

宏观点评

扩张提速，四季度 GDP 可能超预期—11 月 PMI 的 5 大信号

事件：11 月制造业 PMI 52.1%（前值 51.4%）；非制造业 PMI 56.4%（前值 56.2%）。

核心观点：制造业、服务业加速扩张，经济复苏势头强劲。

1、11 月制造业、非制造业 PMI 普涨，四季度 GDP 增速可能超预期。11 月制造业 PMI 较上月提升 0.7 个百分点至 52.1%，明显高于预期的 51.5%，为 2017 年 Q4 以来高位。分项多数上涨，其中：11 月生产指数、新订单指数分别提升 0.8、1.1 个百分点至 54.7%、53.9%。同时，11 月非制造业 PMI 高位上行 0.2 个百分点至 56.4%，续创近年来新高。鉴于本月制造业、非制造业共振扩张，预示经济复苏态势强劲，四季度 GDP 增速可能超预期上行（当前一致预期 5.5-6%）。

2、分项看，提示重点关注供需端、贸易端、价格端、库存端、就业端信号：

1) 产销两旺，供需循环持续改善。供给端，11 月生产指数高位上涨 0.8 个百分点，反映制造业加速修复，工业生产高位上行；需求端，新订单指数连续第 7 个月回升或持平，反映需求持续回暖。11 月 PMI 供需两端的差距继续收窄，持续验证我们前期判断，即：随着下半年供需分化将逐步收敛，利于释放增长动能，供需循环持续改善。

2) 进出口订单继续扩张，预计 11 月出口仍然强劲，Q4 净出口将对 GDP 形成明显拉动。11 月新出口订单指数继续回升 0.5 个百分点至 51.5%，连续第 7 个月反弹，连续 3 个月位于扩张区间，续创 2018 年以来新高，与中国出口集装箱运价指数（CCFI）持续上行、续创新高相互验证，预示 11 月出口仍然强劲。11 月进口订单指数微升 0.1 个百分点至 50.9%，反映内需稳健复苏，我们预计净出口将对四季度 GDP 形成明显拉动，且幅度可能超预期。

3) 价格大幅回升，库存小幅回补，全面补库可能在年底年初、且本轮补库力度可能较弱。价格方面，受上中游大宗价格普涨影响，11 月原材料价格指数、出厂价格指数分别大幅回升 3.8、3.3 个百分点至 62.6%、56.5%；预计 11 月 PPI 环比有望上涨 0.3% 左右，同比升至 -1.7% 附近，12 月有望继续小升。库存方面，11 月 PMI 原材料、产成品库存指数分别回升 0.6、0.8 个百分点至 48.6%、45.7%，反映企业补库意愿有所回升。延续前期观点：目前库存水平不低，仅依靠经济内生修复带动的库存反弹力度可能较弱；但经济持续复苏、需求回暖是大趋势，预计后续库存整体仍趋于震荡上行，全面补库可能在年底年初。

4) 大中小企业景气度普涨，建筑业就业有所好转。11 月大中小企业 PMI 分别上涨 0.4、1.4、0.7 个百分点至 53.0%、52.0%、50.1%，小微企业经营状况有所改善。11 月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别变动 0.2、-0.8、1.2 个百分点至 49.5%、47.9%、54.4%，反映建筑业用工需求有所增加。

5) 服务业继续回暖，建筑业高位回升。11 月服务业 PMI 续升 0.2 个百分点至 55.7%，再创 2018 年 2 月以来新高，虽然整体升幅有所收窄，但销售价格分项明显上涨至 50.9%，是疫情以来首次升至扩张区间，表明服务业市场需求继续回暖。11 月建筑业 PMI 回升 0.7 个百分点至 60.5%，其中建筑业投入品价格指数大幅上涨 4.6 个百分点。我们提示关注，后续服务业价格和生活资料价格有可能趋于上涨，应是明年物价变化的一大特征。

3、总体看，PMI 反映制造业、服务业加速修复，上下游价格普遍上涨，经济复苏势头强劲，短期建议密切关注顺周期板块的投资机会。与此同时，鉴于制造业恢复并不均衡、近期人民币持续升值已对出口企业形成压力、小微企业景气度和大学生就业等结构性压力仍大、海外疫情和地缘政治风险仍高等多重因素，我国政策虽然正加速回归到疫情前的正常状态、但并非全面转为收紧，短期内建议紧盯三条线索：其一，PPI 走势和库存变化趋势；其二，“十四五”规划的具体信号，包括基于“双循环”的扩内需、促消费、科技创新、提升产业链水平、都市圈城市群等；其三，海外情况，包括美国大选进展尤其是拜登“新政”，欧美疫苗落地情况，以及疫情反弹对经济复苏的干扰等等。

风险提示：政策效果不及预期，疫情演化超预期，中美冲突超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

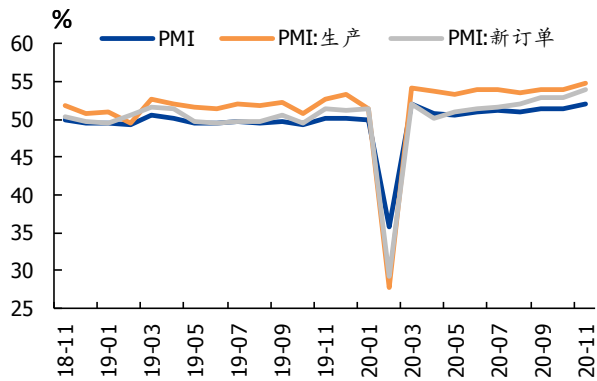
邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《继续关注价格普涨的行业信号—10 月工业盈利点评》2020-11-28
- 2、《史上最晚的央行三季度货币政策报告，有 8 大信号》2020-11-27
- 3、《高频与政策半月观—RCEP 签署，严罚“逃废债”，关注价格普涨的行业信号》2020-11-22
- 4、《会有过热风险么？——全面解读 10 月经济》2020-11-16
- 5、《行业景气分化，库存重新回落—10 月 PMI 的 5 大信号》2020-10-31

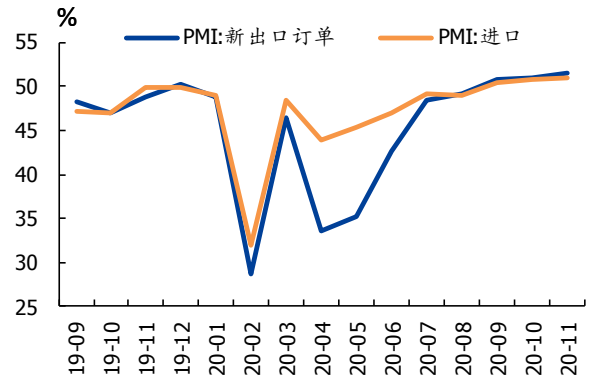


图表 1: 11月制造业、非制造业 PMI 普涨



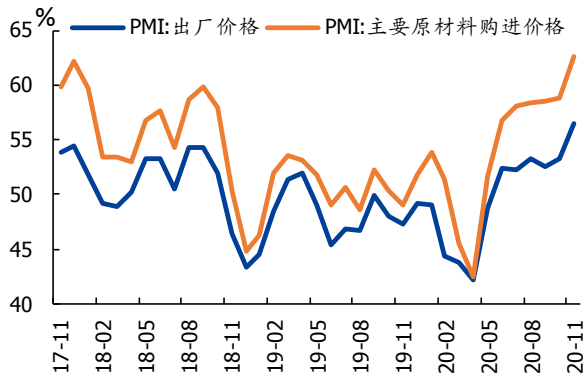
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 11月进出口订单连续3个月位于扩张区间



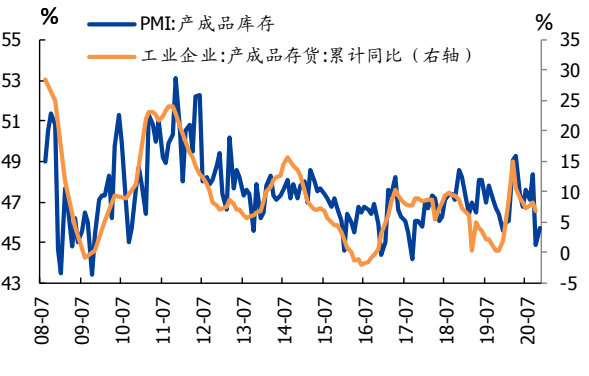
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 11月价格指标大幅回升



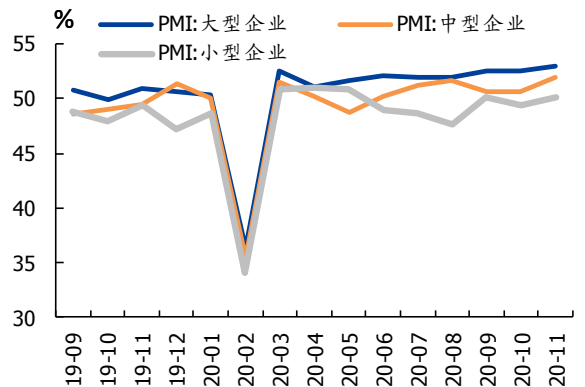
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 11月产成品库存指数回升



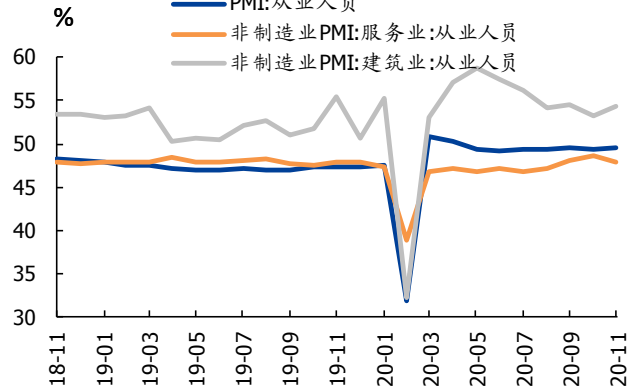
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 11月小型企业景气度有所回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 11月建筑业就业有所好转



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_1178

