供需两旺，企业补库意愿增加

——11 月 PMI 数据点评

日期：2020 年 11 月 30 日

- 11 月中采制造业 PMI 52.1%，较上月上行 0.7 个百分点，非制造业 PMI 56.4%，较上月上行 0.2 个百分点，综合 PMI 为 55.7%，环比上行 0.4 个点。PMI 位于年内高点。

点评：

- **制造业 PMI 显著上行，中型企业上行速度最快。**不同规模企业走势一致上行，小型企业 PMI 重回荣枯线以上。中型企业新出口订单、新订单均明显上行，企业主动补库。小型企业的新订单和采购量上行，产成品库存继续去化，但新出口订单下行至荣枯线以下。整体而言小型企业表现依然偏弱。
- **生产端维持在较高景气度，需求端继续发力，供需循环持续改善，内外需共振修复的趋势延续。**新订单增速超过生产指数和新出口订单。分行业来看，上、下游两端表现较好：医药、电气机械、计算机、仪器仪表等高技术产业的新订单和生产指数均维持在较高的景气度；受下游需求拉动，上游产品价格持续上涨，有色、黑色、煤炭、化学原料需求增加，价格均明显上行。
- **原材料、产成品价格指数大幅上行。**出厂价与购进价的剪刀差小幅下行，企业利润仍将进一步修复。小型企业价格剪刀差下行幅度最大，企业利润承压。随国内外需求逐步回暖，11 月大宗商品价格涨幅明显，拉升了原材料价格指数。
- **企业库存再次小幅累积。**近期工业原材料库存补库进度快于产成品补库进度。企业生产经营活动预期上行，企业投资意愿回升，补库存意愿增强，企业或将进入主动补库存阶段。
- **服务业 PMI 维持恢复趋势，建筑业略有转弱。**建筑业整体增长韧性仍在，分项中房地产增长韧性明显强于基建。服务业延续修复修复趋势，随疫情受到控制，对公众出行、住宿和餐饮等抑制已经大幅减轻。
- **就业整体小幅上行，施工旺季拉动建筑业就业。**施工季节性旺季带动了建筑业的就业，旅游需求环比十一长假有所走弱，用工需求随之降低。
- 11 月 PMI 整体符合市场预期。随经济逐步修复至疫情前状态，四季度经济收官数据表现强势，财政政策将边际收紧，逐步回归常态，经济复苏的主要推力将逐步切换。外需预期四季度仍将维持修复状态，国内的生产替代效应仍将持续。短期来看，预期 12 月 PMI 仍将维持高景气度。
- **风险因素：**全球新冠疫情冬季加剧，工业品价格超预期上涨，拉尼娜寒冬效应影响南方企业开工。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：021-60883499

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

万联证券

目录

事件.....3
1、制造业 PMI 分项普遍改善，价格指数明显上行.....3
2、非制造业 PMI 修复趋势不变，建筑业略有转弱.....5
3、总结.....6
4、风险提示.....6

图表目录

图表 1:制造业 PMI 整体走势平稳.....3
图表 2:不同规模企业 PMI 走势.....3
图表 3:PMI 分项走势.....4
图表 4:国外主要经济体 PMI 修复速度放缓.....4
图表 5:PMI 出场价格修复幅度大于原材料价格.....4
图表 6:PMI 产成品和原材料库存均有所去化.....4
图表 7:房地产新开工面积累计同比趋势放缓.....5
图表 8:钢铁行业 PMI 反弹上行.....5
图表 9:非制造业 PMI 分项走势.....5
图表 10:建筑业 PMI 预期仍将继续改善.....5
图表 11:企业盈利仍将继续修复.....6
图表 12:企业融资环境边际走弱.....6

万联证券

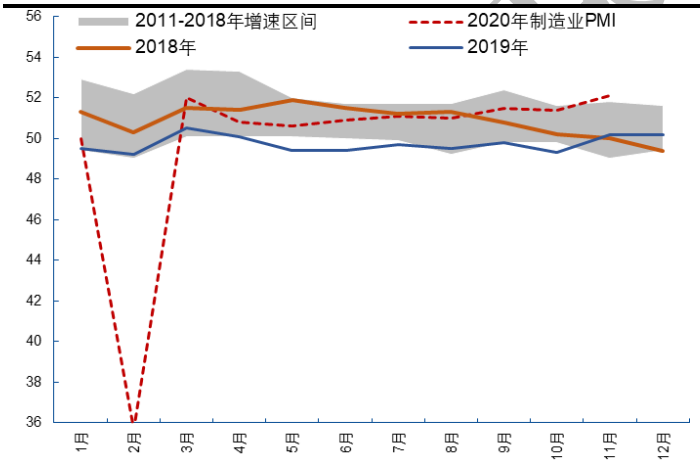
事件

2020年11月中采制造业PMI 52.1%，较上月上行0.7个百分点，非制造业PMI 56.4%，较上月上行0.2个百分点，综合PMI为55.7%，环比上行0.4个点。PMI位于年内高点，连续9个月处于荣枯线上方。

1、制造业PMI分项普遍改善，价格指数明显上行

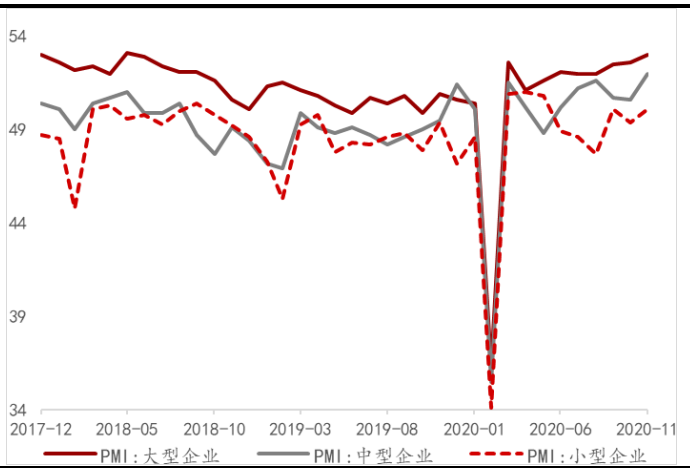
制造业PMI明显上行，中型企业上行速度最快。11月制造业PMI为52.1%，较上月明显上行0.7个百分点，仍处于荣枯线以上。不同规模企业走势一致上行，大型企业PMI小幅上行0.4个百分点至53%，中型企业PMI小幅上行1.4个百分点至52%，小型企业PMI比上月上行0.7个百分点至50.1%，重回荣枯线以上。中型企业新出口订单、新订单均明显上行，产成品库存累积。小型企业的新订单和采购量均有所上行，产成品库存下滑1个百分点至43.9%，但新出口订单大幅下行3.5个百分点至49.3%至荣枯线以下。整体而言小型企业表现依然偏弱，中小企业运营压力仍大，后期对中小企业的纾困帮扶政策如果退出，会对企业景气度回升造成影响。

图表1： 制造业 PMI 整体走势平稳



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2： 不同规模企业 PMI 走势

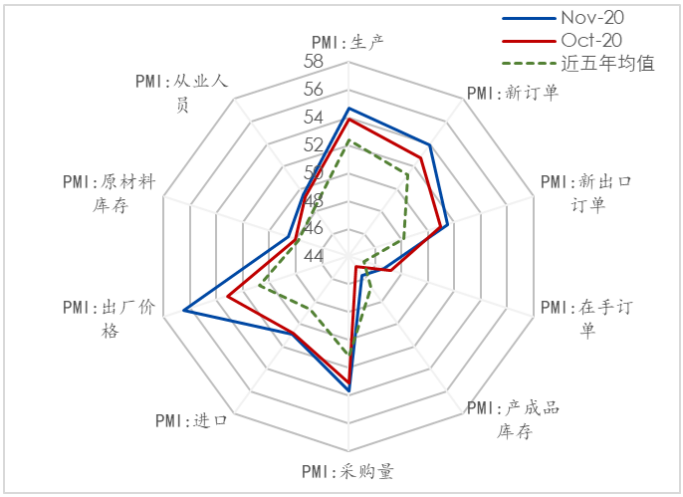


资料来源：Wind，万联证券研究所

生产端维持在较高景气度，需求端继续发力，供需循环持续改善。分项来看，生产端环比上月上行0.8个百分点，11月PMI生产指数为54.7%。新订单指数上行1.1个百分点至53.9%，新出口订单继续上行0.5个百分点至51.5%，内需拉升作用逐步凸显。分行业来看，上、下游两端表现较好：医药、电气机械、计算机、仪器仪表等高技术产业的新订单和生产指数均维持在较高的景气度；受下游需求拉动，上游产品价格持续上涨，有色、黑色、煤炭、化学原料需求增加，价格均明显上行。

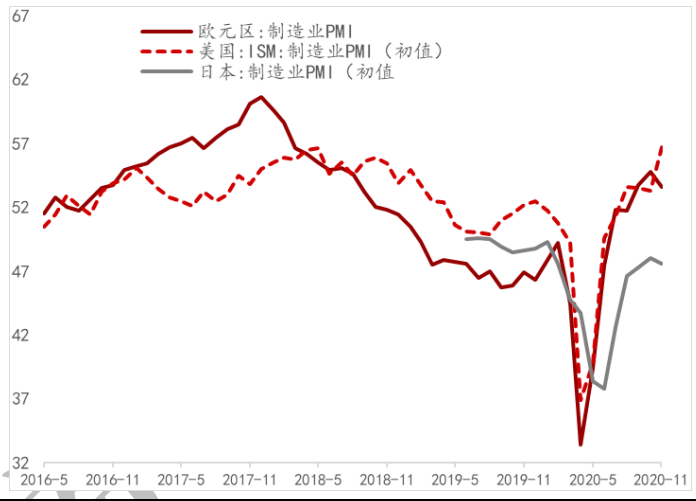
内外需共振修复的趋势延续。11月海外疫情的反弹影响有限，目前生产和日常消费没有停滞，美国制造业PMI继续上行，欧元区小幅回落，但德国和英国PMI仍处于高位，法国PMI回落至荣枯线以下。订单转移到我国的出口替代效应依然存在。冬季海外疫情防控难度较大，2021年疫苗预期能大规模生产并投放到市场中，圣诞节也会提升海外的消费需求，出口保持较强增长的格局在四季度仍不会逆转。但中美贸易摩擦的不确定性和带来的阶段性波动仍在，外需具有一定不确定性。

图表3： PMI 分项走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 国外主要经济体 PMI 修复速度放缓

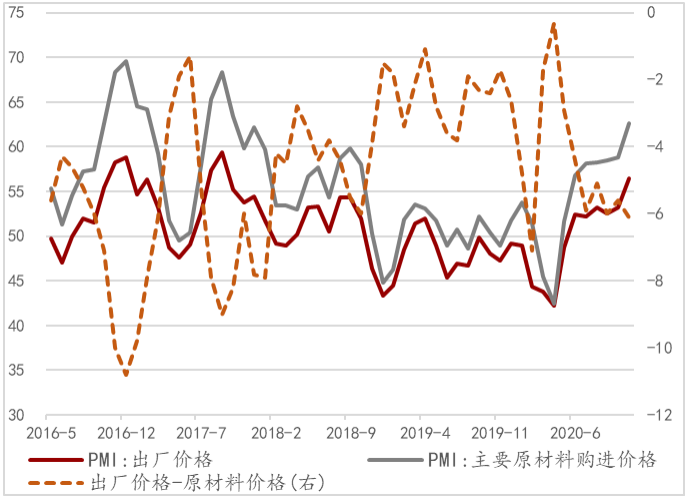


资料来源：Wind，万联证券研究所

原材料、产成品价格指数大幅上行。11月原材料购进价格指数上行3.8个百分点至62.6%，出厂价格指数上行3.3个百分点至56.5%，企业利润仍将进一步修复。出厂价与购进价的剪刀差小幅下行，小型企业价格剪刀差下行幅度最大，企业利润承压。随国内外需求逐步回暖，11月大宗商品价格涨幅明显，拉升了原材料价格指数。上游行业中，黑色有色压延及加工、化学品原料及制品等 PMI价格指数高于60%。

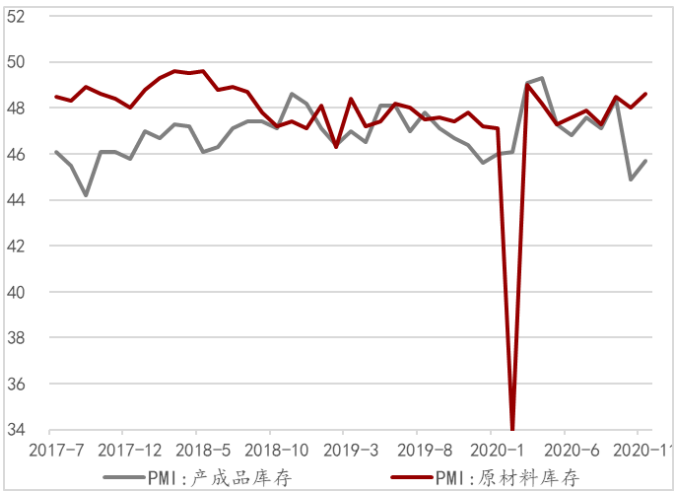
企业库存再次小幅累积。原材料、产成品库存分别上行0.6、0.8个百分点至48.6%、45.7%，近期工业原材料库存补库进度快于产成品补库进度。企业生产经营活动预期上行，企业新出口订单和在手订单逐步上行，企业投资意愿回升，企业的补库存意愿不断提升，企业或将进入主动补库存阶段，但受疫情影响，企业营收和库存数据波动较快，虽然不同库存周期的切换符合经济逻辑，但库存周期的转换速度被明显加快，不同行业库存周期明显分化。

图表5： PMI 出场价格修复幅度大于原材料价格



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： PMI 产成品和原材料库存均有所去化

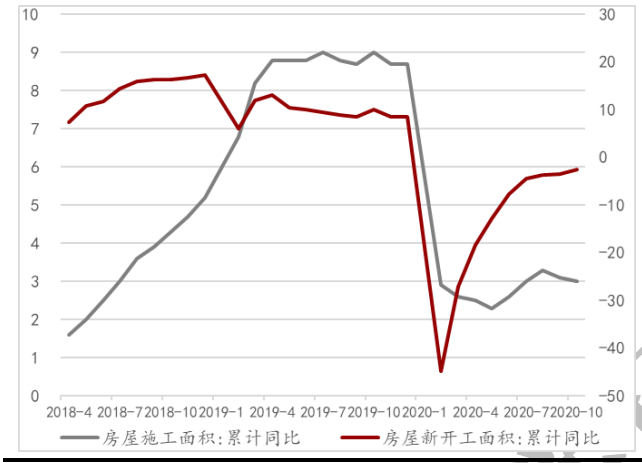


资料来源：Wind，万联证券研究所

房地产景气度下降，上游钢材需求维持旺盛。房地产商务活动指数降至临界点以下，景气度有所回落。房地产新开工面积增速整体趋势放缓，而10月房企赶工需求带动增速边际上行。东北地区10月提速最为明显，由于冬季寒冷及降雪将影响开工，补生产

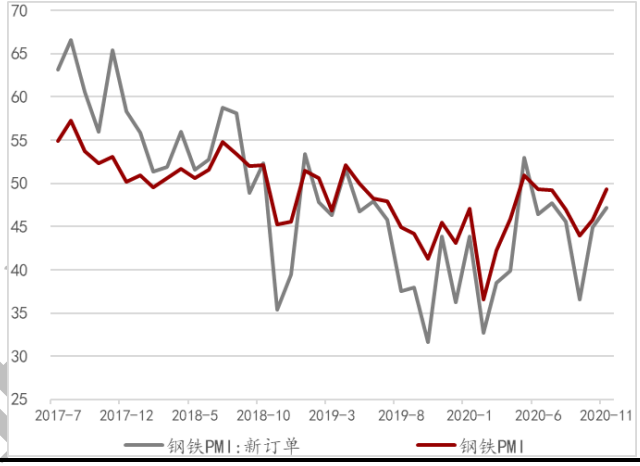
需求较强。一二线城市消费者购房的刚需仍存，且四季度对房企的信贷管控边际放松，可以部分减缓政策对房企资金来源的限制冲击，且对地产的调控仍未传导到工业品需求端。11月钢铁行业PMI较上月上行3.5个百分点至49.3%，受房地产11月施工旺季的影响，钢材需求、生产均有所上行。如果拉尼娜效应带来的冷冬时间能够确定，在冷冬天前，房地产企业可能会维持加快施工。

图表7： 房地产新开工面积累计同比趋势放缓



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8： 钢铁行业 PMI 反弹上行



资料来源：Wind，万联证券研究所

2、非制造业PMI修复趋势不变，建筑业略有转弱

服务业PMI维持恢复趋势，建筑业略有转弱。11月非制造业PMI上行0.2个百分点至56.4%，其中，服务业较上月上行0.2个百分点至55.7%，建筑业PMI上行0.7个百分点至60.5%。建筑业新订单指标继续上行0.9个百分点至54%，业务活动预期指标有所下行。建筑业指数中，土木工程建筑业回落5.7个百分点至56.6%，房屋建筑业PMI上涨4.5个百分点至66.8%，房地产增长韧性明显强于基建，建筑业增长韧性仍在。服务业延续修复修复趋势，随疫情受到控制，对公众出行、住宿和餐饮等抑制已经大幅减轻。铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、金融等行业商务活动指数位于60.0%以上的高位景气区间。

图表9： 非制造业 PMI 分项走势

图表10： 建筑业 PMI 预期仍将继续改善

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_1123