供需两旺，物价回升

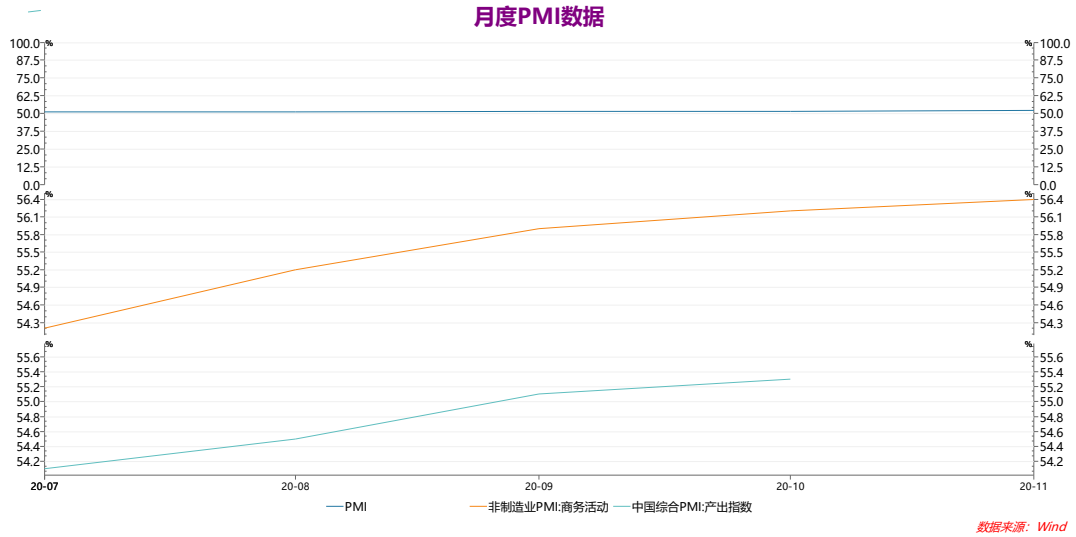
——11 月 PMI 数据分析

内容提要：

从 11 月 PMI 的数据看，市场出现了供销两旺的情形，原材料价格和出厂价格均出现了回升，一方面说明逆周期调节起到了明显的效果，另方面也预示着逆周期调节政策的逐步退出。从央行《三季度货币政策执行报告》看，再提货币总闸门，不搞大水漫灌，并要求社融和 M2 增速与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配，和之前的“保持社融和货币供应量合理增长”的表述有了明显的区别。

国家统计局今天公布了 11 月 PMI 数据，数据显示，继续全面回升，制造业 PMI 报 52.1%，前值为 51.4%；非制造业 PMI 报 56.4%，前值为 56.2%；综合产出 PMI 报 55.7%，前值为 55.3%。

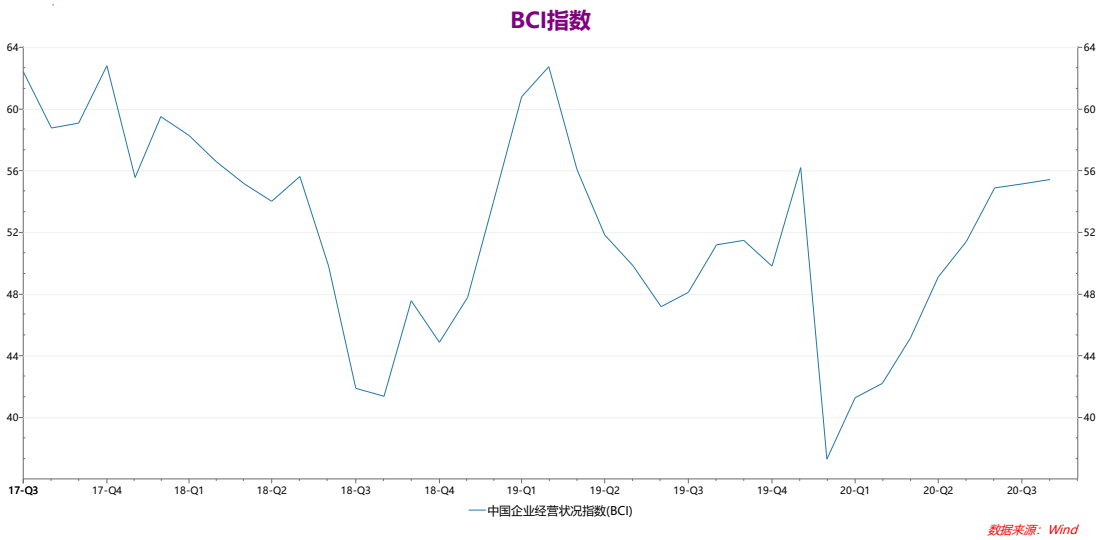
图 1：月度 PMI 数据



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

先前公布的 BCI 指数也继续出现反弹

图 2： BCI 指数

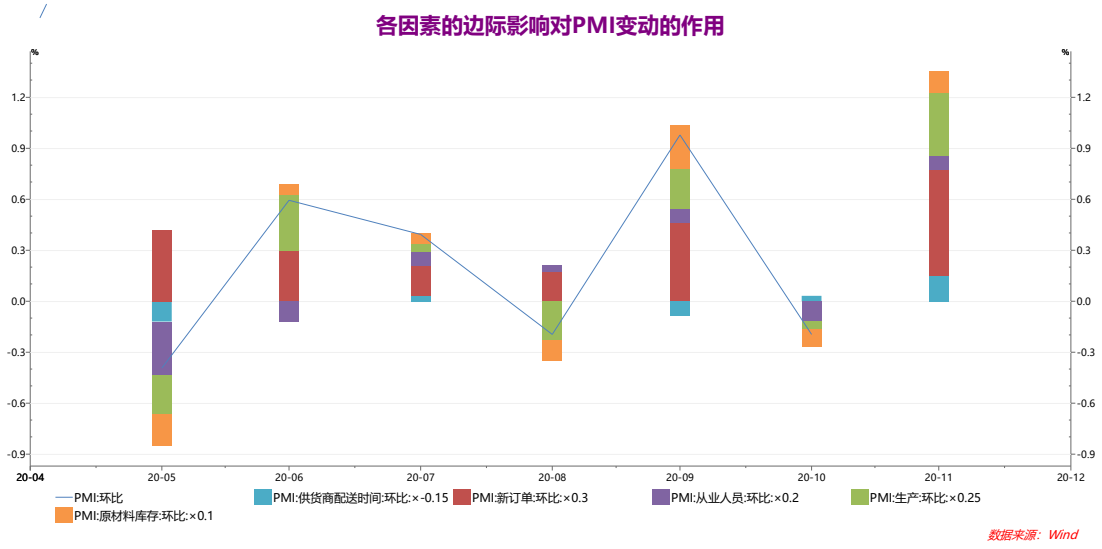


一． 制造业 PMI 数据分析

制造业 PMI 数据环比回升 1.36%，分析和分解其各项对 PMI 环比回升的

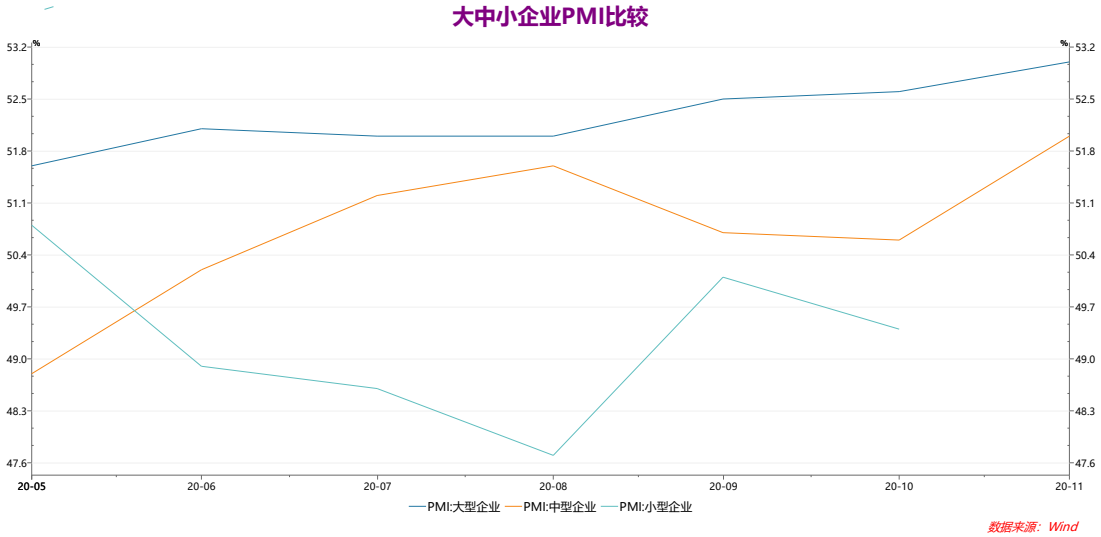
影响看，新订单 PMI 贡献了 63%，生产 PMI 贡献了 37%，配送时间贡献了 15%，原材料库存 PMI 贡献了 13%，从业人员 PMI 也贡献了 8%。

图 3：各因素的边际影响对 PMI 变动的作用



从大中小企业看，全面回升。大型企业 PMI 平稳回升，报 53%，前值为 52.6%。小型企业 PMI 再度回升到扩张区，报 40.1%，前值为 59.4%。中型企业也有所回落 52%，前值为 50.6%。

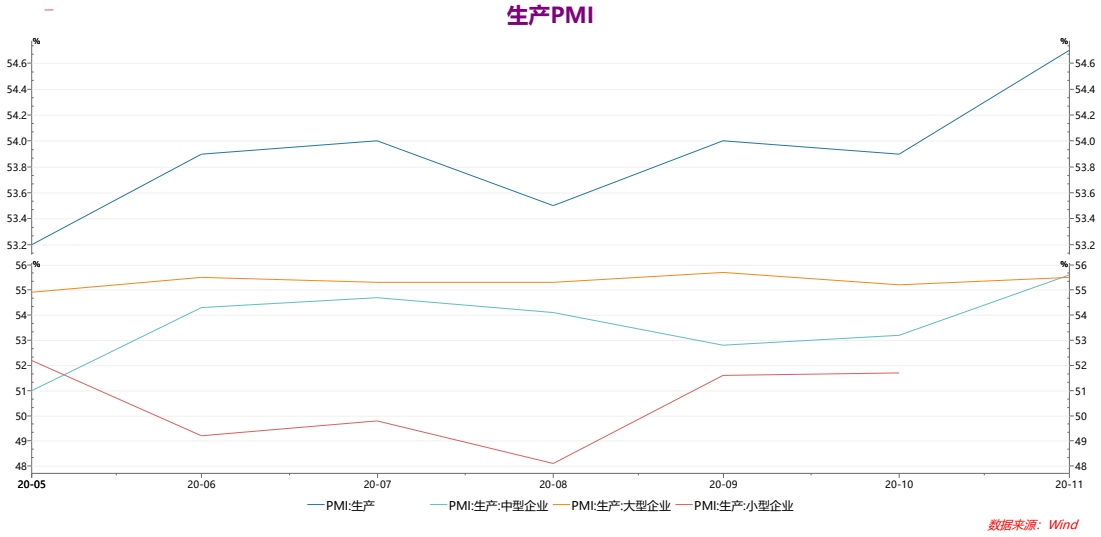
图 4：大中小企业 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

11 月生产 PMI 报 54.7%，前值为 53.9%，止跌回升。中型企业表现相对突出，从 53.2%回升到 55.6%。小型企业相对滞后，从 51.7%回升到 51.8%。大型企业则从 55.2%回升到 55.5%。

图 5：生产 PMI

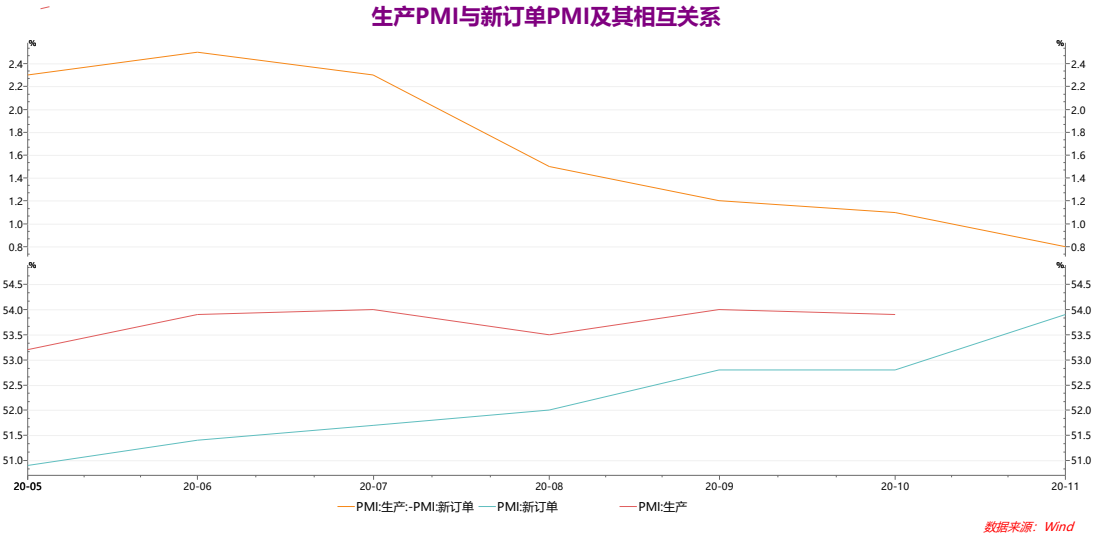


高频数据显示高炉开工率在 11 月在低位有所企稳和回升，而 30 大中城市房

地产成交面积 11 月环比回落。

新订单 PMI 报 53.9%，前值为 52.8%。从生产 PMI 和新订单 PMI 的关系看，但其差值从 1.1 继续缩小到 0.8%,即供求情况进一步有所改善。但是在手订单 PMI 从 47.2%回升到 46.7%，将对今后生产 PMI 构成压力。

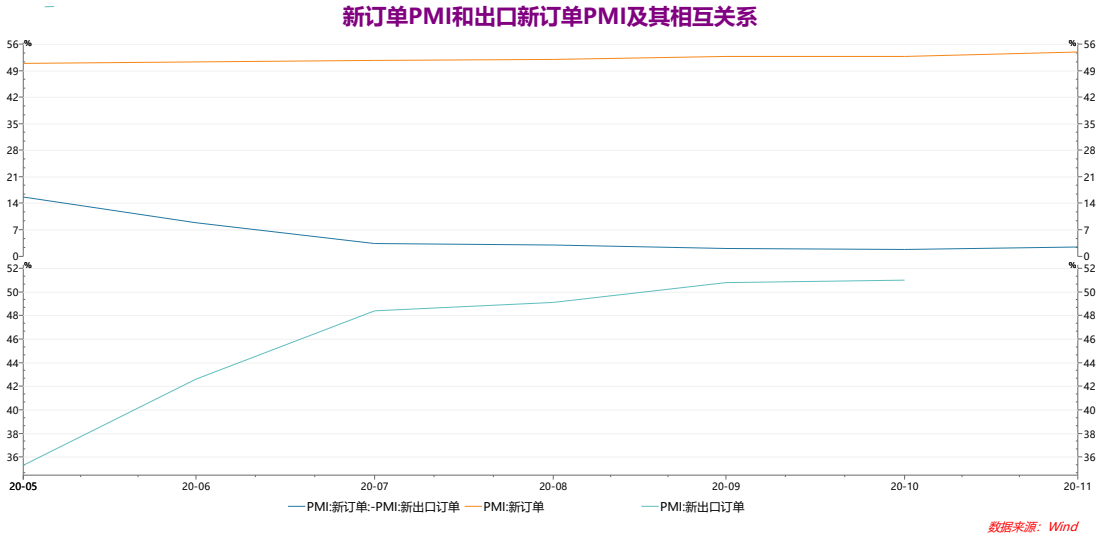
图 6：生产 PMI 与新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从新订单 PMI 和出口新订单的关系看，出口新订单 PMI 回升放缓，从前值的 51%回升到 51.5%，新订单 PMI 和出口新订单 PMI 的差值从 1.8%回升到 2.4%，显示出 11 月出口新订单的回升对新订单的回升的贡献开始减弱。

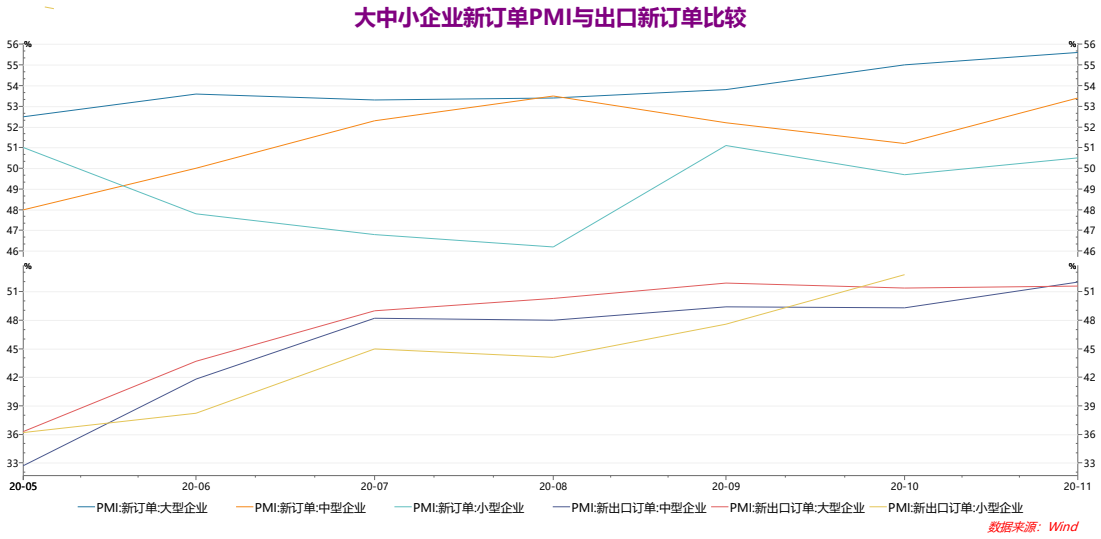
图 7：新订单 PMI 和出口新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，出口新订单 PMI 方面，改善主要来自于中型企业，小型企业新订单 PMI 则再度跌入收缩区，大型企业小幅改善。而在新订单 PMI 方面，全面改善，但最为明显的也为中型企业。小型企业也重归扩张区，大型企业的新订单 PMI 也有所回升。

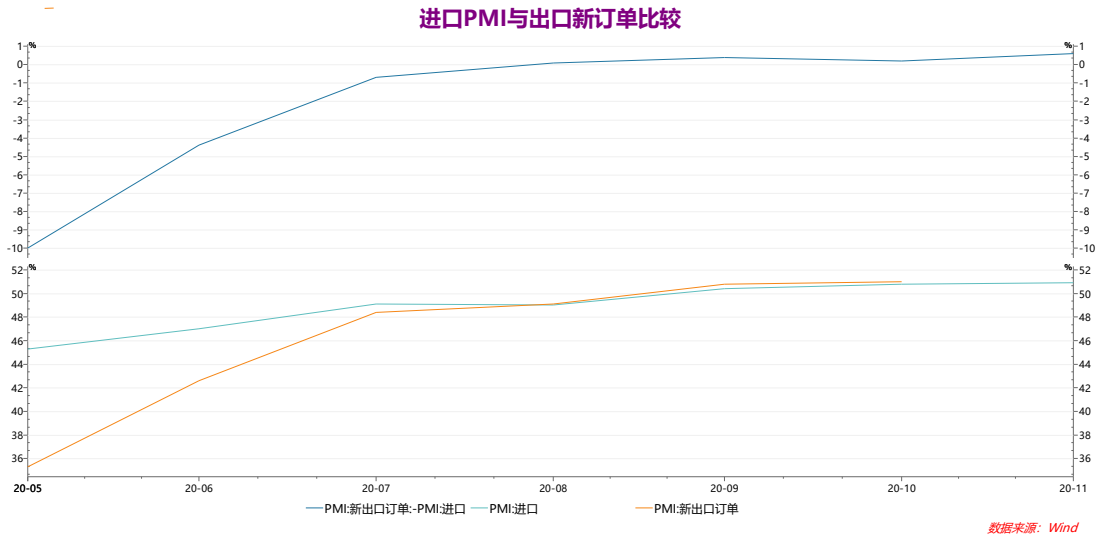
图 8：大中小企业新订单 PMI 与出口新订单比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从出口新订单 PMI 和进口 PMI 的关系看，其差值从 0.2%回升到 0.6%。进口 PMI 也从 50.8%回升到 50.9%，新订单 PMI 和进口 PMI 差值回落，说明国内需求改善，但在货物贸易上依旧呈现较大顺差。

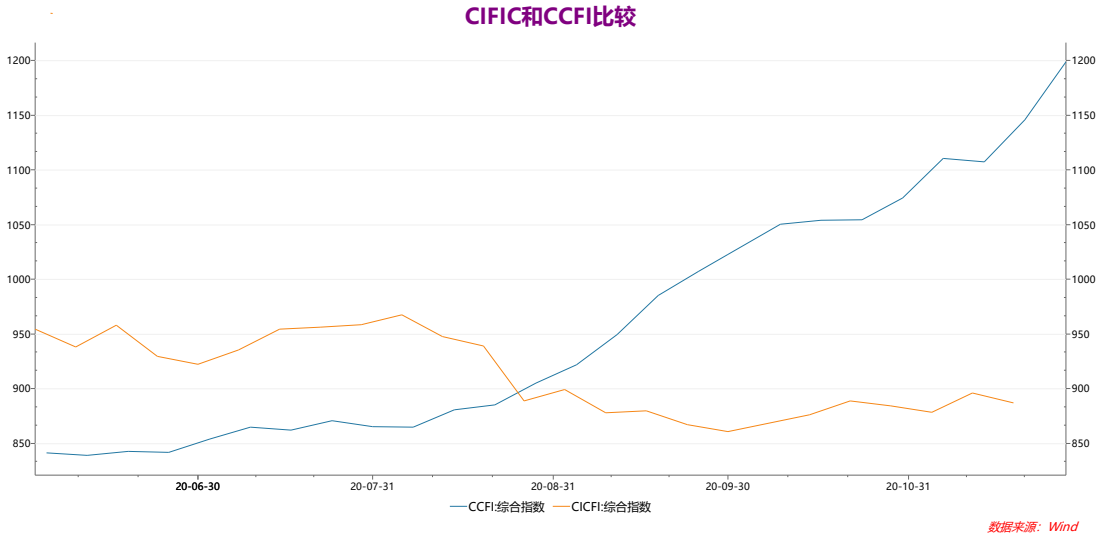
图 9：进口 PMI 与出口新订单比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

而从高频数据——中国集装箱进口指数（CICFI）和出口指数（CCFI）看，出口回升依旧明显，但进口出现一定回稳和攀升。

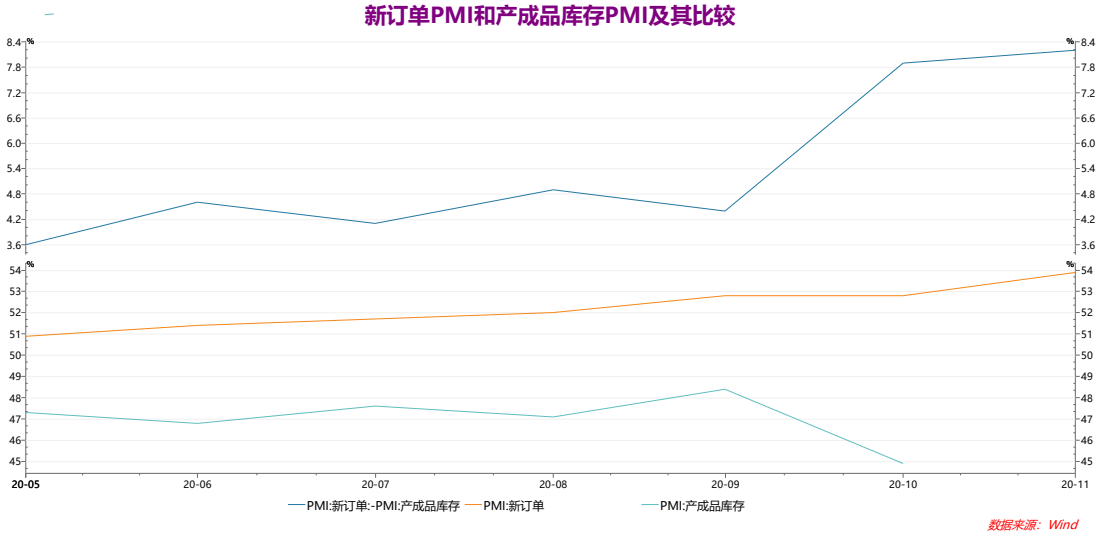
图 10：CIFIC 和 CCFI 比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

从新订单 PMI 和产成品库存 PMI 关系看， 因产品库存 PMI 从 44.9%回升到 45.7%。但新订单和产成品库存 PMI 的差值从 7.9%继续扩大到 8.2%。显示尽管产成品库存回升，但新订单 PMI 快于产成品库存增加，产销情况良好

图 11：新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较



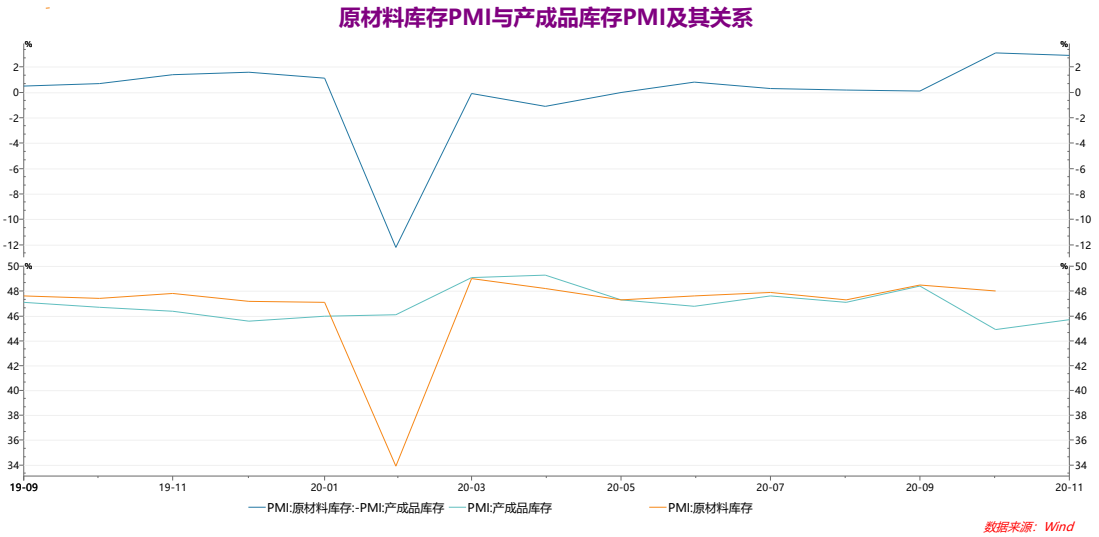
资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

11 月 27 日国家统计局公布的前 10 月工业企业产成品库存累计同比达到 6.9%，较前值 8.2%有所回升，但大大高于去年同期的 0.4%。

而从原材料库存 PMI 和采购量 PMI 看，原材料库存 PMI 从 48%回升到 48.6%，采购量 PMI 从 53.7%继续回升到 53.7%。原材料购进价格 PMI 大幅回升，从前值的 58.8%回升到 62.6%。

从原材料库存 PMI 和产成品库存 PMI 关系看。两者差值从 3.1 回落到 2.9%，显示出上游投资回升，同时，下游去库存有所放缓。

图 12：原材料库存 PMI 与产成品库存 PMI 及其关系

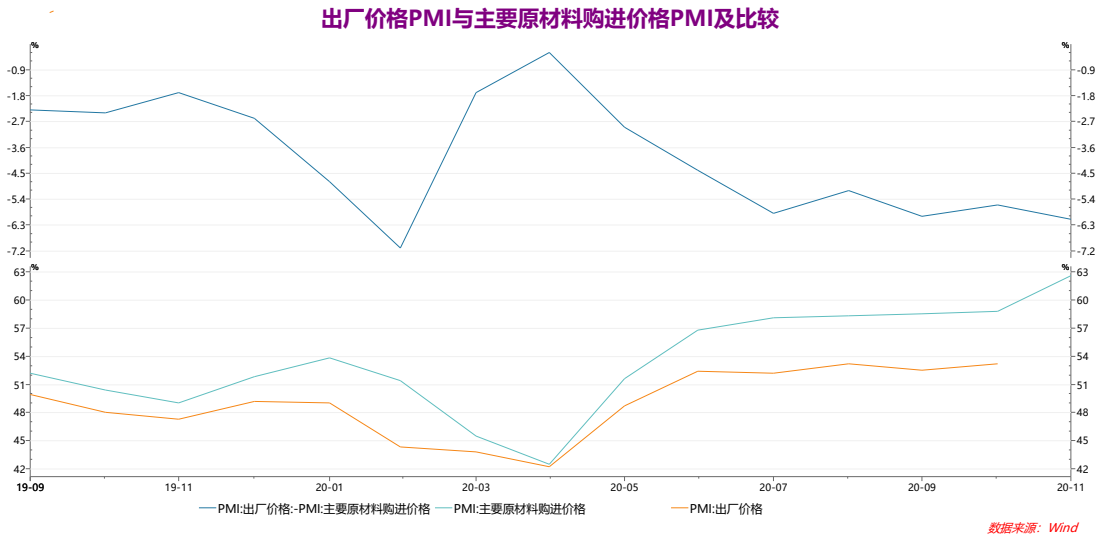


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

价格方面，出厂价格 PMI 回升和原材料购进价格 PMI 均大幅回升，两者之差从—5.6%扩大到-6.1%。原材料购进价格回升相对较快，原材料购进价格和出厂价格的回升，预示着 11 月 PPI 环比可能反弹。10 月 PPI 环比为 0%，低于前值 0.1%

的水平，同比跌幅有所扩大，报—2.1%，持平于前值。

图 13：出厂价格 PMI 与主要原材料购进价格 PMI 及比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据南华工业品指数显示，11 月该指数出现了明显的反弹，但近期出现了明显的回落。

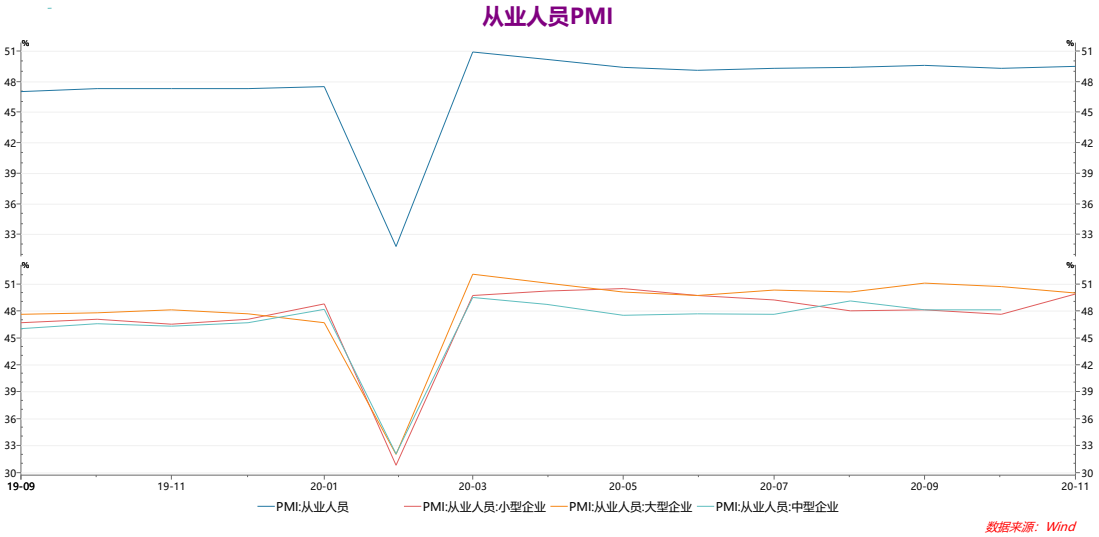
图 14：南华工业品指数



资料来源：银河期货研究所 WIND

11 月从业人数 PMI 依旧在收缩区，但有所出现回升，从 49.3%回落到 49.5%。中小企业从业人数依旧在收缩区，但小型企业改善明显，从 47.6%回升到 49.9%。

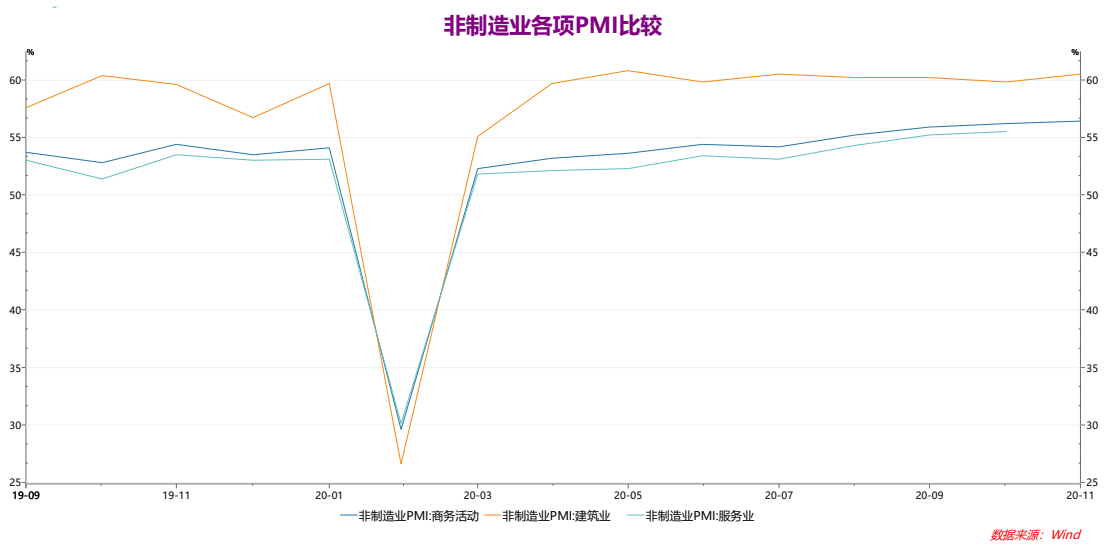
图 15：从业人员 PMI



二．非制造业 PMI 分析

11 月，在非制造业方面，全面回升，其中，建筑业 PMI 继续一马当先，从 59.8%回升到 60.5%。

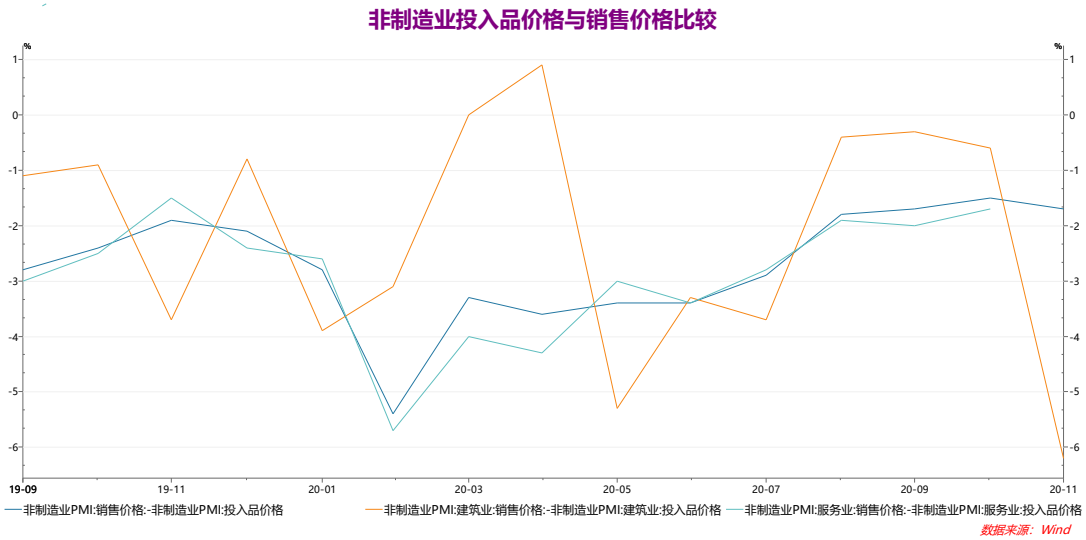
图 16：非制造业各项 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在价格方面，11 月投入品价格和销售价格之差继续全面倒挂，建筑业倒挂最为明显，达到-6.2%，前值为-0.6%。

图 17：非制造业投入品价格与销售价格比较

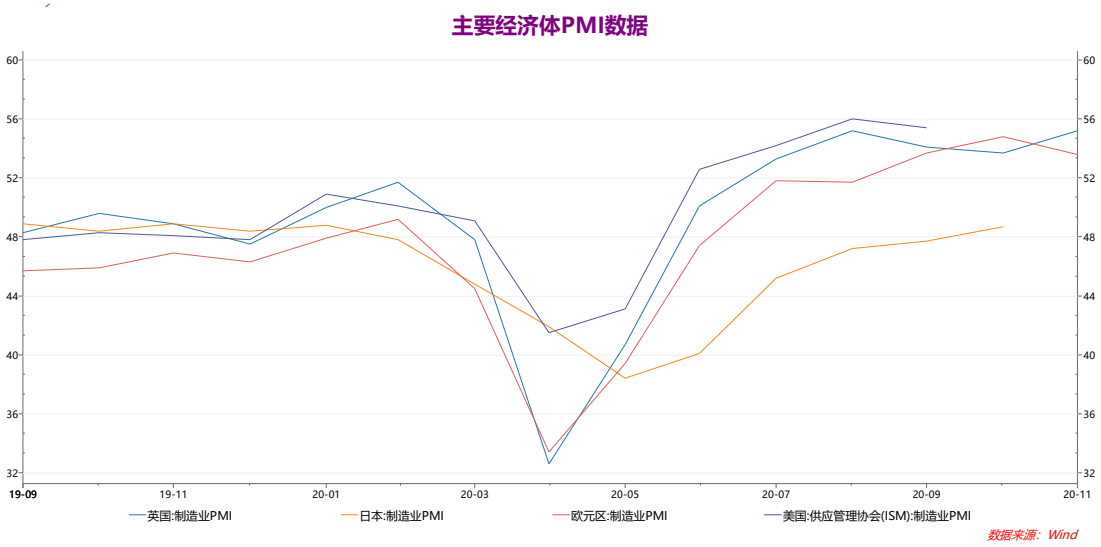


料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

三．PMI 国际比较

从主要经济体看，主要经济体除了日本外，均在扩张区，除了欧洲区外，均有所改善。10 月的美欧 PMI 差值从 1.7%回升到 4.5%，从这个意义上说，美元指数继续走弱的空间有限。

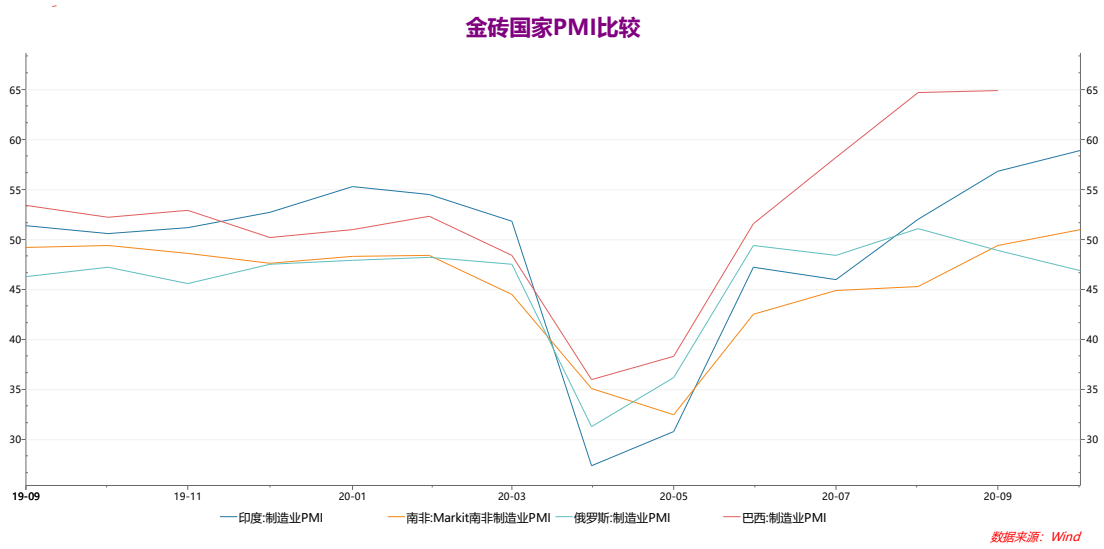
图 18：主要经济体 PMI 数据



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在金砖国家方面，除了俄罗斯外，10 月 PMI 数据也出现改善，其中，巴西景气度最高。

图 19：金砖国家 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

四．我们的看法

从 11 月 PMI 的数据看，市场出现了供销两旺的情形，原材料价格和出厂价格均出现了回升，一方面说明逆周期调节起到了明显的效果，另方面也预示着逆周期调节政策的逐步退出。从央行《三季度货币政策执行报告》看，再提货币总闸门，不搞大水漫灌，并要求社融和 M2 增速与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配，和之前的“保持社融和货币供应量合理增长”的表述有了明显的区别。

（银河期货研究所 202001130）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn