

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

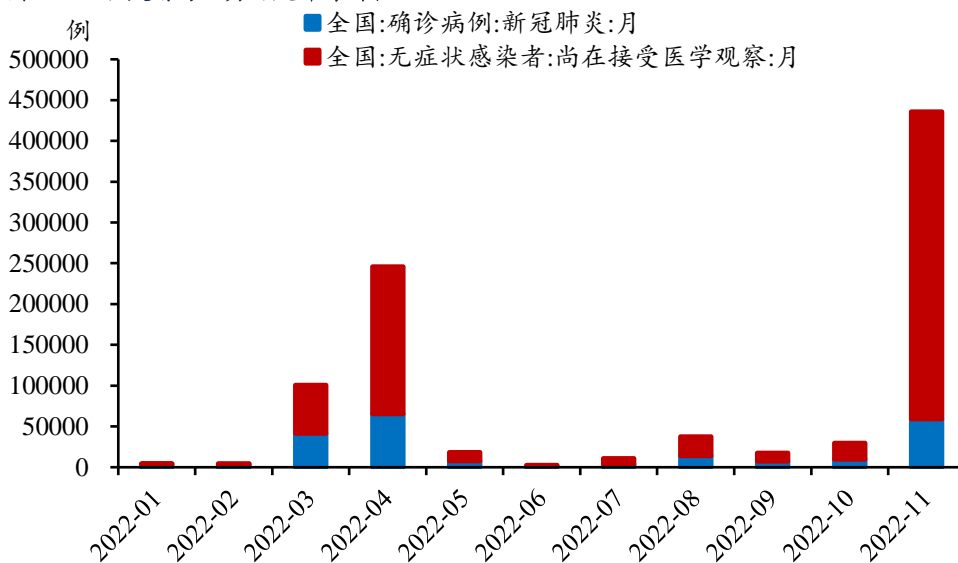
一、疫情对制造业景气度的扰动边际削弱

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。

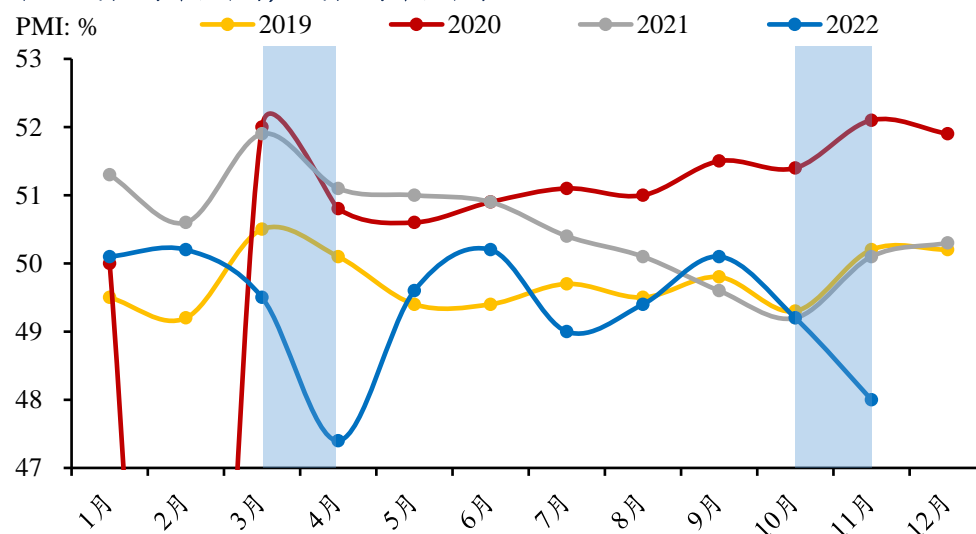
2) 从制造业冲击上看，制造业景气度所受冲击小于4月。受疫情多发影响，11月PMI逆季节性下降，由10月的49.2%下滑至48.0%，减少了1.2pct。再看同受疫情扰动的4月PMI，由3月的49.5%下滑至47.4%，减少了2.1pct。整体来看，11月受到的冲击程度比4月要小。

图 1：这轮疫情与4月份反弹有所相似

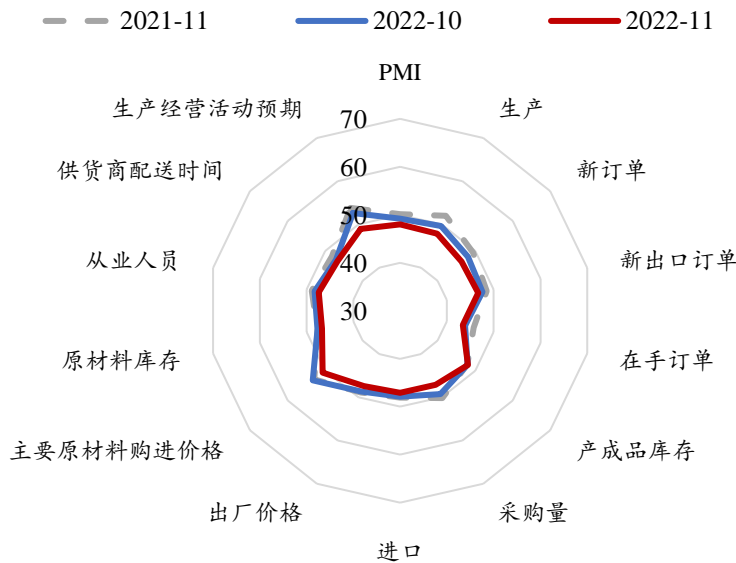


资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 数据截至11.29

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

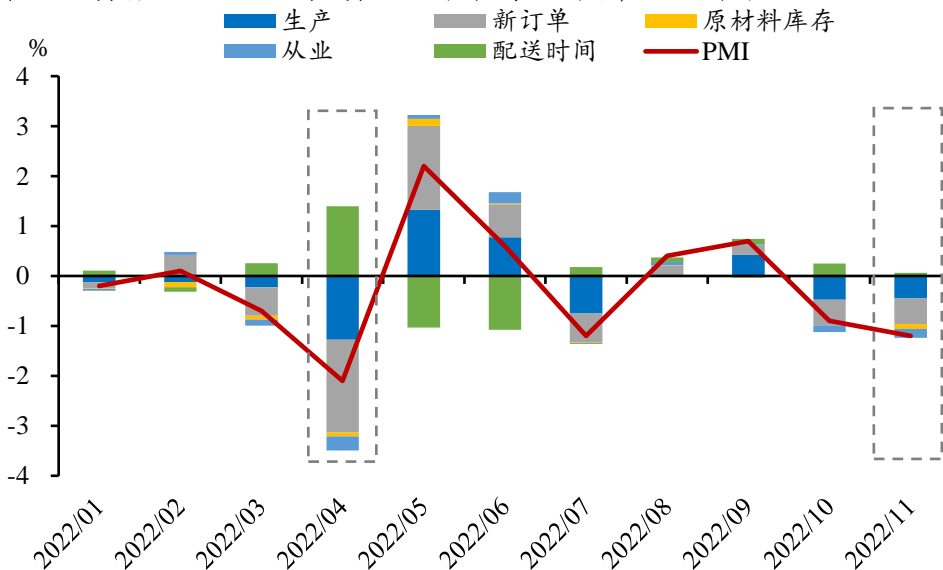
图 3：11 月制造业 PMI 分项全面走弱


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。

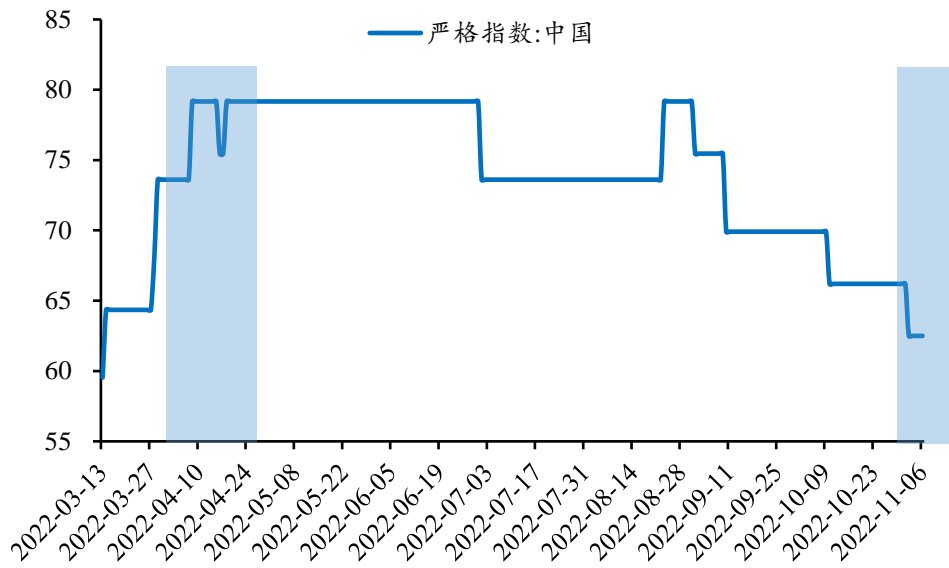
1) 生产和需求端受到的冲击程度不同。同受疫情影响，4 月 PMI 和 11 月一样呈现产需双弱的格局。但对比来看，4 月的制造业景气度，无论是生产端还是需求端，都比 11 月更加疲弱。4 月产业链、供应链运行受阻，人员上岗困难，大宗商品价格上涨，制造业的供给冲击、需求收缩压力加大，11 月的生产和需求也偏弱。二者冲击不同的根源或在于国内疫情严格指数不同，因此对景气度的扰动有所削弱。

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


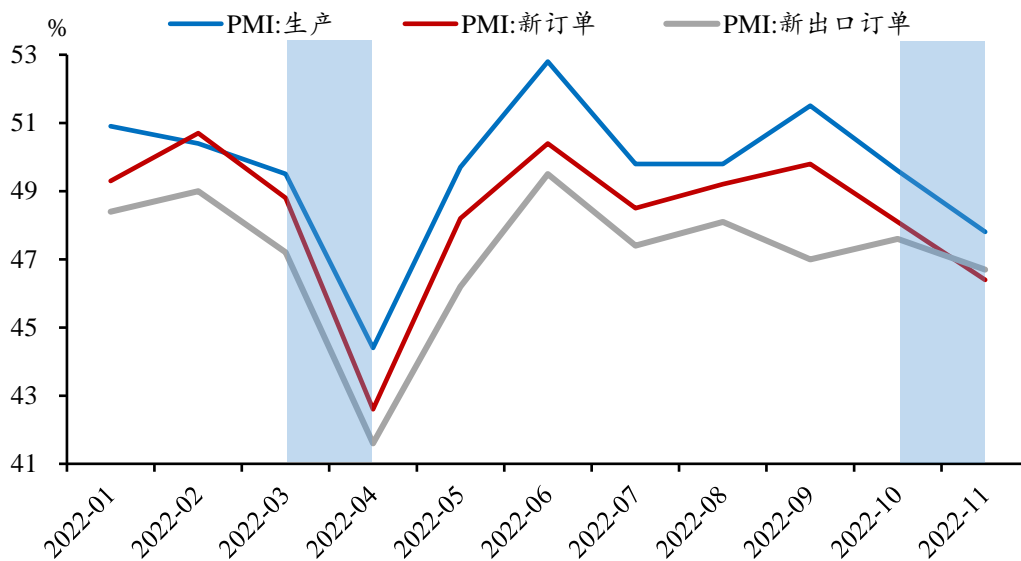
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：11 月中国防疫的严格指数有下降

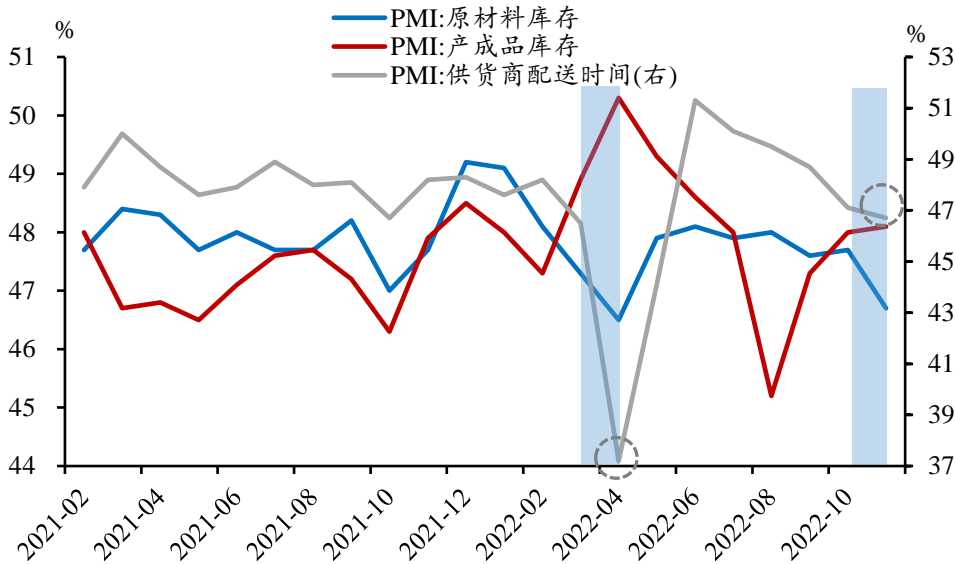


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

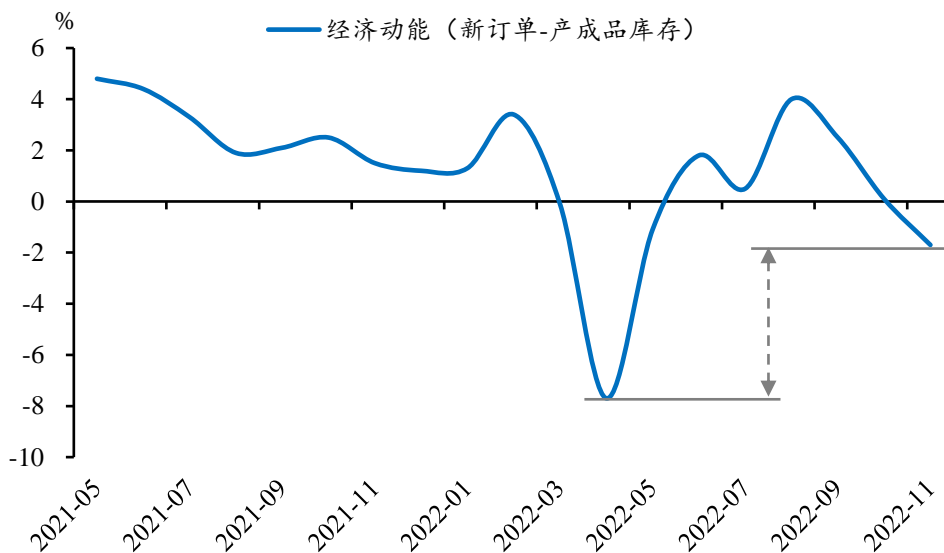
图 6：11 月的产需受挫小于 4 月



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

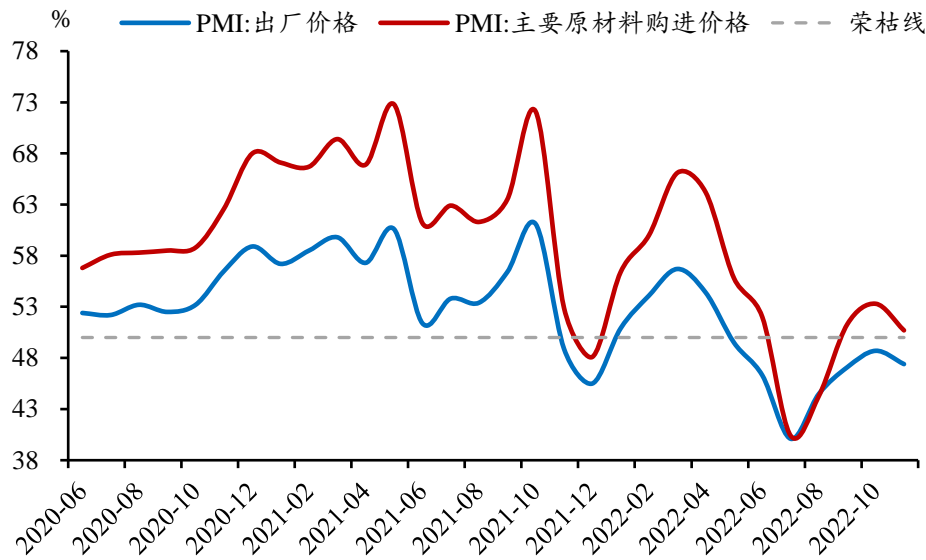
同时，11 月制造业企业的资金压力上升，短期内市场预期的波动也比较大。

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，

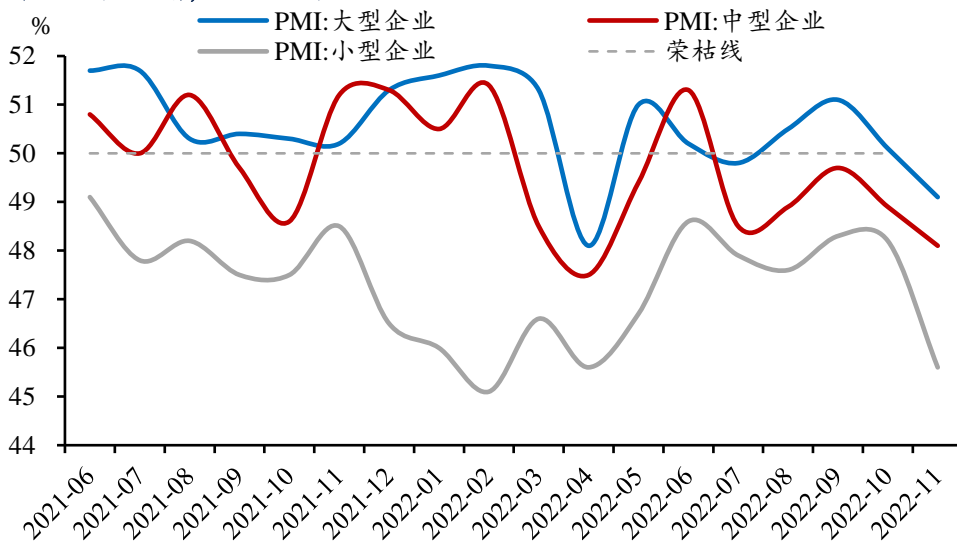
大、中、小型企业的占比均有所上升，而小型企业资金紧张和市场需求不足的占比分别为 46.0% 和 58.8%，比上月上升 0.8 和 1.9 个百分点，小型企业生产经营压力加大。

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

另一方面，短期内制造业的市场预期波动加大。由于当前疫情形势比较严峻，短期内企业的生产经营活动预期趋于减弱，11 月生产经营活动预期指数为 48.9%，是从 2020 年 3 月以来首次降至 50% 以下。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%，体现出这些行业的企业信心不足。但是农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药、电气机械器材等行业的生产经营活动预期指数继续位于景气区间，市场需求保持增长，这些企业对行业发展较为乐观。

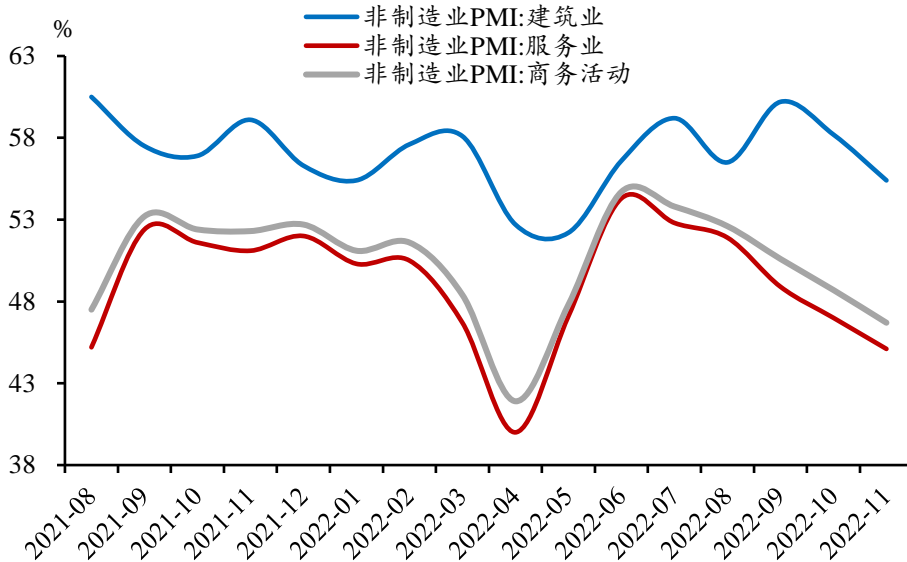
二、服务业继续探底，政策支撑建筑业高位运行

11 月非制造业 PMI 为 46.7%，较 10 月下降 2 个百分点，连续 5 个月环比下降，已经是第二个月处于收缩区间。

11月在疫情波及面逐步扩大的影响下，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。

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继续下行至45.1%，较上月下降1.9个百分点，下降幅度不及4月的6.7个百分点。从高频数据看，受疫情反弹影响，11月北京、广州地铁客运量下跌，导致道路运输、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低于38.0%，行业业务总量出现回落。

图 11：11月建筑业PMI维持高景气，服务业PMI回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12：11月北京、广州人流量大幅下降

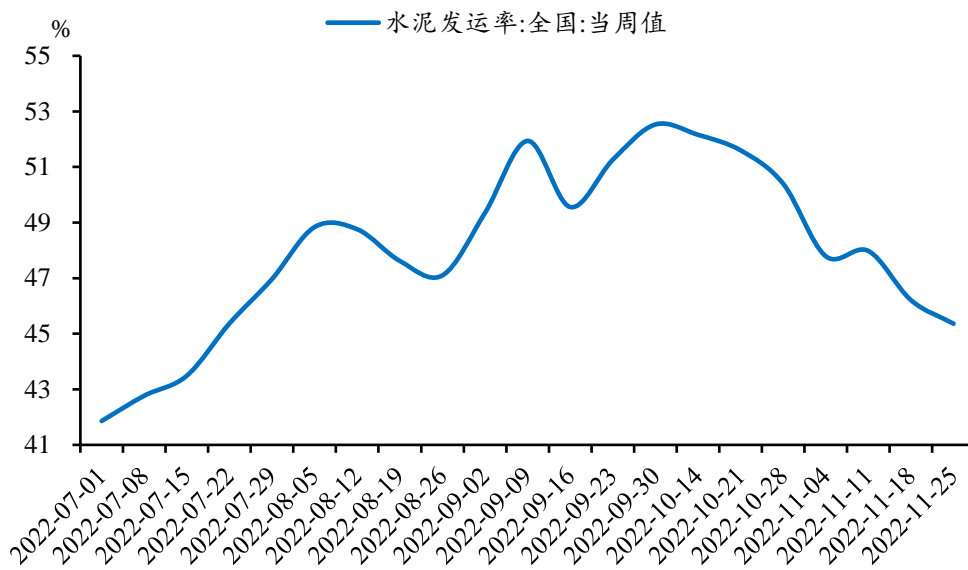


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

基础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。从高频数据来看，受疫情和天气影响，11月石油沥青装置开工率和全国水泥发运率有小幅下降。但在稳投资相关政策的支持下，基础建设相关活动继续支撑建筑业，石油沥青装置开工率和全国水泥发运率处于年内较高水平，建筑业PMI维持较高景气水平。

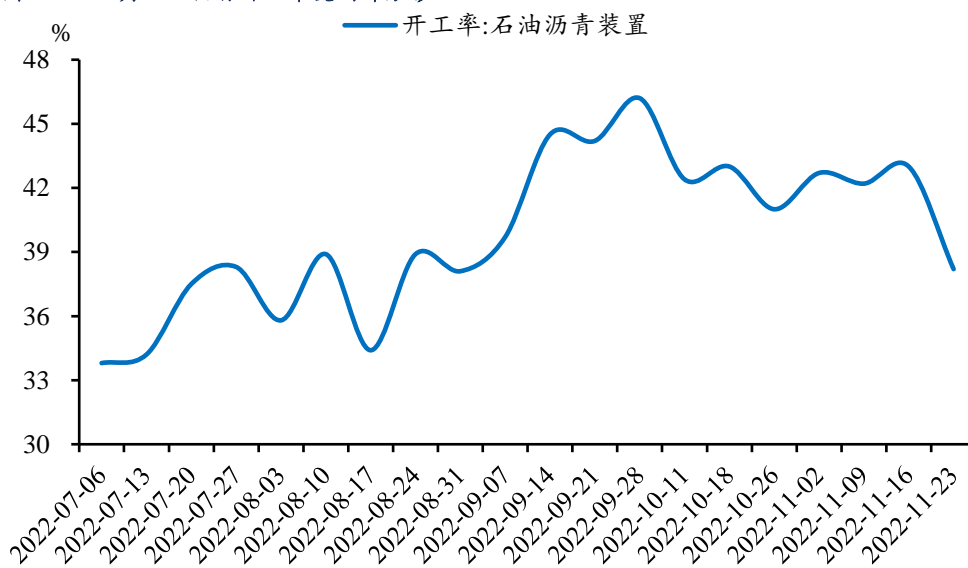
此外，非制造业也存在一些结构性亮点。一是受益于电商购物节的需求拉动，线上消费相关行业保持活跃。具体来看，11月邮政业和快递业商务活动指数较上月有所上升，且保持在较高水平。二是金融业对实体经济支持力度较好。11月金融业商务活动指数较上月有所上升，且保持在较高水平，也显示金融业活动保持稳健。

图 13：11 月水泥发运率小幅下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14：11 月石油沥青开工率受到部分影响



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、后续稳增长政策发力的必要性加大

总体来看，11月制造业 PMI 重现产需双弱的格局，疫情仍是拖累经济的最主要因素，其对经济各环节及市场主体均有明显影响。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。当前国内疫情仍在多发散发，考虑到冬季是疫情高发季，预计12月疫情对制造业和非制造业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。目前从商品房销售的高频数据来看，房地产还没有出现改善。受疫情影响，四季度可能也很难出现改善。但现在有利的稳增长政策越来越多：在基建、制造业领域，有开发性政策性支持工具、各类专项再贷款、中长期低息贷款等政策工具的支持；在房地产领域，有支持房地产平稳健康发展的 16 条措施等等。此外，11 月 25 日央行宣布降准 25bp，保持流动性合理充裕，促进综合融资成本稳中有降，降准的实施也利于企业融资环境的改善。

风险因素

国内疫情再度反弹，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。