

## 供需表现强劲，经济延续复苏

——宏观月报

### 报告要点：

#### ● PMI 创年内新高，预示基本面持续向好

11月中采制造业PMI指数为52.1%，较上月上升0.7个百分点，高于市场预期，连续9个月处于荣枯线之上；非制造业PMI指数为56.4%，较上月上升0.2个百分点。原材料价格涨幅较大，出厂价格协同上行。各规模企业景气度均回升，服务业持续改善。

#### ● CPI 同比转负，PPI 温和修复

11月CPI同比-0.5%（前值+0.5%），较上月回落1个百分点；环比-0.6%（前值-0.3%），较上月回落0.3个百分点。11月PPI同比-1.5%（前值-2.1%），较上月回升0.6个百分点。其中猪肉价格回落带动CPI由涨转跌；伴随国内市场需求持续回暖，工业品出厂价格回升，PPI延续修复趋势。

#### ● 工业增加值维持高增，制造业加速回暖

11月规模以上工业增加值同比增长7.0%，增速较上月提升0.1个百分点；1-11月工业增加值累计同比增长2.3%，较上期回升0.5个百分点。行业大类看，制造业维持高增，公用事业回暖，采矿业小幅放缓，高技术产业大幅回升，单月同比创下年内新高。

#### ● 消费延续修复，投资、进出口整体位于高景气区间

11月社零继续回升，同比增速为5.0%，增速较上月加快了0.7个百分点。必选消费稳定增长，可选消费维持高景气，其中汽车连续高增，餐饮消费小幅回落。投资方面，制造业投资加速修复，11月医药制造业投资加速增长、计算机设备维持高增，有色冶炼，专用设备，通用设备大幅回暖；地产销售增速小幅回落，房地产投资仍有韧性；基建回升速度略低于市场预期。进出口方面，11月我国进出口数据表现亮眼，总值为4607.2亿美元，同比增长13.6%，位于年内高位。其中出口受需求回暖影响保持强劲，增速远超预期；进口受海外疫情反复及国内补库需求边际减少影响增速稳中有降。

#### ● 信贷社融高增，结构持续优化

11月社融余额同比增速13.6%，M2当月同比增速10.7%，新增人民币贷款14300亿元。社融延续高增，信贷仍为重要支撑，政府债券对社融的影响边际缩小。企业及居民中长期贷款边际回暖，信贷结构持续优化。虽然表外融资及政府债券融资的下滑或将影响社融增长，但随着信贷维持相对强劲以及信用债风波后债券发行边际回升，年内社融或仍能保持高增。

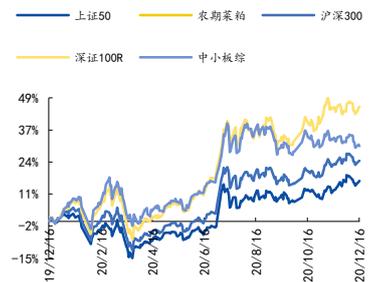
整体上看，11月宏观经济延续复苏趋势。PMI创年内新高，通胀整体温和。从供给侧角度看，工业增加值维持高增，制造业加速回暖。需求侧角度看，消费延续修复，投资、进出口整体位于高景气区间。同时在适度灵活的稳健货币政策引导下，信贷社融保持高增，结构持续优化。预计伴随制造业强劲修复与地产投资维持韧性，居民消费需求回暖叠加出口持续高增，12月宏观经济将继续向好，同时货币与财政政策预计也将进一步回归常态，建议后续重点关注12月中央经济工作会议。

风险提示：新冠疫情超预期发展，政策超预期收紧，海内外经济超预期下滑

### 主要数据：

上证综指：	
深圳成指：	13751.09
沪深300：	4953.87
中小盘指：	4379.46
创业板指：	2760.64

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

- 《国元宏观-可选消费持续向好，制造业投资加速修复-11月经济数据点评》2020.12.16
- 《国元宏观-以后迎新，结构与复苏-2021年宏观与大类资产展望-PPT版》2020.12.11

### 报告作者

分析师 徐颖  
执业证书编号 S0020520070001  
邮箱 xuying@gyqz.com.cn  
电话 021-68880637-2174

## 内容目录

1. PMI 创年内新高，基本面持续向好 .....	4
1.1 PMI 处年内高点，供需协同改善 .....	4
1.2 原材料价格涨幅较大，出厂价格协同上行 .....	4
1.3 各规模企业景气度均回升，服务业持续改善 .....	5
2. CPI 同比转负，PPI 温和修复 .....	5
2.1 猪肉价格回落带动 CPI 由涨转跌 .....	5
2.2 工业品出厂价格回升，PPI 延续修复趋势 .....	6
3. 11 月工业增加值维持高增 .....	7
4. 消费：可选维持高景气，餐饮小幅回落 .....	8
5. 投资：制造业投资加速修复 .....	9
6. 贸易：出口远超预期，进口稳中有降 .....	11
6.1 出口增速远超预期 .....	11
6.2 进口增速稳中有降 .....	11
7. 货币金融：信贷社融高增，结构持续优化 .....	12
7.1 M2 维持高增，M1 边际上升 .....	12
7.2 中长期贷款边际回暖，信贷结构持续优化 .....	13
7.3 社融延续高增，信贷仍为重要支撑 .....	13

## 图表目录

图 1：PMI 总指数、生产与新订单 .....	4
图 2：中采 PMI 分项 .....	4
图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数 .....	5
图 4：各规模企业景气度均回升 .....	5
图 5：服务业持续回升 .....	5
图 6：11 月 CPI 同比由涨转跌 .....	6
图 7：11 月核心 CPI 环比小幅回落 .....	6
图 8：猪肉价格同比继续回落 .....	6
图 9：猪肉拉动 CPI 回落 .....	6
图 10：11 月 PPI 同比回升 .....	7

图 11: 主要行业 PPI 累计同比 .....	7
图 12: 11 月工业增加值维持高增.....	8
图 13: 高技术产业增速大幅回升.....	8
图 14: 医药景气度进一步提升 .....	8
图 15: 主要工业品产量仍处于高增区间.....	8
图 16: 11 月社零继续修复.....	8
图 17: 必选消费回升 .....	8
图 18: 消费升级类产品是社零增长的主要拉动项 .....	9
图 19: 固定资产投资完成额继续回升 .....	10
图 20: 房地产投资有韧性.....	10
图 21: 制造业投资加速修复 .....	10
图 22: 房地产累计销售面积转正.....	10
图 23: 办公楼投资回升较快 .....	11
图 24: 商品房销售面积继续回升.....	11
图 25: 进出口仍位于高景气区间.....	12
图 26: 机电产品增速边际回升 .....	12
图 27: 对美出口增速大幅上行 .....	12
图 28: 部分大宗商品进口增速边际回落.....	12
图 29: M1 与 M2 剪刀差边际收缩.....	13
图 30: 新增人民币存款情况 .....	13
图 31: 居民中长期贷款仍维持高景气度.....	13
图 32: 企业中长期贷款边际回升.....	13
图 33: 社融增速延续高增.....	14
图 34: 表内融资边际回升.....	14

## 1. PMI 创年内新高，预示基本面持续向好

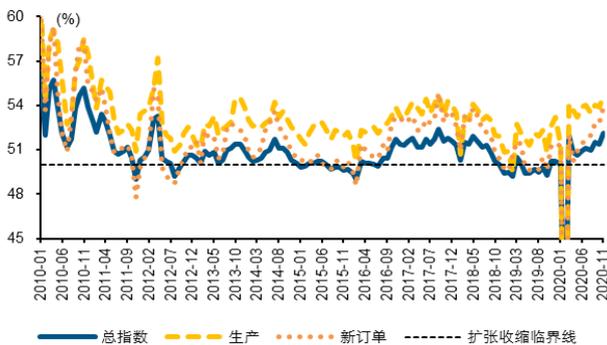
### 1.1 PMI 处年内高点，供需协同改善

11月中采制造业PMI指数为52.1%，较上月上升0.7个百分点，高于市场预期，连续9个月处于荣枯线之上；非制造业PMI指数为56.4%，较上月上升0.2个百分点。综合PMI产出指数为55.7%，较上月上升0.4个百分点。

从细分项来看，11月生产指数为54.7%，较上月增长0.8个百分点；新订单指数为53.9%，较上月增长1.1个百分点，其中新出口订单指数上行0.5个百分点至51.5%。生产指数与新订单指数均为年内高点，工业生产延续良好趋势。内需方面受益于经济基本面持续修复，整体呈现企稳向好的趋势；外需方面海外因疫情反弹供给能力受限，我国发挥替代优势，工业企业生产能力持续修复形成较强的出口供给能力，拉动出口订单持续改善。

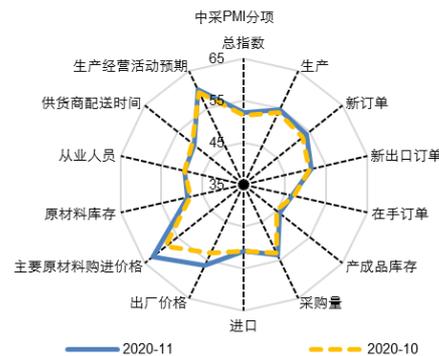
在库存方面，原材料库存指数上升0.6个百分点至48.6%，处于年内高点；产成品库存指数上升0.8个百分点至45.7%。伴随着经济企稳回暖与需求端进一步改善，工业企业或将逐步从被动去库存转为主动补库存阶段。在就业方面，从业人员指数小幅上升0.2个百分点至49.5%，从业人员分项维持稳定。

图 1：PMI 总指数、生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：中采 PMI 分项

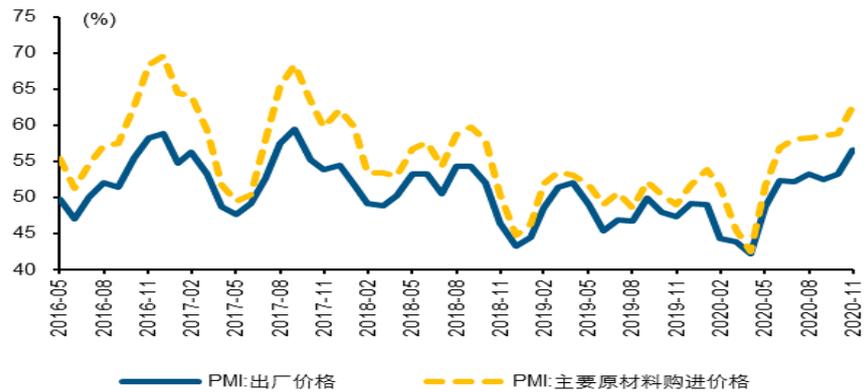


资料来源：Wind，国元证券研究中心

### 1.2 原材料价格涨幅较大，出厂价格协同上行

11月价格指数明显上行。受近期大宗商品价格上涨以及企业生产、采购活动增长影响，原材料价格较上月增长3.8个百分点至62.6%，出厂价格较上月增长3.3个百分点至56.5%，均位于年内高点。在下游行业需求拉动下，石油煤炭等上游原材料价格涨幅较为明显。终端需求逐渐改善的情况下，上游原材料价格上涨或对中下游制造业形成压力。

图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数



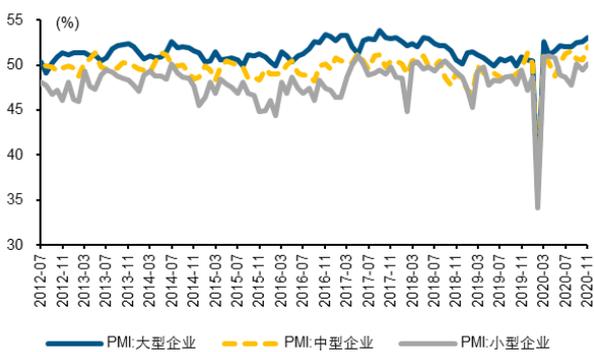
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 1.3 各规模企业景气度均回升，服务业持续改善

11 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 53.0%、52.0%、50.1%，较上月分别上升 0.4、1.4、0.7 个百分点。大、中型企业 PMI 指数均为年内高点，企业景气度持续向好。伴随前期出台的支持政策效果显现以及市场需求持续改善，小型企业 PMI 较上月有所回升，站上荣枯线。

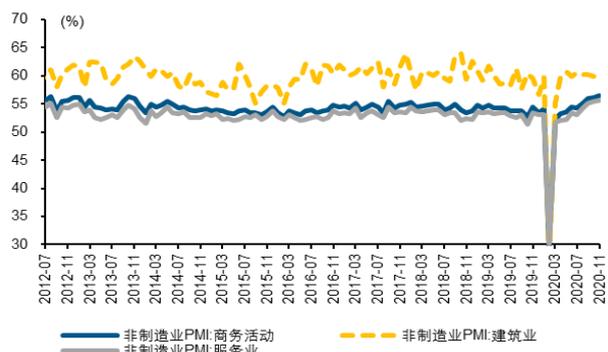
非制造业 PMI 指数为 56.4%，较上月上升 0.2 个百分点，延续稳中向好态势。其中服务业 PMI 指数为 55.7%，较上月上升 0.2 个百分点。建筑业 PMI 指数为 60.5%，较上月上升 0.7 个百分点。服务业方面，在疫情防控常态化态势下，经济基本面持续修复，居民消费需求回暖，餐饮、旅游、交通等行业迎来较高景气度。

图 4：各规模企业景气度均回升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：服务业持续回升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

## 2. CPI 同比转负，PPI 温和修复

### 2.1 猪肉价格回落带动 CPI 由涨转跌

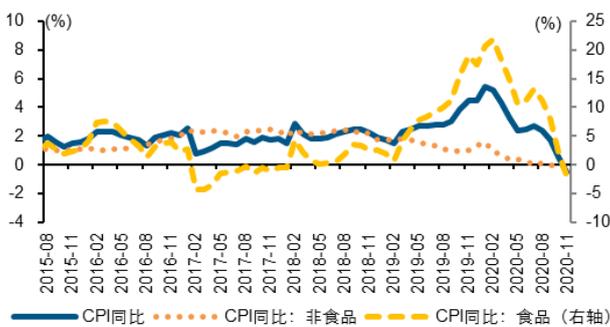
国家统计局 12 月 9 日公布数据显示，11 月 CPI 同比-0.5%（前值+0.5%），较上月回落 1 个百分点；环比-0.6%（前值-0.3%），较上月回落 0.3 个百分点。11 月 PPI 同

比-1.5%（前值-2.1%），较上月回升 0.6 个百分点；环比变动 0.5%（前值 0%），较上月回升 0.5 个百分点。CPI 略低于市场预期，PPI 基本符合市场预期。

11 月食品 CPI 同比-2%，增速较上月回落 4.2 个百分点；非食品 CPI 同比变动-0.1%，增速较上月回落 0.1 个百分点。核心 CPI 同比+0.5%，涨幅已连续 5 个月相同。

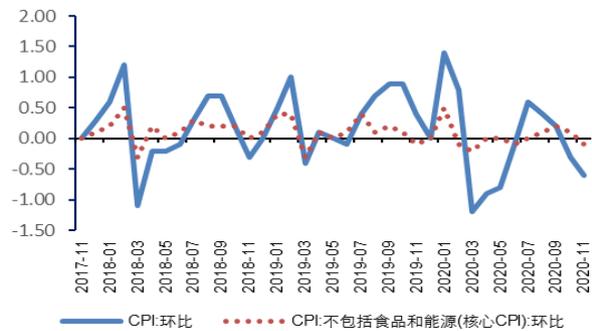
11 月食品烟酒类价格同比-0.7%，影响 CPI 下降约 0.24 个百分点，是带动 CPI 由涨转跌的主要因素。食品中猪肉价格同比-12.5%，影响 CPI 下降约 0.6 个百分点；鲜菜价格同比+8.6%，影响 CPI 上涨约 0.2 个百分点。生猪生产持续恢复，猪肉价格环比下降 6.5%；鲜菜供应充足，价格环比下降 5.7%。其他七大类中，教育文娱，医疗保健需求继续恢复，价格小幅上行；房租价格同比下降 0.6%仍在低位；受旅游淡季影响交通和通信价格同比下降 3.9%。

图 6：11 月 CPI 同比由涨转跌



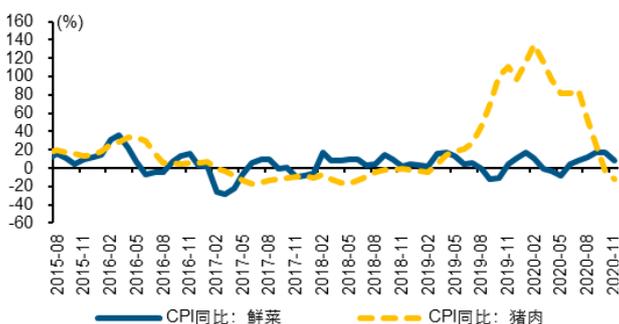
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 7：11 月核心 CPI 环比小幅回落



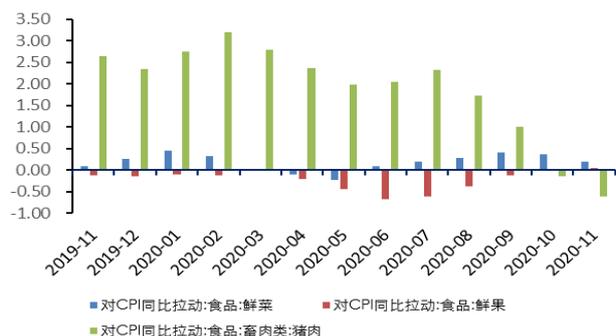
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 8：猪肉价格同比继续回落



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 9：猪肉拉动 CPI 回落



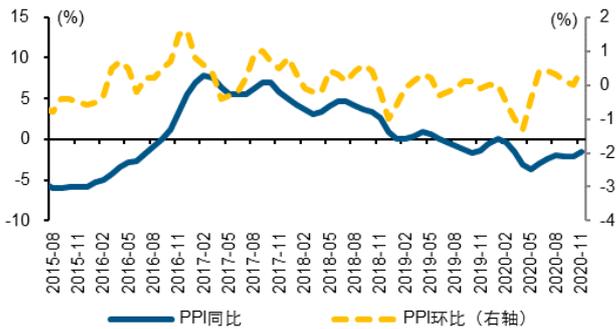
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

## 2.2 工业品出厂价格回升，PPI 延续修复趋势

11 月全国 PPI 同比下降 1.5%，环比上涨 0.5%。其中生产资料价格同比-1.8%，降幅较上月收窄 0.9 个百分点；环比+0.7%，涨幅较上月扩大 0.6 个百分点；PPI 生活资料价格同比-0.8%，降幅较上月扩大 0.3 个百分点；环比由上月-0.1%转为+0.1%。

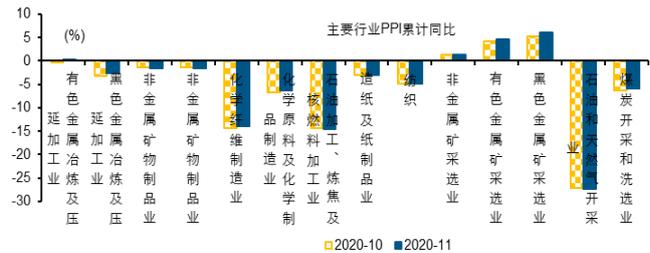
受国际原油价格上涨等因素影响，石化产业链出厂价格环比回升。细分行业看，化学原料和化学制品制造业 (+2.2%)，化学纤维制造业 (+1.9%)，石油、煤炭及其他燃料加工业 (+1.7%)，石油和天然气开采业 (+0.9%)。供暖需求增加推动相应燃料价格上行，其中燃气生产和供应业 (+2.8%)，煤炭开采和洗选业 (+2.2%)。其他行业中，金属相关行业价格由降转升，黑色金属冶炼和压延加工业 (+1.5%)，有色金属冶炼和压延加工业 (+1.1%)。

图 10: 11 月 PPI 同比回升



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 11: 主要行业 PPI 累计同比



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

预计年内 CPI 仍将处于低区间，PPI 温和修复趋势不变。年内非食品方面，消费延续回暖趋势，但受疫情影响的刚需已基本释放、未来疫情防控常态化及旅游淡季等影响，短时间难以大幅上行。食品方面，猪肉产能恢复推动价格进一步回落；但冬季为猪肉消费旺季，需求增长将对猪肉价格形成支撑。从 PPI 看，国内市场需求持续回暖，带动相关产业工业品价格回升。国际原油价格本月有所上行，将带动石化产业链价格回升；同时受美可能出台财政刺激政策、疫苗研制与投放等利好消息影响，全球经济复苏期望增强，预计 PPI 年内将维持温和修复趋势。

### 3. 11 月工业增加值维持高增

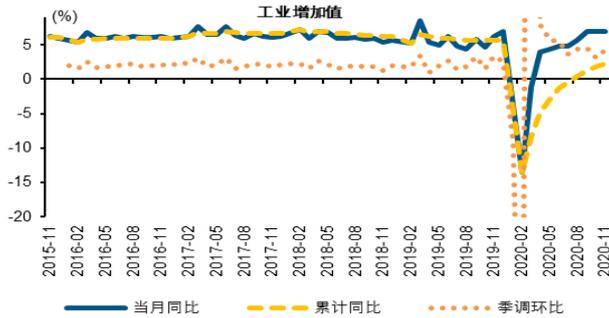
11 月规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速较上月提升 0.1 个百分点；1-11 月工业增加值累计同比增长 2.3%，较上期回升 0.5 个百分点。工业增加值增速符合市场预期。

行业大类看，制造业维持高增，11 月同比增 7.7%，增速较上月加快了 0.2 个百分点；采矿业增加值同比增 2.0%，增速较上月放缓了 1.5 个百分点；公用事业增 5.4%，增速较上月回升了 1.4 个百分点。高技术产业工业增加值同比增 10.8%，增速较上月大幅回升 4.5 个百分点，单月同比增速创下年内新高。子行业看，上游行业小幅回落，欧美疫情恶化带动医药高增 (+13.6%)；汽车 (+11.0%)、电气设备 (+18%)，金属制品 (+13.8%) 仍处于高景气区间。制造业投资加速修复带动专用设备 (+10.5%) 电子设备 (+9.3%) 较上月分别回升了 2.5、4.3 个百分点。

从主要工业品看，11 月发电量同比上升 6.8%，增速较上月大幅回升 2.2 个百分点；钢材产量当月同比上升 10.8%，增速较上月小幅回落 3.4 个百分点；水泥产量当月同比上升 7.7%，增速较上月回落 1.9 个百分点；汽车产量当月同比上升 8.1%，增速较

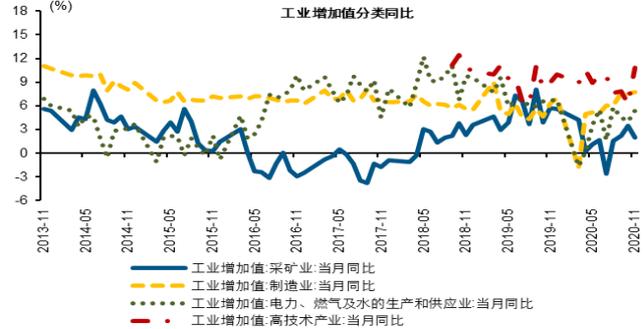
上月回落3个百分点。主要工业品整体仍处于高增区间。

图 12: 11 月工业增加值维持高增



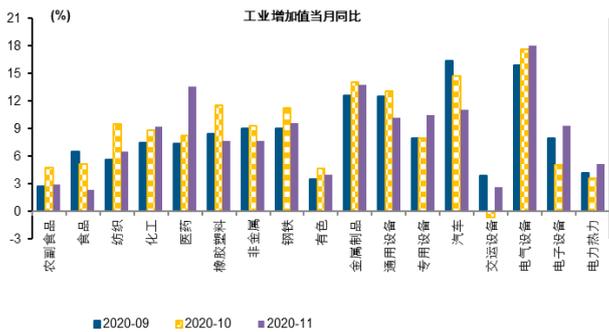
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 13: 高技术产业增速大幅回升



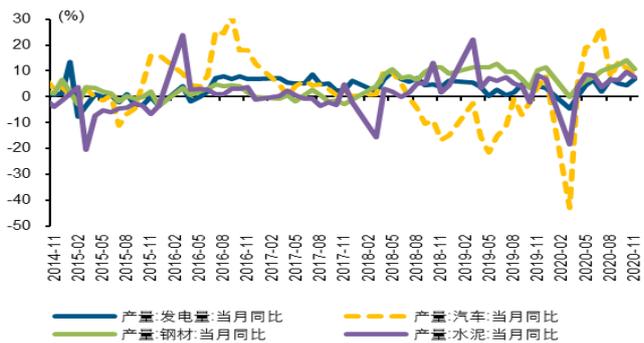
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 14: 医药景气度进一步提升



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 15: 主要工业品产量仍处于高增区间



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

#### 4. 消费: 可选维持高景气, 餐饮小幅回落

11 月社零同比增速为 5.0%, 较上月回升了 0.7 个百分点, 符合市场预期。1-11 月社零累计同比增速为 1.0%, 较 1-10 月回升了 0.1 个百分点, 仍需继续呵护。

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\\_780](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_780)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn