

制造业复苏态势持续巩固

核心内容:

- **11 月制造业景气度环比回升，维持景气扩张区间运行，高于近年当月均值**

在疫后经济恢复过程中，随着需求加快恢复，需求滞后于生产的不平衡现象进一步改善，经济增长基本恢复至正常水平。但国内消费增长不及预期，经济持续增长基础仍存在不稳固因素，需要稳妥把握宏观支持政策的退出节奏。短期内有关支持政策存在优化空间，但不宜快速退出；中长期应着力打通堵点，加快构建新发展格局，稳固经济增长基础。

- **生产增速保持稳定，复苏态势持续巩固**

从分项指标来看，企业生产活动已恢复正常状态，新订单、进口指标上行，内需继续修复。从库存周期角度看，经济动能指标（新订单-产成品库存）本月小幅上升，显示需求端恢复有所加快。但从发展趋势看，国内市场扩张步伐相对较缓，制造业投资增长恢复缓慢，将抑制企业转型升级的步伐和后续增长动力。

- **新一轮疫情影响全球经济复苏，我国外部环境仍存不确定性**

新一波海外疫情扩散，对美、欧等全球重要市场和供应链构成冲击，中国产业门类齐全、产业链完整和超大规模市场优势凸显，短期内有利于我国作为“世界工厂”的整体优势的发挥，但由于人员、信息、技术的交流受阻，中长期对我国技术创新、产业转型升级等形成负面影响。

- **就业状况持续改善，但面临的困难不容忽视**

1-10 月份，全国城镇新增就业 1009 万人，提前完成全年目标任务。但不同产业、不同规模企业和不同地区差距进一步扩大，可能出现新的不协调。传统产业和中小企业吸纳就业占比较高，是低技能劳动力就业的主渠道，行业和企业进一步分化，不利于就业稳定，也将对中低收入群体构成新的冲击。

分析师

余逸霖

☎: (8610) 6656 1871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050004

一、制造业维持景气扩张区间 不平衡现象进一步改善:

制造业景气度环比回升。11月制造业PMI为51.1%，较上月回升0.7%，维持景气扩张区间运行，高于近年当月均值。预计12月PMI数据将基本保持稳定，不会出现大幅变化。在疫后经济恢复过程中，随着需求加快恢复，需求滞后于生产的不平衡现象进一步改善，经济增长基本恢复至正常水平。但国内消费增长不及预期，经济持续增长基础仍存在不稳固因素，需要稳妥把握宏观支持政策的退出节奏。短期内有关支持政策存在优化空间，但不宜快速退出；中长期应着力打通堵点，加快构建新发展格局，稳固经济增长基础。

第一，生产增速保持稳定，复苏态势持续巩固。

从分项指标来看，11月生产量回升0.8%，为54.7%，处于近四年高位，企业生产活动已恢复正常状态。10月份规模以上工业增加值增速达到6.9%，与上月持平，回到疫情爆发前的增速水平，经济复苏态势持续巩固。

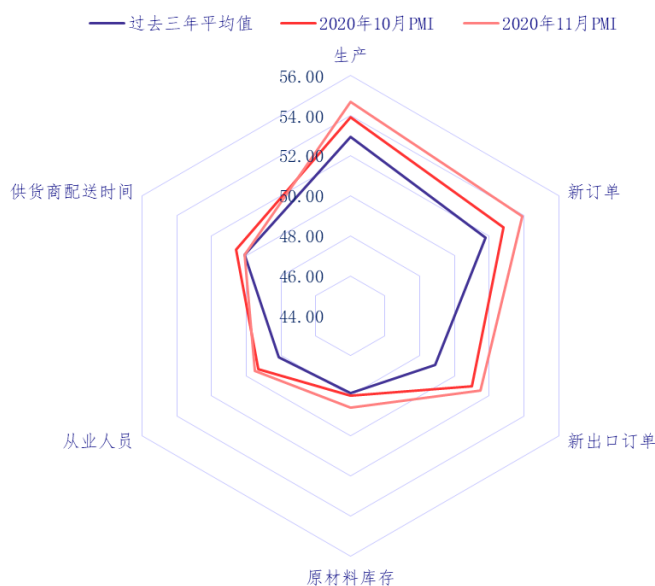
11月新订单指标回升1.1%至53.9%，内需继续修复。进口指标为50.9%，较上月回升0.1%。1-10月规模以上工业企业实现利润同比增长0.7%，工业品量价齐升带动企业利润，叠加助企纾困政策效应继续显效，有望进一步打开企业盈利空间。但从发展趋势看，1-10月份进口下降0.5%，国内市场扩张步伐相对较缓。同时，我国制造业投资增长恢复缓慢，1-10月份制造业投资增长仅为-5.3%，这与全球供应链的调整与重构和国内外需求依旧不足等因素有关。制造业投资在整体投资中占比较高，也是优化供给结构的重要力量，其增长低迷的状况，不仅影响当前的投资增长，也将抑制企业转型升级的步伐和后续增长动力。

从库存周期角度看，制造业PMI产成品库存指数有所上升，但新订单回升幅度更大，因此经济动能指标（新订单-产成品库存）上升0.3个点至8.2（上月为7.9），显示需求端恢复有所加快。

第二，新一轮疫情影响全球经济复苏，我国外部环境仍存不确定性。

11月新出口订单为51.5%，较上月回升0.5%。我国10月出口增长7.6%，增速虽有所回调，但仍达到了较高增长。新一波海外疫情扩散，对美、欧等全球重要市场和供应链构成冲击，中国产业门类齐全、产业链完整和超大规模市场优势凸显，短期内有利于我国作为“世界工厂”的整体优势的发挥，但由于人员、信息、技术的交流受阻，中长期对我国技术创新、产业转型升级等形成负面影响。

图 1：六大指标与往年均值对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

第三，就业状况持续改善，但面临的困难不容忽视。

11月PMI就业分项指标回升至49.5%，比上月上升0.2%。今年一季度，新冠肺炎疫情对就业市场造成了明显冲击，4月份以来随着复工复产不断推进逐步好转，就业形势出现改善。进入三季度，各项经济指标明显改善，工业生产持续回升，消费市场不断好转，为就业稳定奠定了重要基础。同时，援企稳岗、扩大灵活就业等政策的进一步落实，有力促进就业岗位增加。本年度政府工作报告提出全年城镇调查失业率控制线为6%、城镇新增就业900万人的目标。1-10月份，全国城镇新增就业1009万人，提前完成全年目标任务。10月份全国城镇调查失业率为5.3%，比9月份下降0.1个百分点。

但不同产业、不同规模企业和不同地区差距进一步扩大，可能出现新的不协调。从产业看，尚未完成转型升级的传统产业面临较大困难；从企业看，规模越大，景气度越高，而中小企业对市场、金融资源的获取能力有限，经营状况堪忧；从地区看，西南地区快速崛起，东北地区持续低迷，南北差距日益取代东西差距。值得注意的是，传统产业和中小企业吸纳就业占比较高，是低技能劳动力就业的主渠道，行业和企业进一步分化，不利于就业稳定，也将对中低收入群体构成新的冲击。

随着中国经济逐步恢复至正常状态，经济工作的重点需要以畅通国内大循环为重点，深化供给侧结构性改革，激发企业活力，着力扩大国内需求，形成需求牵引供给、供给创造需求的高水平动态平衡。

图 2：制造业 PMI 指标

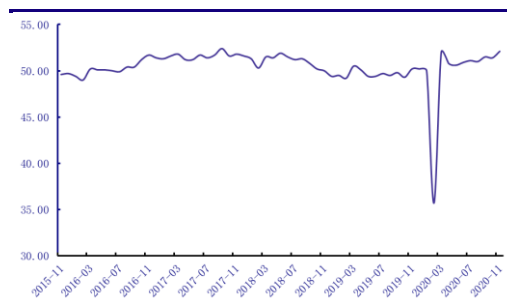
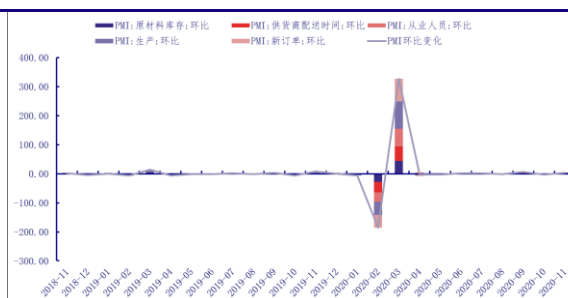


图 3：制造业 PMI 主要分项指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：制造业 PMI 进出口指标

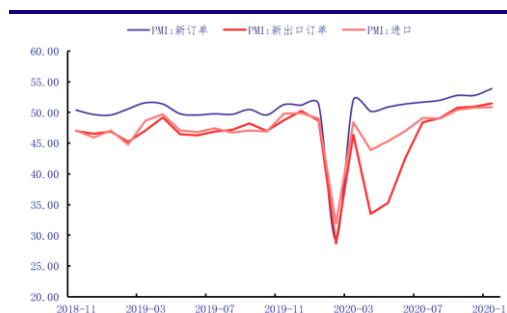
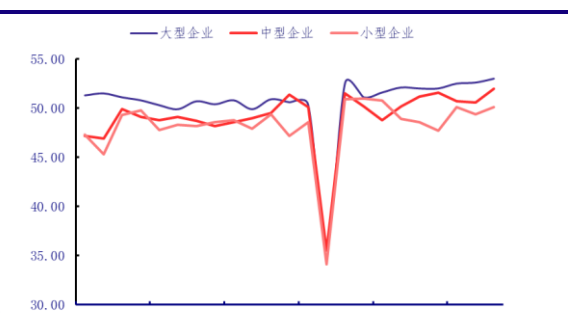


图 5：大中小型企业 PMI 指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

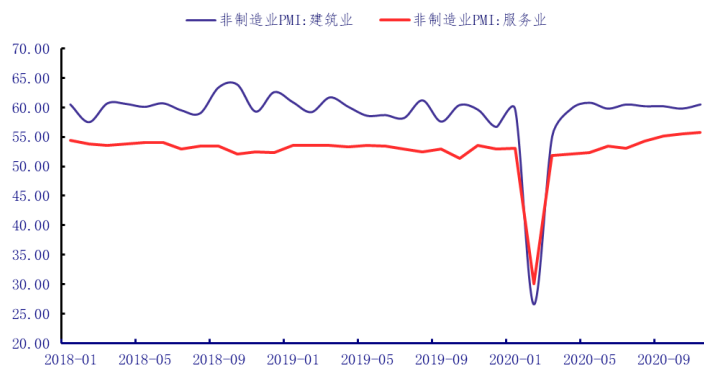
二、非制造业景气度稳步回升 建筑业市场或将承压：

非制造业景气度稳步回升。11月PMI非制造业经营活动状况为56.4%，比上月上升0.2%，已连续六个月稳定在54%以上较高水平运行。随着居民生活回归常态，服务业恢复有所加快，在投资加快修复的带动下，建筑业短期或持续向好，未来非制造业数据有望保持高位运行。但从发展趋势看，建筑业市场仍将面临一定压力。

服务业恢复有所加快，对经济增长形成新支撑。11月服务业较10月上升0.2%至55.7%，10月全国服务业生产指数同比增长7.4%，比9月份上升2.0个百分点。6月份以来，餐饮、休闲、旅游等接触型、聚集型服务行业限制逐步放开，服务消费快速升温，将对四季度经济增长形成新的支撑。

基础设施、房地产投资增长进一步提速，但前景不容乐观。从行业大类看，11月建筑业上升0.7%，为60.5%，房地产经营状况回落3.9%至47.6%，订单回落2.7%至44.3%。1-10月份基础设施和房地产投资增长进一步加快，较1-9月分别提高0.5和0.7个百分点，但前景不容乐观。随着中央、地方债发行基本结束，对基础设施投资的资金支持力度将逐步减弱。房地产调控政策进一步收紧，“三道红线”对负债水平较高的房地产开发企业形成新的压力，将使得房地产行业杠杆率下降，扩张速度整体放缓，对宏观经济和行业格局产生中长期影响。

图 6：非制造业 PMI 指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、EPMI 季节性回落 信心提振带动就业上行:

新兴产业扩张势头持续向上，继续好于往年季节性表现。11月新兴产业景气指数 EPMI（主要统计覆盖高端装备制造产业、节能环保产业、生物产业、新材料产业、新能源产业、新能源汽车产业、新一代信息技术产业、医疗健康服务业等行业）录得 57.4%，在上月达到年内新高后，环比季节性回落 4.2%。本月正向指标也呈现季节性回落，但同比均为正值，其中经营预期维持在 60 以上，预计下月行业景气度仍将好于去年同期。

订单生产拖累综合指标，企业采购生产动力减弱。受季节性 & 前期基数较高影响，11月新订单、生产量分别回落 6.2% 和 5.0%，共同拉低综合指标，但仍处于 60% 以上高位，新兴产业依旧处于较高速扩张，供需较为平衡。本月采购量下降 4.7% 至 61.0%，同比小幅回落 0.1%，自有库存季节环比回落 3.4% 至 50.5%。采购量与自有库存同步回落，表明企业采购生产动力弱于上月。此外，用户库存环比下降 1.5%，为 45.1%，同比回落 5.3%，低于近四年均值，是除疫情中 2-3 月以外的 23 个月以来新低。两类库存均有所下行，为企业后期继续保持采购生产动力提供向上空间。

就业维持复苏态势，出口将继续回暖。本月就业指数为 54.2%，环比回落 4.2%，同比上升 0.6%。就业虽有回落，但依然位于荣枯线以上并高于去年同期水平，显示就业继续保持复苏趋势。11月进口指数回落 0.9% 至 52.3%，国际疫情不稳定导致原料进口周期变长。此外，国家正逐步推进资源综合利用，并对废弃资源进行限制，进口也受到了一定影响。出口指数下降 1.2%，为 52.5%。虽然本月进出口指数均有所回落，但三月均值创 2002 年以来的新高，尤其是高端设备和新信息出口呈现反季节上升，体现了中国制造的韧性。由于国外第二波疫情爆发，订单将再度向中国集中，加上圣诞节前旺季需求溢出，未来出口仍将继续回暖。

价格走高或抑制需求释放，企业研发投入初见成效。购进价格继续小幅回升 1.2% 至 61.5%，同比上行 3.9%，为 26 个月以来的新高，未来回升空间有限。在本月新订单回落的背景下，价格依旧上行，说明市场需求的支撑依然稳固，但累积的涨价压力破坏了价格与需求的配合，未来可能对需求形成压制。贷款难度指数下降 1.1% 至 51.4%，同比回落 4.8%，低于近年均值，中小企业贷款难的问题不再突出。本月新产品投产与研发指标分别为 62.9% 和 59.8%，继续双双高出往年均值，表现出更强的景气度，且新产品连续两月高于研发指标，体

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_1185

