

11月 PMI 数据点评

补库存趋势强劲

强势的生产和弱勢的库存并存；强劲的订单和价格表现驱动生产；小型企业的扩张基础不稳固；关注从业人员的变动；建筑业有回落趋势，服务业订单较强。

- 11月制造业 PMI 指数达到 52.1，创下年内新高。其中新订单指数 53.9，生产指数 54.7，原材料库存指数 48.6。从历史数据比较看，11月制造业 PMI 细分项目整体好于过去三年历史水平，特别是主要原材料购进价格、出厂价格、以及生产经营活动预期，仅产成品库存指数明显低于历史同期水平 1.3 个百分点。
- 从生产环节来看，11月相较 10月 PMI 指数环比上升幅度最大的是新订单指数和价格指数。海外需求对国内生产的拉动依然存在，但国内需求端的恢复对订单的贡献更加明显。价格指数当中出厂价格指数虽然处于扩张区间，但从指数水平和环比上升幅度来看都持续逊于购进价格指数，因此制造业利润空间整体依然处于较低水平。
- 值得关注的包括两件事，一是随着国内外经济复苏的趋势明朗，制造业购进和出场价格指数可能持续强劲，成为支撑 PPI 同比增速持续上行的重要因素，二是在订单驱动下，生产指数持续走强，且采购量指数持续处于扩张区间同时也创下年内新高，在此背景下，原材料库存和产成品库存指数虽然较 10月有所上升但仍在收缩区间，特别是产成品库存指数 45.7，明显低于 1-9月平均水平，或表明当前工业企业补库存的力度和持续时间均有可能超预期。
- 11月大型企业制造业 PMI 指数 53，依然是最高的，中型企业较 10月上升 1.4 个百分点，改善最为显著。小型企业拉长来看仍在荣枯线上下波动，扩张趋势并不稳定，结合近期人民币汇率升值趋势，整体来看小型企业更容易受到汇率波动和海外经济恢复趋势的影响。
- 11月非制造业 PMI 指数 56.4，从分项来看，较 10月下降的指数仅有新订单指数和业务活动预期指数，较历史同期下降的则包括投入品价格指数和销售价格指数。我们关注从业人员指数变化背后的指向，一是就业变化对年底企业经营和用工情况的反应，二是春节前后人口流动是否有异常波动。
- 11月建筑业新订单指数 54，比历史平均水平低 1.9 个百分点，且业务预期指数也较历史水平低 3.9 个百分点，我们认为对建筑业造成负面影响的因素在于进三个月基建投资增速回落和当前对房地产融资的收紧，但从从业人员指数较强，或表明年底存在集中竣工的情况。
- 制造业 15 个主要行业当中，14 个处于荣枯线以上，9 个 PMI 指数较 10月进一步上行。其中仅纺织服装服饰业处于荣枯线以下，较 10月 PMI 明显上升的包括医药制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业、化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业等。非制造业中生产性服务业整体表现好于消费性服务业。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

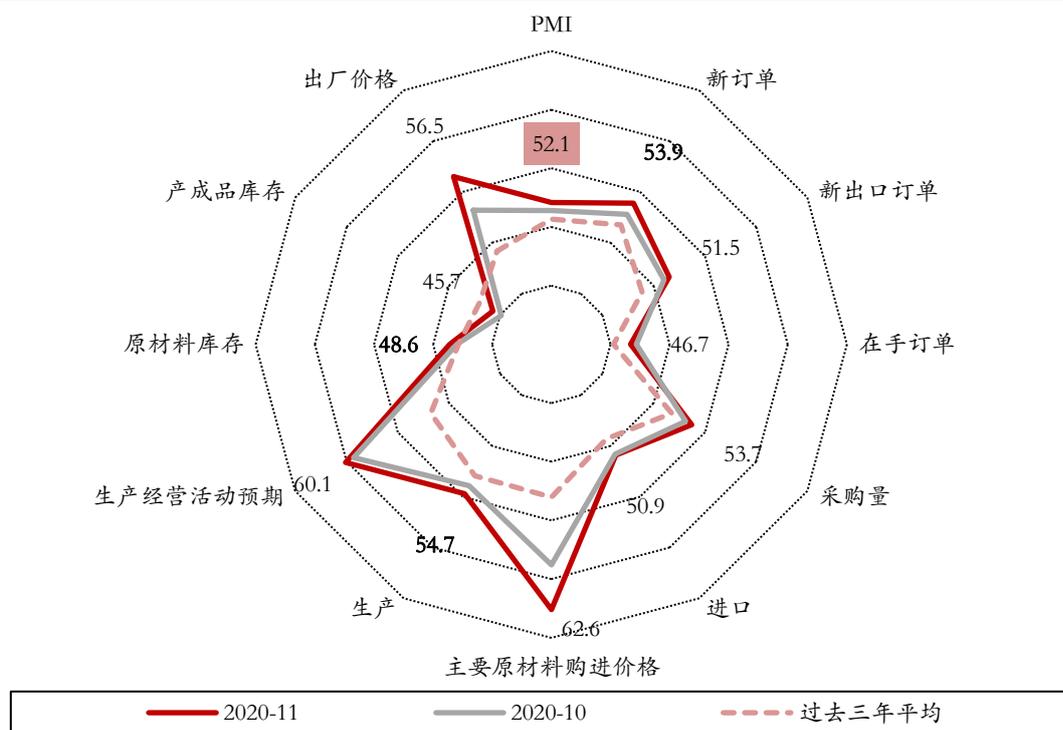
(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

强势的生产和弱勢的库存并存。11月制造业 PMI 指数达到 52.1，创下年内新高，较 10 月高出 0.7 个百分点，较历史同期高出 1.4 个百分点。其中新订单指数 53.9，较 10 月上升 1.1 个百分点，较历史同期高出 2.1 个百分点，生产指数 54.7，较 10 月上升 0.8 个百分点，较历史同期高出 1.8 个百分点，原材料库存指数 48.6，较 10 月上升 0.6 个百分点，较历史同期高出 0.7 个百分点。从历史数据比较看，11 月制造业 PMI 细分项目整体好于过去三年历史水平，特别是主要原材料购进价格、出厂价格、以及生产经营活动预期，仅产成品库存指数明显低于历史同期水平 1.3 个百分点。

图表 1. 制造业 PMI 与历史同期相比



资料来源：万得，中银证券

强劲的订单和价格表现驱动生产。从生产环节来看，11 月相较 10 月 PMI 指数环比上升幅度最大的是新订单指数和价格指数。其中新订单指数 53.9，较 10 月上升了 1.1 个百分点，购进价格指数 62.6，较 10 月上升 3.8 个百分点，出厂价格指数 56.5，较 10 月上升 3.3 个百分点。订单中新出口订单指数 51.5，较 10 月上升 0.5 个百分点，从指数水平和环比上升幅度来看，海外需求对国内生产的拉动依然存在，但国内需求端的恢复对订单的贡献更加明显。价格指数当中出厂价格指数虽然处于扩张区间，但从指数水平和环比上升幅度来看都持续逊于购进价格指数，因此制造业利润空间整体依然处于较低水平。值得关注的包括两件事，一是随着国内外经济复苏的趋势明朗，制造业购进和出场价格指数可能持续强劲，成为支撑 PPI 同比增速持续上行的重要因素，二是在订单驱动下，生产指数持续走强，且采购量指数持续处于扩张区间同时也创下年内新高，在此背景下，原材料库存和产成品库存指数虽然较 10 月有所上升但仍在收缩区间，特别是产成品库存指数 45.7，明显低于 1-9 月平均水平，或表明当前工业企业补库存的力度和持续时间均有可能超预期。

图表 2. 制造业 PMI 变动情况

订单	进货	生产	销售
新订单	采购量	生产	出厂价格
53.9	53.7	54.7	56.5
1.1	0.6	0.8	3.3
(新出口订单)	(进口)	(生产经营活动预期)	
51.5	50.9	60.1	
0.5	0.1	0.8	
在手订单	主要原材料购进价格	原材料库存	
46.7	62.6	48.6	
-0.5	3.8	0.6	
		产成品库存	
		45.7	
		0.8	
		从业人员	
		49.5	
		0.2	

资料来源：万得，中银证券

小型企业的扩张基础不稳固。11月大型企业制造业 PMI 指数 53，依然是最高的，从环比变化看，中型企业较 10 月上升 1.4 个百分点，改善最为显著。从细项来看，大型企业原材料库存环比上升 1.1 个百分点，新订单环比上升 0.6 个百分点，中型企业新出口订单环比上升 2.7 个百分点，生产环比上升 2.4 个百分点，大型企业和中型企业的经营相对稳定，扩张也较持续，小型企业的新订单指数环比上升 0.8 个百分点，生产指数 51.8 也在扩张区间，整体 PMI 指数 50.1，拉长来看仍在荣枯线上下波动，扩张趋势并不稳定，特别是新出口订单较 10 月下降 3.5 个百分点，回落至荣枯线以下，结合近期人民币汇率升值趋势，整体来看小型企业更容易受到汇率波动和海外经济恢复趋势的影响。

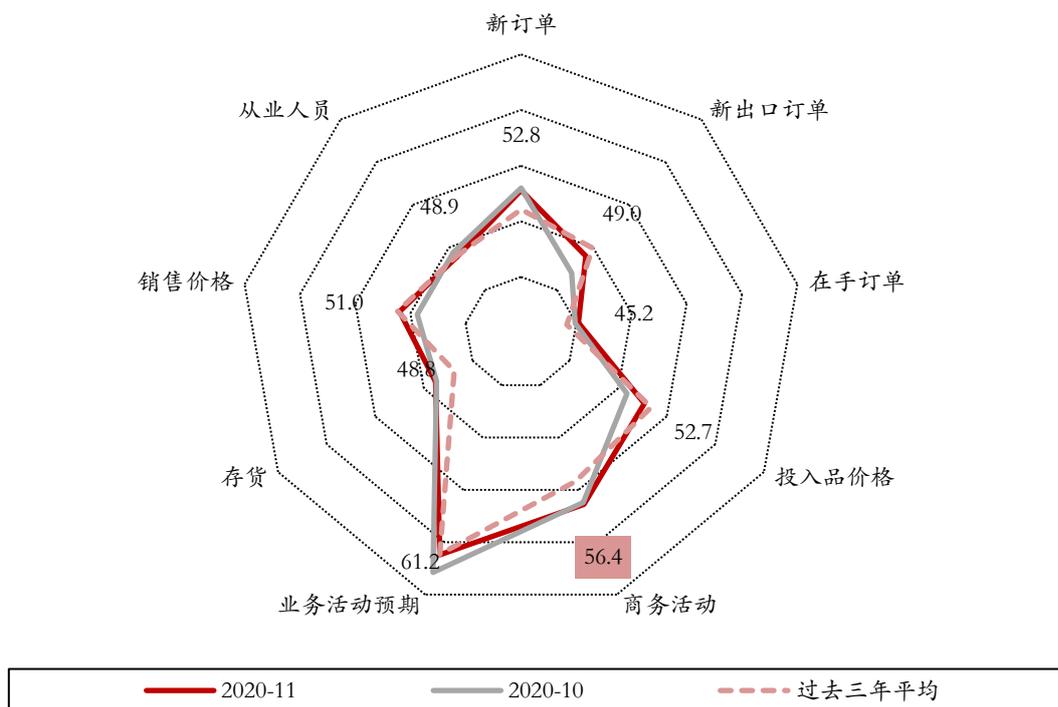
图表 3. 分类型制造业 PMI 变动

	大型	中型	小型			
	53	52	50.1			
变动	0.4	1.4	0.7			
大型	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	预期
	55.5	55.6	50.8	51.6	49.7	61.9
变动	0.3	0.6	0.3	0.2	1.1	0.9
中型	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	预期
	55.6	53.4	51.4	52	48.4	61.1
变动	2.4	2.2	0.7	2.7	0	2.6
小型	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	预期
	51.8	50.5	50	49.3	46.1	54.1
变动	0.1	0.8	-4	-3.5	0.1	-2.1

资料来源：万得，中银证券

关注从业人员的变动。11月非制造业 PMI 指数 56.4，较 10 月上升 0.2 个百分点，较历史同期上升 2.2 个百分点，整体依然处于较高水平，从分项来看，较 10 月下降的指数仅有新订单指数和业务活动预期指数，较历史同期下降的则包括投入品价格指数和销售价格指数。虽然非制造业 PMI 指数持续处于扩张区间，且新订单指数较强和存货偏弱与制造业是一致的，但由于价格表现偏弱，一定程度上反映出需求端的表现较弱。从非制造业 PMI 从业人员指数来看，11 月指数 48.9，较 10 月下降 0.5 个百分点，较历史水平下降 0.1 个百分点，目前整体依然相对平稳。我们关注从业人员指数变化背后的指向，一是就业变化对年底企业经营和用工情况的反应，二是春节前后人口流动是否有异常波动。

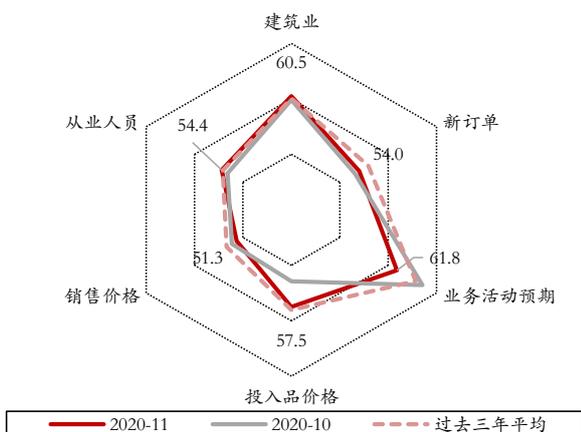
图表 4. 非制造业 PMI 与历史同期相比



资料来源：万得，中银证券

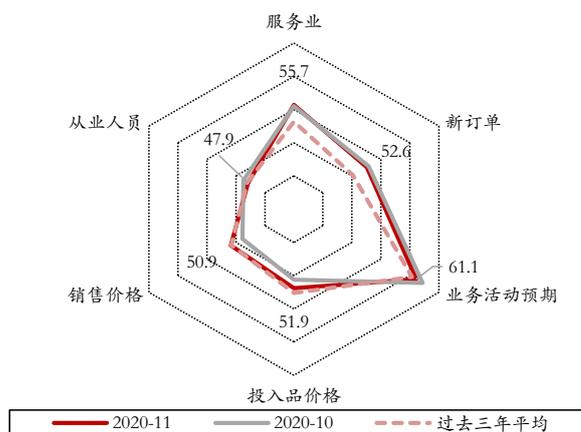
建筑业有回落趋势，服务业订单较强。与历史数据相比 11 月建筑业新订单指数 54，比历史平均水平低 1.9 个百分点，且业务预期指数也较历史水平低 3.9 个百分点，我们认为对建筑业造成负面影响的因素在于进三个月基建投资增速回落和当前对房地产融资的收紧，但从业人员指数较强，或表明年底存在集中竣工的情况。服务业整体平稳恢复，但从业人员指数较 10 月下降 0.8 个百分点，较历史平均水平也略偏弱。

图表 5. 建筑业 PMI 与历史同期相比



资料来源：万得，中银证券

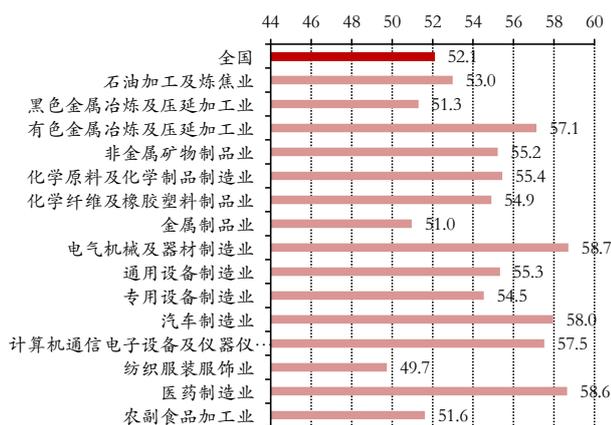
图表 6. 服务业 PMI 与历史同期相比



资料来源：万得，中银证券

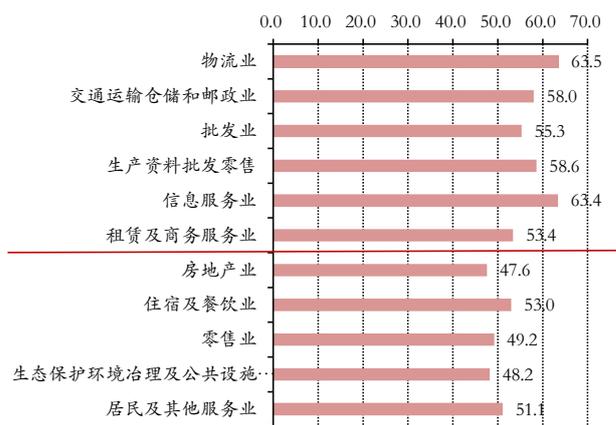
制造业 15 个主要行业当中，14 个处于荣枯线以上，9 个 PMI 指数较 10 月进一步上行。其中仅纺织服装服饰业处于荣枯线以下，较 10 月 PMI 明显上升的包括医药制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业、化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业等。非制造业中生产性服务业整体表现好于消费性服务业，特别是生产资料批发零售业和物流业较 10 月明显上升。

图表 7. 制造业主要行业 PMI



资料来源：中采，中银证券

图表 8. 非制造业主要行业 PMI



资料来源：中采，中银证券

风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1168



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn