

经济下行趋势的短暂反弹 ——点评 11 月 PMI 数据

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/12/2

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

luozhiheng@evergrande.com

研究员：孙婉莹

sunwanying@evergrande.com

事件：中国 11 月官方制造业 PMI 为 50.2，预期 49.6，前值 49.3。非制造业 PMI 为 54.4，预期 53.1，前值 52.8。

解读：

1、核心观点：房地产投资韧性和加征关税预期下的“抢出口”推动供需短暂上升，但价格下行、主动去库存、就业低迷延续，短期经济形势严峻

11月PMI数据反映出：PMI在连续6个月低于荣枯线后重回荣枯线上方，供需同时上升，新订单中的新出口订单上升明显。内外需同时上升，带动采购量和原材料库存指数上升。我们认为这只是短期扰动而非趋势性变化，内外需疲弱并未根本性改变。外需因全球经济下行、贸易摩擦影响持续显现而总体回落。内需疲软，融资收紧导致房地产投资缓慢下行，出口疲弱和盈利下滑导致制造业投资低迷，财政收入下行、土地财政大幅下滑和严控隐性债务制约基建反弹，消费受居民杠杆率高、就业压力大、收入增速下行的制约短期难起。

短期新出口订单上升，主要源于海外圣诞节订单增加以及企业预期12月15日美方对华将加征关税而提前出口；进口指数上升反映内需上升，主要是房地产投资有韧性，暖冬天气延长施工时间，与建筑业高景气一致，季节因素并不可持续。当前房地产销售降温、融资全面收紧，房企加快开工或透支未来，同时土地购置面积持续负增长，明年房地产投资下行压力较大。更值得关注的是，价格指数持续下行，通缩压力不减，企业经营利润持续下滑；产成品库存指数继续下行，经济仍处主动去库存周期；就业指数与上月持平，仍处十年低点；资金紧张问题仍较突出，反映资金紧张的企业比重为38.2%，高于上月1.5个百分点。

1) 制造业 PMI 回升，此前连续 6 个月低于荣枯线。11月制造业 PMI 指数 50.2%，较上月上升 0.9 个百分点，主要是生产和新订单指数分项拉动，生产上升由短期需求上升带动。一是房地产投资有韧性，暖冬天气延长施工时间，与建筑业高景气、高炉开工率环比回升、钢材库存去化加快一致；但在房地产土地购置下降、投资缓慢下行，基建发力受限背景下供需回升难以持续。二是受海外圣诞节采购订单大增影响及企业预期12月15日美方可能对华加征关税的预期影响，新出口订单指数上升。

2) 供需短期回升带动采购量和原材料库存指数上升，政策逆周期调节短暂提振企业经营预期。采购量指数为 51.0%，较上月上升 1.2 个百分点，重回荣枯线上方；原材料库存指数 47.8%，较上月上升 0.4 个百分点。11月生产经营预期指数为 54.9%，较上月回升 0.7 个百分点。由于内外需疲软、企业盈利承压，政策逆周期调节力度有所加强。11月5日，央行下调 MLF 利率 5 个 bp；11月20日，LPR 报价 1 年期和 5 年期利率均下行 5bp，其中 1 年期 LPR 加点年内第三次降息。

3) 受煤炭等大宗商品价格下滑影响，PMI 价格指数下滑，工业品通缩持续，工业企业盈利承压、实际利率上升。出厂价格指数持续低于采购价格指数，相关企业经营压力较大。11月 CRB 指数下滑、煤炭价格下跌，油价小幅反弹，南华工业品价格月均环比持平，由此预计 11 月 PPI 降幅较上月或整体持平，通缩压力持续。出厂价格与购进价格指数差值 -1.7%，较上月收窄 0.7 个百分点，但剪刀差仍大。

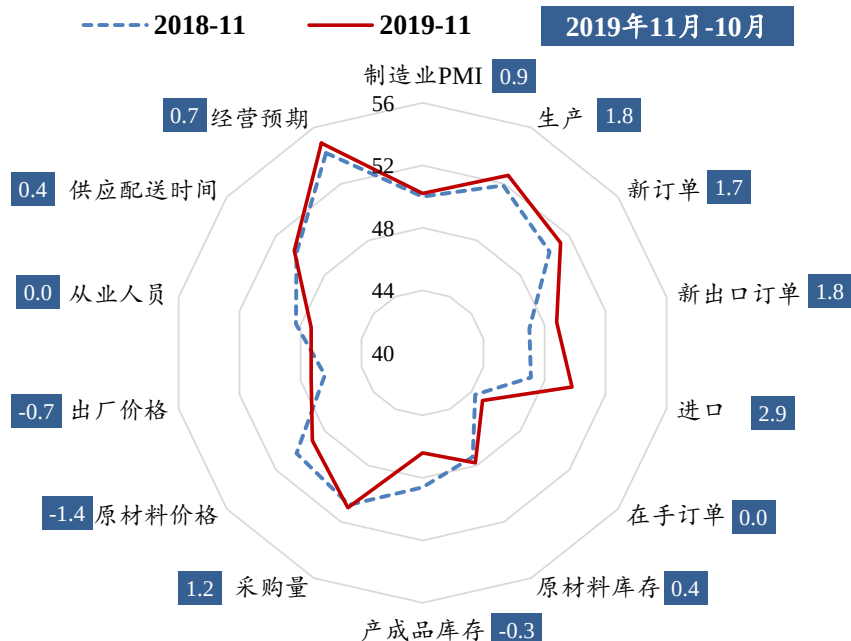
4) 产成品库存指数下滑，需求偏弱、PPI 持续为负，企业仍处主动去库存周期，补库存动力不足。11月产成品库存指数 46.4%，较上月下滑 0.3 个百分点。整体来看当前需求偏弱，且价格有持续回落压力，企业主动补库存的动力不足。

5) 中小型企业 PMI 仍低于荣枯线，企业经营压力仍较大。11 月大型企业 PMI 为 50.9%，较上月回升 1.0 个百分点，重回荣枯线上方；中型和小型企业 PMI 分别为 49.5%和 49.4%，较上月分别回升 0.5 和 1.5 个百分点，但均仍低于荣枯线。中型企业国内订单仍在下滑。据统计局调查数据，部分企业反映当前资金紧张问题仍较突出，11 月反映资金紧张的企业比重为 38.2%，高于上月 1.5 个百分点。

6) 从业人员指数仍处于十年来较低水平。11 月制造业从业人员指数 47.3%，较上月持平，但仍位于十年来的较低水平；非制造业从业人员指数 49.0%，较上月提高 0.8 个百分点，仍低于荣枯线。10 月份,全国城镇调查失业率为 5.1%,较上月下降 0.1 个百分点。随着稳就业政策发力，当前就业形势有所好转，但 PPI 通缩持续，企业盈利持续下行，就业困难问题不容忽视。

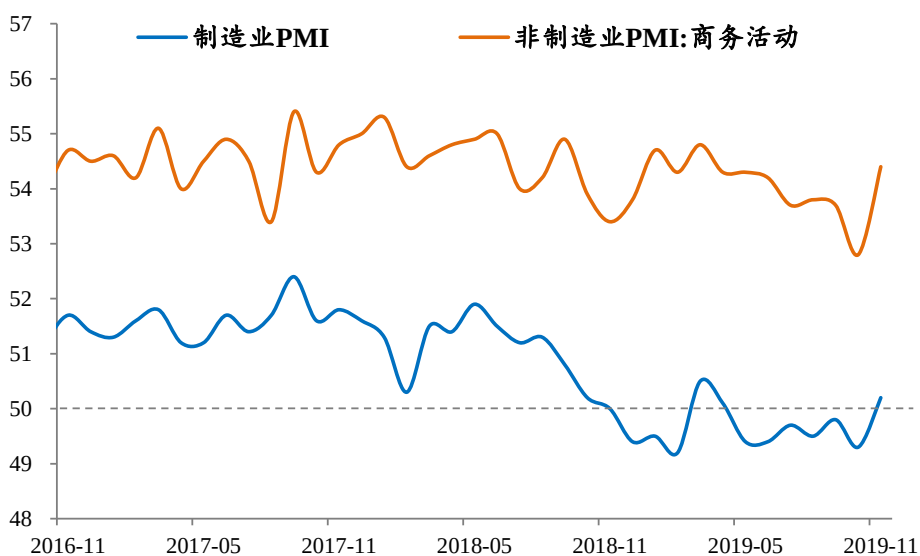
总体来看，当前经济下行压力加大，短期增速再下台阶，迈入“5”时代。短期经济的主要矛盾是总需求不足，需加强逆周期调节，财政、货币、汇率等政策协同发力，财政优于货币，货币优于汇率政策；长期矛盾是供给侧改革不到位、全要素生产率有待提高，需深化改革开放。需要澄清五大认识误区，避免误判，对形势的严峻性要有充分的紧迫感和预案，积极主动作为。一是经济增速换挡过程中并不天然存在中速增长平台承接，有可能没有底，要对形势的严峻性有充分的紧迫感，不能顺其自然下滑。二是当前经济下行的主要原因不在外部和贸易摩擦，更多的是内部和结构性原因，出路在于改革开放，以改革的办法稳增长。三是中国经济持续下行的过程中并未出现危机和风险，但要注意事物的发展不是线性，而是非线性的，如果矛盾积累到临界点，将发生螺旋式的衰退效应，要有充分的危机和忧患意识。四是中央对房地产的定调是“三稳”，不是“三松”也不是“三紧”。房地产一半是金融，一半是制造业，是实体经济，带动的上下游产业链条较长，有必要推动改革更多地发挥其实体经济的功能，回归居住属性和制造业属性。五是当前的物价形势是通缩而非通胀，拿掉猪价是通缩，尤其不能把当前经济形势界定为“滞胀”，当前并不具备全面通胀的基础。我们深信，如果能够推动务实、市场化的新一轮改革开放，中国经济发展的潜力巨大，未来最好的投资机会就在中国。

图表1：11 月 PMI 指数分项一览



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表2: 11月制造业 PMI 重回荣枯线上方



资料来源: Wind, 恒大研究院

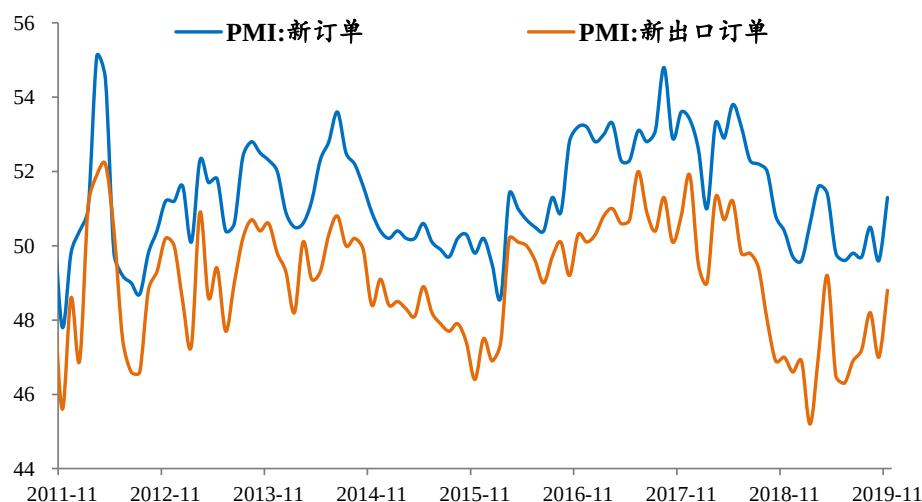
2、房地产投资韧性和抢出口拉动生产和新订单短期回升，整体来看内外需仍疲弱

生产端，11月PMI生产指数为52.6%，较上月回升1.8个百分点。生产指数上升，主要是内外需回升带动：一是房地产投资有韧性，暖冬天气延长施工时间，与建筑业高景气、高炉开工率环比回升、钢材库存去化加快一致；但在房地产投资缓慢下行、基建发力受限背景下供需回升难以持续。11月全国高炉开工率均值为65.3%，环比回升5.4个百分点；螺纹钢库存同比-0.6%，较上月下滑8.5个百分点。二是受海外圣诞节采购订单大增及企业预期12月15日美方可能对华加征关税的预期影响，新出口订单指数上升。

需求端，抢出口拉动新出口订单和新订单指数回升，进口指数上升但仍位于荣枯线之下。房地产投资总体放缓，制造业和基建投资低迷，内外需仍偏疲软。11月新订单指数为51.3%，较上月回1.7个百分点，重回荣枯线上方，主要由新出口订单带动。进口指数49.8%，较上月回升2.9个百分点，但依然低于荣枯线。内需整体仍低迷：房地产方面，融资趋紧、销售降温、土地购置面积负增长，房地产投资逐步回落。制造业方面，工业品通缩、企业盈利承压、出口下行，制造业投资持续低迷。基建方面，受土地财政大幅下降、地方公共财政吃紧和严控隐性债务的制约而低迷。1-10月全国一般公共预算收入累计同比3.8%，其中税收收入累计同比0.4%。从各地看，1-9月7省市财政收入负增长，如海南-0.7%、黑龙江-4.2%、重庆-7.2%，吉林-9.2%，有13个省市财政收入增速在1%以下。

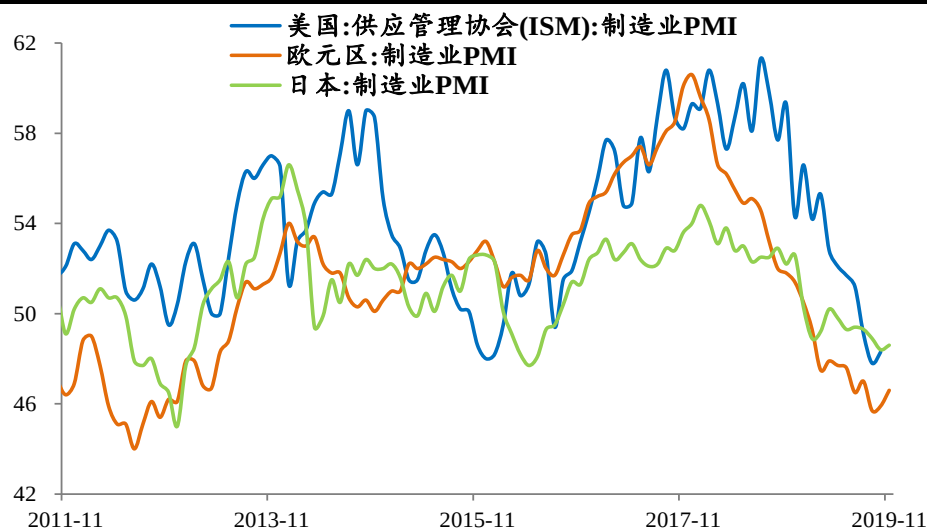
加征关税预期下的“抢出口”和圣诞节采购带动新出口订单回升，但仍低于荣枯线，全球经济增长放缓及贸易摩擦负面效应仍将持续显现。11月新出口订单指数为48.8%，较上月回升1.8个百分点，一是12月15日，美国对3000亿美元中的部分商品（约1600亿美元，其余已在9月1日生效）加征15%的关税大概率将落地，企业积极生产“抢出口”；二是受圣诞节购物季影响，海外订单上升。但新出口订单仍低于荣枯线，主要原因：一是世界经济增长放缓。10月美国制造业PMI为48.3%，连续3个月低于荣枯线；11月欧元区PMI为46.6%，较上月小幅回升0.7个百分点，连续10个月低于荣枯线；其中，欧洲经济火车头德国制造业PMI为43.8%，连续11个月低于荣枯线。二是前期加征关税负面影响显现，企业面临不确定性的情况，加速转移产业链至越南和中国台湾等地。中美贸易摩擦前景不确定性仍高，此前已生效的商品关税（包括2500亿美元商品的25%关税及部分3000亿美元商品的15%关税）未取消。同时，12月15日对3000亿美元中的部分商品加征15%的关税或将落地，企业面临不确定性，持续进行产业链转移。1-9月越南和中国台湾对美出口同比分别达34.8%、21.2%，中国对美出口同比-13.4%。

图表3：11月新订单和新出口订单指数回升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：美日欧 PMI 均低于荣枯线



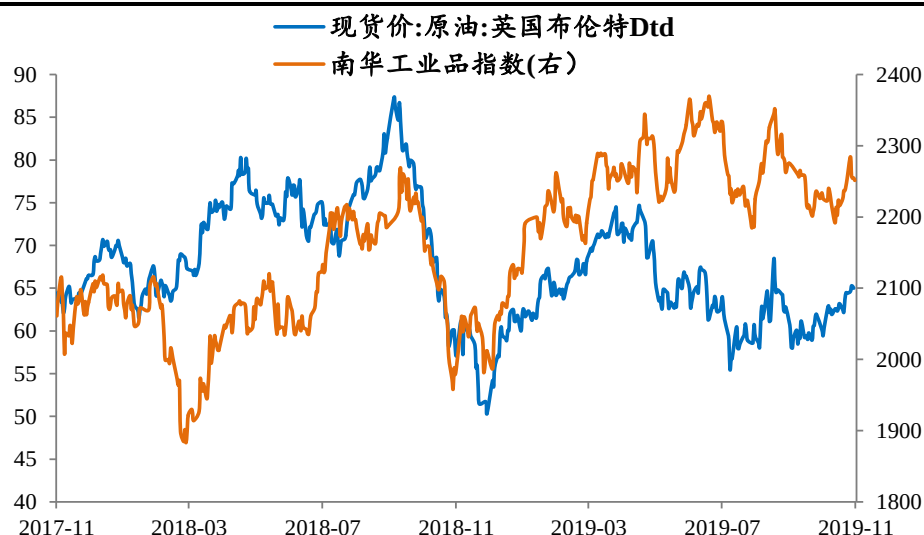
资料来源: Wind, 恒大研究院

3、煤炭等大宗商品价格下跌带动价格指数回落，出厂价格与采购价格指数差值仍较大

11月主要原材料购进价格指数为49.0%，较上月下滑1.4个百分点；出厂价格指数为47.3%，较上月下滑0.7个百分点，连续7个月低于荣枯线。11月CRB现货指数月均环比-0.2%，秦皇岛港动力煤月均价格环比-4.5%，布伦特原油环比5.8%，南华工业品价格指数月均环比持平，由此预计11月PPI降幅较上月或整体持平。同时，尽管出厂价格和原材料价格指数差值有所收窄，但依然处于较高水平，相关行业企业盈利依旧承压。

10月工业企业利润增长继续放缓，主因需求疲弱、PPI持续下行。10月工业企业利润同比-9.9%，降幅较上月扩大4.6个百分点；从累计看，1-10月工业企业利润总额累计同比-2.9%，降幅较上月扩大0.8个百分点。工业企业利润下行主因量价齐跌，一是10月工业增加值同比4.7%，较上月下滑1.1个百分点；二是PPI为-1.6%，降幅较上月扩大0.4个百分点，连续4个月为负。分行业看，10月工业利润的拖累行业主要是化工、钢铁和纺织服装，10月同比分别为-25.3%、-44.2%和-3.4%，降幅较上月分别扩大12.3、2.4和1.8个百分点。同时，以高技术制造业为代表的“新经济”利润增长加快。1-10月份，高技术制造业、战略性新兴产业和装备制造业利润同比分别增长7.5%、5.3%和2.0%，增速比1-9月份分别加快1.2、0.7和1.1个百分点。

图表5：11月工业品价格整体较上月持平



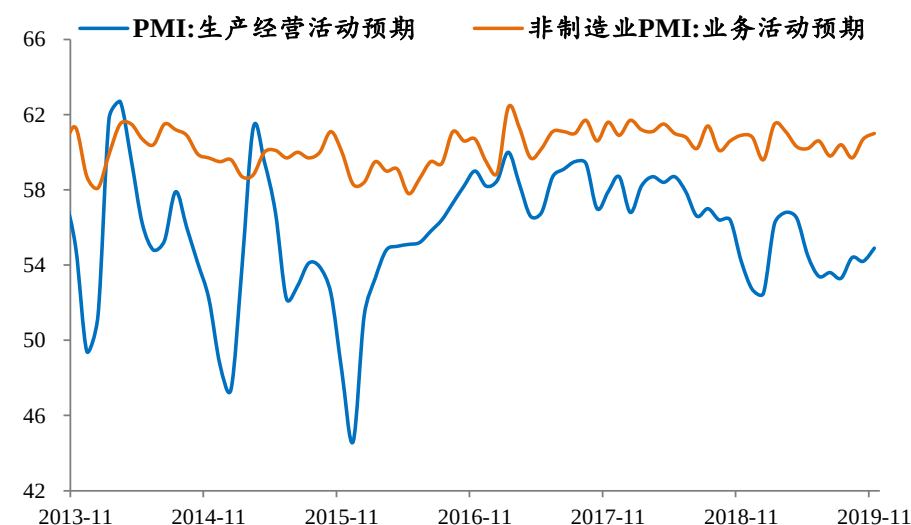
资料来源: Wind, 恒大研究院

4、供需短期回升带动采购量和原材料库存指数上升，政策逆周期调节短暂提升企业经营预期

经营预期、采购量指数和原材料库存指数上升。11月生产经营预期指数为54.9%，较上月回升0.7个百分点。采购量指数为51.0%，较上月上升1.2个百分点，重回荣枯线上方。经营预期和采购改善的原因一是圣诞节海外订单增加；二是由于内外需疲软、企业盈利承压，政策逆周期调节力度有所加强。11月5日，央行下调MLF利率5个bp；11月20日，LPR报价1年期和5年期利率均下行5bp，其中1年期LPR加点年内第三次降息，反映货币政策逆周期加强。11月28日，国务院金融委召开会议，提出“平衡好稳增长和防风险的关系，加大逆周期调节力度”。

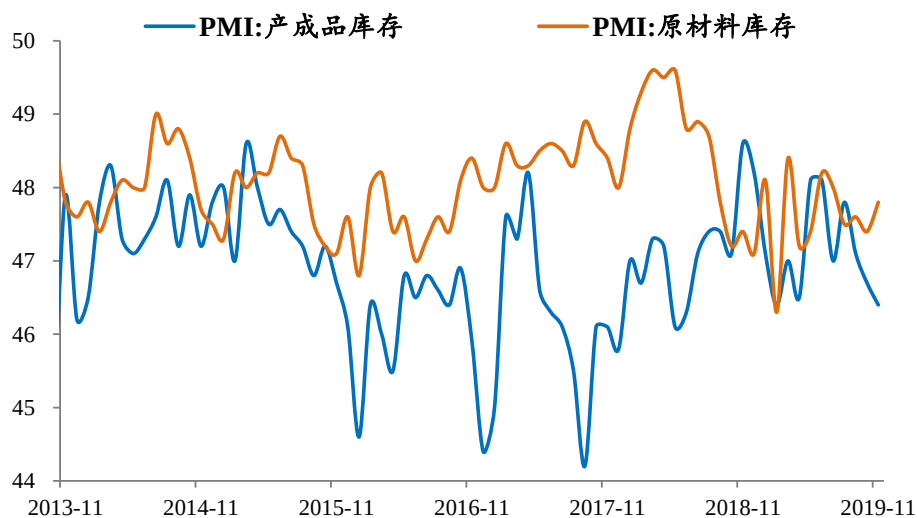
产成品库存指数下滑，企业仍处主动去库存周期，整体来看当前需求偏弱，且价格有持续回落压力，企业主动补库存的动力不足。11月原材料库存指数47.8%，较上月回升0.4个百分点；产成品库存指数46.4%，较上月下滑0.3个百分点。

图表6：制造业生产经营预期改善



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表7: 原材料库存上升, 产成品库存下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

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_8686

