

11月份PMI数据点评：

制造业景气超预期回升，后续仍有回落压力

■ 核心摘要

1) 11月份制造业 PMI 超预期回升，强于季节性。平均 10 月和 11 月份制造业 PMI，仍高于过去两个季度的均值，显示经济景气有所好转。导致 11 月份 PMI 反弹的主要因素在于房地产投资的韧性以及基建的逐渐回暖，外围环境不确定的改善以及全球制造业 PMI 的企稳也在一定程度上有助于修复企业的经营预期。

2) 在需求和生产双双走强的情况下，企业产成品继续去库存，但原材料库存下降放缓，同时采购量增加，显示经营预期有所好转，企业似乎由主动去库存转为被动去库存，但可持续性还有待进一步验证。

3) 11 月份原材料价格和出厂价格指数皆出现大幅回落，PPI 仍具有下行压力。工业品价格整体下行，螺纹钢价格大幅上涨，这意味着工业生产和需求的好转只是结构性的，与地产和基建链条相关的出现明显修复。

4) 展望后市，全球经济仍具有下行压力，房地产市场拿地冷淡会逐渐向新开工传导，经济仍有下行压力。近期针对基建投资采取的组拳政策有助于基建投资在明年反弹，这有助于基建相关链条的改善，但难以对整个工业企业形成拉动。从库存周期来看，在房地产投资还处于下行周期、出口增速难以反弹的情况下，企业补库存的动力依然不足，PMI 超预期的回升难以持续。

11 月 30 日，国家统计局与中国物流与采购联合会公布：2019 年 11 月份制造业 PMI 为 50.2%，较上月回升 0.9 个百分点。

■ 制造业景气度回到扩张区间

11 月份，制造业 PMI 为 50.2%，比上月上升 0.9 个百分点，在连续 6 个月低于临界点后，再次回到扩张区间，各分项指标大都出现不同程度的好转。具体来看，反映需求的新订单指标由上月的收缩转为扩张，回升 1.7 个百分点至 51.3%，处于今年以来的高位，并且高于去年同期；反映生产的生产指标和生产经营活动预期指标分别为 52.6%和 54.9%，相比上月分别回升 1.7 和 0.7 个百分点，显示生产活动相对较为强劲。今年以来生产指标一直高于需求指标，这可能是受益于房地产投资的韧性，10 月份房地产无论是新开工还是施工面积增速都出现较大幅度的反弹，这会对生产活动产生一定的支撑；反映外贸的新出口订单和进口指标分别回升 1.8 和 2.9 个百分点至 48.8%和 49.8%，外贸收缩有所缓解。其中，新出口订单指数回升，与圣诞节海外订单增加以及四季度全球制造业 PMI 企稳有关；进口指数回升明显主要受国内需求拉动；反映就业的 PMI 就业人数指标与上月持平。

■ 企业继续去库存，经营预期好转

在需求和生产双双走强的情况下，企业产成品继续去库存，但原材料库存下降放缓，同时采购量增加，显示经营预期有所好转，企业似乎由主动去库存转为被动去库存，但可持续性还有待进一步验证。11 月份产成品库存指标为 46.4%，较上月回落 0.3 个百分点，已经连续三个月回落，这意味着产成品去库存继续加快；原材料库存指标回升 0.4 个百分点至 47.8%，原材料减少速度有所下降；采购量指标在上月下降之后本月再次回升至荣枯线以上为 51.0%，较上月回升 1.2 个百分点。

■ 原材料价格指数回落，PPI 仍具有下行压力

11 月份原材料价格和出厂价格指数皆出现大幅回落，PPI 仍具有下行压力。具体来看，PMI 主要原材料购进价格指数延续回落至 49.0%，较上月下行 1.4 个百分点；PMI 出厂价格指数较上月下降 0.7 个百分点至 47.3%。从 11 月的市场价格来看，重要工业品价格走势涨跌不一：螺纹钢环比上涨 7.5%，铁矿石价格环比上涨 4.1%，布伦特原油上涨 7.5%，铜、锌、铅都出现不同程度的下跌。工业品价格整体下行，螺纹钢价格大幅上涨，这意味着工业生产和需求的好转只是结构性的，与地产和基建链条相关的出现明显修复。

■ 不同类型企业 PMI 均回升

11 月，不同类型的企业的 PMI 均出现不同程度的回升。具体来看，大型企业 PMI 较上月回升 1 个百分点至 50.9%，再次回到荣枯线以上；中型企业 PMI 较上月回升 0.5 个百分点至 49.5%，已经连续 15 个月落在荣枯线以下，整体处于震荡下行态势；小型企业 PMI 较上月回升 1.5 个百分点至 49.4%，回升幅度较大。从历史数据看，小型企业的景气度一直低于大型和中型企业。小型企业 PMI 的反弹可能是受益于国家一系列对民营中小企业的呵护政策逐渐发挥作用，以及出口形势的好转导致。

■ 非制造业 PMI 转为回升，保持扩张态势

11 月，非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月回升 1.6 个百分点，其中，主要由于服务业扩张加速拉动。分行业来看，服务业商务活动指数为 53.5%，比上月回升 2.1 个百分点，其中批发零售、货物运输及仓储、快递、电信互联网软件、金融等行业商务活动指数环比明显上升。建筑业商务活动指数为 59.6%，虽比上月回落 0.8 个百分点，但与年均值基本持平，继续保持较快增长。

■ PMI 超预期回升，后续仍有回落压力

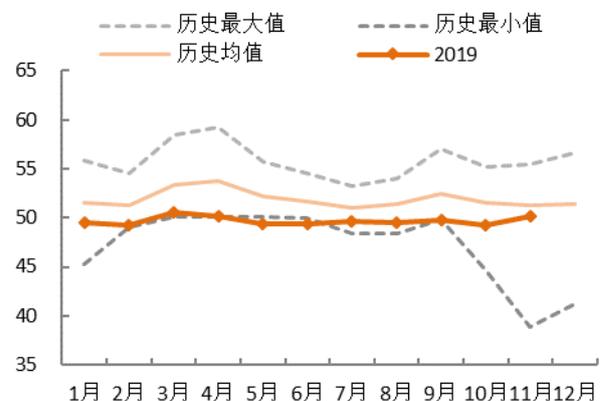
整体来看，11 月份制造业 PMI 超预期回升，强于季节性。平均 10 月和 11 月份制造业 PMI，仍高于过去两个季度的均值，显示经济景气有所好转。11 月份制造业 PMI 不同分项指标整体改善，生产和需求双双走强，但工业品价格并未同步改善，仍处于下行态势。我们认为导致 11 月份 PMI 反弹的主要因素在于房地产投资的韧性以及基建的逐渐回暖，外部环境不确定的改善以及全球制造业 PMI 的企稳也在一定程度上有助于修复企业的经营预期。展望后市，全球经济仍具有下行压力，房地产市场拿地冷淡会逐渐向新开工传导，经济仍具有下行压力。近期针对基建投资采取的组拳政策有助于基建投资在明年反弹，这有助于基建相关链条的改善，但难以对整个工业企业形成拉动。从库存周期来看，本轮库存周期的下行期（去库存）已经持续 14 个月，从时间长度以及底部形态来看，似乎越来越接近尾声。但我们认为在房地产投资还处于下行周期、出口增速难以反弹的情况下，企业补库存的动力依然不足。PMI 超预期的回升难以持续。短期预测方面，预计 12 月 PMI 指标可能会回落至 49.9%。

图表1 制造业 PMI 走势 (%)



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 今年 11 月制造业 PMI 高于历史同期最低 (%)



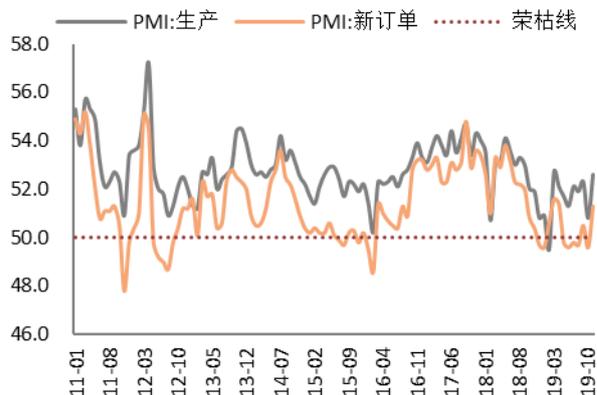
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 进、出口指标走势 (%)



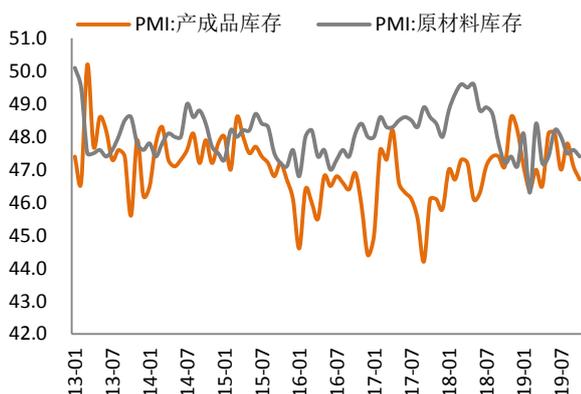
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 生产、需求指标走势 (%)



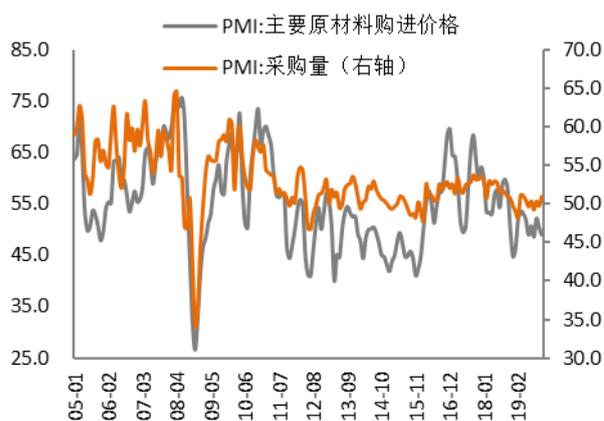
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 库存指标走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 采购量指标走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56800141）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

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_8706

