

普遍改善预示复苏加快，但就业仍显不足

——2020年11月PMI数据点评及债市观点

要点

事件

11月份中国制造业PMI为52.1%，比10月上升0.7个百分点；非制造业商务活动指数为56.4%，比10月上升0.2个百分点；综合PMI产出指数为55.7%，比10月上升0.4个百分点。三大指数均位于年内高点。

点评

制造业：普遍改善，多项指数创近期高点。11月中国制造业PMI为52.1%，与10月相比上升0.7个百分点，连续9个月位于荣枯线以上，且创年内新高，并创2017年10月以来新高，说明制造业仍处在向好通道中，且呈现出加速恢复态势。另外各项分类指数亦出现普遍改善情况。生产指数继续攀高，但较大概率将是近期高点。需求继续向好，内生动力增强，新订单和新出口订单指数则升至53.9%和51.5%，分别比10月上升1.1、0.5个百分点。两项价格指数均创新高，价格环境对经济复苏友好。库存指数转为上升，说明制造业企业尚处在主动补库存阶段。上月表现不佳的小企业PMI、从业人员指数等均出现一定程度改善。

非制造业：指数再创近期新高，但需求和就业稍显不足。11月非制造业商务活动指数为56.4%，比10月上升0.2个百分点，连续9个月高于临界点，且再创2012年7月以来新高，表明非制造业的复苏仍在加快。但从需求来看，稍显不足。11月非制造业商务活动新订单52.8%，比10月下降0.2个百分点。11月非制造业从业人员指数为48.9%，比10月回落0.5个百分点，且持续处于荣空线以下，就业压力仍然较大。

债市观点

目前10Y国债收益率的估值处于中性略偏高的位置。基本面方面，从三季度经济数据来看，后续基本面要想恢复到疫情发生前需要一定时间，但高度相对确定，相应制约收益率的高度。流动性方面，融资稳则利率稳，目前DR007已相对稳定，CD利率的稳定或小幅下行也是可期的。三季度货币政策执行报告中，央行提出‘根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来’，表述相对中性。今天央行意外进行了MLF操作，但背后的逻辑仍是呵护市场，防止资金紧张（1年期资金利率较高）又预防资金过剩（12月财政投放较多）。后续随着基本面走出单边向上发展轨道且银行负债端的逐步稳定，长端利率亦会趋稳甚至出现阶段性机会。

风险提示

目前境外疫情再次恶化，给我国施加输入压力，也为全球经济复苏增加了不确定性；国内疫情零星出现，防控压力仍然较大；经济仍处在复苏进程中，需关注复苏的进度和高度；一些政策的实施效果也需要进一步观察。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
021-22169112
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：邬亮

执业证书编号：S0930518040003
010-58452047
wuliang16@ebsecn.com

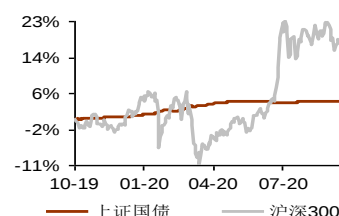
分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-58452070
weiwux@ebsecn.com

联系人：李枢川

执业证书编号：S0930119120016
010-58452065
lishuchuan@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

价格环境改善，小企业和就业问题仍存——
2020年10月PMI数据点评及债市观点
(2020-10-31)

供需皆向好但价格是隐忧——2020年9月
PMI数据点评及债市观点 (2020-09-30)

1、事件

2020年11月30日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了11月中采PMI指数。11月份中国制造业PMI为52.1%，比10月上升0.7个百分点；非制造业商务活动指数为56.4%，比10月上升0.2个百分点；综合PMI产出指数为55.7%，比10月上升0.4个百分点。三大指数均位于年内高点。

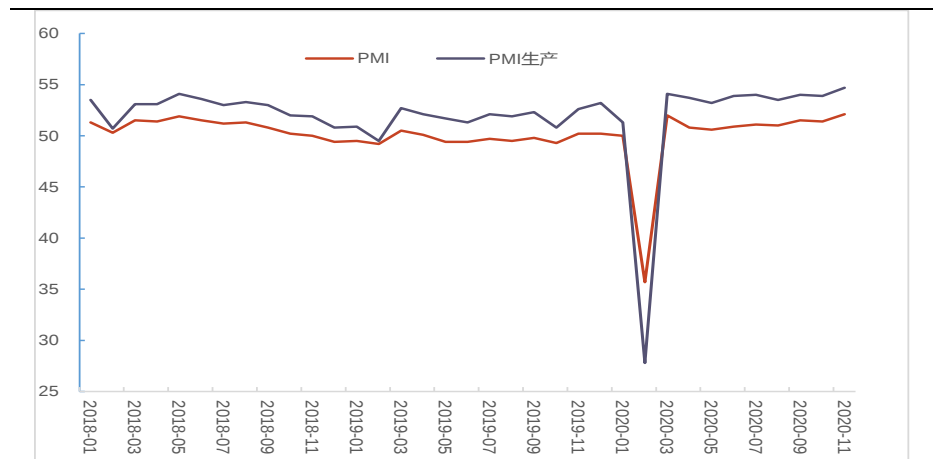
2、点评

制造业：普遍改善，多项指数创近期高点

11月中国制造业PMI为52.1%，与10月相比上升0.7个百分点（10月环比下降0.1个百分点），连续9个月位于荣枯线以上，且创年内新高（此前年内高点为3月的52.0%），并创2017年10月以来新高，说明制造业仍处在向好通道中，且呈现出加速恢复态势。另外，11月各项分类指数亦出现普遍改善情况：

1) 生产指数继续攀高，但较大概率将是近期高点。回顾近几个月PMI生产指数情况，生产指数情况表现连续超过市场预期。3月PMI生产指数创下54.1%的前期年内高点后，此后稍有回落，7月、9月均再次升至54.0%。10月PMI生产指数较9月下降0.1个百分点，为53.9%。由于今年冬天来临较早，因此市场预期11月生产可能受到一定程度影响，但本月指数较10月上升了0.8个百分点至54.7%，提升幅度明显。另外，生产指数54.7%也持平了2012年4月以来的最高点（此前这一高位发生在2017年9月），也说明目前制造业生产的超强表现。后续，随着寒冬的降临，我们认为生产强度回落的概率较大。

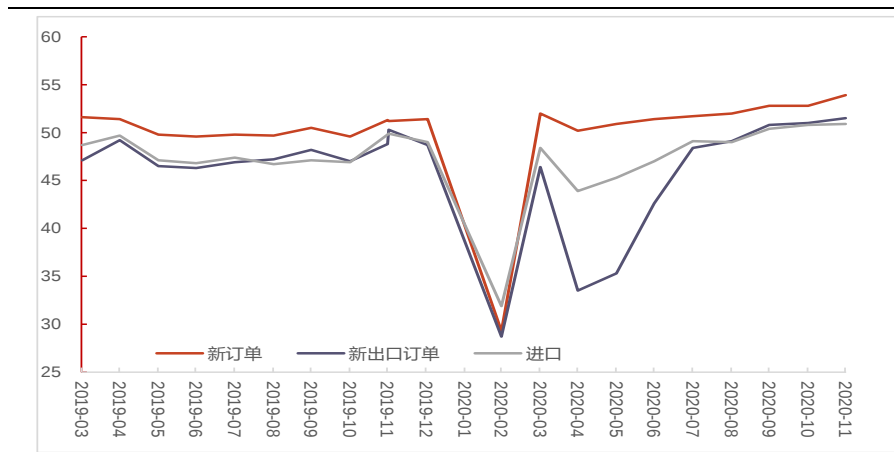
图1：11制造业PMI和生产指数均再创近期高点



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2) 需求继续向好，内生动力增强。4月开始，新订单、新出口订单两项指数持续回升。9月新订单和新出口订单分别创下27个、28个月以来新高。10月两项需求指数则继续向好。11月新订单和新出口订单指数则升至53.9%和51.5%，分别比10月上升1.1、0.5个百分点。新订单指数的快速上升，说明境内需求继续向好，经济恢复加快。另外，近期境外疫情蔓延有所加快，且着疫苗上市的时间越发临近，一些经济体制造业也出现一定的恢复性改善，这些都推动我国出口需求进一步回暖。进口方面，9月进口指数今年以来首次升至荣枯线以上（50.4%），10月进口指数为50.8%，本月则上升0.1个百分点至50.9%，进口也维持在较高水平。

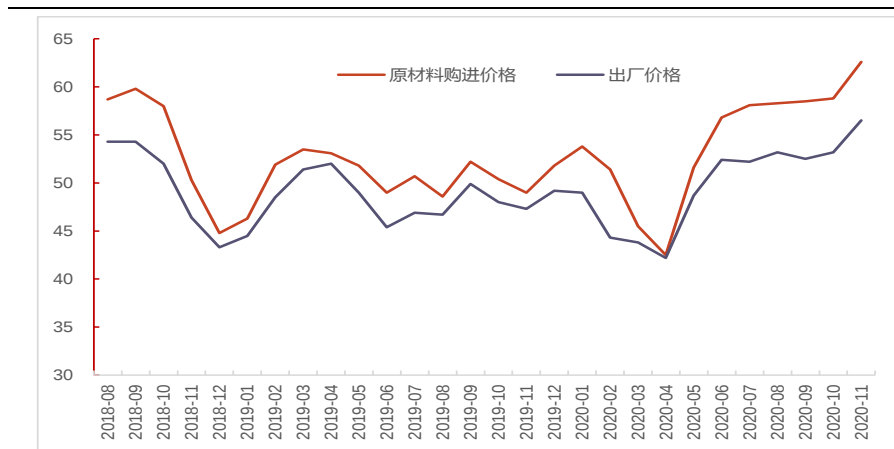
图 2：11 月需求改善明显，进口也维持在较高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

3) 两项价格指数均创新高，价格环境对经济复苏友好。11 月原材料购进价格指数、出厂价格指数分别为 62.6%、56.5%，分别较 10 月上升 3.8、3.3 个百分点，且均创下近期新高（原材料购进价格、出厂价格指数分别创 2017 年 11 月、2017 年 10 月以来新高）。价格指数维持在相对较高水平且持续向好，说明目前基本面整体处于量价齐升的局面，而价格环境的向好，则为需求持续提升创造更友好的环境。另外，也需要注意到，原材料购进价格与出厂价格指数的差值攀升到 6.1 个百分点，相对水平较高，也说明上游价格上涨更快，抑制制造业企业盈利能力，后续也需持续关注这一情况。

图 3：两项价格指数均创近期新高



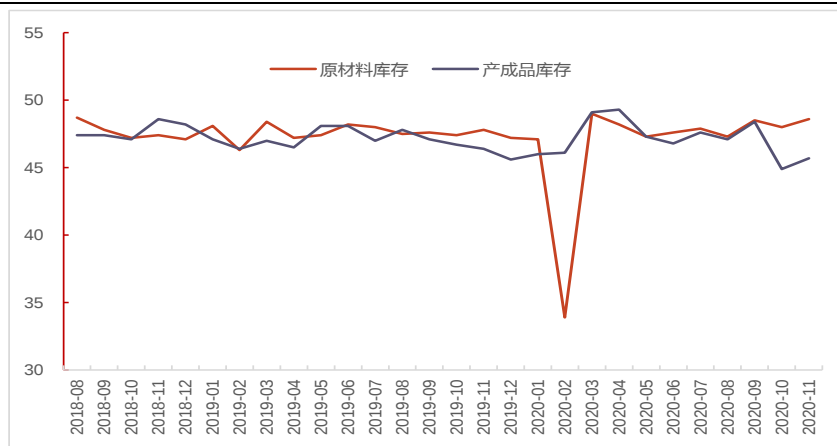
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

4) 库存指数转为上升，说明制造业企业尚处在主动补库存阶段。从 27 日国家统计局公布的 10 月规模以上工业企业运行数据分析可以发现，目前工业企业仍处于主动补库存阶段，但销售端增长更快，因此带来库存增速减慢。从 PMI 数据来看，9 月开始，原材料库存指数和产成品库存指数均从下降通道中走出转为回升，而 10 月这两项指数均稍有下降（这个情况可以与 10 月工业企业运行情况相互印证），而 11 月这两项指数均快速出现回升，说明制造业企业仍处于主动补库存的阶段。

5) 上月表现不佳的小企业 PMI、从业人员指数等均出现一定程度改善。小企业 PMI 与整个 PMI 走势同步问题一直为市场关心的。6-8 月两者不同步的情况明显，表现为全体 PMI 向好，但小企业 PMI 表现不佳，9 月这一情况得到一定改善。但 10 月小型企业 PMI 重新降至荣枯线以下（比 9 月下降了 0.7 个百分点），同时小型

企业新订单指数有所回落，明显低于制造业总体水平，显示出小型企业市场需求尤显不足。11月小企业制造业PMI为50.1%，比上月上升0.7个百分点，但相比中型企业回升幅度（1.4个百分点）来说，回升幅度仍稍显不足。另外，11月从业人员指数为49.5%，比10月上升0.2个百分点，稍有改善，但仍处于荣枯线以下。

图4：11月两项库存指数均出现回升

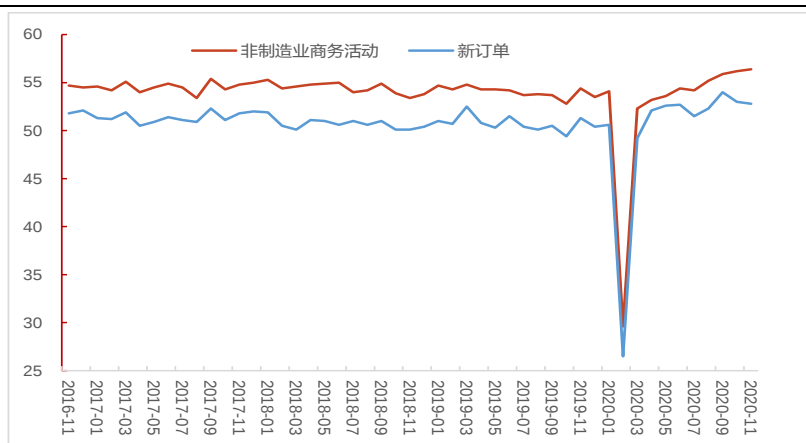


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

非制造业：指数再创近期新高，但需求和就业稍显不足

11月非制造业商务活动指数为56.4%，比10月上升0.2个百分点，连续9个月高于临界点，且再创2012年7月以来新高，表明非制造业的复苏仍在加快。但从需求来看，稍显不足。11月非制造业商务活动新订单52.8%，比10月下降0.2个百分点。

图5：11月非制造业商务活动指数再创2012年7月以来新高，但需求稍显不足



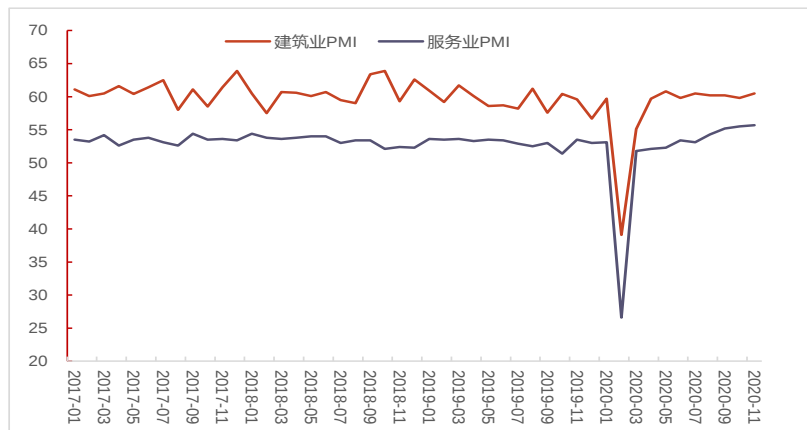
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

建筑业和服务业活动指数均继续上升。从行业来看，11月建筑业商务活动指数为60.5%，比10月上升0.7个百分点。11月服务业商务活动指数为55.7%，比10月上升0.2个百分点。

就业压力仍然较大。11月非制造业从业人员指数为48.9%，比10月回落0.5个百分点，且持续处于荣枯线以下，说明就业压力仍然较大。11月建筑业从业人员指数54.4%，比10月上升1.2个百分点，似已经走出持续下降态势。11月服务业从业人员指数为47.9%，比10月下降0.8个百分点，下降幅度较大。本月从业人员指数情况的表现说明，目前就业形势仍不容乐观。

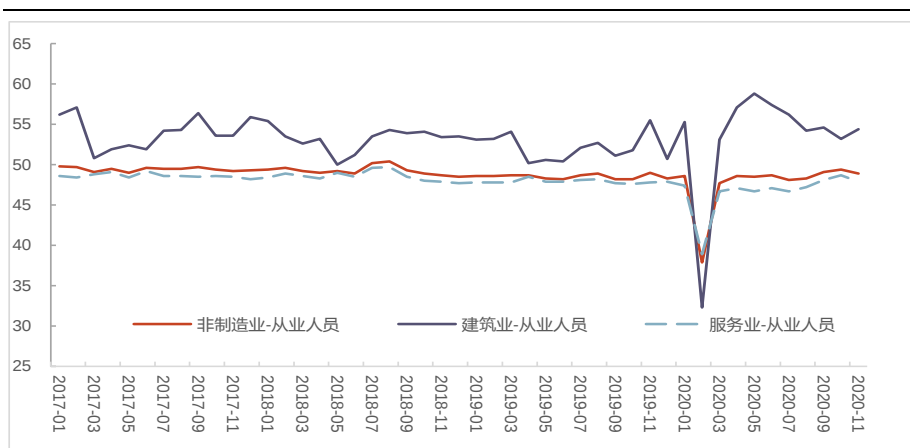
从近期相关数据来看，目前经济仍复苏通道中，有些经济指标的甚至已经超过疫情前的情景，但一些不确定因素也在开始显现。后续，经济复苏仍然是主基调，需要关注经济能够攀升到的高度、内需改善情况以及外部风险。

图 6：11 月建筑业和服务业商务活动指数均现上升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 7：11 月非制造业就业压力仍然较大



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

3、债市观点

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_1190

