2020 年 11 月 30 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

PMI 刷新年内高点，复苏信号更加明确

摘要

- **制造业 PMI：连续九个月处于景气区间，恢复性增长加快。**11 月份，制造业 PMI 为 52.1%，连续 9 个月维持在荣枯线以上，且各项分类指数普遍改善。从行业情况看，在调查的 21 个行业中，PMI 位于扩张区间的增加至 19 个，制造业景气面有所扩大。我国经济复苏稳定，制造业回暖态势延续，但制造业行业恢复不均衡的情况仍然存在。

- **政策扶持效果显现，小型企业 PMI 回归荣枯线以上。**11 月，大、中、小型企业 PMI 分别为 53.0%、52.0%和 50.1%，均位于临界点之上。由于前期出台的针对小微企业的纾困帮扶政策持续落地效果显现，小型企业生产经营状况有所改善。随着市场供需关系日益改善，产业循环逐步畅通，预计企业经营状况将持续改善。

- **制造业进出口持续恢复向好，原材料购进价格和出厂价格继续走高。**11 月，新出口订单指数和进口指数为 51.5%和 50.9%，均为年内高点，我国进出口持续恢复向好，进出口景气度稳步回升。但有出口企业表示近期人民币升值使得企业利润承压，出口订单受影响。随着近期大宗商品价格普遍上涨，以及企业生产、采购活动加快，制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升，上游产品价格上涨幅度更明显。

- **非制造业 PMI：延续稳中向好复苏态势。**11 月，非制造业商务活动指数为 56.4%，连续 9 个月高于临界点。总体来看，在疫情防控形势持续向好的情况下，消费市场逐步有序恢复，服务业复苏步伐稳健，多数非制造业企业对行业发展保持乐观。

- **就业提前完成全年目标任务。**11 月，制造业从业人员指数为 49.5%，企业用工景气度小幅回升；非制造业从业人员指数为 48.9%，用工景气度有所下降。1-10 月，中国城镇新增就业 1009 万人，提前完成全年目标任务。随着经济形势持续向好，稳就业力度进一步加大，在提前完成全年就业目标后，就业形势有望得到进一步改善。

- **风险提示：**海外疫情继续暴发、人民币汇率波动。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

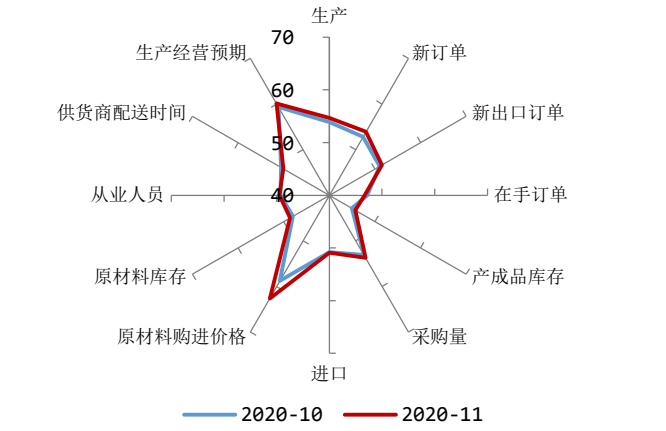
1. 央妈：闸门我看着呢 (2020-11-27)
2. 拥抱全球资本，国债前路坦途 (2020-11-25)
3. 下沉消费开启，物价走势渐稳 (2020-11-20)
4. 地方债解局，2021 会有何不同？ (2020-11-18)
5. 经济复苏走稳，哪些领域走强在即？ (2020-11-16)
6. 互联网野蛮生长时代落幕 (2020-11-13)
7. 社融仍高，经济活跃度上升进行时 (2020-11-12)
8. 终于吃得起猪肉了——10 月通胀数据点评 (2020-11-10)
9. 结构变化了，出口超预期还能持续多久？ (2020-11-08)
10. 他赢了，美国赢了吗？ (2020-11-08)

1 制造业 PMI：市场活力进一步加强

PMI 连续九个月处于景气区间，恢复性增长加快。11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.1%，较上月上升 0.7 个百分点，连续 9 个月维持在荣枯线以上，且各项分类指数普遍改善，制造业市场活力进一步增强，恢复性增长明显加快。从行业情况看，在调查的 21 个行业中，PMI 位于扩张区间的增加至 19 个，制造业景气面有所扩大，与高技术制造相关的医药、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业位于较高景气区间，对制造业总体引领带动作用进一步增强。我国经济复苏稳定，制造业回暖态势延续，但制造业行业恢复不均衡的情况仍然存在，其中纺织服装服饰业 PMI 今年以来一直位于临界点以下。

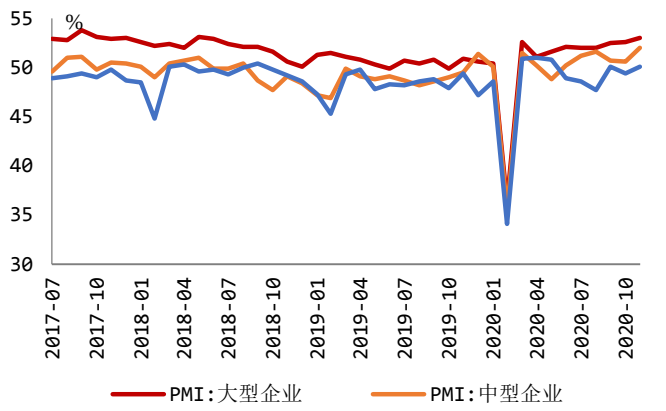
政策扶持效果显现，小型企业 PMI 回归荣枯线以上。11 月，大、中、小型企业 PMI 分别为 53.0%、52.0%和 50.1%，分别比上月上升 0.4、1.4 和 0.7 个百分点，均位于临界点之上，不同规模企业景气度均有所回升。由于前期出台的针对小微企业的纾困帮扶政策持续落地效果显现，小型企业生产经营状况有所改善，本月反映资金紧张的小型企业占比降至今年来的低点，为 42.3%，低于上月 2.6 个百分点。随着市场供需关系日益改善，产业循环逐步畅通，预计企业经营状况将持续改善。

图 1：PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：PMI 分企业规模比较



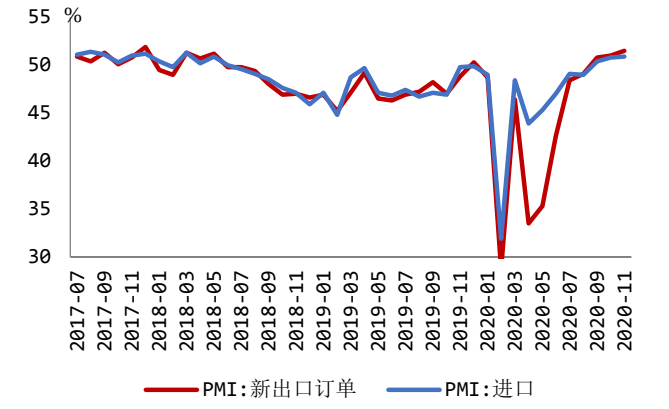
数据来源：wind、西南证券整理

制造业进出口指数维持在荣枯线以上，持续恢复向好。11 月，新出口订单指数和进口指数为 51.5%和 50.9%，分别高于上月 0.5 和 0.1 个百分点，均为年内高点，且连续 3 个月位于扩张区间，保持逐月回升走势，我国进出口持续恢复向好，进出口景气度稳步回升，主要因为我国统筹疫情防控和稳外贸工作，取得积极成效，进出口回稳向好。但有出口企业表示近期人民币升值使得利润承压，出口订单受影响，出口企业中反映受人民币汇率波动影响的企业占比为 18.8%，高于上月 1.7 个百分点。11 月 26 日央行的发布《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》中指出人民币汇率继续坚持市场化方向，增强汇率弹性，注重预期引导，后续将在一般均衡的框架下实现人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

原材料购进价格和出厂价格继续走高，上游产品价格上涨幅度更明显。随着近期大宗商品价格普遍上涨，以及企业生产、采购活动加快，制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。11 月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 62.6%和 56.5%，分别高于上月 3.8 和 3.3 个百分点，均升至年内高点。从行业情况看，受下游行业需求拉动，上游产品价格上涨幅度更为明显，石油加工煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金

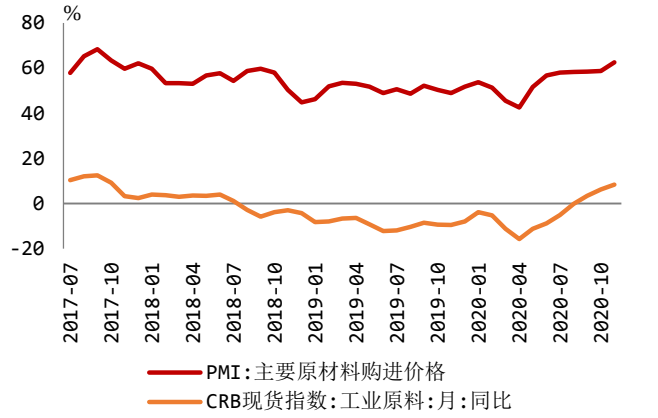
属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业的原材料购进以及出厂价格指数均位于60.0%以上高位景气区间。

图 3：进出口指数继续回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：PMI：主要原材料价格变化

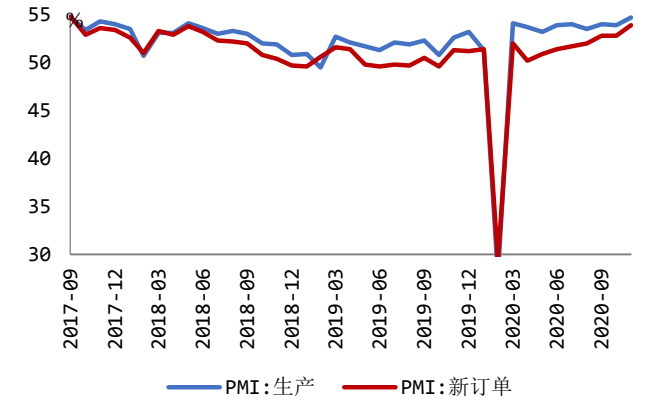


数据来源：wind、西南证券整理

内生动力增强，产需两端协同发力。11 月，生产指数和新订单指数为 54.7%和 53.9%，分别高于上月 0.8 和 1.1 个百分点，均上升至年内高点，表明制造业生产和需求均稳步改善，两者差值自 6 月份以来逐月缩小，从 2.5 个百分点降至 0.8 个百分点，表明制造业内生动力不断增强。从行业情况看，与高技术制造相关的医药、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数均高于 56%，位于较高景气区间。11 月，制造业企业原材料库存和产成品库存指数分别为 48.6%和 45.7%，较上月分别回升 0.6 和 0.8 个百分点，主要原材料和产生品的库存量降幅收窄。

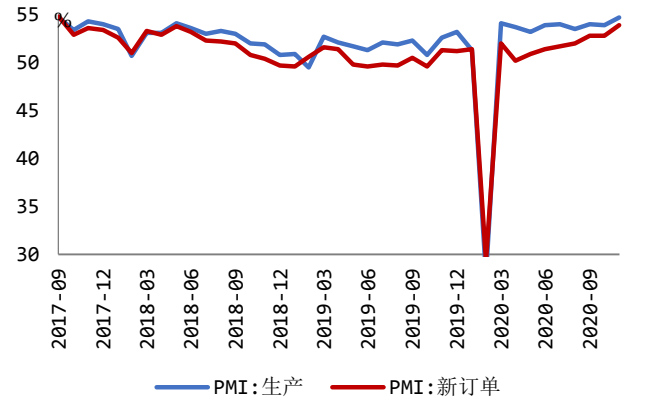
企业信心进一步增强。11 月，企业生产经营活动预期指数升至 60.1%，高于上月 0.8 个百分点，内需外需持续改善，企业复工复产稳定进行，企业对行业发展信心进一步增强。

图 5：原材料库存小幅下降，产成品库存指数大幅回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：供需保持较快恢复



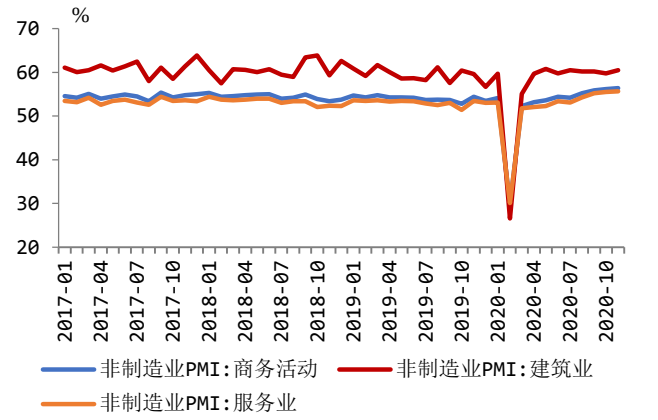
数据来源：wind、西南证券整理

2 非制造业 PMI：延续稳中向好复苏态势

非制造业商务活动指数复苏步伐稳健。11 月，非制造业商务活动指数为 56.4%，比上月上升 0.2 个百分点，连续 9 个月高于临界点。分行业看，建筑业商务活动指数为 60.5%，高于上月 0.7 个百分点；服务业商务活动指数为 55.7%，比上月上升 0.2 个百分点，总体来看，在疫情防控形势持续向好的情况下，消费市场逐步有序恢复，服务业复苏步伐稳健。

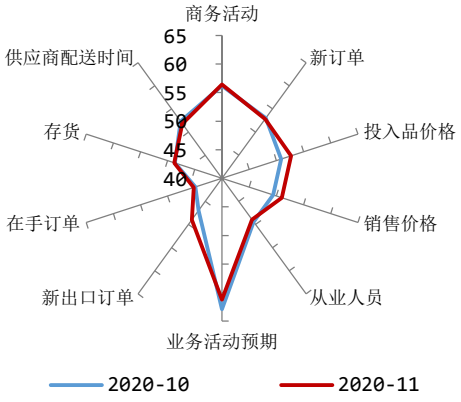
从行业情况看，铁路运输业、航空运输业、电信广播电视卫星传输服务、金融业等行业商务活动指数则均位于 60.0%以上，业务总量增长明显；但与此同时，房地产业、生态保护及环境治理业等行业商务活动指数降至临界点以下，景气度有所回落。非制造业市场需求持续改善，新订单指数为 52.8%，虽比上月回落 0.2 个百分点，但仍位于荣枯线之上。非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体继续上涨，投入品价格指数增幅也延续上涨态势，较前值上升 1.8 个百分点至 52.7%。非制造业销售价格总体由降转升，销售价格指数为 51.0%，比上月回升 1.6 个百分点，两个月后再次回归景气区间。业务活动预期指数为 61.2%，虽比上月回落 1.7 个百分点，但仍位于高位景气区间，已经连续 8 个月高于 60.0%，表明多数非制造业企业对行业发展保持乐观。

图 7：11 月非制造业指数持续复苏



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动

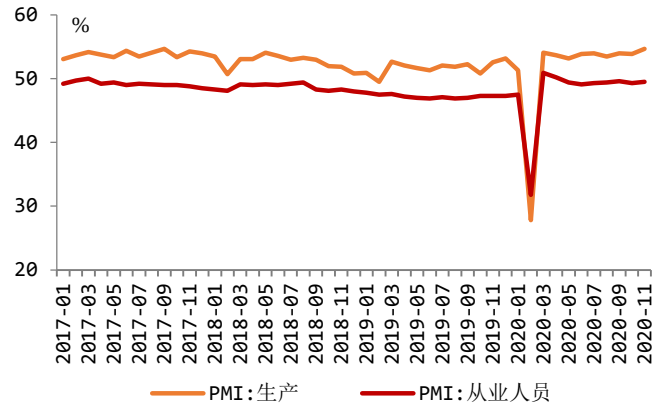


数据来源：wind、西南证券整理

3 就业提前完成全年目标任务

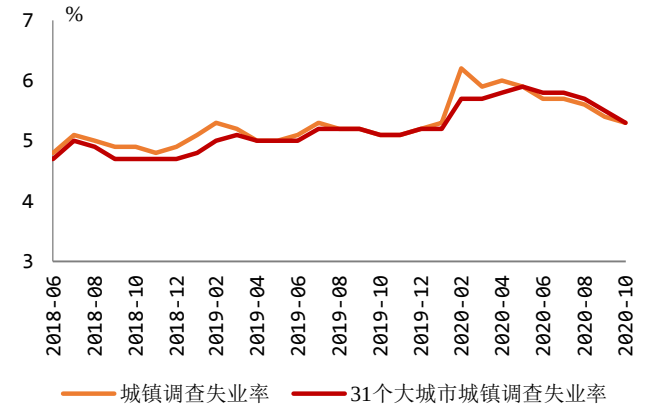
就业总体平稳，提前完成全年目标任务。11 月，制造业从业人员指数为 49.5%，比上月回升 0.2 个百分点，制造业企业用工景气度小幅改善；非制造业从业人员指数为 48.9%，较上月下降 0.5 个百分点。1-10 月，全国城镇新增就业 1009 万人，提前完成全年目标任务。10 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比 9 月下降 0.1 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 5.3%，比 9 月下降 0.2 个百分点。随着经济形势持续向好，稳就业力度进一步加大，在提前完成全年就业目标后，就业形势有望得到进一步改善。

图 9：11 月 PMI 生产指数、从业人员指数上升



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：失业率持续下降



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11
中采制造业PMI																	
PMI总指数	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1
生产量	52.1	51.9	52.3	50.8	52.6	53.2	51.3	27.8	54.1	53.7	53.2	53.9	54.0	53.5	54.0	53.9	54.7
雇员	47.1	46.9	47.0	47.3	47.3	47.3	47.5	31.8	50.9	50.2	49.4	49.1	49.3	49.4	49.6	49.3	49.5
新订单	49.8	49.7	50.5	49.6	51.3	51.2	51.4	29.3	52.0	50.2	50.9	51.4	51.7	52.0	52.8	52.8	53.9
出口订单	46.9	47.2	48.2	47.0	48.8	50.3	48.7	28.7	46.4	33.5	35.3	42.6	48.4	49.1	50.8	51.0	51.5
现有订货	44.7	44.8	44.7	44.9	44.9	45.0	46.3	35.6	46.3	43.6	44.1	44.8	45.6	46.0	46.1	47.2	46.7
产成品库存	47.0	47.8	47.1	46.7	46.4	45.6	46.0	46.1	49.1	49.3	47.3	46.8	47.6	47.1	48.4	44.9	45.7
原材料库存	48.0	47.5	47.6	47.4	47.8	47.2	47.1	33.9	49.0	48.2	47.3	47.6	47.9	47.3	48.5	48.0	48.6
采购量	50.4	49.3	50.4	49.8	51.0	51.3	51.6	29.3	52.7	52.0	50.8	51.8	52.4	51.7	53.6	53.1	53.7
购进价格	50.7	48.6	52.2	50.4	49.0	51.8	53.8	51.4	45.5	42.5	51.6	56.8	58.1	58.3	58.5	58.8	62.6
供应商配送时间	50.1	50.3	50.5	50.1	50.5	51.1	49.9	32.1	48.2	50.1	50.5	50.5	50.4	50.4	50.7	50.6	50.1
进口	47.4	46.7	47.1	46.9	49.8	49.9	49.0	31.9	48.4	43.9	45.3	47.0	49.1	49.0	50.4	50.8	50.9
中采服务业PMI	52.9	52.5	53.0	51.4	53.5	53.0	53.1	30.1	51.8	52.1	52.3	53.4	53.1	54.3	55.2	55.5	55.7
中采建筑业PMI	58.2	61.2	57.6	60.4	59.6	56.7	59.7	26.6	55.1	59.7	60.8	59.8	60.5	60.2	60.2	59.8	60.5
综合PMI产出指数	53.1	53.0	53.1	52.0	53.7	53.4	53.0	28.9	53.0	53.4	53.4	54.2	54.1	54.5	55.1	55.3	55.7
非制造业商务活动指数	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	55.9	56.2	56.4
财新制造业PMI	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	

数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn