

2020 年 11 月 30 日

【华西固收研究】内外需共振驱动上游涨价周期

——11 月 PMI 数据点评 20201130

事件概述：

国家统计局发布 11 月 PMI 数据，制造业 PMI 数据录得 52.1%，环比回升 0.7pct，非制造业 PMI 数据录得 56.4%，环比提升 0.2pct，综合 PMI 产出指数为 55.7%，环比提升 0.4pct。

分析与判断：

► 制造业：

外需持续改善驱动需求加速扩张

本月，制造业新订单指数录得 53.9%，较上月提升 1.1pct，需求端表现为加速扩张的态势。**外需改善是本轮需求扩张的起点**，本月制造业新出口订单指数录得 51.5%，较上月提升 0.5pct，自 6 月以来持续回升，并连续 3 月处在荣枯线上方。在需求的拉动下，生产、采购、产成品库存等生产端指数均有较好的表现，分别提升 0.8、0.6、0.8pct 至 54.7%、53.7%、45.7%。

随着新冠疫苗研发的加速推进以及美国大选的尘埃落地，外需的改善将具有更大的确定性，**未来或将进入国内供给与海外主动需求双旺的阶段**，外需将进一步接棒趋缓的地产和基建周期，制造业企业补库存可能会是大概率事件（“新订单-产成品库存”的缺口进一步扩大到了 8.2%，仅次于 2017 年 9 月，显著高于一般水平）。不过，由于本轮复苏过程中对地产和基建的刺激力度较弱，其带来的周期惯性也较弱，补库力度和速度可能并不会太强。

原材料需求释放，涨价周期加速

本月 PMI 数据中最值得关注是价格方面的数据，本月制造业出厂价格指数、主要原材料购进价格指数均出现了较大幅度的提升，分别提升 3.3、3.8pct 至 56.5%、62.6%，接近 2017 年四季度水平，也是今年 7 月以后价格指数最大的涨幅（7-10 月主要原材料购进价格指数涨幅分别为 1.3、0.2、0.2、0.3pct）。此外，非制造业中建筑业投入品价格指数也大幅上涨了 4.6pct。**价格指数的快速上行一方面存在企业补库行为对原材料需求的拉动，同时也存在全球整体大宗商品价格上涨带来的影响**。涨价周期的加速意味着 PPI 回升的趋势进一步稳固，当前至明年年中需要警惕工业品领域的通胀风险。

不同体量企业共振改善，小企业重新站上荣枯线

本月，大、中、小型企业 PMI 分别为 53.0%，52.0%和 50.1%，分别较上月提升 0.4、1.4、0.5pct，小型企业重新站上荣枯线，呈现出大、中、小企业共振改善的趋势。大型企业已经连续四个月加速扩张；中型企业在扩张速度放缓两个月之后，再度加速扩张；而小型企业的复苏显然更加波折，仍然需要结构性政策予以呵护。

► 非制造业：

建筑业：投入品价格与业务预期显著背离

本月建筑业 PMI 录得 60.5%，较上月回升 0.7pct。**建筑业指数存在两组背离**：一是投入品价格与销售价格背离，投

入品价格指数大幅提升 4.6pct，而销售价格指数则回落了 1.0pct；二是新订单与业务预期出现显著背离，前者本月大幅提升 1.1pct，而后者则大幅回落了 5.3pct。两组数据的背离说明：**下游需求的边际改善并没有形成建筑企业对未来生产的乐观预期**，建筑企业仍然对后续地产、基建周期保持较为谨慎的态度；**投入品价格的大幅上涨并非完全源自于供需格局的变化**，全球范围内的通胀影响可能正在逐步显现。

服务业：景气度小幅改善，从业人员指数回落

本月服务业 PMI 录得 55.7%，较上月回升 0.2pct，景气度延续缓慢改善的趋势。本月服务业的表现为需求放缓、预期回落、投入品价格上涨、销售价格回落、就业需求回落的格局，整体来看服务业的复苏斜率有所放缓，进、出价格反向波动的情况下盈利仍有所承压。

投资建议：关注上游产品涨价压力，短期维持谨慎观点

我们认为，尽管短期内地产周期因为存量项目的原因仍有一定的韧性，但在政策层面的影响下地产、基建周期趋缓向下的势头已经比较明确，**意味着经济快速增长带来的信用扩张对债市的影响将逐渐弱化**。并且，无论是央行还是市场，对明年的宏观经济均已经形成了剔除基数看增长的共识。而从本月 PMI 数据的分项来看，工业品价格对通胀的影响正在逐渐的体现出来，**通胀压力或将重新成为中期维度内债市最主要的干扰项**。

在中性预测下，我们认为本轮 PPI 的上升趋势将延续至明年 5 月前后，此后的波动将趋于平缓。但需要时刻关注疫苗进展对海外需求和大宗商品价格可能产生的超预期影响。**在通胀压力被证伪之前，投资者可能仍然缺少下重注做多利率的动力**，因此利率债在年内仍将处于磨顶的状态，显著的拐点可能需要等到明年一季度末。

短期内，交易策略仍然占优，建议关注跨年前后资金面扰动带来的短端利率债和存单的交易性机会；配置盘继续耐心等待拐点，逢高布局中长端。

风险提示

海外疫情出现反弹；外需存在不确定性。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年11月PMI数据一览

联系人：樊信江/顾子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1：制造业PMI超预期回升0.7pct，非制造业PMI提升0.2pct

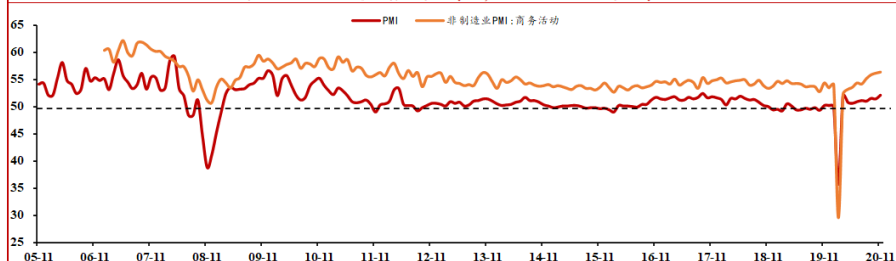


图2：制造业PMI——较上月回升0.7pct，录得52.1%

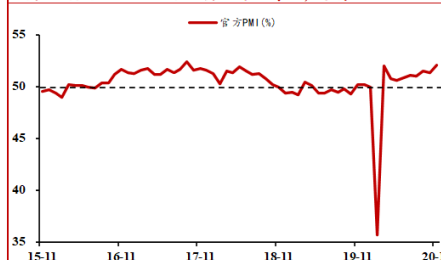


图3：非制造业PMI——较上月提升0.2pct，录得56.4%

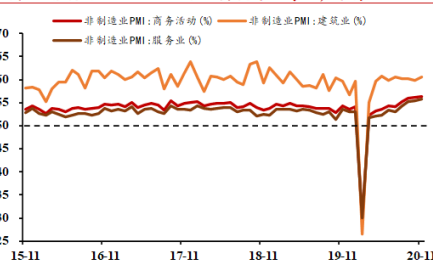


图4：制造业PMI——价格端出现明显回升

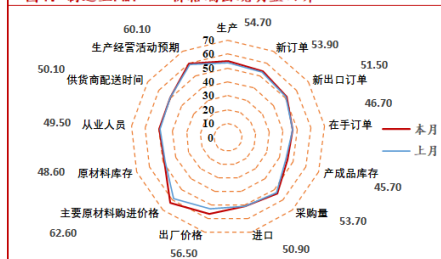


图5：非制造业PMI——出口端、价格端出现明显回升

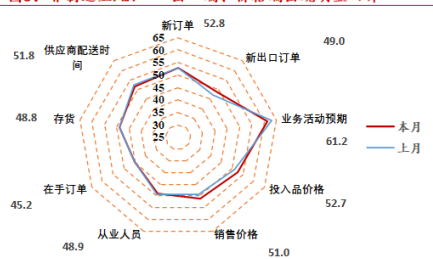


图6：制造业PMI——产需缺口继续收窄，生产动能回升

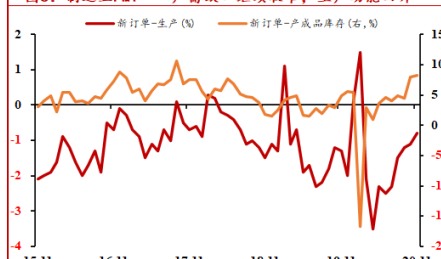


图7：制造业PMI——企业去库速度有所放缓

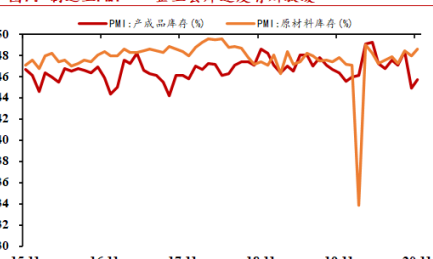


图8：制造业PMI——不同体量企业同步向好，小企业回正

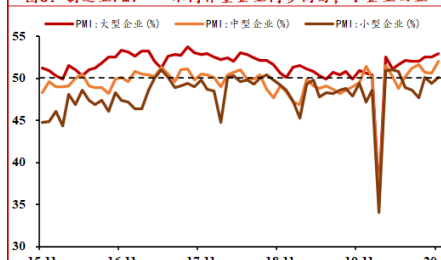


图9：制造业PMI——生产预期指数大幅提升0.8pct

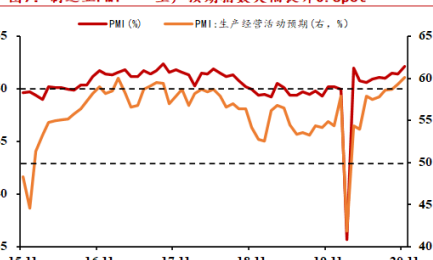


图10：制造业PMI——从业人员指数小幅回升0.2pct

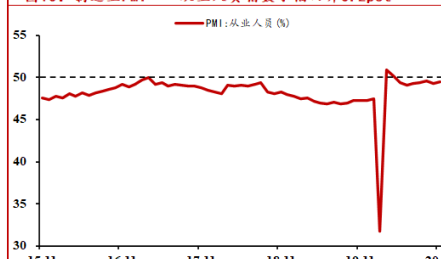
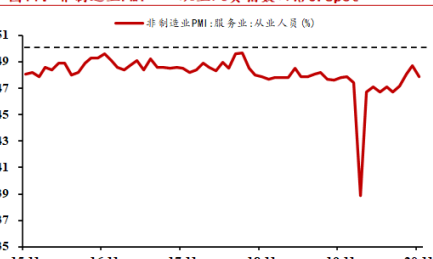


图11：非制造业PMI——从业人员指数回落0.8pct



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_1180

