

经济压力在年内难以缓解

——11月PMI数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

制造业 PMI 低于预期。11月制造业指数仍处于回落状态，低于市场预期，也弱于历史同期表现。11月PMI指数是今年除4月份上海疫情之外的最低值，反映出当前经济面临来自疫情冲击的巨大压力。而本轮疫情目前仍处于加速上升期，且各地对于疫情防控政策的执行尚存分歧，我们认为疫情对经济的负面影响可能会持续到明年一季度。具体来看，11月PMI指数表现出以下几个特点：一是**产需继续走弱**。生产端，六大发电集团日均耗煤量及高炉开工率呈下行之势；需求端，国内及国外需求均有所回落。采购量及原材料库存均有所下滑，产成品库存则略有提升，生产者加大生产投入意愿不强，货物积压略有加重。此外受防控收紧影响，物流效率继续受限，供应商配送时间持续下行。二是**价格出现回落**，或受原材料及终端消费需求偏弱的影响，当前国内面临较大通缩压力。三是**预期转弱明显**。11月生产经营活动预期指数于2020年3月以来首次降至荣枯线以下，反映出制造业生产经营者信心受挫明显。四是**企业下行压力普遍加大**。11月大中小型企业景气度均有所下降且全部位于临界点以下，不同规模企业生产经营普遍承压。小型企业处境更为艰难。

非制造业持续处于收缩区间。11月非制造业商务活动指数持续低于临界点，同样不及市场预期。建筑业及服务业商务活动指数均保持下行之势，前者高于荣枯水平，后者景气度则在收缩区间内进一步下滑。11月服务业活动指数延续今年下半年以来的下行趋势，**疫情多点位加速传播致使跨区域及市内人员流动活跃度下降，线下接触性聚集性活动也因此缩量**。11月建筑业活动指数扩张速度虽继续放缓，但绝对值角度已连续6个月保持在55%以上的高景气水平，其中**基建为主要贡献，缓和地产低景气度对整体建筑业的拖累**。土木工程建筑业商务活动指数较上月提高1.5个百分点，回升至62.3%。

本轮疫情的冲击可能持续时间相对较长。11月的PMI数据已然反映出新一轮疫情冲击对于经济的负面影响。不同于4月份部分地区严格封锁带来的冲击，当前经济受到疫情的影响来自于两方面：**第一，各地疫情防控政策存在分歧，所以整体上既难以做到迅速“清零”，也没有完全解除封锁、释放经济活力。这种分歧会导致疫情冲击的持续时间更长。第二，疫情防控政策逐步放开是大趋势。从各国疫情防控放开**

的经验来看，奥密克戎病毒第一轮冲击中可造成的感染率远高于当前中国感染率的水平，这也意味着本轮疫情的高点远远没有到达，未来一段时间内疫情的蔓延可能会对部分居民带来一定的恐惧心理，从而抑制出行和消费。从各国的经验来看，疫情防控逐步放开后，疫情反弹的第一波冲击是最大的，也是峰值最高的，目前中国可能也处于这一阶段。我们预计这一冲击可能持续到明年一季度，所以今年四季度和明年一季度都将面临较大的经济压力。同时，外需下滑导致的出口下降也给经济雪上加霜，稳增长政策必须大幅加码以对冲疫情和出口的双重压力。在本轮疫情冲击结束之后，我们认为居民和企业的预期将会逐步稳定。各国经验显示，虽然后续疫情也会时有反弹，但峰值和对经济的负面影响都会逐步减弱。如果未来防控政策不出现大的回撤，那么明年整体上经济将向上修复。

风险提示：疫情防控政策大幅回撤。

目录

1. 数据	5
2. 制造业 PMI 低于预期	5
3. 非制造业持续处于收缩区间	6
4. 本轮疫情的冲击可能持续时间相对较长	8

图表目录

图表 1: 11 月制造业 PMI 低于预期.....	5
图表 2: 11 月大中小企业景气度均位于临界点以下.....	6
图表 3: 11 月非制造业商务活动指数持续处于收缩区间.....	7
图表 4: 11 月疫情确诊及无症状感染者人数（右侧）增加明显.....	7

1. 数据

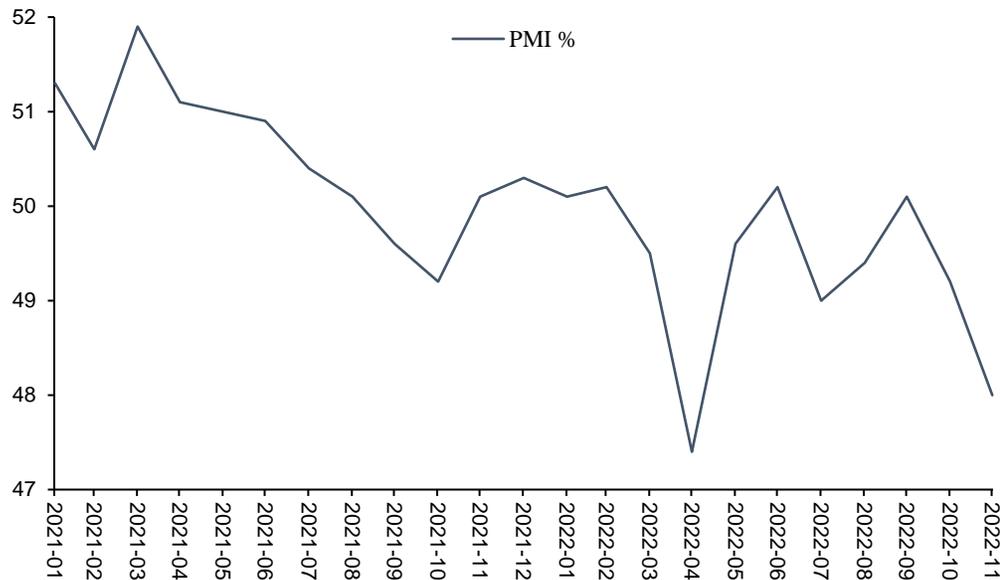
中国 11 月制造业 PMI 指数 48.0%，预期 49.0%，前值 49.2%。

中国 11 月非制造业 PMI 指数 46.7%，预期 48.0%，前值 48.7%。

2. 制造业 PMI 低于预期

11 月制造业指数仍处于回落状态，较上月继续下降 1.2 个百分点至 48.0%，低于市场预期，也弱于历史同期表现。11 月 PMI 指数是今年除 4 月份上海疫情之外的最低值，反映出当前经济面临来自疫情冲击的巨大压力。而本轮疫情目前仍处于加速上升期，且各地对于疫情防控政策的执行尚存分歧，我们认为疫情对经济的负面影响可能会持续到明年一季度。

图表 1：11 月制造业 PMI 低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体来看，11 月 PMI 指数表现出以下几个特点：

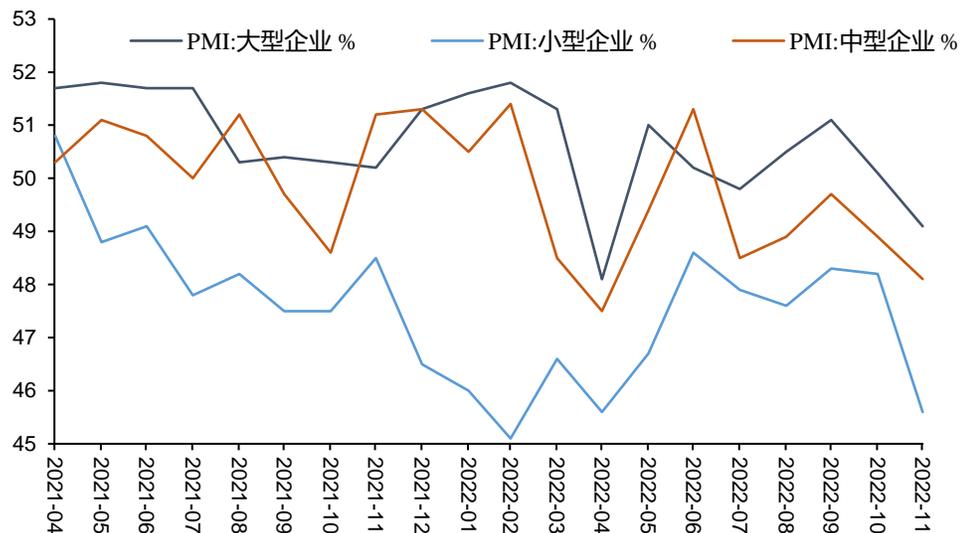
一是产需继续走弱。11 月生产指数及新订单指数分别录得 47.8%、46.4%，相比前值各下降 1.8、1.7 个百分点，均触及今年除 4 月外的低点，国内复杂疫情形势叠加海外经济承压，产需表现不佳。绝对值而言，生产表现继续优于需求，需求端待修复空间整体大于生产端；边际表现来看，生产指数的环比降幅略大于新订单指数，疫情反复及需求拉动不足的背景下生产经营活跃度的边际收敛相对更为明显。生产端，本月六大发电集团日均耗煤量较上月有所减少，高炉开工率也呈下行之势；需求端，国内及国外需求均有所回落，外需而言新出口订单指数下降 0.9 个百分点至 46.7%，这一是由于海外需求延续疲软，此外本月国内生产活动波动也对出口表现形成拖累。内需来看，进口订单指数收缩 0.8 个百分点至 47.1%，环比降幅有所扩大。采购量及原材料库存均有所下滑，产成品库存则略提升 0.1 个百分点，一方面反映出生产者对未来预期难言乐观，更多是保留谨慎态度，加大生产投入的意愿仍然偏弱，另一方面表明弱需求造成产成品出售部分受阻，货物积压略有加重。此外受防控收紧影响，物流效率继续受限，供应商配送时间持续下行降至 46.7%。

二是价格出现回落。11月主要原材料购进价格及出厂价格均停止了今年7月以来的上行，前者下降2.6个百分点至50.7%，后者则下滑1.3个百分点，录得47.4%。两者的下滑或受需求偏弱的影响，一方面本月生产经营活动景气度下降，对原材料需求有所削弱，另一方面终端消费者的需求也较为疲软，不足以支撑出厂价格继续上行。当前国内面临较大通缩压力。

三是预期转弱明显。11月生产经营活动预期指数大幅下降3.7个百分点至48.9%，于2020年3月以来首次降至荣枯线以下，反映出本月疫情局面的复杂程度可能达到一个新的高峰，造成制造业生产经营者信心受挫。

四是各类企业下行压力普遍加大。11月大中小型企业景气度均有所下降且全部位于临界点以下，不同规模企业生产经营普遍承压。基于绝对值水平比较，大型企业相对较高，相较中小企业的规模优势提供一定抗风险能力，小型企业PMI则跌至45.6%，其生产经营承压更为明显；边际变化来看，小型企业指数较10月收缩2.6个百分点，大型、中型企业则分别下降1.0、0.8个百分点，此外根据统计局表述，11月小型企业反映资金紧张及市场需求不足的占比均有所上升，分别达46.0%、58.8%，比上月各上升0.8和1.9个百分点，小型企业处境较为艰难。

图表 2：11月大中小型企业景气度均位于临界点以下

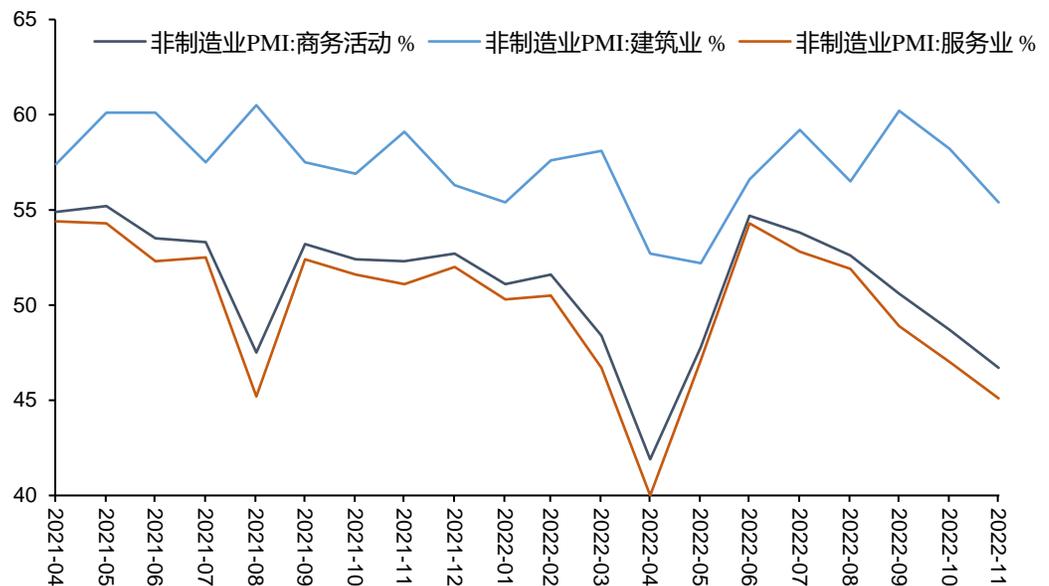


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 非制造业持续处于收缩区间

11月非制造业商务活动指数相比10月下降2个百分点至46.7%，持续低于临界点，同样不及市场预期。建筑业及服务业商务活动指数均保持下行之势，前者高于荣枯水平，后者景气度则在收缩区间内进一步下滑。

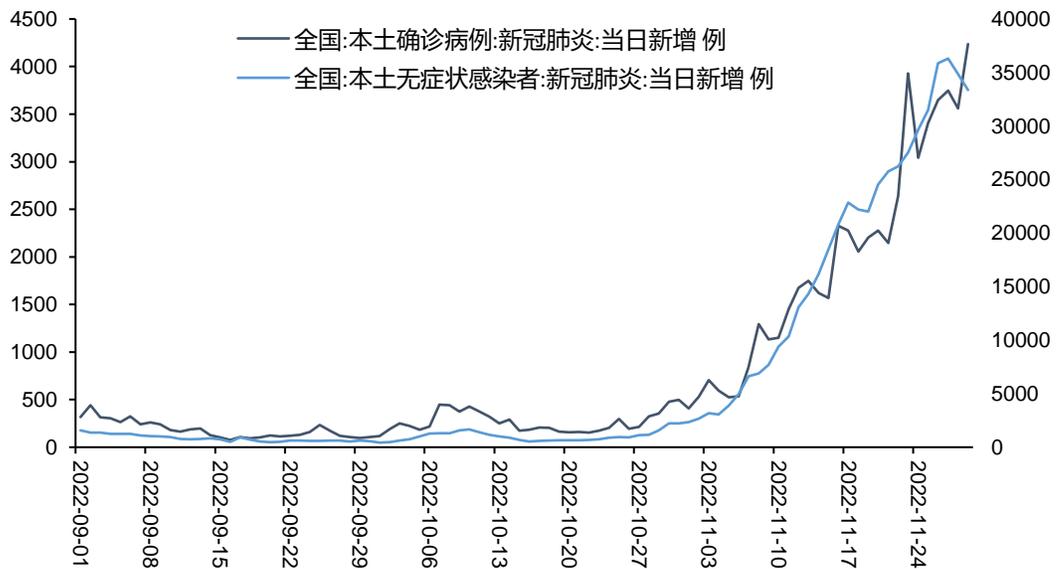
图表 3: 11月非制造业商务活动指数持续处于收缩区间



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

11月服务业活动指数为45.1%，前值47.0%，今年下半年以来的下行趋势未变，降幅与上月持平，均为1.9个百分点。疫情冲击在本月有所加重，根据统计局表述，调查对象中处于收缩区间的行业占比超过七成，道路及航空运输、住宿餐饮等行业活动指数大幅降至38%以下。对此高频数据也给予一定印证，11月国内航班(不含港澳台)执行率较上月略有下滑，地铁客运量表现偏弱，观影人次及票房也处于低位，表明疫情多点位加速传播以及疫情防控的加码致使跨区域及市内人员流动活跃度下降，线下接触性聚集性活动也因此缩量。

图表 4: 11月疫情确诊及无症状感染者(右侧)增加明显



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

11月建筑业活动指数比10月下降2.8个百分点至55.4%，扩张速度虽继续放缓，但基于绝对

值角度，该指数已连续6个月保持在55%以上的高景气水平，其中基建为主要贡献，缓和地产低景气度对整体建筑业的拖累。土木工程建筑业商务活动指数较上月提高1.5个百分点，回升至62.3%。基建项目推进速度边际加快，高频数据也显示11月中旬石油沥青开工率由10月底的41%小幅升至43%。

4. 本轮疫情的冲击可能持续时间相对较长

11月的PMI数据已然反映出新一轮疫情冲击对于经济的负面影响。不同于4月份部分地区严格封锁带来的冲击，当前经济受到疫情的影响来自于两方面：

第一，各地疫情防控政策存在分歧，所以整体上既难以做到迅速“清零”，也没有完全解除封锁、释放经济活力。这种分歧会导致疫情冲击的持续时间更长。

第二，疫情防控政策逐步放开是大趋势。从各国疫情防控放开的经验来看，奥密克戎病毒第一轮冲击中可造成的感染率远高于当前中国感染率的水平，这也意味着本轮疫情的高点远远没有到达，未来一段时间内疫情的蔓延可能会对部分居民带来一定的恐惧心理，从而抑制出行和消费。

从各国的经验来看，疫情防控逐步放开后，疫情反弹的第一波冲击是最大的，也是峰值最高的，目前中国可能也处于这一阶段。我们预计这一冲击可能持续到明年一季度，所以今年四季度和明年一季度都将面临较大的经济压力。同时，外需下滑导致的出口下降也给经济雪上加霜，稳增长政策必须大幅加码以对冲疫情和出口的双重压力。

在本轮疫情冲击结束之后，我们认为居民和企业的预期将会逐步稳定。各国经验显示，虽然后续疫情也会时有反弹，但峰值和对经济的负面影响都会逐步减弱。如果未来防控政策不出现大的回撤，那么明年整体上经济将向上修复。

风险提示：疫情防控政策大幅回撤。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许弈	13611858673	zhouxy@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国峰	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。