

谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

11月PMI点评

核心内容：

- **制造业产需回落，疫情冲击弱于4月** 11月份制造业PMI再度下滑，产需双降、需求弱于生产，库存整体小幅上行。PMI在上月低基数的情况下依然回落1.2，而过去5年同期平均上行0.5；这种回落仍是疫情导致的封控规模扩大所致，新冠确诊人数和PMI的反向关系十分明显。尽管政策在基建、地产方面发力以托底经济，疫情对物流和人员的阻断以及内外需下行还是造成了产需双弱的局面。另一方面，防控机制和物流保障不断优化，产量、订单和供应商配送时间环比分别回落均小于4月份，供应链保障比4月有明显改善，整体影响弱于上一轮疫情冲击。
- **库存与价格反映企业信心较弱，整体仍在主动去库存** 产成品库存上升0.1至48.0，原材料指数下行1.0至46.7。11月仍属于传统生产旺季，库存的反常表现也体现产需和预期的疲弱：由于生产受限，产成品没有出现大幅累库，同时企业对短期未来并不乐观，减少采购。购进价格和出厂价格下行，低于往年同期均值；价格下行的原因还是需求差和预期弱导致企业避免大幅增加采购，生产旺季的过去和大宗商品价格在外表衰退预期下的下行空间意味着出厂价格不易维持，也符合工业利润近期承压的状态。这符合制造业经营活动预期显著的下行。
- **政策支持下的高端制造和建筑业受疫情冲击较小** EPMI的回升和高技术制造业PMI的稳定(49.3，回落0.1)反映中高端制造业受影响更小。这和国常会前期对“设备更新改造”和“重大项目建设”投资支持的强调密不可分；汽车下半年较好的景气度也得益于消费政策的刺激。非制造业主要靠建筑业的高景气支撑，这也是收到基建的托举。
- **服务业进一步下滑，政策托举建筑业** 11月非制造业继续下行，疫情再度爆发导致防控政策趋严，房地产和日常消费场景继续受到明显遏制：非制造业全国经营活动状况下行2.0至46.7；服务业订单下滑，经营活动预期同样明显转弱。建筑业虽然回落，但在基建项目落地的支持下延续较高景气度；房地产销售仍然较差，需求收到疫情冲击。“二十条”进一步落实、部分重点城市封控程度减轻的背景下，12月的服务类PMI有望出现弱修复，但疫情的影响意味着物流和活动范围仍会限制消费场景。地产在一系列政策放松和未来进一步的支持下有望更快企稳。
- **弱数据、强预期，守得云开见月明** 防控程度、外需韧性持续的时间、房地产开始企稳的概率以及基建保持高增速的时间这四类不确定性中都在逐渐明朗。外需的下行基本已经确认，地产在政策加码支持下企稳的概率上行、时间点将会提前，基建在经济弱恢复期仍会结合结构性货币工具发力；防控政策优化下对居民活动和企业生产的影响有望减弱，但仍是最大的不确定性，需要警惕变化与动荡对市场短期造成冲击。总体来看，经济在2023年的不确定会明显减弱，市场处于弱数据、强预期的状态。虽然四季度经济增速仍可能偏低，但未来经济改善值得期待。

核心风险：防疫政策、房地产业下行与海外经济衰退超预期变化

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

2022年11月份中采制造业PMI指数48.0，比10月份下行1.2，低于近年均值2.8。非制造业PMI录得46.7，比10月份下行2.0，低于近年均值7.7；建筑业PMI录得55.4，比上个月下行2.8，低于近年均值4.3。中采先进制造业EPMI录得52.2，比上月上行0.5，低于近年均值3.0。

一、产需继续回落，但疫情冲击弱于4月

11月份制造业PMI再度下滑，产需双降且需求弱于生产，库存小幅上行。PMI在上月低基数的情况下依然回落1.2，而过去5年同期平均上行0.5；这种回落仍是疫情导致的封控规模扩大所致，新冠确诊人数和PMI的反向关系十分明显。尽管政策在基建、地产方面发力以托底经济，疫情对物流和人员的阻断以及内外需下行还是造成了产需双弱的局面。另一方面，防控机制和物流保障不断优化，产量、订单和供应商配送时间环比分别回落1.8、1.7和0.4，小于4月份的5.1、6.2和9.3，供应链保障比4月有明显改善，整体影响弱于上一轮疫情冲击。EPMI的回升和高技术制造业PMI的稳定（49.3，回落0.1）反映中高端制造业受影响更小。还需要注意的是，制造业的生产经营活动预期下行3.7至48.9，为疫情在2020年2月爆发以来首次低于50，在需求疲弱导致库存消化不畅的背景下，企业预期转弱。防控政策近期的进一步明确与优化和地产的放松有利于企业预期企稳，以基建为首的宏观调节措施也会继续发力。短期来看，疫情的影响仍在、外需下行势头不止、生产进入淡季，12月与2023年1月PMI可能继续处于荣枯线以下。从市场反应看，短期经济的弱势已被预判，市场进入弱现实、强预期状态；等待地产政策放松与防控优化改善低需求和弱信心。

11月份制造业生产下行至47.8（-1.8），新订单下行至46.4（-1.7），新出口订单46.7（-0.9），产成品库上升至48.1（+0.1）。11月份生产高于全国新订单（+1.4），疫情对供需两端均有冲击，但需求受影响更大。11月份仍属于国外假日备货季，但受疫情影响产需超季节性下行；外需已经形成下滑趋势，12月PMI仍有环比下行的风险，具体取决于国内防控政策优化对疫情冲击的缓解程度。

11月份生产环比下行，明显低于均值；内需不振，外需在上月边际改善后转而下行，美联储的继续紧缩和零售批发商高存货也意味着外需处于走低的通道。疫情对产需的双重压制使被动累库的幅度较小，但去库存不畅下企业预期也较差，下月生产恢复空间有限。10月工业利润进一步下行，体现出生产较弱，价格转负；PPI-CPI的收窄使上游向下游回吐利润。大宗商品价格低位震荡，黑色系和石油加工及炼焦需求下行，生产弱势，高频开工数据的走弱可以作为印证。设备类中，计算机通信电子设备和通用设备景气度小幅改善，专用设备的下滑反映出投资可能受到弱企业信心和疫情的影响。消费类整体呈现边际回落，只有纺织服装下行较多，汽车、医药和农副食品加工业保持扩张；农副食品加工业的产量至59.1（+8.2）也可能体现疫情防控注意食品供给保障。

图 1：中采制造业 PMI 变化 (%)

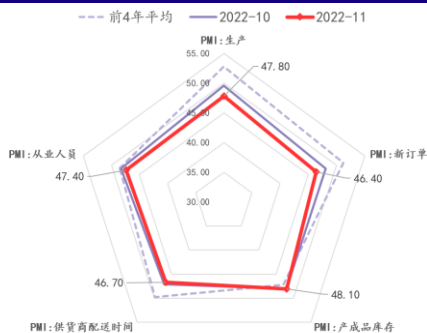
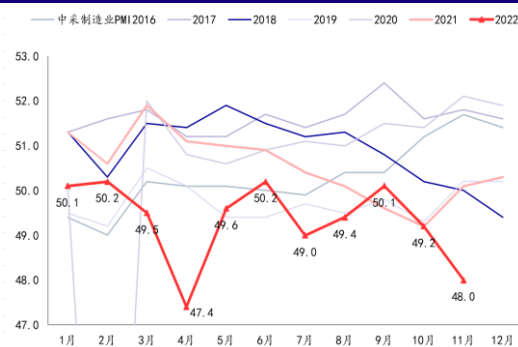


图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新订单和出口回落。全国订单指数下行 1.7 至 46.4, 低于近年均值 5.1, 出口订单下滑 0.9 至 46.7, 低于均值 2.9。内需继续受到疫情和地产不振的冲击, 回落高于外需; 美联储和欧央行持续加息、美国批发零售库存高位之下, 外需仍处于回落中。10 月内需中景气度居前的有医药制造、农副食品加工、计算机通信电子设备和汽车制造, 石油和炼焦业、黑色和化纤塑料橡胶制品类较差。外需方面, 纺织服装、电器机械、化学原料和医药订单较多, 汽车出口订单显著下行。

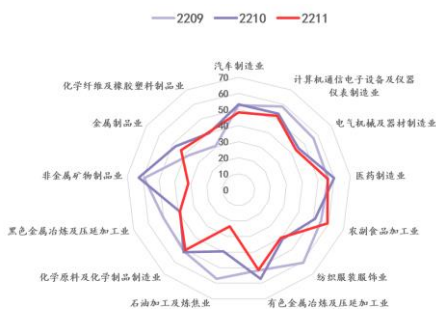
11 月配送时间指标下滑 0.4 至 46.7, 继续低于均值, 其作为逆向指标的下行对 PMI 有 0.06 个百分点的抬升, 整体影响不大。疫情导致的封控对物流的阻力延续, 压制产需, 但相比 4 月份 9.3 的环比下行幅度有明显改善, 反映出防控的边际优化。不过, 冬季疫情对物流的压力仍将持续存在。

产成品库存略有上行, 原材料库存下行。11 月产成品库存上升 0.1 至 48.0, 原材料指数下行 1.0 至 46.7。11 月仍属于传统生产旺季, 库存的反常表现也体现产需和预期的疲弱: 由于生产受限, 产成品没有出现大幅累库, 同时企业对短期未来并不乐观, 减少采购。产成品库存上行较多的有计算机通信电子设备、石油加工炼焦和黑色, 但更多行业展现主动去库存的姿态, 这也限制生产改善空间。

11 月份购进价格和出厂价格下行, 低于往年同期均值; 购进价格 50.7(-2.6), 出厂价格 47.4(-1.3)。价格下行的原因还是需求差和预期弱导致企业避免大幅增加采购, 生产旺季的过去和大宗商品价格在外部衰退预期下的下行空间意味着出厂价格不易维持, 也符合工业利润近期承压的状态。

图 3: 各行业生产 (%)

图 4: 各行业新订单 (%)



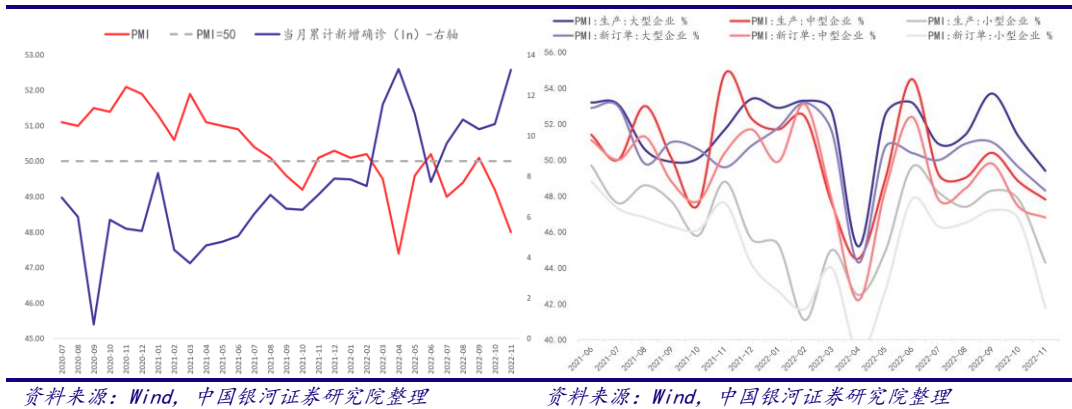
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

11 月大型企业 PMI 下行 1.0 至 49.1, 中型企业下行 0.8 至 48.1, 小型企业下行 2.6 至 45.6。大中型企业下行幅度相对较小, 而小企业受冲击明显, 新订单大幅下滑 (-4.9)、现有订单萎缩、雇员减少。在内需疲弱、外需下滑、工业利润萎缩的情况下, 企业缺乏补库动力, 库存仍处于被动小幅累积阶段。

图 5: 疫情对 PMI 拖累依然明显

图 6: 大中小企业景气度变化 (%)



二、疫情压制服务业，政策托举建筑业

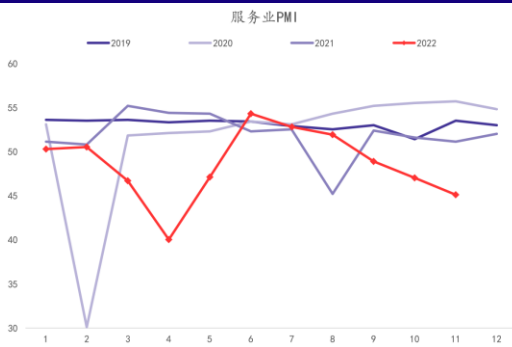
11月非制造业继续下行，大幅低于往年同期。疫情再度爆发导致防控政策趋严，房地产和日常消费场景继续受到明显遏制：非制造业全国经营活动状况下行2.0至46.7，低于近年均值7.7。服务业新订单下行0.3至41.4，为4月以来次新低；服务业经营活动预期同样明显转弱。建筑业虽然回落，但在基建项目落地的支持下延续较高景气度；房地产销售仍然较差，需求收到疫情冲击。

生产性服务业有所回升，新订单改善，信息服务业回落但保持在荣枯线以上，物流业的经营状况和新型订单低位有较大回升，交运仓储和邮政业低位小幅改善，批发业再度大幅回落；物流和交运仓储因为疫情防控在物流保障方面的优化而边际回升。消费性服务继续下行，订单和利润均有萎缩，餐饮住宿保持32.6的低位，零售业继续下行至41.4，居民及其他服务业同样保持低位。鉴于疫情封控措施的优化，服务业的下行幅度同样弱于4月份，但显著低于同期水平；这从较差的居民出行高频数据中得到印证。在“二十条”进一步落实、包括广州、郑州在内的部分重点城市封控程度减轻的背景下，12月的服务类PMI有望出现弱修复，但疫情的影响意味着物流和活动范围仍会限制消费场景。

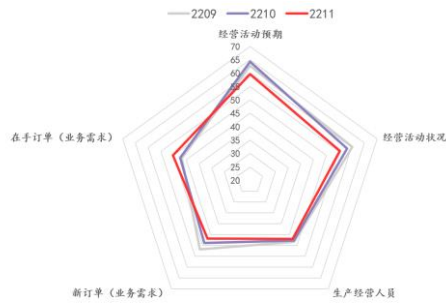
非制造业PMI仍依靠建筑业托举：11月份建筑业经营活动状况下行2.8至55.4，低于均值，但连续六个月位于扩张区间，其中土木工程建筑业上行1.5至62.3，是非制造业中唯一大幅高于同期均值的门类；虽然建筑类保持高位，但除基建以外的需求仍然不足，黑色系的生产低位，需求进一步回落，价格在低产量下小幅回升，和高频数据反应的信息一致。基建相关投资的高增速尽管可以短期托底，但难以一直保持。疫情再次打击地产销售，房地产业经营活动状况下滑4.4至40.9，新订单回落4.1至35.4，预期和利润下行。11月份针对房地产企业的放松政策密集出台，债券和股权融资两只箭出台，信贷支持力度加大，未来仍可期待LPR长端降调和其他针对性支持手段。供需两端的发力将助力地产更快企稳，但还需时间。

图 7：服务业 PMI 连续回落 (%)

图 8：建筑业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、行业情况

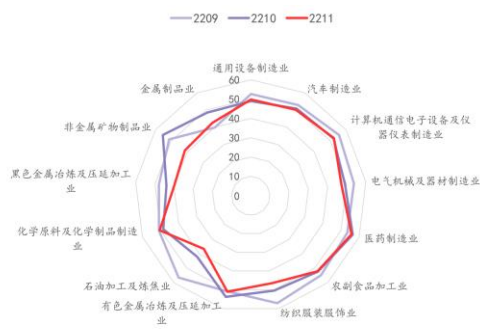
11月各行业中PMI景气度居前的有医药制造、计算机通信电子、农副食品加工和有色金属；而表现较差的有石油加工及炼焦、黑色金属冶炼加工、化学纤维及橡胶塑料和金属制品。

医药仍在前期的低基础上改善，产量和订单有所回落但保持高位，库存下行。计算机通信电子设备订单小幅改善，产成品库存和采购均有上行，短期状态较好。农副食品加工业11月的外需再高基数下大幅回落，景气更多依靠内需，反映了当下防控对饮食保障的重视。有色金属的表现则可能受到高端制造业受疫情冲击较小、设备整体表现尚可的支撑。结合EPMI来看，高端制造业在传统生产旺季受疫情的打击小于一般行业，国常会对“设备更新改造”和“重大项目建设”的投资支持也有作用。汽车制造业的外需大幅下行但内需保持扩张，反映消费支持政策效果较好，对未来政策引导消费改善有参考意义。表现较差的行业较10月变化不大，仍集中在原材料和部分中间品。黑色系较差的表现依然源于房地产销售的寻底，外部经济环境也在下行，行业库存低位、生产减少导致价格低位小幅回升。PPI的回落导致石油化工类利润受到挤压，在需求弱势下也难有好的表现。制造业以外表现好的主要是建筑业，同样是受到几件相关项目的支持。

从PMI环比上行的幅度看，化学原料及化学品、通用设备、计算机通信电子略有改善，其他行业均环比下行。需要注意设备类PMI虽然整体上行，其实产需同样回落，上行更多是配送和库存的不正常所致。而下滑较多的则有非金属矿物制品、金属制品、石油加工炼焦和纺织服装。

图 9: 各行业 PMI 变化 (%)

图 10: 各行业产成品库存变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、弱数据、强预期，守得云开见月明

11月PMI反季节性的下行的主因就是疫情冲击打击了需求、生产和信心，表现较好的行业大多受到基建投资和消费政策的托举。物流保障的在防控优化之下有所进步，但仍对产需形成严重拖累，企业仍在主动去库存或被动类库的阶段。同时，企业雇员的减少对新增就业目标的压力和未来生产的限制也值得注意。短期来看，疫情和地产这两大因素的扰动仍会继续影响内需，外需进一步下行，原材料和中间品行业的利润承压，生产进入冬日淡季；这些因素都将导致PMI的短期不振，弱势恢复的程度取决于防疫政策的优化落实和地产政策持续加力的效果，所以对数据保持观察。

疫情和防控程度、外需韧性持续的时间、房地产开始企稳的概率以及基建保持高增速的时间这四类不确定性中都在逐渐明朗。外需的下行基本已经确认，地产在政策加码支持下企稳的概率上行、时间点将会提前，基建在经济弱恢复期仍会结合结构性货币工具发力；防控政策优化下对居民活动和企业生产的影响有望减弱，但仍是最大的不确定性，需要警惕变化与动荡对市场短期造成冲击。总体来看，经济在2023年的不确定会明显减弱，市场处于弱数据、强预期的状态。虽然四季度经济增速仍可能偏低，但未来经济改善值得期待，忍受短期较弱的数字后终将“见月明”。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn