2020 年 12 月 01 日

产需延续修复，建筑景气抬升

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **国内经济景气抬升，产需延续修复；机械、汽车等中游设备制造业景气较高**

11 月制造业 PMI 为 52.1%、上升 0.7 个百分点，经济景气持续抬升。其中，生产指数 54.7%、提高 0.8 个百分点，新订单指数 53.9%、提高 1.1 个百分点，产需延续修复。两项指数的差值，自 6 月份以来逐月缩小，从 2.5 个百分点收窄至 0.8 个百分点。前期疫情带来的国内产需“错位”逐步减弱，供需格局逐步修复。

电气机械、通信电子等高技术制造业，以及医药制造业，需求旺盛、景气较高。分行业来看，11 月中游设备制造业景气较高，其中电气机械、汽车、通信电子、医药等制造业，PMI 超过 57%。从新订单指数来看，电气机械制造业外需旺盛，计算机通信电子设备及仪器仪表等，或以内需为主。单月来看，黑色金属景气改善最为显著、PMI 提高 3 个百分点，或受基建、地产等投资赶工的需求拉动。

● **价格指数大幅上行，原材料涨幅明显；库存指数有所回升，不改总量去库趋势**

需求拉动下，价格指数大幅上行，其中金属、化工品等上游原材料价格涨幅明显。11 月，原材料购进价格指数 62.6%、出厂价格指数 56.5%，分别上升 3.8 和 3.3 个百分点。需求拉动下，上游原材料价格指数高位上行，突破 60%；石油和煤炭、化工品、黑色金属、有色金属等行业，原材料和出厂价格指数均在 60%以上。

库存指数有所回升，在需求带动工企库存回落的背景下，总量库存或延续去库趋势。11 月原材料库存指数为 48.6%、上升 0.6 个百分点，产成品库存指数为 45.7%、上升 0.8 个百分点。对比历史均值来看，11 月产成品库存指数，低于近年来的平均表现（46.9%）；10 月工企产成品库存增速下滑 1.3 个百分点、重回下降通道。

● **服务业延续修复，线下服务消费加快改善；年末加快赶工，建筑景气高位回升**

服务业延续修复，线下服务消费加快改善，铁路、航空等运输业 PMI 超过 60%。11 月非制造业商务活动指数为 56.4%，上升 0.2 个百分点。其中，服务业商务活动指数为 55.7%，上升 0.2 个百分点；前期受疫情影响较为明显的铁路、航空等运输服务业，业务总量明显增长，商务活动指数均位于 60%以上高位景气区间。

年末基建和房地产等投资项目加快赶工，建筑业景气度高位回升。11 月建筑业商务活动指数为 60.5%，上升 0.7 个百分点，重回高位景气区间。宏观和中观数据均显示，10 月以来，基建、房地产投资项目加快赶工。10 月基建投资增速提高 2.5 个百分点至 7.3%，房地产投资增速高位上行至 12.7%；螺纹钢、玻璃等建材价格，均创下年内新高。年末加快赶工，对建筑业景气或形成阶段性的支撑。

重申观点：短期来看，经济修复最快阶段或已过去，经济结构特征大于总量表现，重点关注服务于海外生产活动的外贸链、服务于国内消费链上的部分行业需求改善逻辑。中期来看，年底前后可能逐步进入信用“收缩”通道，2021 年或为信用“收缩”之年。转型框架下，总量经济缺少弹性，关注结构特征的投资指引。

● **风险提示：**宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-上游原料制造盈利大幅改善》-2020.11.27

《宏观经济点评-政策回归常态的再确认》-2020.11.26

《宏观深度报告-“转债策论”系列之十：

产业链视角，看造纸包装转债》-2020.11.25

目　录

1、 经济景气抬升，产需延续修复 3
2、 原料价格大涨，库存指数略升 3
3、 年末赶工，阶段支撑建筑景气 4
4、 风险提示 5

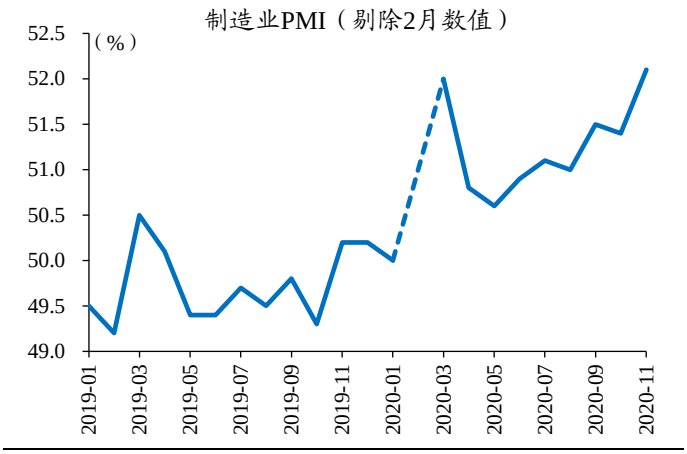
图表目录

图 1: 11 月，制造业 PMI 上升 3
图 2: 生产和需求均延续修复、供需格局逐步修复 3
图 3: 11 月，电气机械、医药等行业 PMI 较高 3
图 4: 11 月，电气机械、医药等行业需求旺盛 3
图 5: 11 月，价格指数大幅上行 4
图 6: 需求拉动下，螺纹钢、动力煤等原料价格上涨 4
图 7: 11 月，产成品库存指数仍低于历史均值 4
图 8: 10 月，规模以上工业企业产成品存货增速回落 4
图 9: 非制造业和服务业 PMI 均延续修复 5
图 10: 民航、铁路客运量修复相对较快 5
图 11: 11 月，建筑业 PMI 上升 5
图 12: 10 月以来，固定资产投资增速回升 5

1、 经济景气抬升，产需延续修复

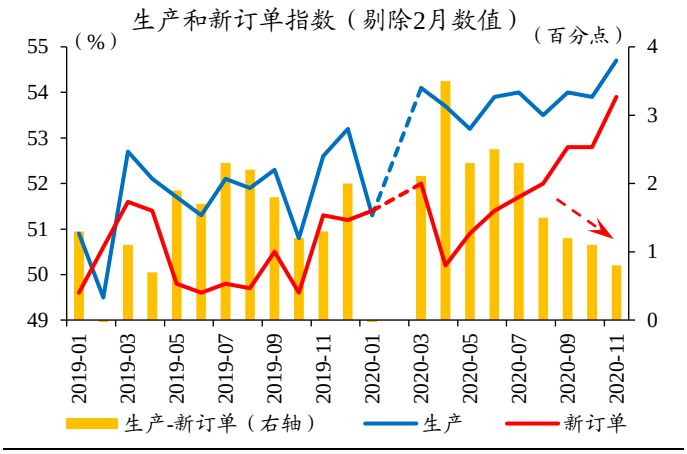
11 月制造业 PMI 为 52.1%、上升 0.7 个百分点，经济景气持续抬升。其中，生产指数 54.7%、提高 0.8 个百分点，新订单指数 53.9%、提高 1.1 个百分点，产需延续修复。两项指数的差值，自 6 月份以来逐月缩小，从 2.5 个百分点收窄至 0.8 个百分点。前期疫情带来的国内产需“错位”逐步减弱，供需格局逐步修复。

图1：11 月，制造业 PMI 上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

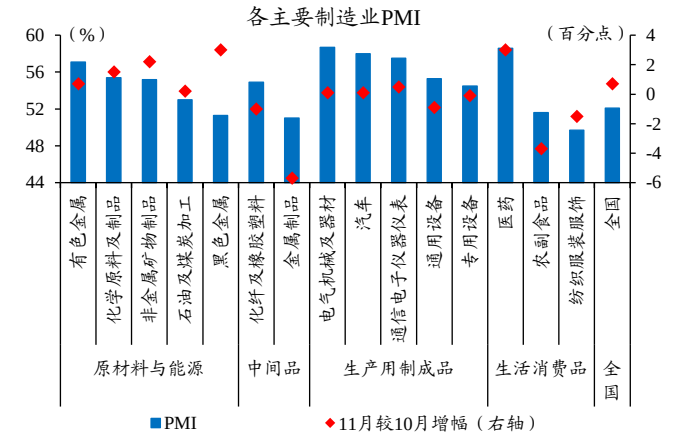
图2：生产和需求均延续修复、供需格局逐步修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

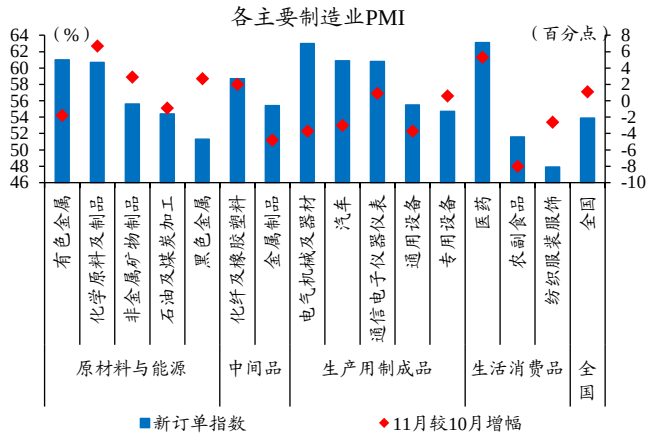
电气机械、通信电子等高技术制造业，以及医药制造业，需求旺盛、景气较高。分行业来看，11 月中游设备制造业景气较高，其中电气机械、汽车、通信电子、医药等制造业，PMI 超过 57%。从新订单指数来看，电气机械制造业外需旺盛，计算机通信电子设备及仪器仪表等，或以内需为主。单月来看，黑色金属景气改善最为显著、PMI 提高 3 个百分点，或受基建、地产等投资赶工的需求拉动。

图3：11 月，电气机械、医药等行业 PMI 较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：11 月，电气机械、医药等行业需求旺盛



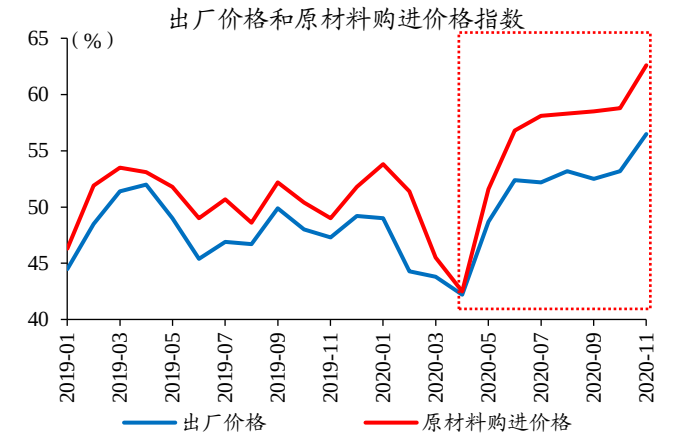
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 原料价格大涨，库存指数略升

需求拉动下，价格指数大幅上行，其中金属、化工品等上游原材料价格涨幅明

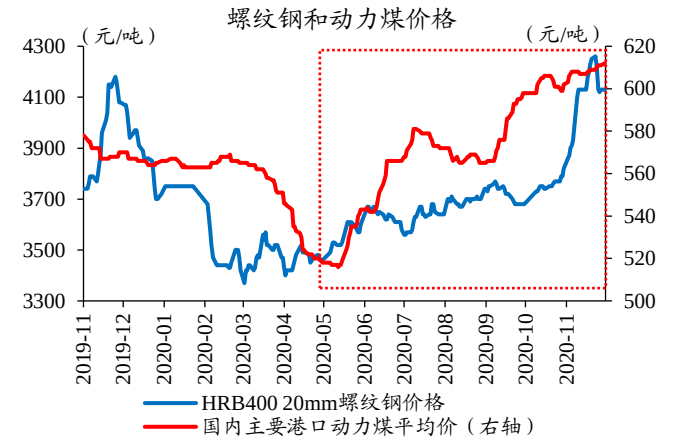
显。11 月，原材料购进价格指数 62.6%、出厂价格指数 56.5%，分别上升 3.8 和 3.3 个百分点。需求拉动下，上游原材料价格指数高位上行，突破 60%；石油和煤炭、化工品、黑色金属、有色金属等行业，原材料和出厂价格指数均在 60%以上。

图5：11 月，价格指数大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

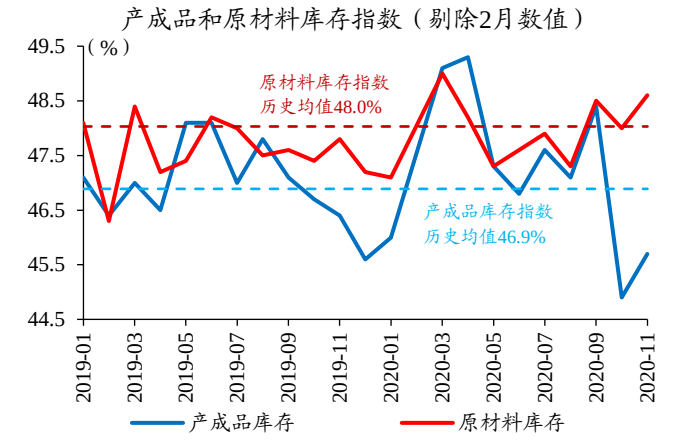
图6：需求拉动下，螺纹钢、动力煤等原料价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

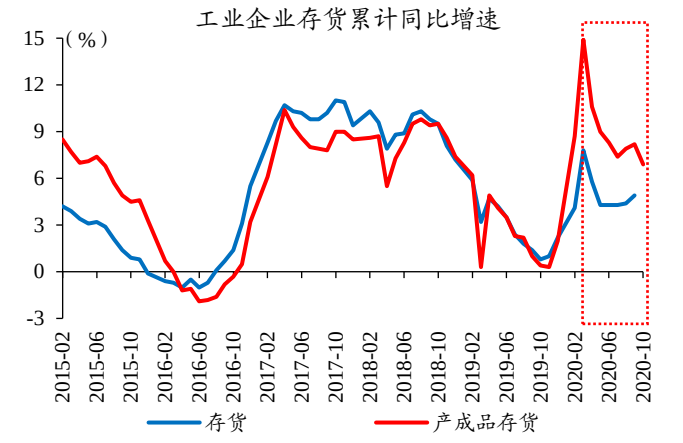
库存指数有所回升，在需求带动工企库存回落的背景下，总量库存或延续去库趋势。11 月原材料库存指数为 48.6%、上升 0.6 个百分点，产成品库存指数为 45.7%、上升 0.8 个百分点。对比历史均值来看，11 月产成品库存指数，低于近年来的平均表现（46.9%）；10 月工企产成品库存增速下滑 1.3 个百分点、重回下降通道。

图7：11 月，产成品库存指数仍低于历史均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：10 月，规模以上工业企业产成品存货增速回落

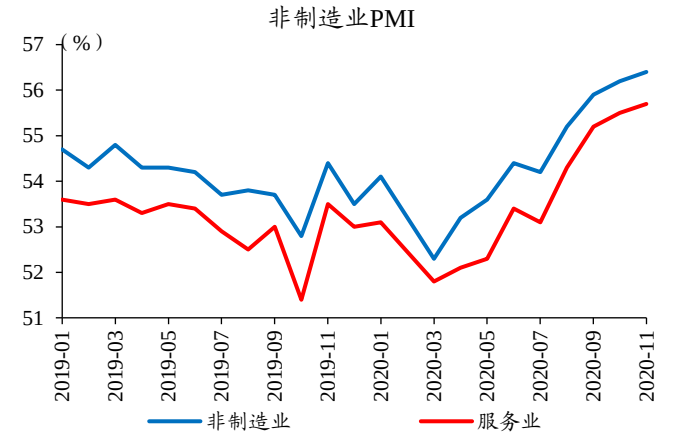


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 年末赶工，阶段支撑建筑景气

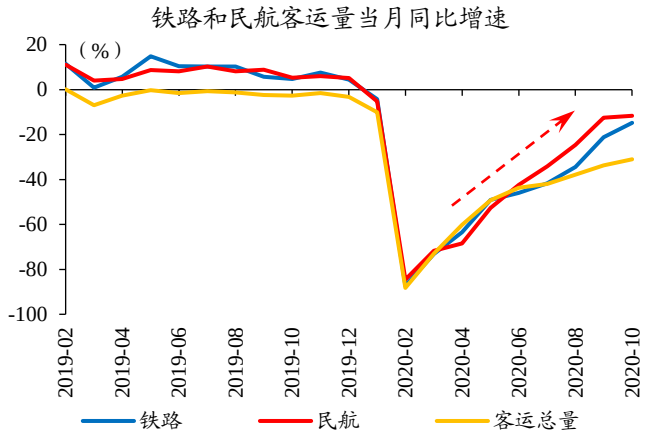
服务业延续修复，线下服务消费加快改善，铁路、航空等运输业 PMI 超过 60%。11 月非制造业商务活动指数为 56.4%，上升 0.2 个百分点。其中，服务业商务活动指数为 55.7%，上升 0.2 个百分点；前期受疫情影响较为明显的铁路、航空等运输服务业，业务总量明显增长，商务活动指数均位于 60%以上高位景气区间。

图9：非制造业和服务业 PMI 均延续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

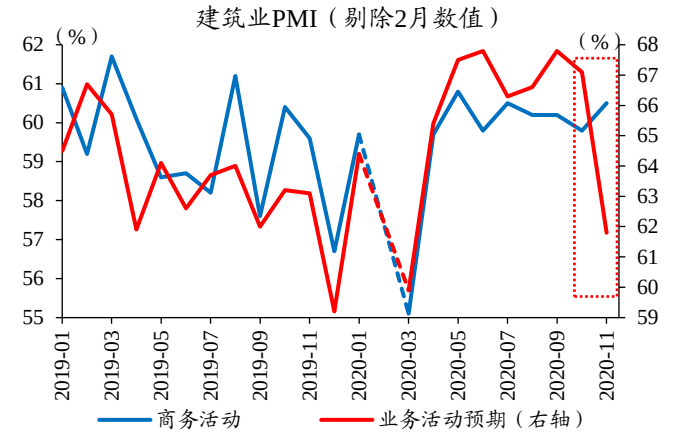
图10：民航、铁路客运量修复相对较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

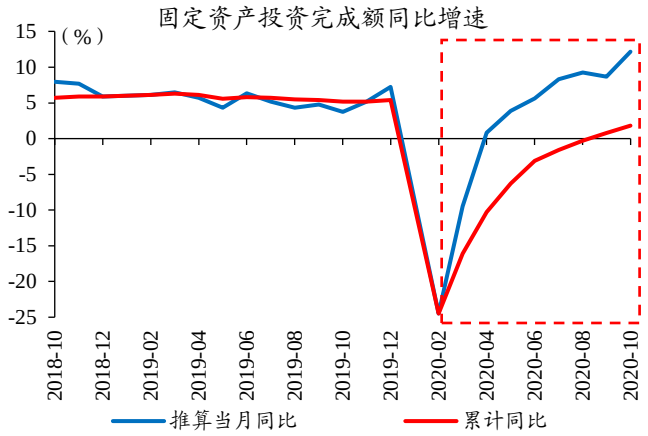
年末基建和房地产等投资项目加快赶工，建筑业景气度高位回升；季节性因素扰动下，业务活动预期指数大幅下降。11 月建筑业商务活动指数为 60.5%，上升 0.7 个百分点，重回高位景气区间。宏观和中观数据均显示，10 月以来，基建、房地产投资项目加快赶工。10 月基建投资增速提高 2.5 个百分点至 7.3%，房地产投资增速高位上行至 12.7%；螺纹钢、玻璃等建材价格，均创下年内新高。年末加快赶工，对建筑业景气形成阶段性支撑；但冷冬等预期下，建筑业业务活动预期指数大幅下降。

图11：11 月，建筑业 PMI 上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：10 月以来，固定资产投资增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：短期来看，经济修复最快阶段或已过去，经济结构特征大于总量表现，重点关注服务于海外生产活动的外贸链、及服务于国内消费链上的部分行业需求改善逻辑。中期来看，年底前后可能逐步进入信用“收缩”通道。转型框架下，总量缺少弹性，关注结构特征的投资指引。

4、 风险提示

宏观经济或监管政策出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn