

# 反弹超预期，后劲待观察

## ——2019年11月PMI数据点评

宏观简报

### ◆要点

2019年11月中国制造业PMI较上月上行0.9个百分点至50.2%，高于市场预期49.6%的预期，回弹至枯荣线以上，此前已连续6个月处于枯荣线之下。11月的PMI中，新订单和生产分项指数推动最大，分别贡献0.51和0.45个百分点。

国际和国内因素共同推动了11月PMI上行。从国际因素来看，圣诞季新出口订单增多，叠加全球贸易环境边际改善，主要经济体PMI共振上行，带动11月中国制造业PMI上行。从国内因素来看，在稳增长预期以及专项债额度提前下达的拉动下，上游行业生产经营活动受到一定提振。无论是光大供给侧压力指数，还是建筑业新订单和从业人员指数环比都有较明显的上行。

但后劲待观察。11月PMI所隐含的PPI同比增速可能接近-1.4%左右，显示市场需求可能并不强劲。此外，新增专项债额度何时落地以及可能成效都有待观察，而中美贸易谈判进展仍有不确定性，这都会为PMI的持续回弹带来障碍。

### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebsec.com](mailto:zhangwenlang@ebsec.com)

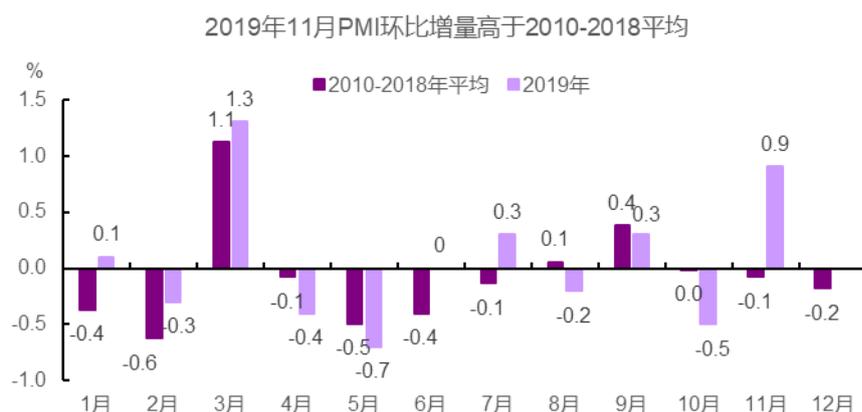
周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)  
021-52523803  
[zhouzipeng@ebsec.com](mailto:zhouzipeng@ebsec.com)

## 11月PMI上升幅度超预期

2019年11月中国制造业PMI较上月上行0.9个百分点至50.2%，高于市场49.6%的预期，回弹至枯荣线以上，此前已连续6个月处于枯荣线之下。

2019年11月制造业PMI环比上行基本可以排除季节效应影响。过去9年（2010-2018年）中，11月份中国制造业PMI平均值要低于10月份，环比增量为-0.1%，而今年11月PMI环比上升远远高于10月份，同时达到了0.9%的高度（图1）。

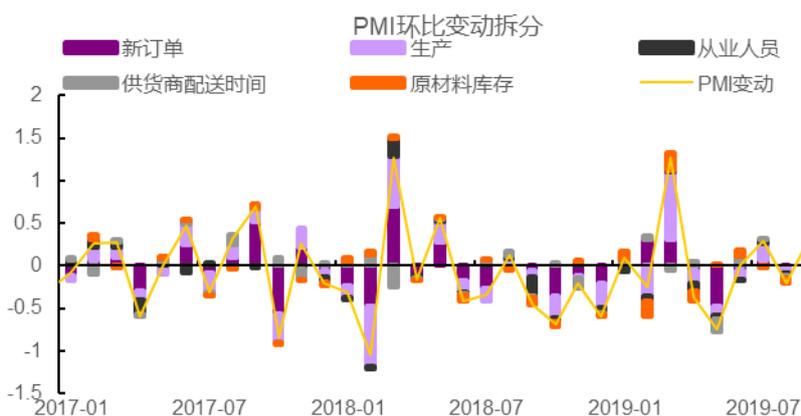
图1：2019年11月PMI环比超季节性增加



资料来源：Wind，光大证券研究所

分解PMI的5个细项，我们发现对2019年11月PMI环比上行0.9个百分点贡献最大的是新订单指数（贡献0.51个百分点）和生产指数（贡献0.45个百分点）。此外供货商配送时间指数贡献略下降0.06个百分点，原材料库存贡献略增加0.04个百分点，从业人员指数基本保持不变（图2）。

图2：11月制造业PMI环比上行0.9个百分点——PMI环比变动构成分解



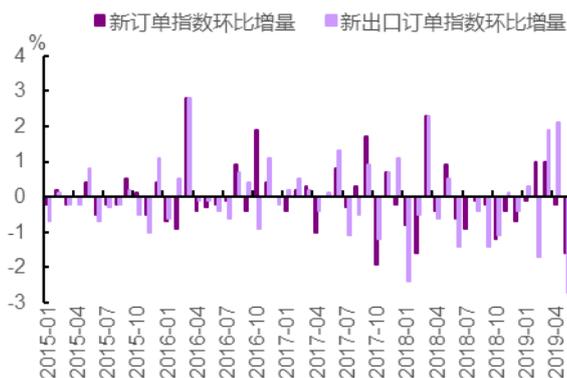
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年11月30日

## 国际需求可能拉动作用较大

11月制造业PMI中贡献最大的是新订单分项上行了1.7个百分点，而从历史数据中看，新出口订单指数与新订单指数有极高的相关性。新出口订单指数的波动能解释接近60%的新订单指数的波动（图3）。新出口订单受海外圣诞季影响，11月上升1.8个百分点。我们估算11月新订单指数的上升可能有超过70%是由新出口订单拉动。

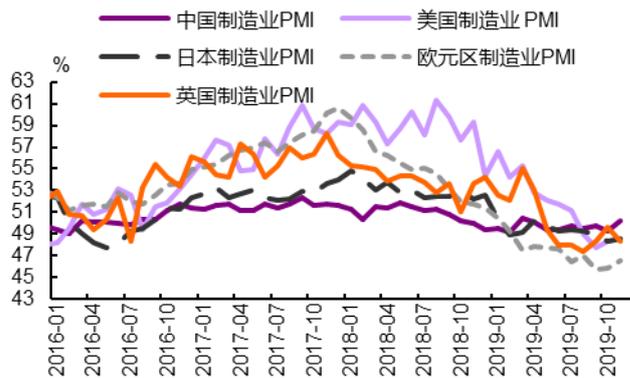
另外，全球制造业存在一定共振上行的迹象。从全球范围来看，除英国外<sup>1</sup>，全球主要经济体制造业PMI在11月普遍出现了回升（图4）。2019年10月中美贸易磋商取得实质性进展，贸易谈判有望达成第一阶段协议，美国推迟部分关税增收；12月12日英国大选临近，英国有协议脱欧的概率增加，增强了国际制造业的信心。国际贸易环境和英国有协议脱欧预期的好转，带动了11月全球制造业PMI的共振上行。中国作为全球制造业链条中重要的一环，也同样受到了拉动。

图3：新出口订单支撑了11月新订单



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年11月

图4：全球制造业PMI共振出现回升



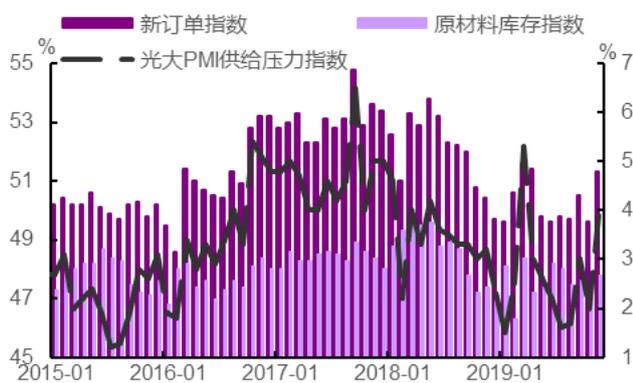
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年11月

## 国内上游生产经营预期增强

从供给侧压力指数来看，11月份供给侧压力指数快速上行1.9个百分点至3.9%（图5），为2季度以来最高。这从侧面表明上游行业的生产经营活动有所回暖。供给侧压力指数的表现与2019年3月相类似，这很可能来自于中央稳增长以及专项债额度提前下发的正面反馈预期。而非制造业中建筑业的新订单和从业人员指数环比出现较明显的连续上行（图6），也印证了上游行业对于基建托底预期的逐渐增强。

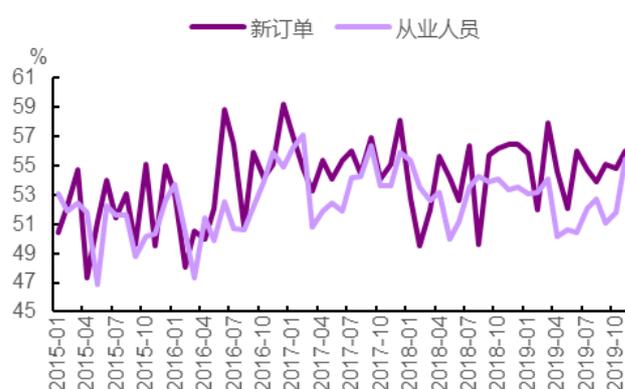
<sup>1</sup> 11月英国制造业PMI出现下行或由于“脱欧”带来的政治僵局对英国影响较大，拖累了英国经济。

图 5：11 月光大供给压力指数上行，基建拉动上游压力



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 11 月

图 6：建筑业新订单和从业人员指数连续上行

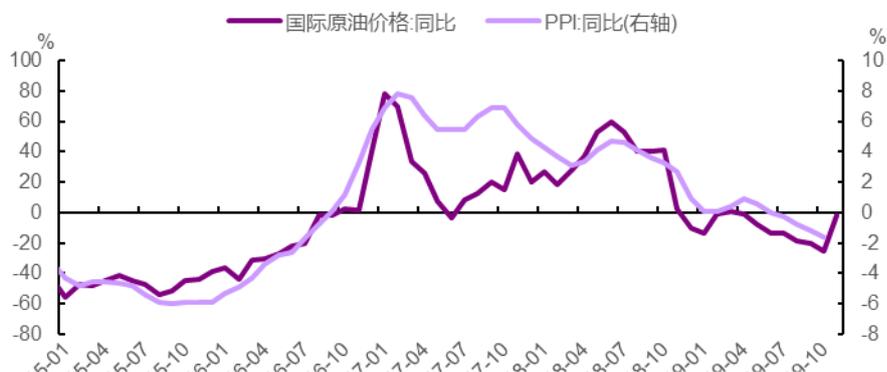


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 11 月

## PMI 反弹的可持续性可能面临挑战

但是 11 月 PMI 的反弹若想持续，仍将面临较多挑战。首先，内需可能仍处于相对疲弱的状态。11 月制造业 PMI 中主要原材料购进价格较上月继续下行 1.4 个百分点至 49.0%，我们预测 11 月 PPI 通胀环比约为 0.01%，较 10 月下滑 0.09 个百分点，同比增速预计可能落于 -1.4% 左右。疲弱的 PPI 增长，剔除原油价格略有反弹的影响，一定程度上反应了国内市场的需求较弱。而专项债虽然额度提前下发，但是何时落地可能仍有较多不确定性；同时 2019 年专项债提前发放，不过全年的基建投资增速不会大幅提高。

图 7：PPI 与国际原油价格相关性较强



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\\_8712](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8712)

