



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## PMI 超季节性回升 持续性有待观察

—11月 PMI 数据点评

2019年12月2日

### 分析师:

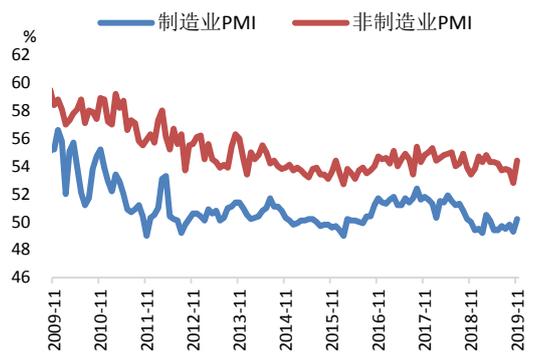
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

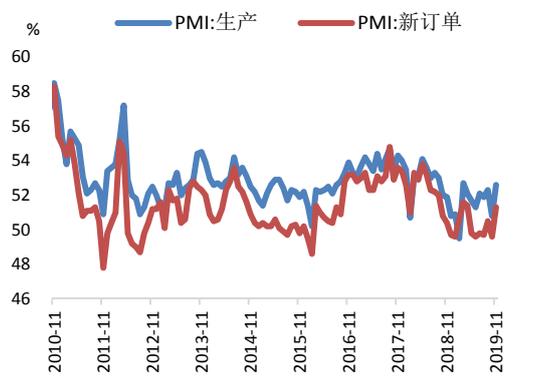
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

### PMI



### 生产与订单



### 相关报告

- 1.《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
- 2.《经济下行压力尚存,疏通机制甚于放水—2019年中期国内宏观经济展望》
- 3.《PMI超预期回落,内外需均偏弱—5月PMI数据点评》
- 4.《供给与外需边际改善推动PMI回升—7月PMI数据点评》

### 内容提要:

11月中国综合PMI产出指数为53.7%,环比回升1.7个百分点;制造业PMI指数为50.2%,环比回升0.9个百分点;非制造业经营活动指数为54.4%,环比回升1.6个百分点。

10月制造业PMI超季节性回落,11月超季节性回升,从大环境看并没有明显变化,除了中美贸易摩擦显露出一些积极信号、国内逆周期调节持续(特别是2020年专项债额度可能会提前下达)等。分项指标中,除了购进价格指数(-1.3%)与产成品库存指数(-0.3%)下降、从业人员指数持平外,其他均出现不同程度的上升,尤其是生产、新订单以及进口指数反弹幅度较大。

11月制造业PMI指数超预期回升至50%之上,各主要分项指标均较上月回升,经济企稳迹象初显。一方面年中以来逆周期调整力度加大有助于经济企稳,近期外围经济体边际复苏与中美贸易摩擦情绪缓和有利于进出口,PMI指数有所反映;另一方面,今年暖冬有助于基建投资与地产投资,与10月以来钢铁持续去库存一致,提升生产指数与新订单指数。不过,当前库存周期仍在底部,没有更多的迹象显示会大幅上升,未来或更多地以小幅回暖为主的走势,很难强力拉动经济回升,11月制造业PMI大幅回升或是短暂情况,12月可能会再度回落。综合而言,经济仍有下行压力但无失速风险,更多的企稳信号有待进一步观察。

**风险提示:** 通胀超预期,经济增速超预期下行,海外黑天鹅风险等。

**事件：**国家统计局 11 月 30 日公布的数据显示，10 月中国综合 PMI 产出指数为 53.7%，环比回升 1.7 个百分点；制造业 PMI 指数为 50.2%，环比回升 0.9 个百分点；非制造业经营活动指数为 54.4%，环比回升 1.6 个百分点。

**点评：**11 月制造业 PMI 指数超预期回升至 50% 之上，各主要分项指标均较上月回升，经济企稳迹象初显。一方面年中以来逆周期调整力度加大有助于经济企稳，近期外围经济体边际复苏与中美贸易摩擦情绪缓和有利于进出口，PMI 指数有所反映；另一方面，今年暖冬有助于基建投资与地产投资，与 10 月以来钢铁持续去库存一致，提升生产指数与新订单指数。不过，当前库存周期仍在底部，没有更多的迹象显示会大幅上升，未来或更多地以小幅回暖为主的走势，很难强力拉动经济回升，11 月制造业 PMI 大幅回升或是短暂情况，12 月可能会再度回落。综合而言，经济仍有下行压力但无失速风险，更多的企稳信号有待进一步观察。

### 1、制造业 PMI 超季节性回升

10 月制造业 PMI 超季节性回落，11 月超季节性回升，从大环境看并没有发生明显变化，除了中美贸易摩擦显露出一些积极信号、国内逆周期调节持续（特别是 2020 专项债额度可能会提前下达）等。

从历史对比看，11 月制造业 PMI 超季节性、超预期回升，虽然绝对值仍低于 2012-2018 年均值（50.6%），但环比表现（+0.9%）远好于历史均值（持平），且为 2008 年以来最高。

分项指标中，除了购进价格指数（-1.3%）与产成品库存指数（-0.3%）下降、从业人员指数持平外，其他均出现不同程度的上升，尤其是生产、新订单以及进口指数反弹幅度较大。

### 2、供需指标大幅反弹

生产指数反弹 1.8 个百分点至 52.6%，后者低于 2012-2018 年历年 11 月均值（53.1%），为近 10 年来中等水平。考虑到 10 月生产指数大幅回落 1.6 个百分点，11 月供给端更多的是修复。近 10 年中 11 月生产指数高于 9 月曾出现在 2012 年（+1.2%）与 2016 年（+1.1%），后两者 GDP 均出现回升。2012 年 4 季度 GDP 同比增速较 3 季度上行 0.6 个百分点，2016 年则加速 0.1 个百分点，而 2019 年 11 月（+0.2%）上行速度不及 2012、2016 年，且二产（工业）对 GDP 的贡献率下降，因此并不能把单月生产端的大幅回升作为 GDP 触底上行的充分证据。

生产环比大幅回升与逆周期调节持续、中美贸易摩擦情绪缓和、暖冬以及季节性等因素相关。从中观高频数据看，近期水泥价格涨至 2011 年以来新高，11 月螺纹钢价格从月初的同比跌幅持续收窄转至月底的同比转正，均是市场对基建类投资回暖的一定反映；11 月 6 大发电集团日均耗煤量环比回落 1.0%，好于 10 月的-8.3%，但同比增长 16.3%，弱于 10 月的 19.3%；11 月高炉开工率周均值较 10 月上升 2.8 个百分点，但同比回落 2.1 个百分点。从上述同比数据看，回升幅度均不及环比。

需求指标亦大幅回升。11 月新订单指数环比反弹 1.7 个百分点至 51.3%，接近 2012-2018 年均值（51.6%）。近期中观高频数据显示内需边际改善但总体仍较弱，其中 11 月 30 个大中城市商品房成交面积同比下滑 5.2%，弱于 9 月（+10.8%）、10 月（+4.4%），但后半个月有所改善；11 月前 3 周乘用车零售日均销售同比下滑 17.8%，弱于 9-10 月，但近 2 周跌幅有所收窄。此外，11 月购进价格指数大幅下滑 1.4 个百分点，与同月南华工业品价格指数均值环比持平、同比上涨 7.5%有一定分歧，亦和需求指标大幅反弹形成反差。

### 3、外需回升较多

受中美贸易谈判出现积极迹象、圣诞与新年订单增多影响，11 月新出口订单指数环比上涨 1.8 个百分点至 48.8%，为近 7 个月最高；绝对值则接近 2012-2018 年均值（49.1%）。中美贸易谈判释放积极信号，市场情绪有所缓和，但最终结果仍存有反复可能。受全球主要央行趋于宽松、贸易摩擦情绪缓和等因素影响，近期全球制造业 PMI 边际复苏，在 11 月已公布数据的主要国家中，欧元区环比上行 0.7 个百分点至 46.6%，日本上行 0.2 个百分点至 48.6%，美国（Markit）上行 0.9 个百分点至近 7 个月最高。短期而言，出口存有小幅改善可能。

### 4、库存周期回升可期但幅度不可过分乐观判断

11 月原材料库存指数环比上升 0.4 个百分点至 47.8%，产成品库存回落 0.3 个百分点至 46.4%，采购量指数回升 1.2 个百分点至 51.0%。我们在此前的报告中提出，虽然供需边际改善，但新订单指数走势反复，企业仍处于观望态度，而且央行公布的三季度调查报告亦显示，当前企业家和银行家对经济预期偏弱，企业景气指数和盈利指数均有所回落，短期内企业经营仍面临压力。

最近的一轮库存周期已经进行了 40 个月，按照通常周期 40 个月左右的历史经验看似乎已经见底。但是否历史情况是否能再度显现，库存周期

