

## PMI 供需均有所改善，经济阶段性企稳可能性上升

**数据：**11月官方制造业PMI为50.2（前值49.3），非制造业PMI为54.4（前值52.8），综合PMI产出指数为53.7（前值52.0）。

**1、11月制造业PMI较上月回升，生产、需求均回升，价格环比回落，制造业景气度有所改善。**

（1）供需角度看，生产较上月上升（+1.8至52.6），新订单指数上升（+1.7至51.3），生产和需求均有所改善，需求重回扩张区间。

（2）采购库存角度，原材料库存在收缩区内小幅上行（+0.4至47.8），产成品库存在收缩区内下行（-0.3至46.4），采购量上行（+1.2至51.0），企业仍处于去库存阶段。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数下行（-1.4至49.0），出厂价格指数在收缩区内下行（-0.7至47.3）。

（4）进出口看，进口收缩区内回升（+2.9至49.8），出口在收缩区内上行（+1.8至48.8）。

（5）就业压力仍存，从业人员指数与上月持平（+0至47.3）。

（6）企业规模看，大型企业上行（+1.0至50.9），中型企业上行（+0.5至49.5），小型企业上行（+1.5至49.4），各类型企业景气度总体有所改善。

（7）生产经营活动预期指数上行（+0.7至54.9），当前市场信心有所改善。

**2、11月非制造业商务活动上行，服务业景气度上升，建筑业景气度小幅回落。**

服务业商务活动指数上升（+2.1至53.5），从行业大类看，邮政业、住宿业、电信广播电视和卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务、保险业等行业商务活动指数处于较高景气区间。建筑业商务活动指数有所回落（-0.8至59.6），位于较高景气区间。

**3、11月PMI数据有两点值得关注：（1）制造业PMI供需均有所改善，经济阶段性企稳可能性上升。**制造业PMI回到今年3月以来最好水平，其中供给需求均有所改善，反映当前经济确实是边际改善，有所企稳。当前房地产建安投资对于需求有一定支撑，且政策支持下基建也在逐步发力。钢材库存降至近年来低位，与需求的边际改善相印证。10月工业企业利润总额同比-9.9%，随着PPI增速的小幅回升，工业企业盈利增速也将边际改善，但改善幅度相对有限。当前企业仍处于主动去库存阶段，制造业投资也相对偏弱，经济内生动力仍不足。国外来看，新出口订单指数回升，与圣诞节海外订单增加有关。此外从11月制造业PMI来看，日本（+0.7至46.6）、德国（+1.7至43.8）、法国（+0.9至51.6），均有所改善，显示外需边际好转，对于出口有一定支撑。

**（2）建筑业持续高景气，逆周期调节更多依赖财政政策。**虽然当前经济有所改善，但内生动力依然相对偏弱。当前货币宽松的主要约束并不在于猪价上涨引发的CPI通胀，更重要的约束在于房地产。2015年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这也是当前政策把严控房地产的重要原因。当前，货币宽松方向是确定的，节奏和幅度将是渐进的，因此逆周期调节可能更多依赖于财政政策。11月建筑业PMI处于高景气区间，其中新订单分项（+1.2至56.0），总体建筑业需求依然是比较好的。从高频数据来看，此外挖掘机、沥青混凝土摊铺机等销量连续三个月处于高位，部分也印证了基建投资的改善。当前基建投资的问题可能在于资金，9月末地方专项债额度发行完以后，10月以来还没有新增专项债的发行，且利率回升后近两月城投债净融资规模明显下降。这也是近期财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元的原因，预计12月存在地方专项债提前发行的可能。总体来看，当前基建总体的态度也是“托而不举”，虽然基建回升的方向是确定的，力度可能还是相对有限的，不可抱太高期望，预计全年基建增速升至5%左右。

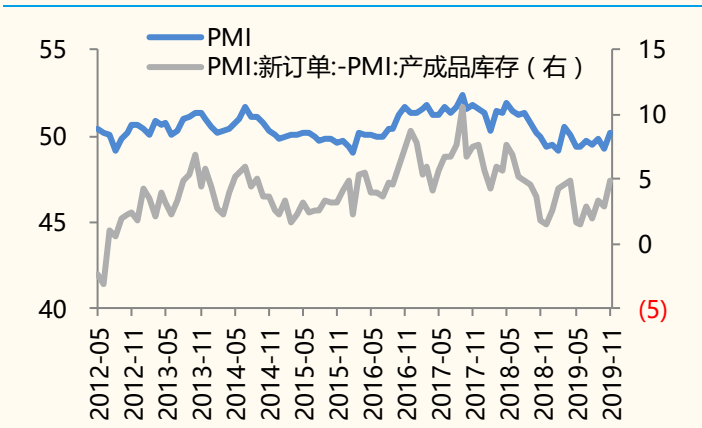
**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

**边泉水** 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

**段小乐** 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

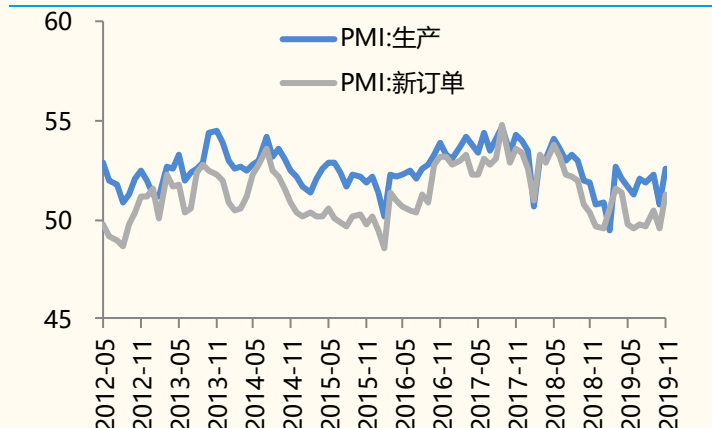
**邸鼎荣** 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1: 11 月份制造业 PMI 回升



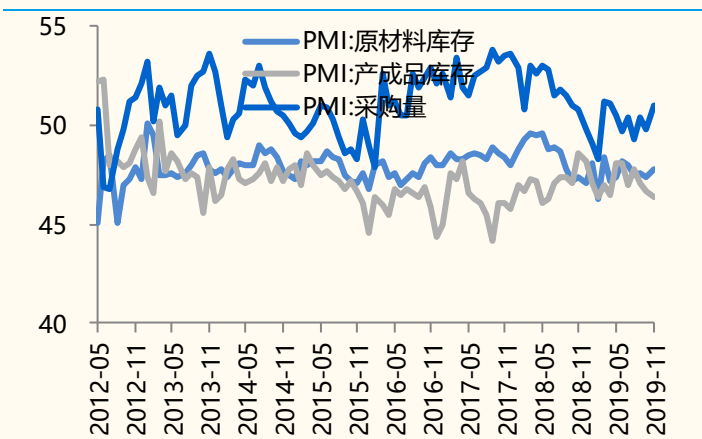
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 2: 制造业生产、新订单指数均有所回升



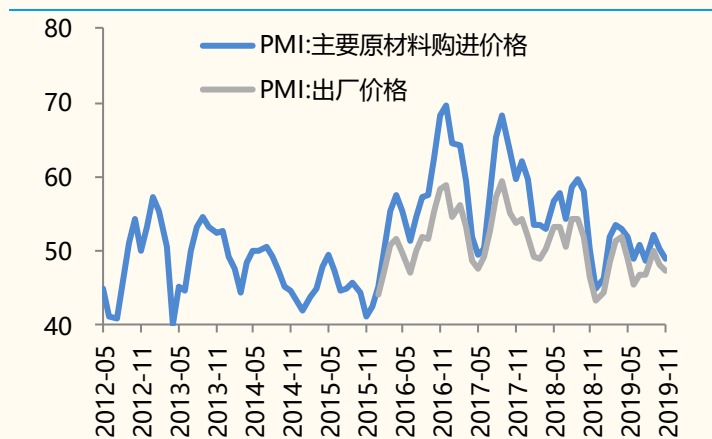
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 3: 原材料库存指数上升, 产成品库存指数下行



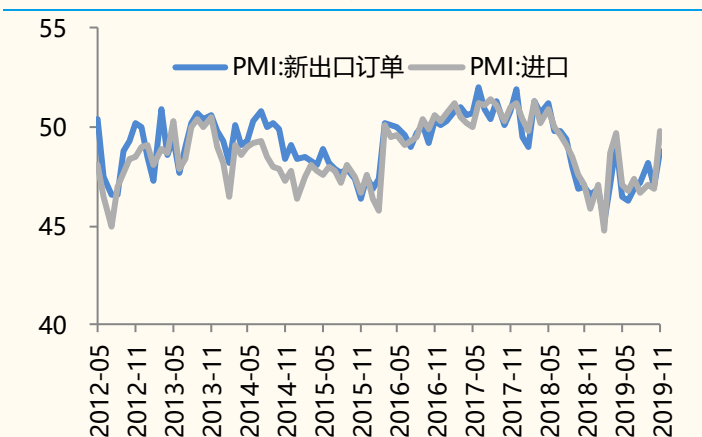
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 主要原材料和出厂价格指数下行



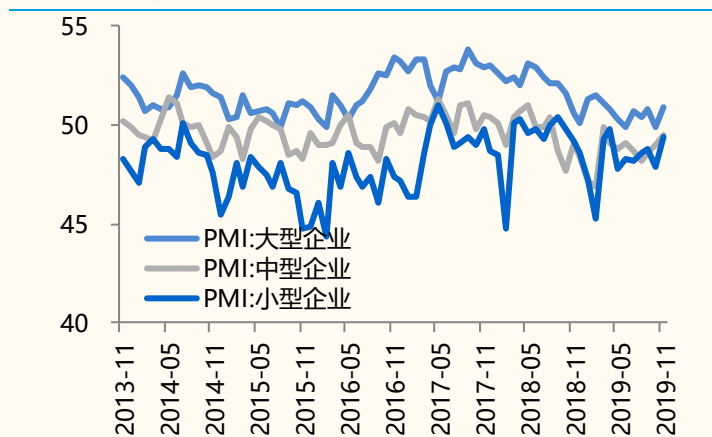
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 5: 进口、出口指数回升



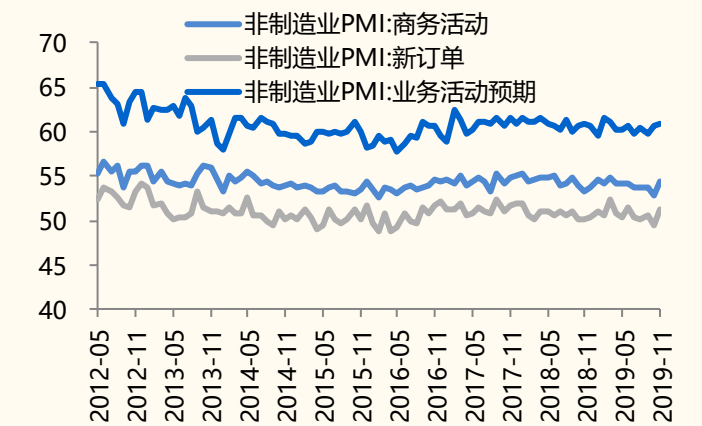
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 6: 大中小型企业景气度均上行



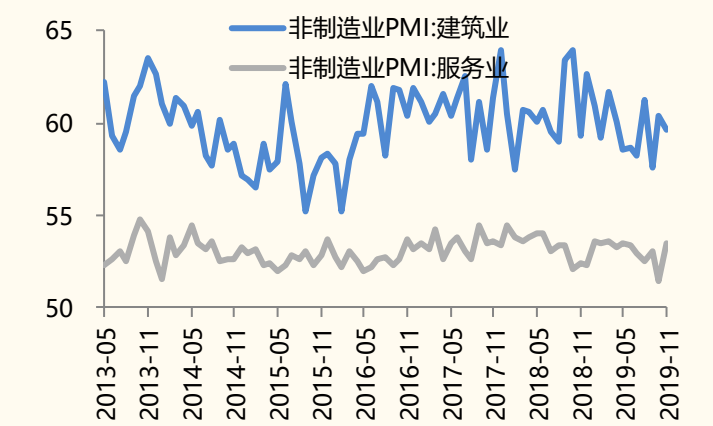
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表7: 非制造业商务活动指数上升



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表8: 建筑业指数下行, 服务业指数上升



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

**风险提示:**

1. 财政宽松力度不足, 减税降费力度不够或者执行力度不够, 难以对冲经济下行压力, 导致企业盈利进一步下降, 失业等问题加剧;
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升, 同时物价下滑, 实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力;
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧, 令政策层面对经济增长的压力上升, 导致阶段性经济增长失速;
4. 房地产市场持续收紧, 叠加资管新规严格执行程度超预期, 可能造成部分金融机构出现风险, 从而导致系统性风险发生概率上升;
5. 中美贸易摩擦升温, 对双方需求形成较大冲击; 如果美联储加息速度和幅度高于市场预期, 将推升美元大幅上升, 资本流入美国, 新兴市场将再度面临资本流出, 可能诱发风险。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

<b>上海</b>	<b>北京</b>	<b>深圳</b>
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH

**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\\_8710](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8710)

