9: 11月，建筑业 PMI、活动预期等均回落	5
图表 10: 11月沥青开工率有所回升，指向稳增长落地	5

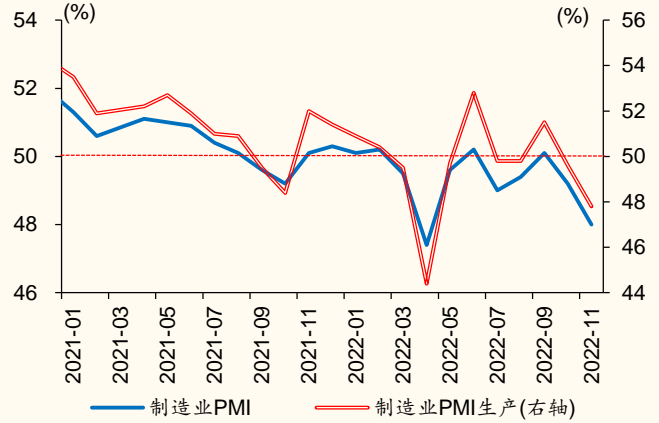
1、制造业 PMI 继续回落，产、需全面走弱

制造业 PMI 继续回落，疫情反复、需求走弱的影响加快显现。11月，制造业 PMI 录得 48%、低于市场预期预期的 49%，连续 2 个月回落、由 9 月的 50.1% 回落 2.1 个百分点至 11 月的 48%，节奏上有些类似今年 2 月至 4 月、幅度暂小于当时的 2.8 个百分点，但多地疫情扩散、不排除继续对 PMI 形成扰动。

图表 1：11 月，制造业 PMI 大幅回落



图表 2：10 月，PMI 多数分项均回落

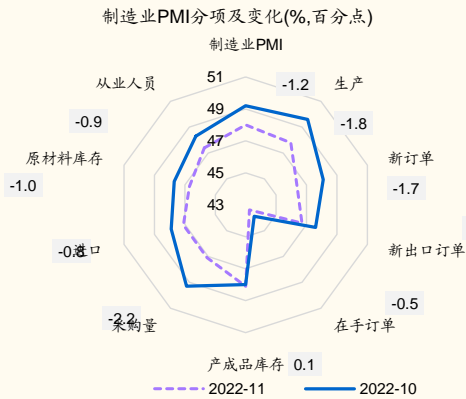


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

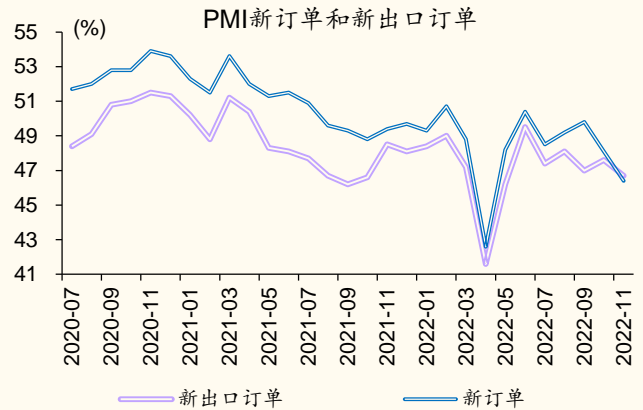
主要分项普遍回落，产需双弱、产成品库存累积。11 月，生产回落 1.8 个百分点至 47.8%，新订单回落 1.7 个百分点至 46.4%，新出口订单回落 0.9 个百分点至 46.7%、创近半年新低，或缘于外需走弱和疫情对生产等影响；采购量和原材料库存双双回落、分别回落 2.2 和 1 个百分点，而产成品库存连续 3 个月累积。

图表 3：11 月，PMI 多数指标均回落



来源：Wind、国金证券研究所

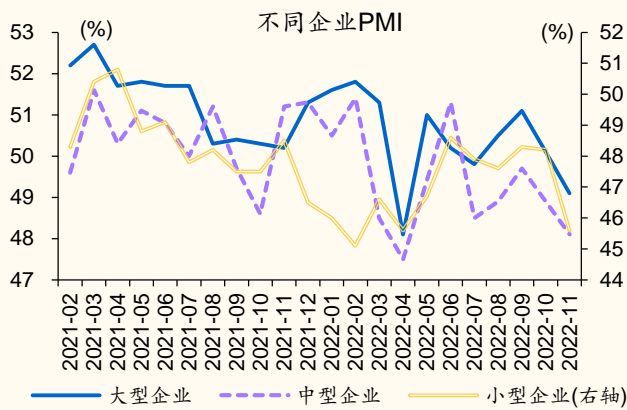
图表 4：11 月，PMI 新出口订单大幅回落，拖累新订单



来源：Wind、国金证券研究所

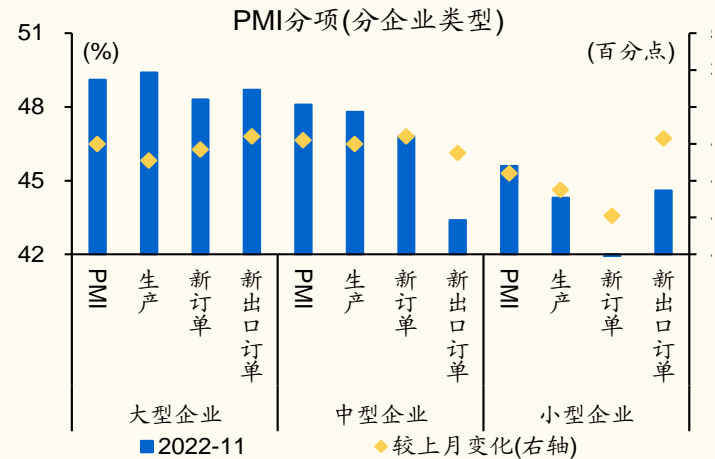
不同企业景气均回落，小型企业回落更明显。11 月，大型和中型企业 PMI 分别回落 1 和 0.8 个百分点至 49.1% 和 48.1%，小型企业大幅回落 2.6 个百分点至 45.6%；主要分项来看，小型企业生产、新订单和生产经营活动预期等指标回落幅度均大于大中型企业，或指向小型企业受需求走弱和疫情反复等的影响更大。

图表 5: 11月, 小型企业PMI回落幅度更大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 11月, 小型企业PMI产、需回落幅度更大

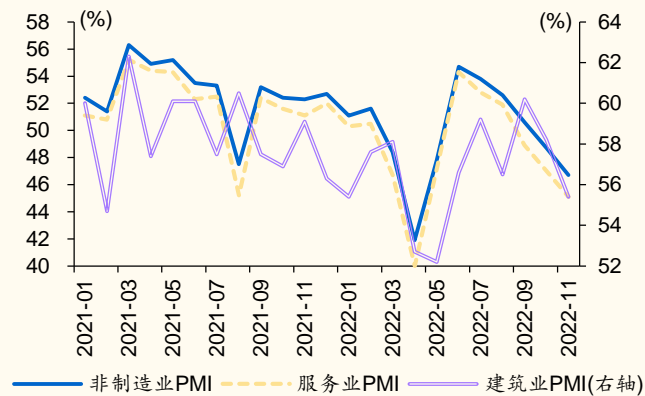


来源: Wind、国金证券研究所

2、服务业和建筑业拖累下, 非制造业PMI继续回落

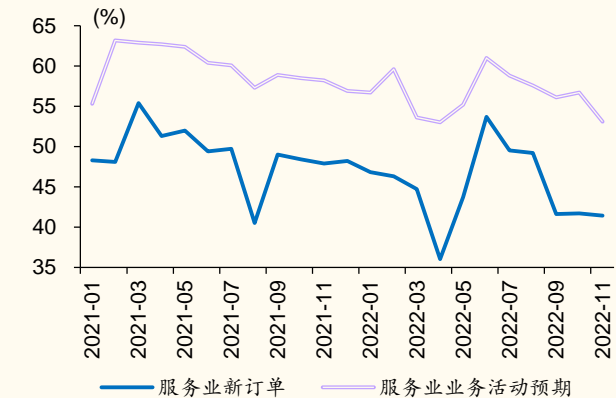
非制造业PMI继续回落, 服务业PMI连续5个月下滑。11月, 非制造业PMI较上月回落2个百分点至46.7%、连续3个月降幅在2个百分点左右, 其中服务业PMI连续下滑5个月、11月较10月下降1.9个百分点至45.1%, 服务业新订单只有41.4%、仅次于今年4月值, 活动预期明显恶化、较上月回落3.6个百分点。

图表 7: 11月, 非制造业PMI继续回落



来源: Wind、国金证券研究所

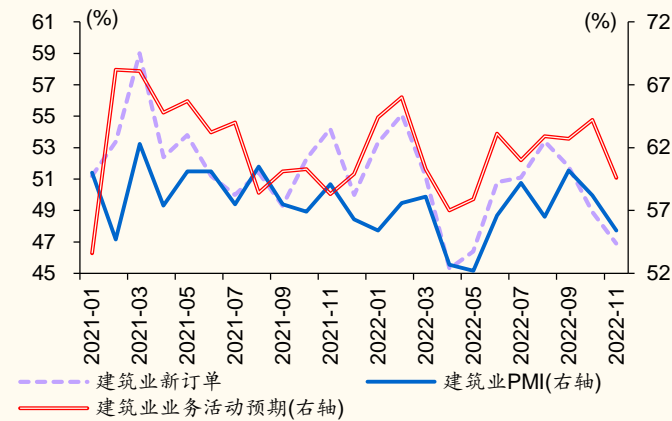
图表 8: 11月, 服务业活动预期明显回落、新订单低迷



来源: Wind、国金证券研究所

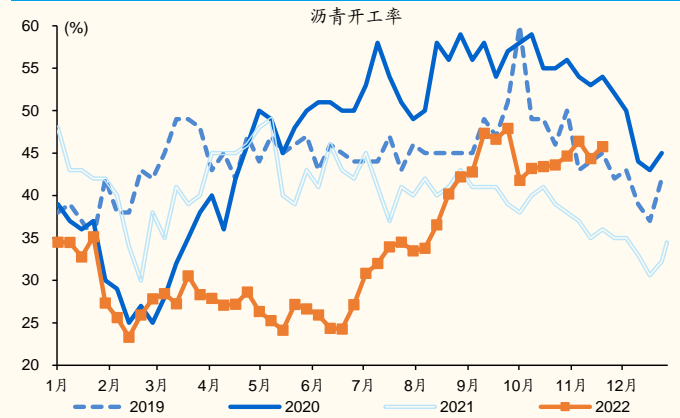
建筑业PMI和新订单均大幅回落, 或缘于疫情反复和地产等拖累。11月, 建筑业PMI较上月回落2.8个百分点至55.4%, 其中建筑业新订单连续3个月回落、11月只有46.9%, 建筑业活动预期也明显回落、11月较10月回落4.6个百分点, 而土木工程建筑活动较上月提升1.5个百分点, 指向稳增长落地仍有支撑。

图表 9：11月，建筑业PMI、活动预期等均回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：11月沥青开工率有所回升，指向稳增长落地



来源：Wind、国金证券研究所

重申观点：疫情反复、出口加速下滑等，加大经济阶段性“二次探底”风险。展望明年，国内回归之年、经济可以乐观些，宏观主线转向内需增长为主，驱动包括稳增长续力带来的基建和制造业投资强劲、疫后修复及地产企稳等（详情参见《重估中国：站在历史轮回的新起点》、《黎明前的“黑暗”》）。

风险提示：

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复等，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。疫情反复对线下活动，尤其是消费和服务业的抑制加大。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402