



证券研究报告·宏观研究报告

2019 年 12 月 2 日

首创宏观“茶”： 总需求承压背景下，制造业 PMI 缺乏大幅上行的 基础

——11 月 PMI 数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 11 月制造业 PMI50.2，预期值 49.5，前值 49.3；11 月非制造业 PMI54.4，预期值 53.1，前值 52.8；11 月综合 PMI53.7，前值 52.0。我们点评如下：
- 一、11 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 上行幅度远超季节性；
- 二、新出口订单拉动 11 月制造业 PMI 上行，但是内需短期之内难言乐观；
- 三、10 月或许不是本轮 PPI 当月同比的底部；
- 四、短期之内我国工业企业进入被动去库存阶段的概率较低。

目录

一、11月制造业 PMI 与非制造业 PMI 上行幅度远超季节性.....	4
二、新出口订单拉动 11 月制造业 PMI 上行，但是内需短期之内难言乐观.....	5
三、10 月或许不是本轮 PPI 当月同比的底部.....	7
四、短期之内我国工业企业进入被动去库存阶段的概率较低.....	9

图表目录

图 1：11 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 上行幅度远超季节性（%） 5

图 2：新出口订单拉动 11 月制造业 PMI 上行（%） 6

图 3：工业企业亏损家数累计同比与亏损额累计同比均较前值上行（%） 7

图 4：主要原材料购进价格与出厂价格双双下行（%） 8

图 5：采掘业 PPI 当月同比尚未到达周期经验底部（%） 8

图 6：年底 PPI 当月同比翘尾因素对 PPI 当月同比的影响趋弱（%） 9

图 7：11 月原材料库存与产成品库存背向而行（%） 10

图 8：10 月工业企业存货累计同比与产成品存货累计同比均较前值下行（%） 10

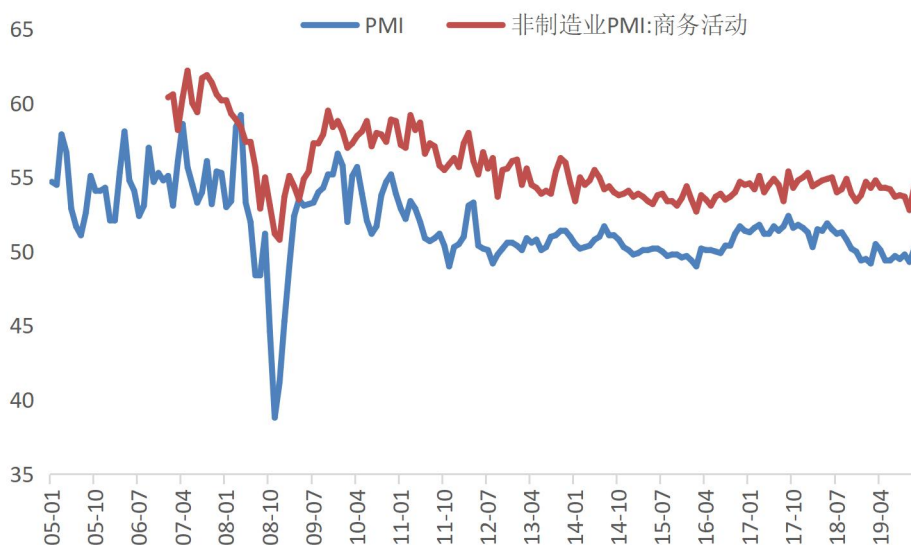
事件：11月制造业PMI50.2，预期值49.5，前值49.3；11月非制造业PMI54.4，预期值53.1，前值52.8；11月综合PMI53.7，前值52.0。

点评：

一、11月制造业PMI与非制造业PMI上行幅度远超季节性

11月制造业PMI录得50.2，高于预期0.7个百分点，较前值上行0.9个百分点。11月制造业PMI的表现可圈可点，主要体现在以下4个方面：一是较前值超预期上行，年内时隔6个月第三次站上荣枯线，且录得年内次高值；二是与前值相比，五个分项无一下行，除了从业人员指数持平于前值以外，其余四项均较前值上行；三是在2005年至2018年的14年中，11月制造业与10月制造业PMI的差值的均值是-0.26个百分点，也就是说，过往14年中11月制造业PMI的表现平均而言是弱于10月制造业PMI的，但是2019年11月制造业PMI则较10月制造业PMI高出0.90个百分点，且较前14年的均值高出1.16个百分点，表明2019年11月制造业PMI的上行远超季节性；四是在2007年至2019年的11月制造业PMI中，2019年位列倒数第5，排名虽不算高，但是与前几个月相比，也不算低。非制造业PMI方面，11月非制造业PMI录得54.4，高于预期1.3个百分点，较前值上行1.6个百分点，为近8个月新高，与10月非制造业PMI52.80的读数形成鲜明对比：在过往的13年里，2019年10月非制造业PMI位列倒数第1。11月非制造业PMI的上行同样远超季节性：在2007年至2018年的12年中，11月非制造业PMI与10月非制造业PMI的差值的均值为-0.06个百分点，而2019年11月制造业PMI则较10月制造业PMI高出1.60个百分点，且较前12年的均值高出1.66个百分点，表明2019年11月非制造业PMI的上行远超季节性。

图 1：11 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 上行幅度远超季节性（%）



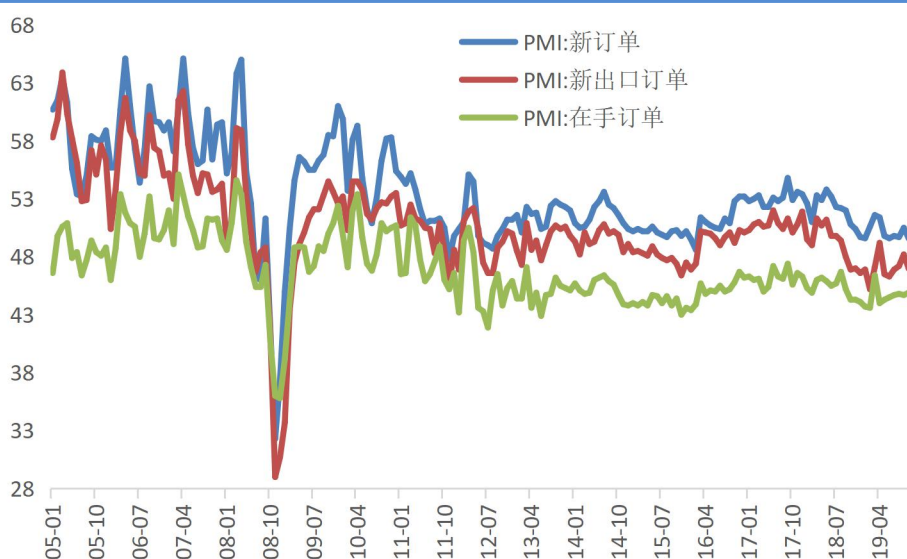
资料来源：wind，首创证券研发部

二、新出口订单拉动 11 月制造业 PMI 上行，但是内需短期之内难言乐观

制造业PMI的5个主要分项，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得51.30、52.60、47.30、50.50、47.80，分别较前值上行1.70、1.80、0、0.40、0.40个百分点。除了从业人员指数持平于前值之外，其余四个主要分项均较前值上行。其中，新订单重返荣枯线之上，创近8个月新高，此外，生产指数大幅反弹，创近7个月新高，这两项是11月制造业PMI上行的主要贡献项。由于新订单在制造业PMI中的权重高达30%，此外，新订单是制造业PMI的逻辑领先指标，因此，对新订单走势的研判是制造业PMI走势研判的关键所在。

在需求类指标中，11月新订单、新出口订单与在手订单分别为51.30、48.80、44.90，分别较前值上行1.70、1.80、0个百分点。可见，新出口订单是新订单上行的主因。我们认为，新出口订单上行的原因主要有三点：一是11月除了英国以外，全球主要经济体制造业PMI均较前值上行；二是中美贸易摩擦在近期出现阶段性缓和，一定程度上提振风险偏好；三是11月是西方国家圣诞节备货的主要时间段。其中，圣诞节备货因素不具备可持续性，而中美贸易摩擦尚存较大不确定性，如果谈判局势没有向好的方向发展，可能影响全球贸易秩序，进而对全球主要经济体制造业PMI产生负面影响。综上，新出口订单上行持续性待观察。

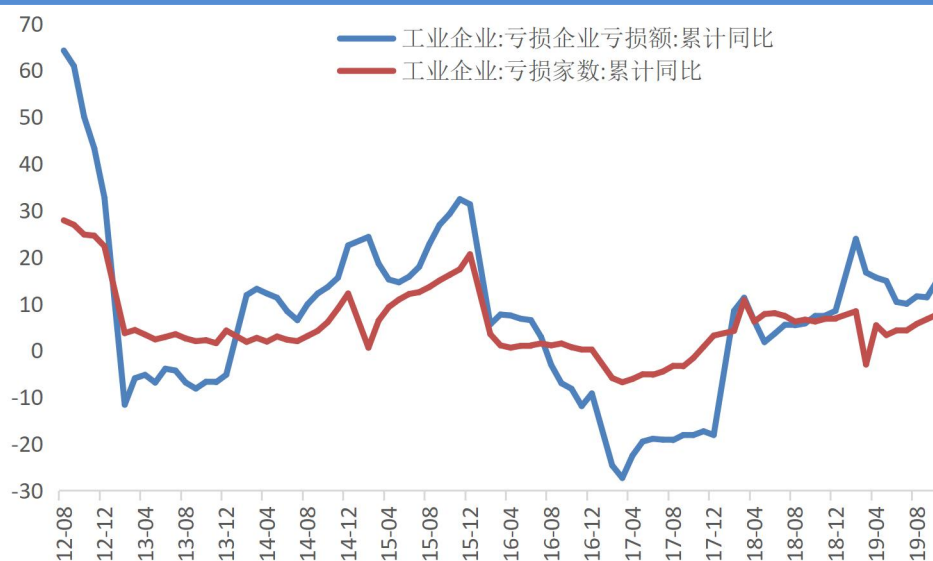
图 2：新出口订单拉动 11 月制造业 PMI 上行（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

内需方面，11月进口指数录得49.80，较前值上行2.90个百分点，为2018年7月以来新高，主要的原因可能有两点：一是“双11”促销对进口需求的拉动，该因素在12月不具有可持续性；二是新出口订单对进口指数的拉动，也就是说，进口指数的上行，是受出口需求的拉动。在新出口订单上行持续性待观察的背景下，短期之内对内需不应过于乐观。此外，从“新订单-新出口订单”这一复合指标看，该指标在11月录得2.5个百分点，较其前值收窄0.1个百分点，表明我国内需较前值相对承压。最后，联系到11月27日公布的工业企业利润数据，预计短期之内内需难言乐观：10月工业企业利润总额当月同比仅录得-9.90%，创2012年3月万得资讯有记录以来新低，10月工业企业亏损家数累计同比与工业企业亏损企业亏损额累计同比录得7.70%与14.90%，分别较前值上行1.00、3.50个百分点。

图 3：工业企业亏损家数累计同比与亏损额累计同比均较前值上行（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

三、10月或许不是本轮PPI当月同比的底部

11月PMI数据中最大的利空因素是，主要原材料购进价格与出厂价格双双下行，其中：主要原材料购进价格指数录得49.00，较前值下行1.40个百分点，跌至荣枯线之下；出厂价格指数录得47.30，较前值下行0.70个百分点，在荣枯线之下继续下探。目前市场关注的焦点是，10月PPI当月同比录得-1.60%，是否是本轮PPI当月同比下行周期的底部？客观而言，目前影响PPI当月同比走势的因素是“多空交织”。“多”的方面：一是11月PPI当月同比翘尾因素较10月小幅上行0.20个百分点，二是国际原油等主要工业品的价格在2018年同期基数较低；“空”的方面，一是11月主要原材料购进价格与出厂价格双双下行；二是采掘业PPI当月同比尚未到达周期经验底部，毕竟在前3轮PPI当月同比周期底部，采掘业PPI当月同比均低于加工工业与原材料工业，而目前采掘业PPI当月同比还高于原材料工业PPI当月同比。此外，即使

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_8677

