制造业加速扩张，内外需继续复苏

数据：11 月官方制造业 PMI 为 52.1（前值 51.4），非制造业 PMI 为 56.4（前值 56.2），综合 PMI 产出指数为 55.7（前值 55.3）。

1、11 月制造业 PMI 相对上月上升 0.7 个百分点，创 2017 年 10 月以来的新高。需求改善有所加快，价格环比继续回升。

（1）供需角度看，生产较上月上行（+0.8 至 54.7），新订单指数上行（+1.1 至 53.9），经济继续保持平稳修复态势。

（2）采购库存角度，原材料库存在收缩区内上行（+0.6 至 48.6），产成品库存在收缩区间内上行（+0.8 至 45.7），采购量上行（+0.6 至 53.7），制造业主要原材料、产成品库存量降幅收窄。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数大幅上升（+3.8 至 62.6），出厂价格指数上行（+3.3 至 56.5）。

（4）进出口看，进口在扩张区上行（+0.1 至 50.9），出口上升（+0.5 至 51.5）。

（5）就业压力仍处于荣枯线以下。从业人员指数较上月上行（0.2 至 49.5）。

（6）企业规模看，大型企业上行（+0.4 至 53.0），中型企业上行（+1.4 至 52.0），小型企业上行（+0.7 至 50.1）；小型企业重新回升至荣枯线以上。

（7）生产经营活动预期上行（+0.8 至 60.1），市场信心继续改善。

2、11 月非制造业商务活动指数上升，其中服务业复苏势头强劲，建筑业高位回升。服务业商务活动指数为 55.7%，比上月上升 0.2 个百分点，对经济增长形成支撑。在双十一的带动下，消费需求加快释放，住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数持续回升，需求与供给逐步实现良性循环；服务业保持复苏态势，企业信心进一步增强，预计服务业年底将在节日消费升温和企业促销等多方面因素下继续恢复。从价格看，销售价格指数为 50.9%，疫情以来首次升至景气区间，表明服务业继续回暖。建筑业高位回升，继续保持高景气水平。

3、11 月 PMI 数据有四点值得关注：（1）制造业价格指数大幅增加，供给端和需求端协同发力，内生动力增加。供给端来看，制造业生产指数为 54.7，处于高位；需求继续回暖，新订单指数上升至 53.9%，两者差值疫情经济修复以来不断减小，表明制造业内生动力增强，循环持续改善。11 月购进价格指数和出厂价格指数增幅较大，原因在于近期大宗商品价格上涨，企业生产、采购活动加快，反映了市场流通情况较好，企业运转顺畅，正在由被动去库向主动补库转变。整体看，新动能产业升级步伐加快，未来有望继续支撑制造业的回暖。制造业 PMI 连续 9 个月位于扩张区间，受疫情影响较大的行业也呈现加快复苏的态势。**（2）进出口指数在荣枯线以上同步回升，对我国贸易起到支撑作用。**进出口状况继续改善，新出口订单指数升至 51.5，创 2018 年以来的高点。一方面，国内大循环使我国建立了供给能力的优势，同时稳外贸的政策落地，叠加世界主要经济体的制造业在修复进程中，进出口表现出较强的态势，预计年内进出口数据向好，抗风险能力较强。另一方面，国外临近感恩节圣诞节，需求增加，而海外的疫情反复致使产能下降。虽然人民币近期持续升值，但从外贸表现来看，汇率整体影响有限。**（3）小型企业 PMI 重回景气区间。**大、中、小型企业 PMI 本月同步上涨，标明了前期政府对小微企业的扶持落地效果明显。整体看，11 月经济复苏基本面在扩大，不同规模企业都表现出了较强的韧性。**（4）建筑业景气度高位回升，基建投资预计仍将向上，但空间有限。**建筑业商务活动指数为 60.5%，重回高位景气区间。建筑业新订单、投入品价格和从业人员指数都大幅上升，反映出建筑业需求向好，为满足生产施工进度，用工需求也有所增加。往前看，经济复苏进入后期，消费和制造业投资逐步加强，大幅通过政府支出来弥补私人部门支出的必要性相对下降。未来基建继续稳步推进，财政刺激与投资拉动将会继续，但后续势头将会有所减弱，货币政策将逐步回归常态化。

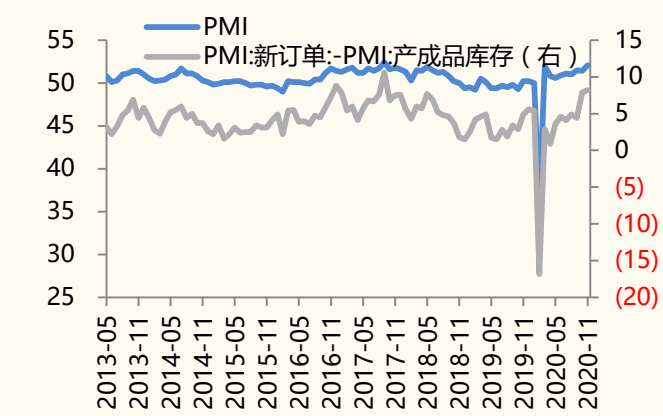
风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

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

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

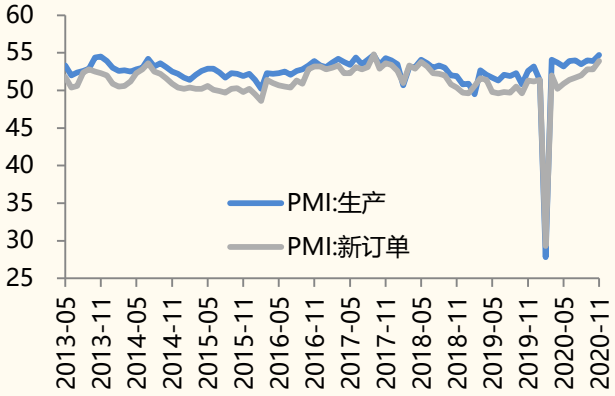
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1：11 月制造业 PMI 继续回暖



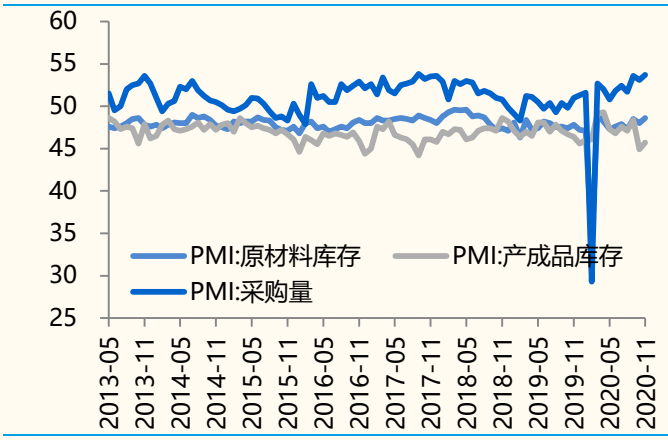
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：制造业生产和新订单指数保持高位



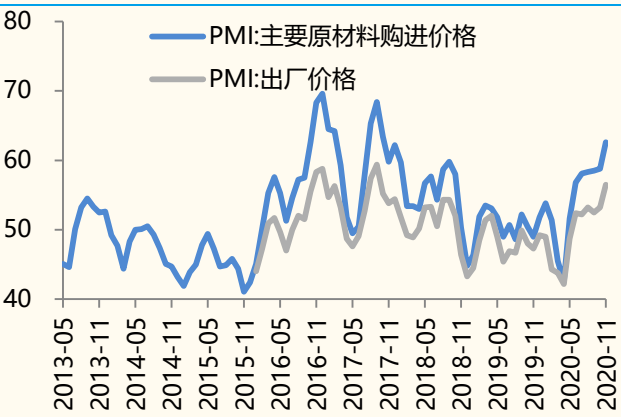
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 3：原材料库存、产成品库存指数上行



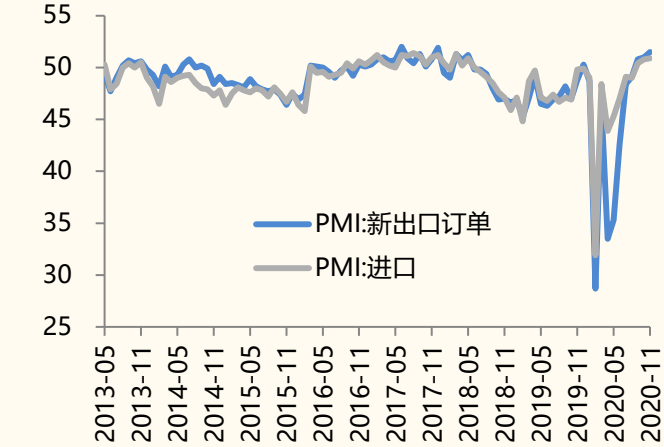
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：主要原材料购进价格和出厂价格指数上升



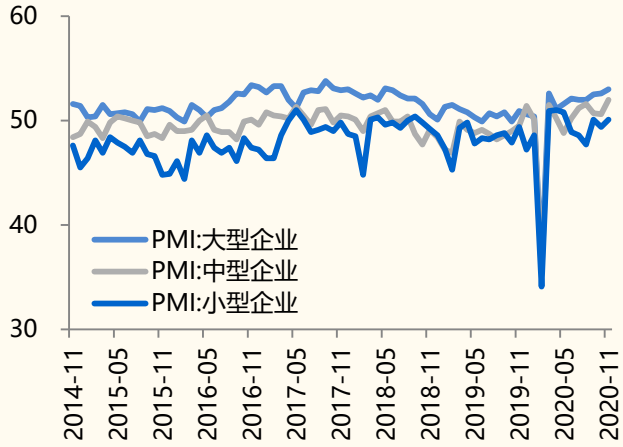
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 5：进出口指数继续上升



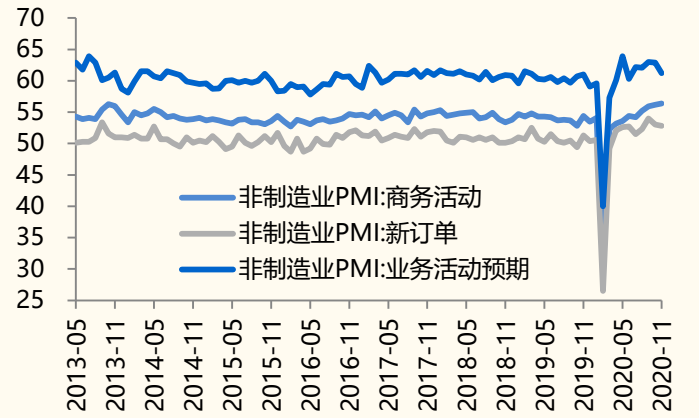
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：不同规模企业景气度同步修复



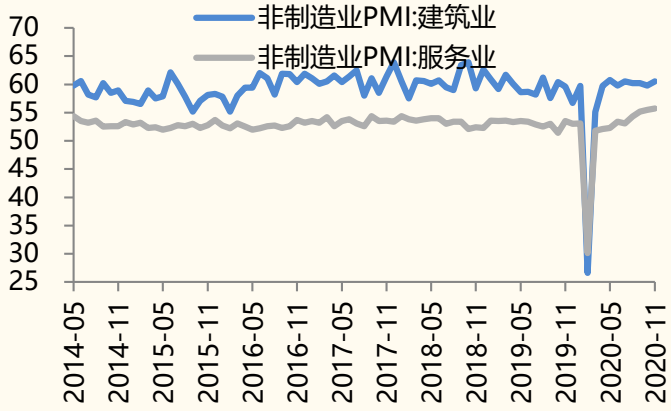
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 7：非制造业商务活动指数有所回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业重新回升，服务业指数改善加快



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。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH