复苏韧性延续

——2020 年 11 月 PMI 数据点评

11 月中国制造业采购经理人指数为 52.1%，较上月上升 0.7 个百分点，非制造业商务活动指数为 56.4%，较上月提升 0.2 个百分点，保持高位扩张，连续 9 个月高于荣枯线，指向经济修复态势延续。

一、制造业高位扩张

制造业生产和需求景气度高位上行，供需缺口进一步收窄。11 月生产指数上升 0.8 个百分点至 54.7%，达到 2017 年 10 月以来的最高水平，年内工业增加值增速有望维持高位。同时，产成品库存处于 45.7%的低位，扩大了未来产能提升的空间。新订单指数提升 1.1 个百分点至 53.9%，达到疫情爆发以来的最高位，新订单指数的扩张与当前消费回暖、投资和出口保持高位的局面相互印证，未来总需求有望继续回升。此外，疫情爆发后生产好于需求的境况正在好转，新订单的上升速度持续高于生产，产需之间的背离逐渐消解。

外贸展现韧性，进出口有望维持高景气。新出口订单指数和进口指数分别小幅上升 0.5 和 0.1 个百分点，至 51.5%和 50.9%，连续三个月处于扩张区间。进出口的增长依然延续此前的逻辑，一方面全球经济回暖和中外生产恢复时间差导致的替代效应支撑出口保持高增长，另一方面国内需求的回暖和大宗商品价格上行构成了进口增速修复的基础。

工业品价格受近期大宗商品上涨及产销缺口收窄影响，环比大幅上涨。原材料购进价格和产成品出厂价格指数分别上升 3.8 和 3.3 个百分点，至 62.5%和 56.5%。价格指数的上涨表明，PPI 在经历短暂的停滞之后，未来上行趋势不变。同时，在需求回暖，产销上升的背景下，价格提升有助于工业企业利润保持增长。

制造业大中企业修复趋势比较稳定，小企业恢复过程波动较大。11

月制造业小企业 PMI 在新订单指数回升（增长 0.8 个百分点至 50.5%）的带动下，升至 50.1%，再次升入扩张区间。但疫后小企业经营情况仍不稳定，需持续关注。

二、非制造业淡季不淡

尽管已经进入秋冬季节，但建筑业景气度仍然不弱。11 月商务活动指数回升 0.7 个百分点至 60.5%，是推升非制造业商务活动指数的主要力量。建筑业活动的扩张或与年底房地产和基建项目抢工期有关，建筑业较高的景气度预示着年内房地产和基建投资或将保持高位。高景气也带动用工需求进一步上行，建筑业从业人员指数上升 1.2 个百分点，达到 54.4%。

服务业仍处于疫后复苏的轨道之上。商务活动指数环比上涨 0.2 个百分点至 55.7%。从结构上看，与当前工业生产增速高于消费增速相对应，生产性服务业的经营状况要好于消费性服务业，与生产相关的交通运输、信息服务、物流等行业景气度维持高位，而与消费相关的零售、餐饮业在部分地区疫情反复和行业周期性波动的影响下，景气度分别大幅下跌 7.4 和 7.5 个百分点，至 49.2%和 50.7%。不过从三月移动平均的角度看，这两个行业的趋势仍然向好，未来受到元旦春节假期支撑，零售餐饮有望回暖。

三、前瞻：高景气彰显经济复苏韧性

11 月 PMI 稳中有升，说明制造业和非制造业企业生产和经营向好趋势不变。作为领先指标，PMI 数据表现出的趋势与我们对未来经济走向的判断一致，2021 年我国宏观经济将维持韧性，在内外需求稳步回升的背景下，企业生产有望维持高位，工业品价格大概率走出低迷，制造业、建筑业和服务业普遍好转。

（评论员：谭卓 黄翰庭）

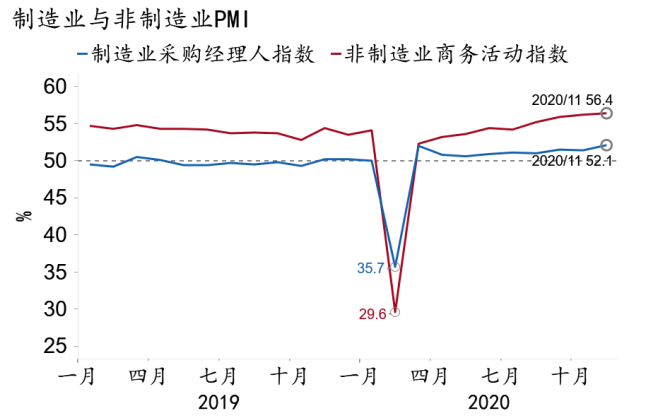
附录：

图 1：11 月采购经理人（PMI）指数

		PMI	生产	需求		库存		价格		从业人员	生产经营/业务活动预期
				新订单	新出口订单	原材料	产成品	原材料购进	出厂/销售		
制造业	2020-06	50.9	53.9	51.4	42.6	47.6	46.8	56.8	52.4	49.1	57.5
	2020-07	51.1	54.0	51.7	48.4	47.9	47.6	58.1	52.2	49.3	57.8
	2020-08	51.0	53.5	52.0	49.1	47.3	47.1	58.3	53.2	49.4	58.6
	2020-09	51.5	54.0	52.8	50.8	48.5	48.4	58.5	52.5	49.6	58.7
	2020-10	51.4	53.9	52.8	51.0	48.0	44.9	58.8	53.2	49.3	59.3
	2020-11	52.1	54.7	53.9	51.5	48.6	45.7	62.6	56.5	49.5	60.1
	较前值	0.7	0.8	1.1	0.5	0.6	0.8	3.8	3.3	0.2	0.8
非制造业	2020-06	54.4	-	52.7	43.3	-	48.0	52.9	49.5	48.7	60.3
	2020-07	54.2	-	51.5	44.5	-	48.1	53.0	50.1	48.1	62.2
	2020-08	55.2	-	52.3	45.1	-	48.5	51.9	50.1	48.3	62.1
	2020-09	55.9	-	54.0	49.1	-	48.5	50.6	48.9	49.1	63.0
	2020-10	56.2	-	53.0	47.0	-	48.7	50.9	49.4	49.4	62.9
	2020-11	56.4	-	52.8	49.0	-	48.8	52.7	51.0	48.9	61.2
	较前值	0.2	-	-0.2	2.0	-	0.1	1.8	1.6	-0.5	-1.7

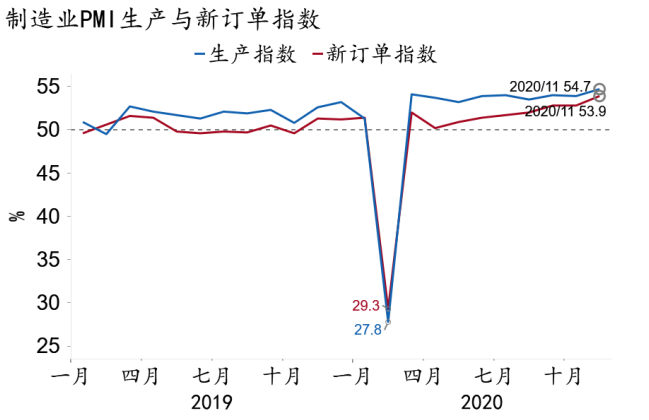
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：制造业与非制造业 PMI



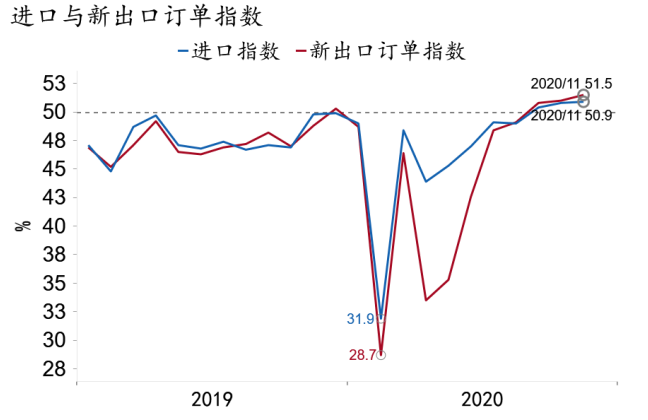
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：供需缺口持续收窄



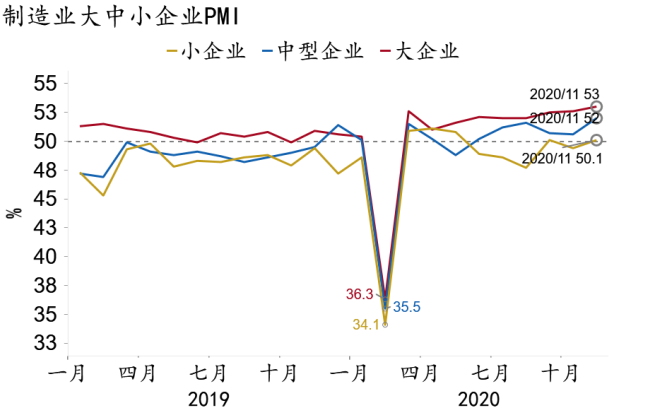
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：进出口指数稳步提升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 5：小企业经营状况持续波动



资料来源：Macrobond、招商银行研究院