

PMI 回升背后的原因

——点评 11 月 PMI 数据

宏观数据点评

2019 年 12 月 2 日

报告摘要：

11 月制造业 PMI 指标显示供需回升，与价格下滑形成分化，背后绕不开基建和地产。

● 生产超季节性，新出口订单回暖的可持续性仍待观察。

11 月制造业 PMI 较上月回升 0.9 个百分点至 50.2%，高于市场预期。其中，生产指标较上月大幅回升 1.8 个百分点至 52.6%，远超季节性因素。PMI 调查具有较强的主观性，中型企业指标存在分化，存在过于乐观的疑问。新出口订单指标的回升主要来自于小型企业的 6.3 个百分点回升贡献，感恩节、黑五和圣诞节等海外重要节日集中到来，玩具、圣诞树、礼物等商品需求较高，美国推迟该部分商品加征关税，有助于小型企业出口前景获得爆发性反弹，但是可持续性有待观察。

● 供需回升和价格下滑背离，绕不开基建和地产。

供需回升，与购进价格和出厂价格收缩形成分化，实体经济对制造业的需求并未真正改善。8 月以来国房景气指数持续回升，目前已超越今年一季度房地产小阳春时的水平，近期专项债、资本金相关政策利好接连不断释放，毫无疑问，地产和基建正是需求回升的主要来源。11 月高频数据显示，螺纹钢、水泥等地产基建系产品价格明显回升，动力煤价格等内生动能系产品价格明显回落，又是一个大分化。地产投资已是强弩之末，明年一季度起将快速下降。

● 首提企业资金紧张，年底考核可能压缩银行主动贷款意愿。

PMI 调查数据首次提到资金紧张的企业比重为 38.2%，高于上月 1.5 个百分点，反映资金紧张问题仍较突出。主动贷款是一种顺周期行为。我国银行系统监管和考核制度非常严格，银保监会的考核新规再次强调了防风险任务。部分银行贷款不良率有所上升或处于高位。此外，年底考核将近，银行首要任务将趋向于改善资产负债表，主动贷款意愿将下降。

● 接下来一个时期，急需培育不依赖于地产的制造业内生动能。

2020 年我们将迎来一个“地产萧萧下+基建款款升”的组合，二者合计难以对宏观经济提供足够支撑，加快培育内生动能仍是当务之急。我们继续呼吁，货币政策、财政政策、结构性改革宜汇聚一心，共同发力，呵护中国经济行稳致远。

● 风险提示：全球经济前景进一步恶化，经济动能未能平稳接力。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

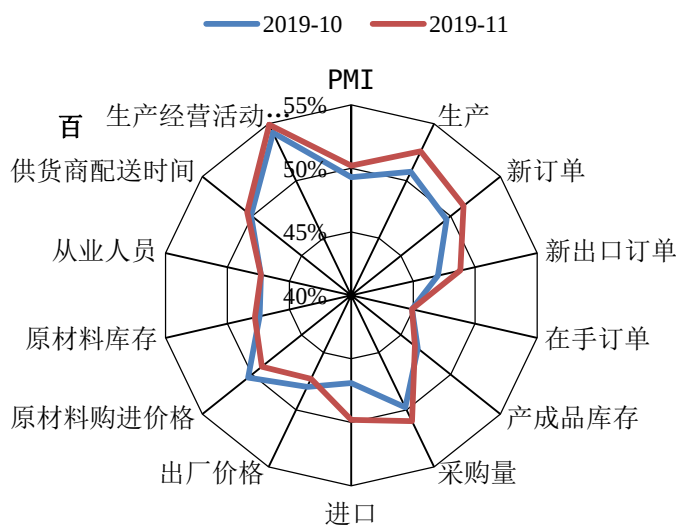
中国 11 月官方制造业 PMI 50.2%，前值 49.3%。

中国 11 月官方非制造业 PMI 54.4%，前值 52.8%。

一、11 月制造业 PMI 指标超预期回升，绕不开基建和地产

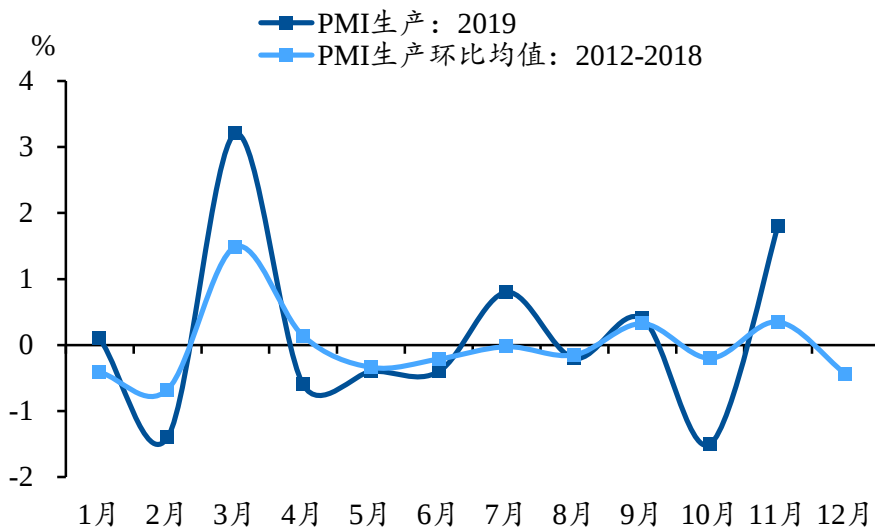
PMI 多项重要指标均有回升，生产超季节性，新出口订单回暖的可持续性仍待观察。11 月制造业 PMI 较上月回升 0.9 个百分点至 50.2%，高于市场预期。其中，除了价格和产成品库存指标继续回落以外，其余指标均有不同程度的回升，尤其是生产指标，较上月大幅回升 1.8 个百分点至 52.6%，远超季节性因素（图 1，图 2）。PMI 调查具有较强的主观性，虽然 11 月生产高频数据显示工业生产有回升迹象，但是仍未到乐观的时候。例如，11 月中型企业在订单指标回落，两大价格指标差距走扩，库存指标加速下滑的情况下，生产指标大幅回升 2.1 个百分点至 52%，重回景气区间。另一方面，新出口订单指标的回升主要来自于小型企业的 6.3 个百分点回升贡献。感恩节、黑五和圣诞节等海外重要节日集中到来，玩具、圣诞树、礼物等商品需求较高，加上美国推迟该部分商品加征关税，有助于小型企业的出口前景出现爆发性反弹，但是可持续性有待观察。

图 1：11 月制造业 PMI 较 10 月有明显改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

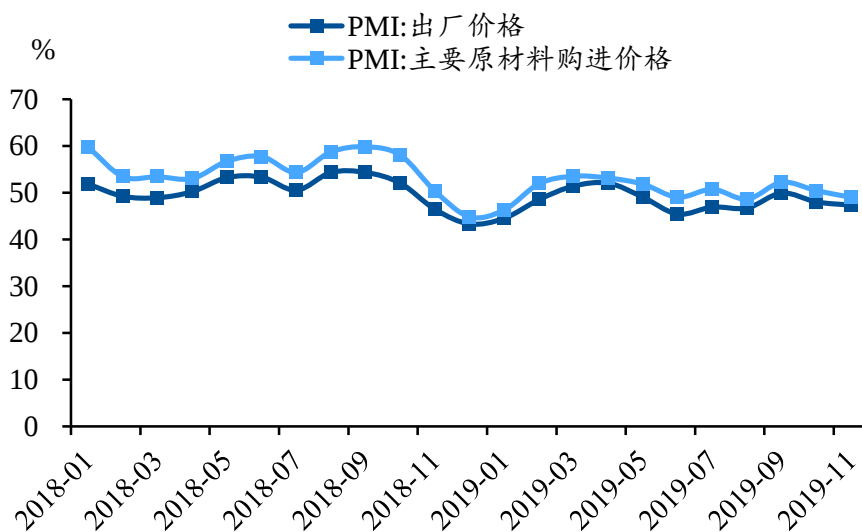
图 2：11 月 PMI 生产回升远超季节性



资料来源：Wind，民生证券研究院

产需回升，与购进价格和出厂价格收缩形成分化，实体经济对制造业的需求并未真正改善。新订单指标较 10 月回升 1.7 个百分点，产成品库存则延续下滑趋势。但是，原材料购进价格和产成品出厂价格指数分别回落了 1.4 个百分点和 1.3 个百分点，与前述指标出现罕见的大分化（图 3）。那么新订单指数回升背后的需求是从哪里来的？8 月以来国房景气指数持续回升，目前已超越今年一季度房地产小阳春时的水平，近期专项债、资本金相关政策利好接连不断释放，毫无疑问，地产和基建正是需求回升的主要来源。11 月高频数据显示，螺纹钢、水泥等地产基建系产品价格明显回升，动力煤价格等内生动能系产品价格明显回落，又是一个大分化。另外，基建回升确定性较强，即便专项债难以提前发行，额度已下，开放商知道地方政府有钱，可能先开工后付款。区域来看，北方受低温和下雪等影响不利于开工，但是南方不存在气候问题。

图 3：PMI 两大价格指标继续回落



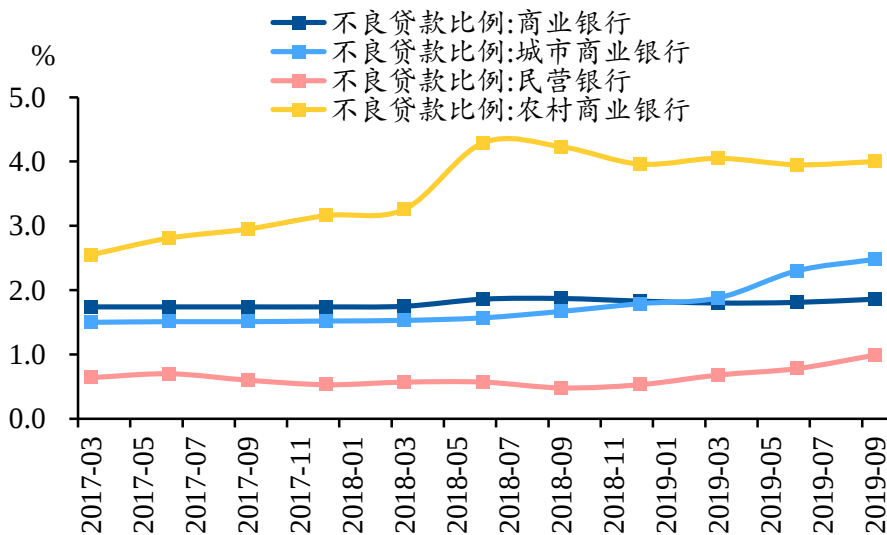
资料来源：Wind，民生证券研究院

地产投资已是强弩之末，明年一季度起将快速下降。2019 年房地产投资具有两个突出特点，一是建筑工程和安装工程走势明显分化，二是期房销售明显好于现房销售。其背后原因在于，面对房住不炒调控高压，开发商采取了抢施工抢销售的应对策略。但施工增长快于销售不可持续，我们判断 2020 年一季度起施工面积增速面临回落压力，届时房地产投资可能快速下滑，需要高度重视中国经济守住增长底线的重要性和紧迫性。

二、首提企业资金紧张，消费假日效应提振服务业 PMI 回升

PMI 调查首提企业资金紧张，年底考核可能压缩银行主动贷款意愿。 PMI 调查数据首次提到资金紧张的企业比重为 38.2%，高于上月 1.5 个百分点，反映资金紧张问题仍较突出。不同于社融数据从供给端统计，统计局数据从贷款需求端来观察实体经济融资难问题。但两者应该合并分析，银行贷款是一种顺周期行为：经济上行时，银行愿贷；经济下行时，银行怕贷和惜贷，尤其是贷款扩张较快的银行。我国银行系统监管和考核制度非常严格，银保监会的考核新规再次强调了防风险任务。目前，经济增速放缓，民营银行不良率上升，城商行则是处于高位，今年三家银行（包行、锦州银行和恒丰银行）被托管或者注资重组（图 4）。此外，年底考核将近，银行的首要任务将趋向于改善资产负债表，压缩主动贷款意愿。类似的情形在 10 月美联储会议纪要中被提到，大型银行在完成年底考核前可能减少甚至退出银行间市场，只为了保证通过压力测试考核。这可能将加剧货币市场波动，美联储有必要提高回购规模来投放流动性。

图 4：城商行不良贷款比例仍处高位，民营和农商行风险上升

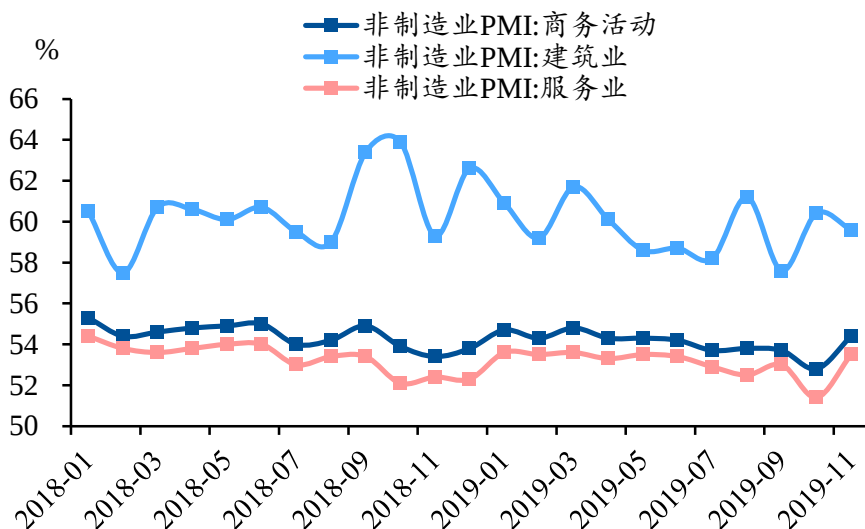


资料来源：Wind，民生证券研究院

服务业增速加快，建筑业仍处高位。 11 月非制造业 PMI 指数为 54.4%，较上月回升 1.6 个百分点（图 5）。其中，服务业指数环比回升 2.1 个百分点至 53.5%，批发零售、货物运输及仓储、快递、电信互联网软件、金融等行业商务活动指数环比明显上升，是带动服务业加快扩张的主要力量。国内外消费假日效应对制造业和服务业的提振作用可能是“久旱逢甘露”，外部不确定性仍存，全球经济下行趋势并未改变。建筑业商务活动指数为 59.6%，比上月回落 0.8 个百分点，位于较高景气区间。由于制造业和服务业 PMI 均有明显回升，综合 PMI 产出指数为 53.7%，比上月上升 1.7 个百分点，接近今年

3月高位。

图 5：服务业回升拉动非制造业回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：接下来一个时期，急需培育不依赖于地产的制造业内生动能

中国基建在质和量上仍有上升空间，2020 年在贷款发力、专项债放量、资本金新政等因素支撑下，我们测算基建投资增速能达到 7-8%。综上所述，2020 年我们将迎来一个“地产萧萧下+基建款款升”的组合，二者合计难以对宏观经济提供足够支撑，加快培育内生动能仍是当务之急。我们继续呼吁，货币政策、财政政策、结构性改革宜汇聚一心，共同发力，呵护中国经济行稳致远。

风险提示

全球经济前景进一步恶化，经济动能未能平稳接力。

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_8613

