

证券研究报告 / 宏观数据

内外需的改善或具备一定持续性——11月 PMI 数据点评

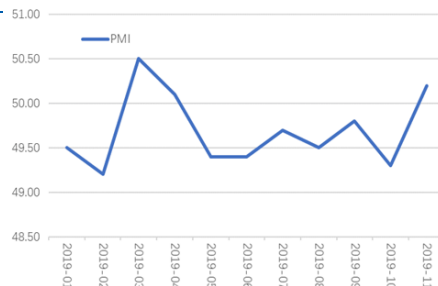
报告摘要:

中国 11 月制造业 PMI 录得 50.2%，超出市场预期的 49.6%，前值 49.3%。制造业 PMI 自 5 月份以来首次重回荣枯线以上。生产指数为 52.6%，比上月上升 1.8 个百分点。产成品库存继续下降，去库存进程仍在持续，但生产指数和原材料库存均回升，显示出企业补库存的迹象。

11 月 PMI 回升的主要看点在于内外需的改善，虽然其中有一定季节性因素，但我们认为此改善具备一定持续性。内需来看，新订单指数为 51.3%，比上月上升 1.7 个百分点，指向制造业市场需求有较大提升。汽车和基建是其中的亮点。今年汽车行业持续衰退，但我们认为汽车行业的库存周期已经接近底部，目前为被动去库存，即将进入主动补库存阶段。基建在一系列政策刺激下有望持续回暖，拉动相关需求。外需来看，11 月新出口订单回升 1.8 个百分点至 48.8%，指向外需边际改善。国外 12 月圣诞节前需求增加是一方面的解释，但我们认为更主要的原因是 10 月份以来主要经济体的经济数据均有所好转。但是 11 月价格指数仍在下降，需求的回升目前尚不强劲。分企业类型来看，大中小型企业景气度均回暖，小型企业更加明显。政策支持下，下半年产业债信用利差持续降低，小型企业融资环境有所改善，是景气度提升的重要原因。

11 月非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月回升 1.6 个百分点，为 4 月份以来的高点。但是非制造业 PMI 的回升未必具有持续性。11 月服务业商务活动指数为 53.5%，比上月回升 2.1 个百分点，但这与“双十一”促销活动有很大关系，这个因素的冲击将在 12 月迅速消退。建筑业商务活动指数为 59.6%，较上月回落 0.8 个百分点。我们认为未来房地产行业处于慢下行趋势，将部分对冲基建领域的回升，建筑业整体难有持续回暖。

11 月份制造业 PMI 大幅回升反映出内需外需边际回暖。库存周期回补将是明年经济中的一大亮点，值得关注。预计明年制造业投资将会修复至合理水平。财政政策仍将保持积极，促进基建投资的政策力度不断加强，将拉动未来需求，与制造业库存周期的回升共同促进投资的修复。价格指数维持下行趋势，PPI 与 CPI“冰火两重天”之下，我们认为货币政策将保持相对宽松的整体态度，因为 PPI 下行更能反映出经济的实际运行情况。在需求回暖与政策发力的效果之下，我们认为四季度经济将会企稳，明年经济增长能保持 6% 左右的增速。



相关报告

《决胜小康——2020 年宏观经济及资产配置展望》(20191126)

《全球货币政策延续宽松，经济共振到分化，人民币有望升值——2020 年海外宏观年度展望》(20191120)

《2020 年通胀走势预测及货币政策展望》(20191117)

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 主要数据	3
2. 内需和外需两条主线均边际改善	3
3. 服务业景气度提升，建筑业如期下降	6
4. 制造业回暖可期，政策仍将发力	7

图 1: 制造业 PMI 重回荣枯线以上	3
图 2: 生产指数大幅回升	4
图 3: 原材料和产成品库存背离	4
图 4: 制造业需求大幅回升	4
图 5: 汽车行业处于被动去库存阶段	4
图 6: 新出口订单回升	5
图 7: 主要经济体的制造业景气度改善	5
图 8: 价格指数仍在下降	5
图 9: 小型企业景气度提升更加明显	6
图 10: 信用利差持续下降	6
图 11: 非制造业 PMI 大幅回升	6
图 12: 服务业提升难持续	7
图 13: 建筑业难有持续回暖	7

1. 主要数据

中国 11 月官方制造业 PMI 50.2%，预期 49.6%，前值 49.3%。

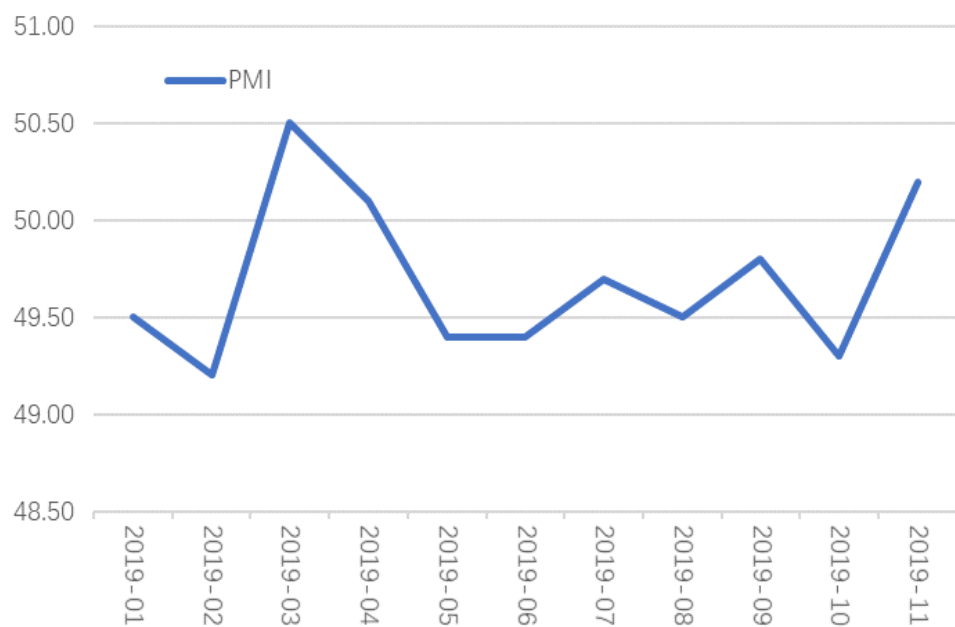
中国 11 月官方非制造业 PMI 54.4%，前值 52.8%。

中国 11 月官方综合 PMI 53.7%，前值 52.0%。

2. 内需和外需两条主线均边际改善

中国 11 月制造业 PMI 录得 50.2%，超出市场预期的 49.6%，前值 49.3%。制造业 PMI 自 5 月份以来首次重回荣枯线以上，多项指标均有改善，显示出四季度经济企稳迹象。

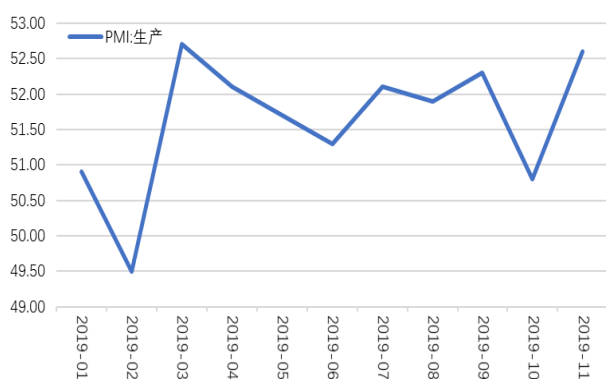
图 1：制造业 PMI 重回荣枯线以上



数据来源：东北证券，Wind

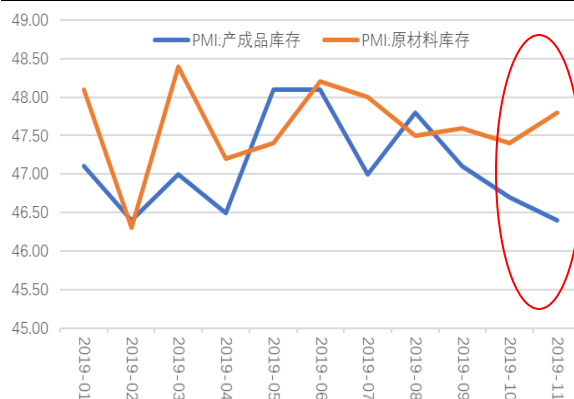
生产指数大幅提升，制造业呈现明显的即将进入被动去库或已经开始补库的特点。11 月份生产指数为 52.6%，比上月上升 1.8 个百分点；同时原材料库存指数为 47.8%，比上月回升 0.4 个百分点；产成品库存回落 0.3 个百分点至 46.4%。产成品库存继续下降，去库存进程仍在持续，但生产指数和原材料库存均回升，显示出企业补库存的迹象。

图 2: 生产指数大幅回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 原材料和产成品库存背离

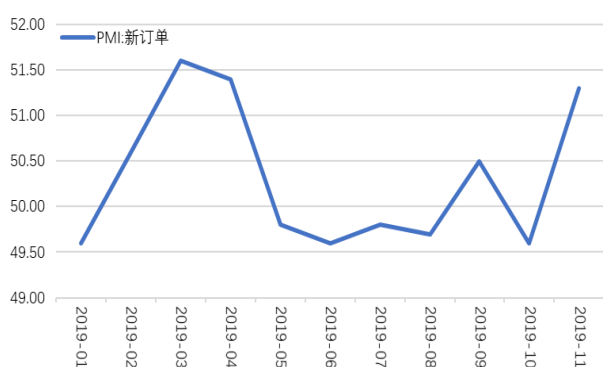


数据来源: 东北证券, Wind

11 月 PMI 回升的主要看点在于内外需的改善, 虽然其中有一定季节性因素, 但我们认为此改善具备一定持续性。

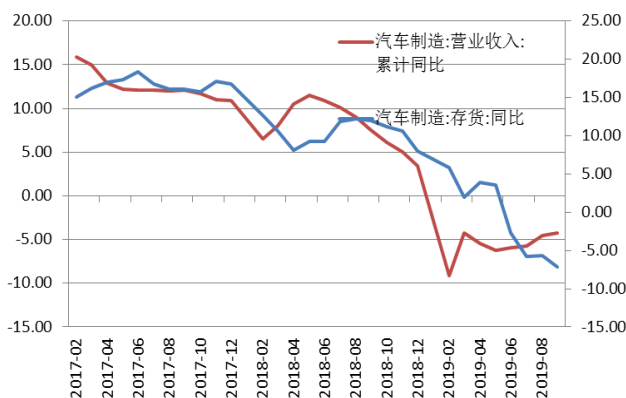
首先看内需。新订单指数为 51.3%, 比上月上升 1.7 个百分点, 指向制造业市场需求有较大提升。农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药、汽车、铁路船舶航空航天设备等制造业生产指数和新订单指数双双上升, 且均位于扩张区间。汽车和基建是其中的亮点。今年汽车行业持续衰退, 但我们认为汽车行业的库存周期已经接近底部, 目前为被动去库存, 即将进入主动补库存阶段。基建在一系列政策刺激下有望持续回暖, 拉动相关需求。11 月进口指数大幅回升至 49.8%, 也反映出内需的改善。

图 4: 制造业需求大幅回升



数据来源: 东北证券, Wind

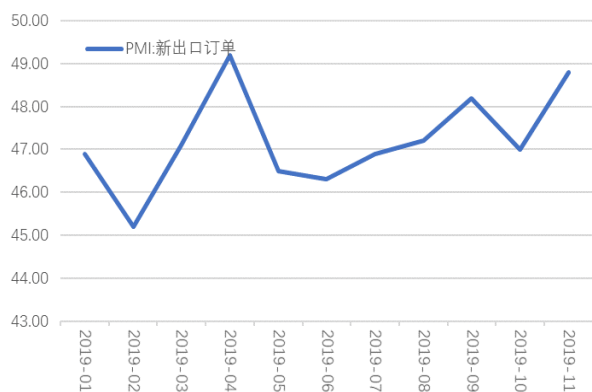
图 5: 汽车行业处于被动去库存阶段



数据来源: 东北证券, Wind

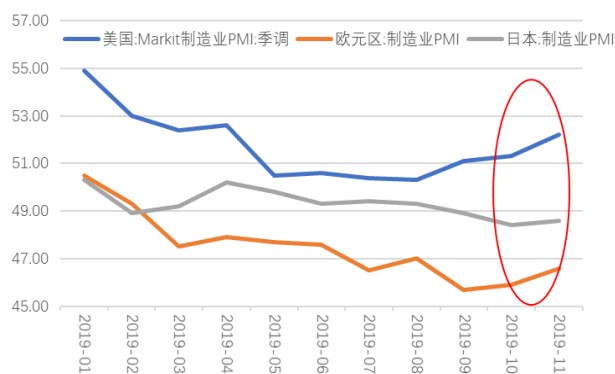
其次看外需。11 月新出口订单回升 1.8 个百分点至 48.8%, 指向外需边际改善。国外 12 月圣诞节前需求增加是一方面的解释, 但我们认为更主要的原因是 10 月份以来主要经济体的经济数据均有所好转。美国、欧洲、日本的 PMI 均出现回升, 此前各经济体的货币宽松产生了一定效果。中长期来看, 明年全球经济很可能会好于今年 (参见《全球货币政策延续宽松, 经济共振到分化, 人民币有望升值——2020 年海外宏观年度展望》), 所以外需的改善也具备一定持续性。

图 6: 新出口订单回升



数据来源: 东北证券, Wind

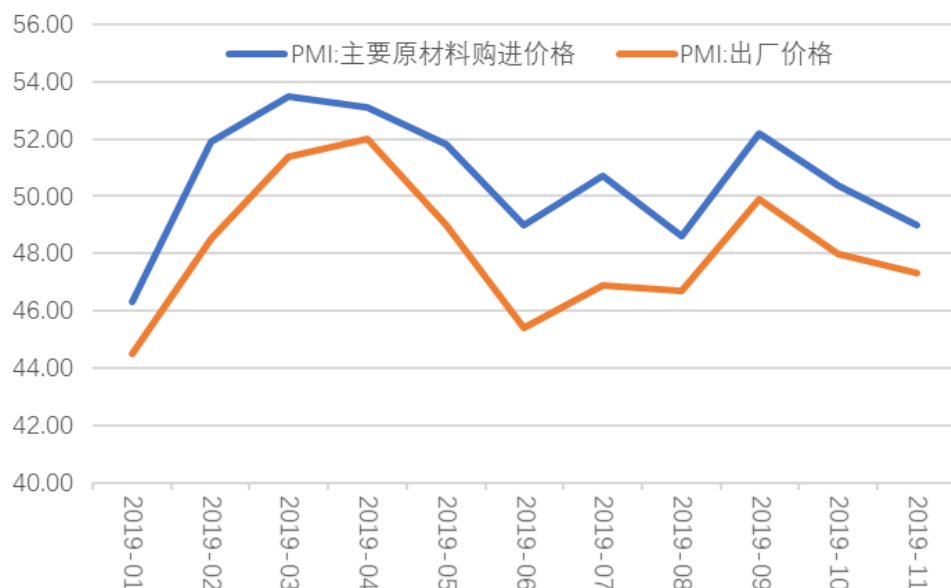
图 7: 主要经济体的制造业经济度改善



数据来源: 东北证券, Wind

但是 11 月价格指数仍在下降, 需求的回升目前尚不强劲。主要原材料购进价格指数下降 1.4 个百分点至 49%, 出厂价格下降 0.7 个百分点至 47.3%。不过由于基数的原因, 我们预计 11 月 PPI 同比仍会回升。

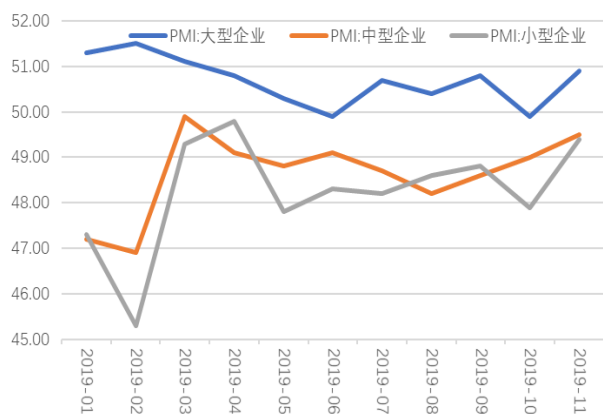
图 8: 价格指数仍在下降



数据来源: 东北证券, Wind

分企业类型来看, 大中小型企业景气度均回暖, 小型企业更加明显。大、中、小型企业 PMI 为 50.9%、49.5%和 49.4%, 分别高于上月 1.0、0.5 和 1.5 个百分点。政策支持下, 下半年产业债信用利差持续降低, 小型企业融资环境有所改善, 是景气度提升的重要原因。

图 9: 小型企业景气度提升更加明显



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 信用利差持续下降

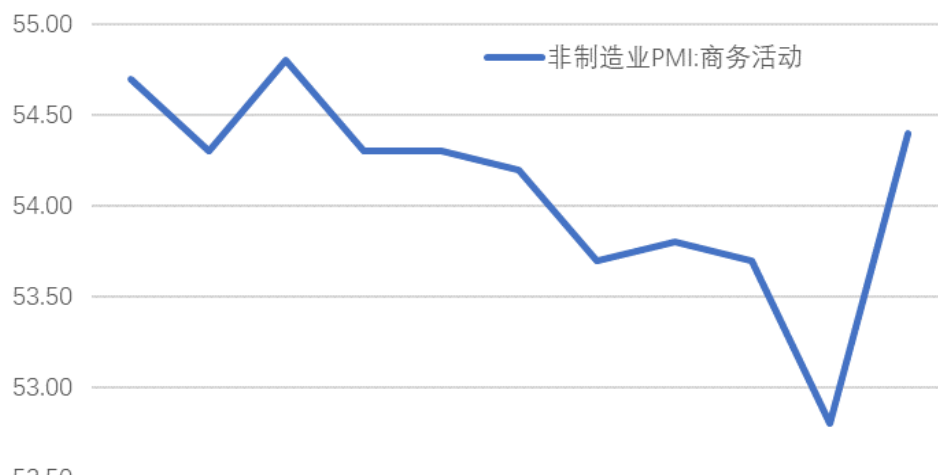


数据来源: 东北证券, Wind

3. 服务业景气度提升, 建筑业如期下降

11 月非制造业商务活动指数为 54.4%, 比上月回升 1.6 个百分点, 为 4 月份以来的高点。

图 11: 非制造业 PMI 大幅回升



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_8707

