2020 年 11 月 30 日

作　者：徐骥，CFA
邮　箱：research@fecr.com.cn

# 供需两升高，制造业扩张再提速
## ——2020 年 11 月官方 PMI 点评

**相关研究报告：**

1.《新订单加速扩张，供需差继续收窄——2020 年 8 月官方 PMI 点评》，2020.8.31

2.《新出口订单重返扩张，制造业生产继续提速——2020 年 9 月官方 PMI 点评》，2020.9.30

3.《新出口订单继续升高，产成品库存大幅下降——2020 年 10 月官方 PMI 点评》，2020.11.2

## 摘 要

11 月制造业 PMI 为 52.1%，比上月升高 0.7 个百分点，连续 9 个月扩张。五大权重指数全部向好，其中，新订单指数和生产指数的升高，是推动制造业 PMI 加速扩张的主因；新出口订单连续 3 个月扩张，产成品库存指数继续下降。

综合来看，欧美多地疫情形势严峻，日新增病例数屡创新高，欧洲主要大国再度实施封锁措施，但中国制造业出口或受益于国际产能替代和节日消费需求提升。国内方面，局部散发疫情未改整体稳定形势，财政政策已基本到位，11 月新发行地方政府债券用途均为再融资；中国央行继续实施正常货币政策，LPR 连续 7 个月保持不变。

从企业规模来看，11 月，大、中型企业扩张提速，小型企业重返扩张。

PMI 出厂价格指数和主要原材料购进价格指数涨幅较大，11 月工业生产者出厂价格环比大概率升高。

展望未来，新冠肺炎疫苗研制的突破性进展或令全球经济前景发生根本性好转，但疫苗的普遍接种可能仍需时间。**国际方面**，圣诞和新年将至，节日采购需求也会利好出口企业；美国当选总统拜登未来可能会采取“非加征关税”的方式来处理中美经贸领域摩擦。国内**财政政策方面**，用于支持化解地方中小银行风险的新增专项债券额度 2000 亿元有望在 12 月迎来发行，国务院仍有可能提前下达 2021 年新增地方政府债券额度。国内**货币政策方面**，中国央行表示要“尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率稳定”；新发放贷款利率的环比升高，以及挂钩 1 年期 LPR 的 1 年期利率互换与同期限 LPR 的利差走阔，或透露出一丝加息的意味。

国家统计局于 11 月 30 日公布了《2020 年 11 月中国采购经理指数运行情况》。公布数据显示，11 月制造业 PMI 为 52.1%，前值为 51.4%，制造业连续 9 个月保持扩张，扩张速度加快。11 月，在欧美多地疫情再度发酵的背景下，中国制造业 PMI 维持扩张，经济复苏保持韧性，体现了常态化疫情防控和扩大内需战略的有效性。非制造业（建筑业和服务业）商务活动指数为 56.4%，前值为 56.2%。其中，建筑业商务活动指数为 60.5%，比上月升高 0.7 个百分点，景气度提升；服务业商务活动指数为 55.7%，比上月升高 0.2 个百分点。

环比上月，11 月制造业 PMI 继续扩张，且数值有所提升。近期，欧美多地疫情形势严峻，日新增病例数屡创新高，欧洲主要大国再度实施封锁措施；美国大选基本“尘埃落定”，中美经贸领域紧张关系短期或趋平稳，但长期仍难言乐观。在“双十一”背景下，国内消费继续复苏，中国加快构建新发展格局，建设强大国内市场。

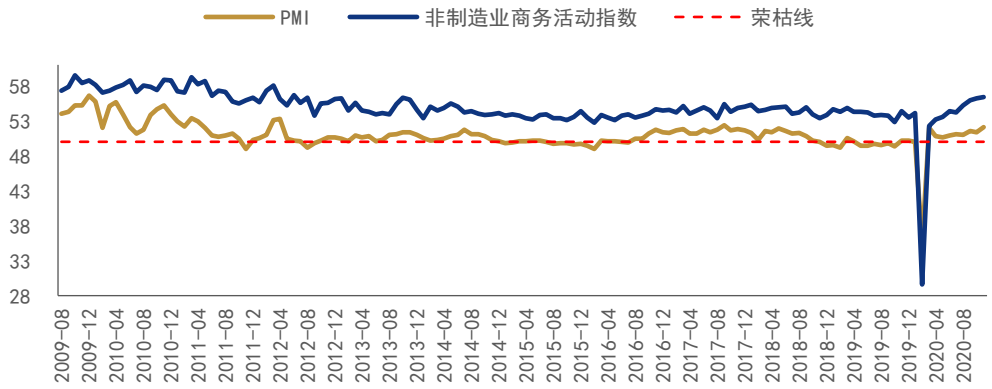



**图 1：制造业 PMI 和非制造业商业活动指数（2009 年 8 月至 2020 年 11 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 一、主要分项指数情况

纳入制造业 PMI 计算的 5 个分项指数（见表 1）全部向好；总体来看，新订单和生产指数的升高，是推动制造业 PMI 加速扩张的主因。11 月，全球新增病例快速增长，部分国家再度实施封锁措施，复苏势头或面临放缓。截至 11 月 29 日，全球累计新冠肺炎确诊病例超过 6100 万例，较 10 月末的 4400 万例增幅超 38%；11 月新出口订单指数继续扩张或受益于节日消费带动和国外停产导致的产能替代。国内，11 月新发行地方政府债券均为再融资债券，央行继续实施“正常货币政策”。

**表1：制造业PMI分项指数变化情况**

| | PMI | 新订单 | 生产 | 从业人员 | 供应商配送时间 | 原材料库存 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 权重 | 100% | 30% | 25% | 20% | 15% | 10% |
| 2020 年 10 月 | 51.4 | 52.8 | 53.9 | 49.3 | 50.6 | 48.0 |
| 2020 年 11 月 | 52.1 | 53.9 | 54.7 | 49.5 | 50.1 | 48.6 |
| 变化 | 0.7 | **1.1** | **0.8** | 0.2 | 0.5 | 0.6 |
| 权重*变化 | 0.7 | **0.33** | **0.2** | 0.04 | 0.075 | 0.06 |

注：四舍五入可能造成加总值有所偏差；供应商配送时间为逆指数。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

**新订单指数**为 53.9%，比上月升高 1.1 个百分点，连续 9 个月保持扩张状态。局部散发病例对中国国内疫情稳定形势暂未造成显著影响，内、外需继续回暖，制造业新订单指数数值连续 7 个月未有下降。11 月新订单指数位于荣枯线以上意味着制造业整体市场需求较上月升高。新订单指数对经济的先行影响程度最大，权重占比为 30%。新订单指数位于临界点上方，表明中国制造业的需求状况环比改善。

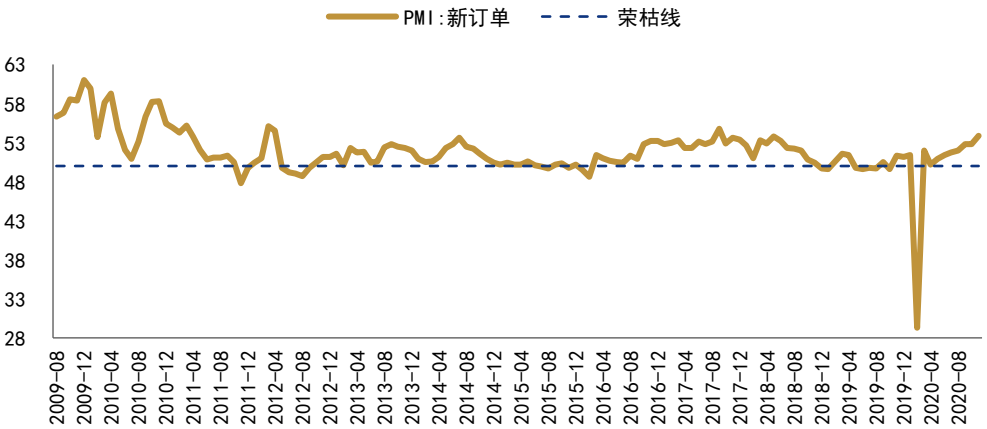



**图 2：新订单指数（2009 年 8 月至 2020 年 11 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

**外需方面**，11 月**新出口订单指数为 51.5%**，比上月升高 0.5 个百分点，连续 3 个月扩张。虽然疫情的再度侵扰增加了主要发达经济体复苏的不确定性，但疫苗研发的突破性进展仍有利于提振信心。同时，近期假日购物需求也在短期内对中国制造业出口形成支撑。此外，美国大选基本落定，拜登当选美国总统，外界普遍预计中美两国在经贸领域的紧张局面，在短期内或将缓和。

**内需方面**，今年财政政策已基本实施到位，用于支持化解地方中小银行风险的新增专项债券额度 2000 亿元已全部下达；央行继续实施正常货币政策，并通过中期借贷便利（MLF）和公开市场操作向市场投放流动性。

**财政政策**方面，11 月，地方政府债券发行金额约 1384 亿元，用途全部为再融资，没有新增债券。近期，财政部表示，用于支持化解地方中小银行风险的新增专项债券分地区额度也已全部下达。截至 11 月末，已有温州银行、广西北部湾银行、乌海银行、内蒙古银行等披露了申请专项债券补充资本金计划。

**货币政策**方面，11 月，贷款市场报价利率（LPR）连续第 7 个月保持不变。11 月（截至 30 日），央行净投放 1 年期 MLF2000 亿元，连续 4 个月实现 MLF 净投放。虽然近期高等级国企信用债违约造成债券市场波动，但央行回归常态货币政策的决心没有发生变化。

**国内消费**方面，11 月公布的 10 月社会消费品零售总额同比增速继续提升，“双十一”销售额再次刷新纪录，消费市场继续呈现复苏。11 月 18 日召开的国务院常务会议部署提振大宗消费重点消费和促进释放农村消费潜力，并强调扩大汽车消费。

**生产指数**为 54.7%，比上月升高 0.8 个百分点，连续 9 个月扩张。生产指数对经济的先行影响程度仅次于新订单指数，权重为 25%，生产指数位于荣枯线以上表明制造业生产活动加快，企业生产的产品数量环比增加。

在五大分项指数中，生产指数的数值仍是最高，这表明制造业生产端情况良好。和先行程度更高、更体现需求情况的新订单指数相比，11 月生产指数要比前者高出 0.8 个百分点，两者的差值较上月继续缩小。这表明，在生产端率先恢复之后，需求端也在逐渐迎头赶上，并缩小差距。

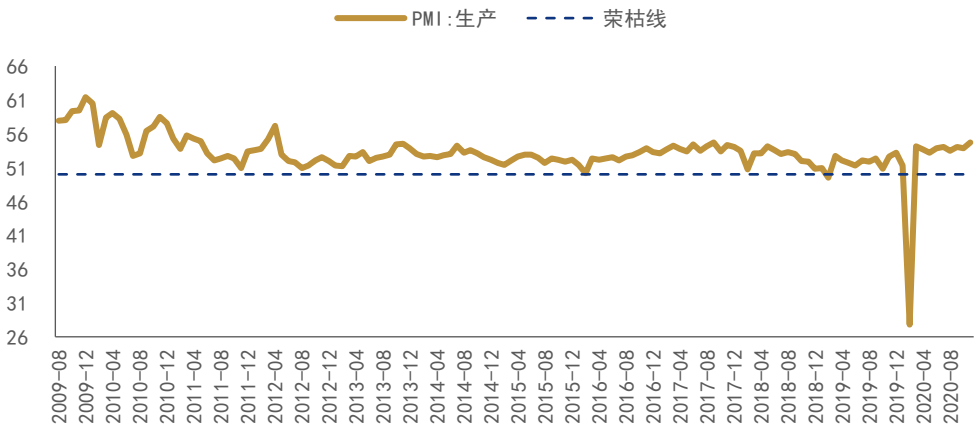



**图 3：生产指数（2009 年 8 月至 2020 年 11 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

**从业人员指数**为 49.5%，较上月升高 0.2 个百分点，连续 7 个月收缩。长期来看，制造业从业人员指数在 2012 年以后的绝大部分时间里都位于荣枯线之下。11 月，**非制造业 PMI 从业人员指数**为 48.9%，比上月下降 0.5 个百分点，连续 27 个月处于收缩状态。制造业和非制造业从业人员指数的持续收缩，表明就业情况依然严峻。

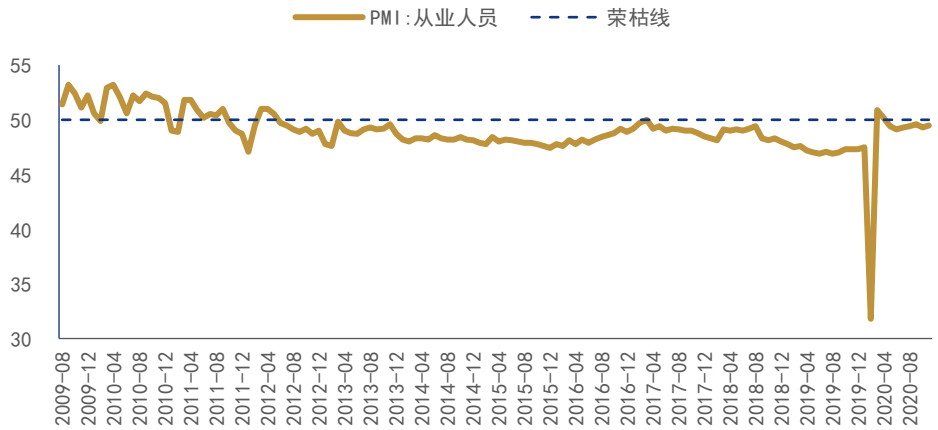



**图 4：制造业从业人员指数（2009 年 8 月至 2020 年 11 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

10 月，城镇调查失业率为 5.3%，比 9 月下降 0.1 个百分点，已连续 3 个月下降。1-10 月，城镇新增就业人数 1009 万，比上年同期下降 15.42%，降幅连续 4 个月收窄。10 月，31 个大城市城镇调查失业率为 5.3%，在连续 4 个月高于全国城镇调查失业率之后，本月已持平，返城农民工就业情况或得到一定改善。

**供应商配送时间指数**为逆指数，11 月供应商配送时间指数为 50.1%，比上月下降 0.5 个百分点。供应商配送时间指数位于荣枯线以上表明整体来看制造业的原材料供应商交货时间较上月加快。这一分项指数为逆指数，一般来看，供应商配送加快意味着经济活跃度有所下降，但经济复苏期供应商交货时间加快或可视为积极信号。

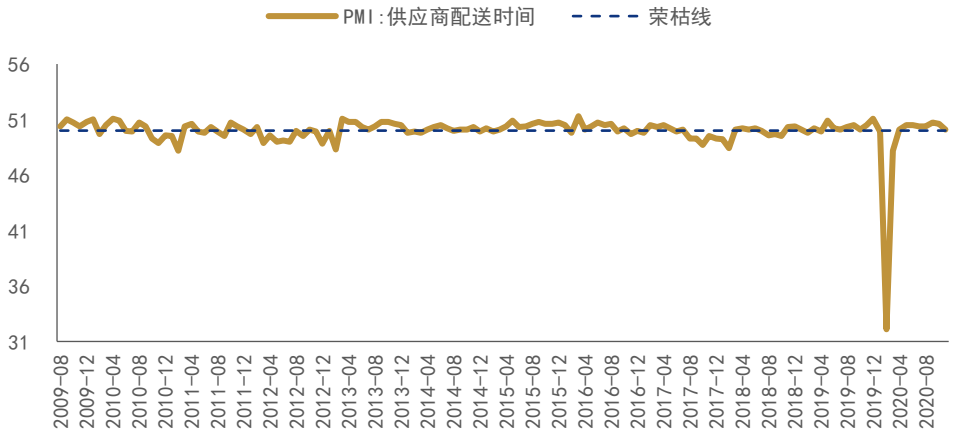



**图 5：供应商配送时间指数（2009 年 8 月至 2020 年 11 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

**原材料库存指数**为 48.6%，比上月升高 0.6 个百分点，仍位于荣枯线之下。原材料库存指数对经济的先行影响程度最低，权重仅为 10%。此外，**产成品库存指数**为 45.7%，比上月下降 0.8 个百分点，继续收缩。在生产指数连续 9 个月扩张的情况下，产成品库存整体下降或表明企业生产的产品需求良好。在 10 月产成品库存指数出现大幅下降之后，11 月或受“双十一”消费刺激影响，产成品库存指数继续低位下行。

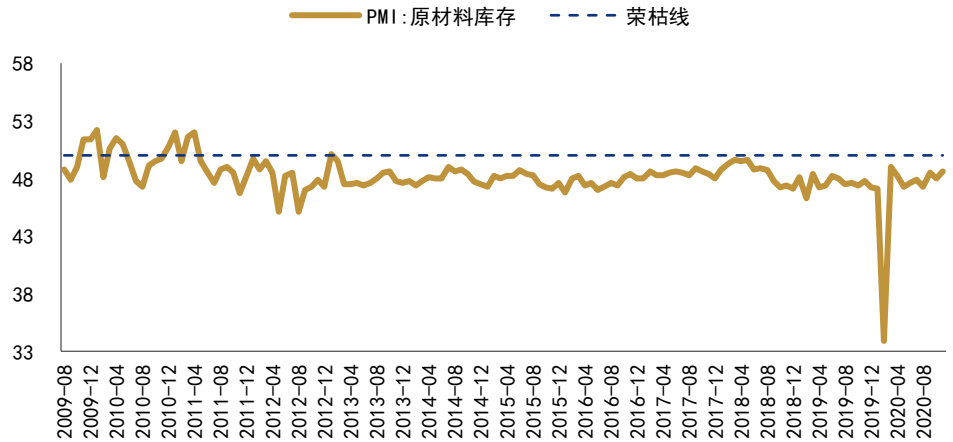



**图 6：原材料库存指数（2009 年 8 月至 2020 年 11 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

11 月，美国和欧元区制造业延续复苏，日本制造业仍呈收缩。**11 月，美国 Markit 制造业 PMI 初值为 56.7%，比上月终值升高 3.3 个百分点，连续 5 个月保持扩张。**就业方面，美国 10 月非农就业人数增长 63.8 万，高于预估值，但较前值（修正值）下降；美国 10 月失业率为 6.9%，较 9 月下降 1.0 个百分点，已连续 6 个月下降。通货膨胀方面，美国 10 月 CPI 同比上涨 1.2%，前值为 1.4%；其中核心 CPI 同比上涨 1.6%，前值为 1.7%。疫苗研制取得

的突破进展或让美国经济以快于预期的速度复苏。不过，激增的新增病例数仍给经济复苏蒙上阴影，美联储再次承诺将在未来几个月尽全力让美国经济复苏得以延续。**欧元区制造业 PMI 初值为 53.6%，较上月终值下降 1.2 个百分点，连续 5 个月扩张，但扩张强度有所回落。**欧洲多国重新开始施行封锁，欧元区复苏强度削弱。德国总理表示将局部封锁措施延长至少三周，直到圣诞节前。欧盟执委会将欧元区明年的成长预估从 7 月份的 6.1%下调至 4.2%，欧洲央行则承诺更多刺激以支撑经济复苏。**日本制造业 PMI 初值为 47.6%，较上月终值下降了 0.4 个百分点，仍处于收缩区间。**这已是日本制造业连续第 19 个月收缩。

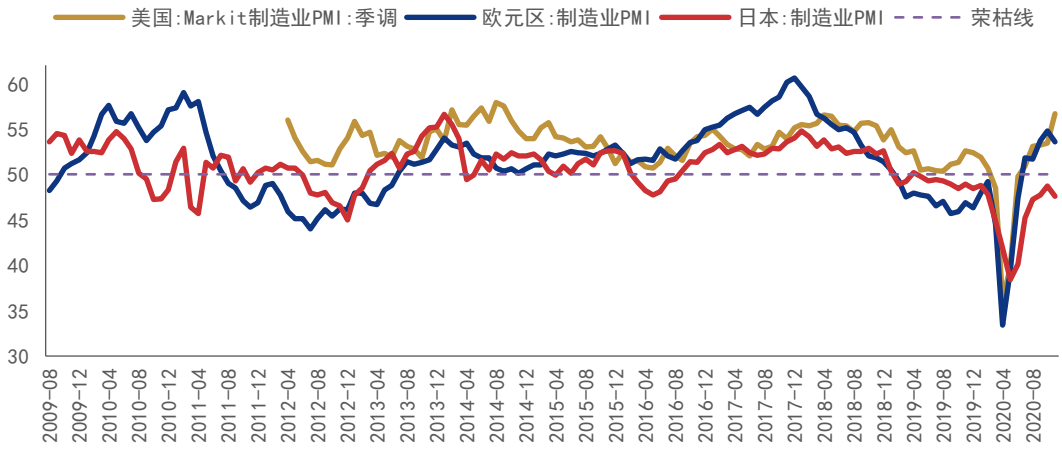



**图 7：美、欧、日制造业 PMI 指数（2009 年 8 月至 2020 年 11 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 二、小型企业重回扩张

按大、中、小型企业的分类来看，**大、中型企业扩张提速，小型企业重回荣枯线上方。**具体来看，大型企业 PMI 数值为 53.0%，较上月升高 0.4 个百分点，已连续 9 个月扩张。中型企业 PMI 数值为 52.0%，较上月升高 1.4 个百分点，连续 6 个月扩张；小型企业 PMI 数值为 50.1%，比上月升高 0.7 个百分点，重返扩张。

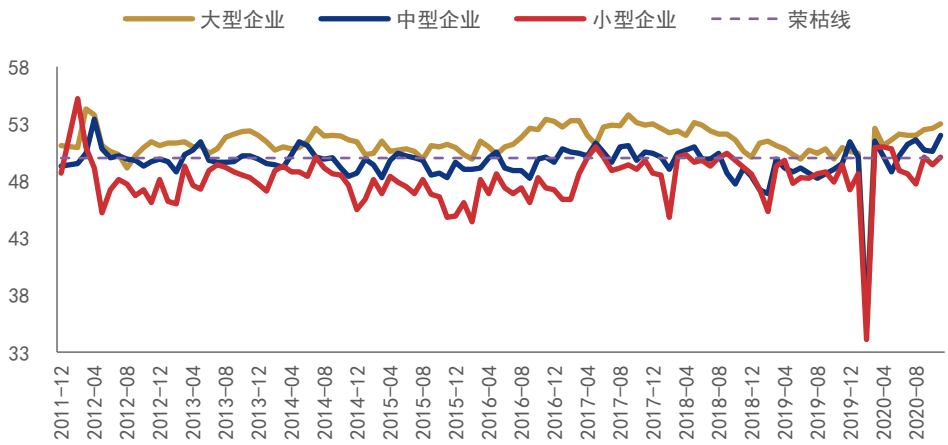



**图 8：大、中、小型企业制造业 PMI（2011 年 12 月至 2020 年 11 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

11 月，国务院办公厅督查室、银保监会办公厅就“部分银行保险机构助贷机构违规抬升小微企业综合融资成本典型问题”进行了通报。在通报中，国务院办公厅督查室和银保监会要求，“让中小微企业贷款可获得性明显提高，综合融资成本明显下降”，不得“变相增加小微企业隐性融资成本”。

## 三、工业生产者出厂价格环比大概率走高

11 月 PMI 出厂价格指数为 56.5%，比上月大幅升高 3.3 个百分点，连续 6 个月高于临界点，这表明制造业企业生产的主要产品的出厂价格较上月有所升高。10 月工业生产者出厂价格环比不变，结束了连续 4 个月的上涨，略低于我们的预计。由于 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比有较高的相关性，远东资信预计 2020 年 11 月的工业生产者出厂价格环比大概率走高。

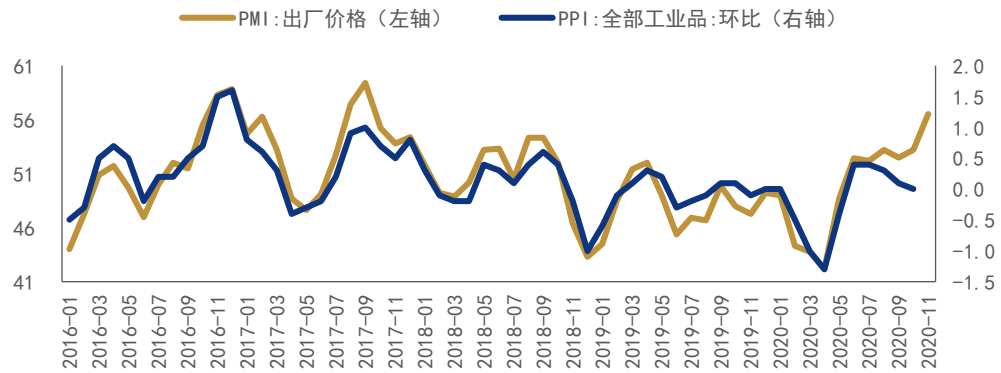



**图 9：出厂价格指数和 PPI（2016 年 1 月至 2020 年 11 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

PMI 主要原材料购进价格指数为 62.6%，比上月大幅升高 3.8 百分点，连续 7 个月扩张，这表明制造业企业的主要原材料的平均购进价格较上月升高。10 月工业生产者购进价格环比升高 0.2%，连续 5 个月保持上涨，符合我们的预计。由于 PMI 主要原材料购进价格指数和工业生产者购进价格指数（PPIRM）环比有较高的相关性，远东资信预计 2020 年 11 月的工业生产者购进价格环比大概率继续升高。

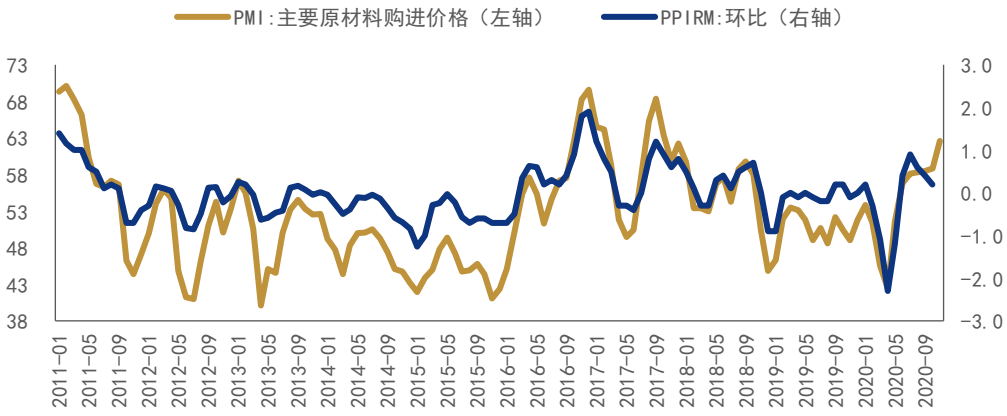



**图 10：主要原材料购进价格指数和 PPIRM（2011 年 1 月至 2020 年 11 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 四、展望

下一阶段，新冠肺炎疫苗的突破性进展有望更进一步，如果年底前有多款疫苗能够正式投入使用，那么全球经济前景有望发生根本性好转。但是，从全球范围来看，专家预计要到 2021 年下半年才可能进行疫苗的普遍接种。中国仍需做好输入性防控措施，安全度过冬天。

国际方面，欧美疫情蔓延和封锁措施重启可能会对中国制造业出口需求造成一定负面影响，但是境外企业停产可能会导致产能替代，客观上给中国制造业创造了新机遇。同时，圣诞节和新年将至，节日采购需求也会利好出口企业。在中美经贸摩擦问题上，美国当选总统拜登未来可能会采取“非加征关税”的其他方式来加以应对，从长远来看，这或许会对中国经济造成潜在更大冲击。

财政政策方面，用于支持化解地方中小银行风险的新增专项债券额度 2000 亿元有望在 12 月迎来发行。同时，各地已在积极谋划 2021 年地方债项目，在全国人大的授权范围内之下，按照过去几年惯例，国务院仍可能在 12 月提前下达下一年度部分新增地方政府专项债券额度。近期，财政部发布意见称，要不断提升地方债发行市场化水平，杜绝行政干预和窗口指导。未来，地方债发行利率或将逐渐拉开差距。

货币政策方面，中国央行在《第三季度货币政策执行报告》中表示要“尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率稳定”。中国央行公布数据显示，9 月新发放贷款加权平均利率为 5.12%，较 6 月环比升高 0.06 个百分点。同时，挂钩 1 年期 LPR 的 1 年期利率互换与同期限 LPR 的利差走阔至 LPR 改革以来的最大，这或许透露出一丝加息的可能性。

## 【作者简介】

徐 骥，CFA，纽约大学理工学院数学硕士，研究部高级研究员。

## 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于 1988 年 2 月 15 日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业 30 余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。




远东资信评估有限公司 网址： www.sfecr.com

**北京总部**
地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
电话：010-57277666

**上海总部**
地址：上海市杨浦区大连路 990 号海上海新城 9 层
电话：021-61428088 021-61428115

## 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。