日期：2020 年 11 月 30 日

制造业增长加快 景气度再创新高

——2020 年 11 月制造业 PMI 指数点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ **主要观点：**

制造业增长加快，景气度再创新高

11 月份 PMI 为 52.1%，上升 0.7 个百分点，创历史新高，制造业增长加快。供需两端协同发力，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。进出口景气度稳步回升。本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，外贸形势向好。价格指数明显回升，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，本月制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。从企业类型来看，各类型企业景气度均有所回升。从行业来看，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。非制造业方面继续回升。11 月份，非制造业商务活动指数为 56.4%，高于上月 0.2 个百分点，连续 4 个月位于 55.0%以上的较高景气区间，非制造业延续稳中向好恢复态势。本月服务业与建筑业恢复均有所加快。11 月份，综合 PMI 产出指数为 55.7%，高于上月 0.4 个百分点，显示我国企业生产经营活动持续加快，复苏态势进一步巩固。

核心资产价值将重现

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！经济回升以及效益的改善为资本市场的运行奠定了基础。随着中国经济稳步恢复，大选尘埃落定以及疫苗的利好普遍提升风险偏好，尤其是宽信用发展带来的流动性平稳局面得到市场确认，资本市场将再度迎来平稳运行期，核心资产价值将重新呈现。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，债市有望走稳。

经济恢复态势良好

11 月 PMI 再创新高，生产需求指数也升至近期高位，其余各项指数也表现抢眼。价格指数回升，将有助于改善工业品的通缩。整体来看，从复工复产推进情况和高频数据变动看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，四季度延续好转态势，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。疫情方面，部分地区疫情虽出现反复，但经济运行已基本恢复正常，尤其相较于海外疫情，国内疫情显然已处于可控状态。我们一直认为投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化，“赶工期”下的投资加速现象将再现；货币政策重回中性稳健基调，货币增长将边际回落，但货币结构改善效应和强调发挥资本市场功能的促进作用，将促使稳货币、宽信用的组合逐步呈现，经济延续平稳回升的态势不变！

事件：11 月官方制造业 PMI 数据公布

11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.1%，比上月上升 0.7 个百分点，连续 9 个月位于临界点以上，表明制造业恢复性增长有所加快。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 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。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。11 月份，综合 PMI 产出指数为 55.7%，比上月上升 0.4 个百分点，表明我国企业生产经营活动持续加快。

事件解析：数据特征和变动原因

11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.1%，比上月上升 0.7 个百分点，创历史新高，制造业恢复增长加快。供需两端协同发力，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，且两者差值自 6 月份以来逐月缩小，从 2.5 个百分点降至 0.8 个百分点。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 56.0%，位于较高景气区间，产需加快释放，对制造业总体引领带动作用进一步增强。进出口景气度稳步回升。本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，外贸形势向好。价格指数明显回升，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，本月制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。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，均为年内高点。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。本月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两个价格指数均位于 60.0%以上高位景气区间。

从企业类型来看，各类型企业景气度均有所回升。大、中、小型企业 PMI 分别为 53.0%、52.0%和 50.1%，高于上月 0.4、1.4 和 0.7 个百分点，均位于临界点以上，不同规模企业景气度均有所回升。调查结果显示，本月小型企业生产经营状况有所改善，反映资金紧张的小型企业占比为 42.3%，低于上月 2.6 个百分点，是今年以来的

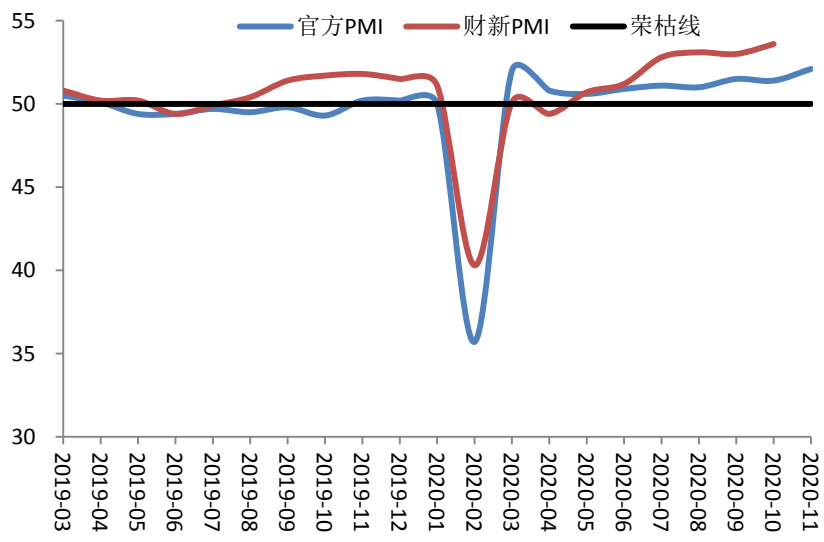
低点，表明前期出台的助企纾困以及针对小微企业的金融扶持等政策措施效果显现。

从行业来看，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。但对于部分企业来说，仍然承压。纺织服装服饰业 PMI 今年以来始终位于临界点以下，行业景气度持续偏弱。此外，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；有的企业表示，随着近期人民币持续升值，企业利润承压，出口订单有所减少。

非制造业方面继续回升。11 月份，非制造业商务活动指数为 56.4%，高于上月 0.2 个百分点，连续 4 个月位于 55.0%以上的较高景气区间，非制造业延续稳中向好恢复态势。本月服务业与建筑业恢复均有所加快。服务业商务活动指数为 55.7%，高于上月 0.2 个百分点，9 月份以来持续位于较高景气区间。随着消费市场逐步有序恢复，服务业复苏步伐稳健。建筑业商务活动指数为 60.5%，高于上月 0.7 个百分点，重回高位景气区间，建筑业生产活动总体有所加快，基建活动仍维持活跃。

11 月份，综合 PMI 产出指数为 55.7%，高于上月 0.4 个百分点，显示我国企业生产经营活动持续加快，复苏态势进一步巩固。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 54.7%和 56.4%，均保持回升。

图 1：官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI（%）



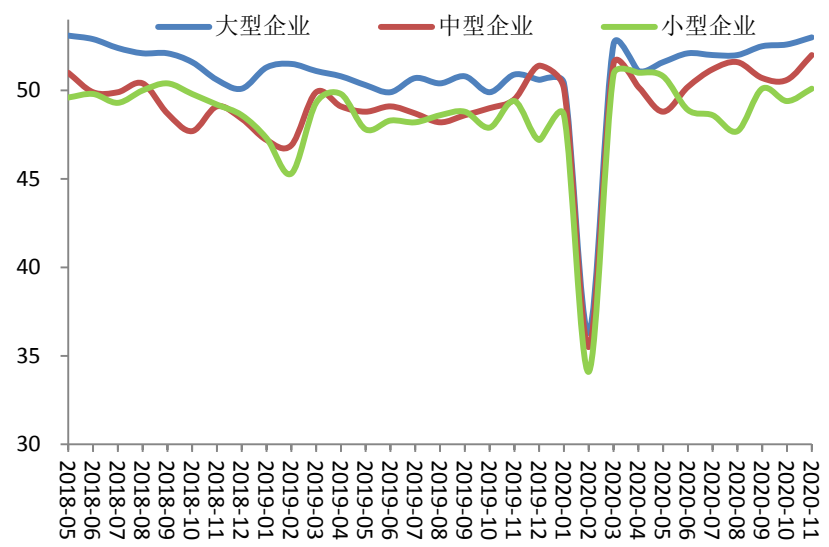
数据来源：wind，上海证券研究所

1. 各类型企业景气度均有回升

从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 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。小企业改善显著，重回临界点以上。

图 2：大中小型企业 PMI（%）

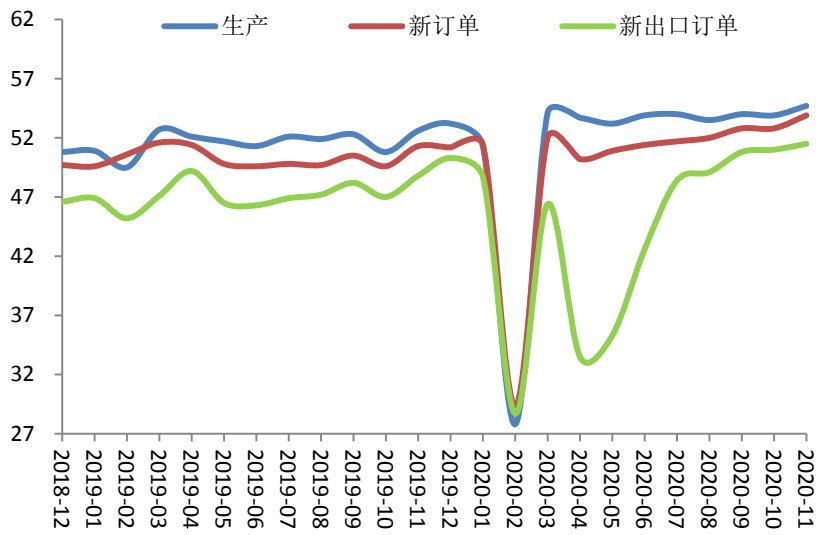


数据来源：wind，上海证券研究所

2. 供需两端协同发力

11 月生产指数为 54.7%，比上月上升 0.8 个百分点，表明制造业生产量增长有所加快。新订单指数为 53.9%，比上月上升 1.1 个百分点，表明制造业市场需求加快复苏。供需指数均上升至年内高点。外贸景气度持续回升，本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。从最新的数据显示，欧盟 PMI 小幅回落，但仍在高位，法国回落较多，重回收缩区间，或受到疫情二次爆发的影响；德国同样小幅回落，但幅度有限，仍在高景气区间。海外圣诞假日的临近，或有望进一步支撑出口，另外海外多国疫情反弹，今年以来疫情支撑出口的逻辑或仍然存在。

图 3：新订单及生产指数（%）

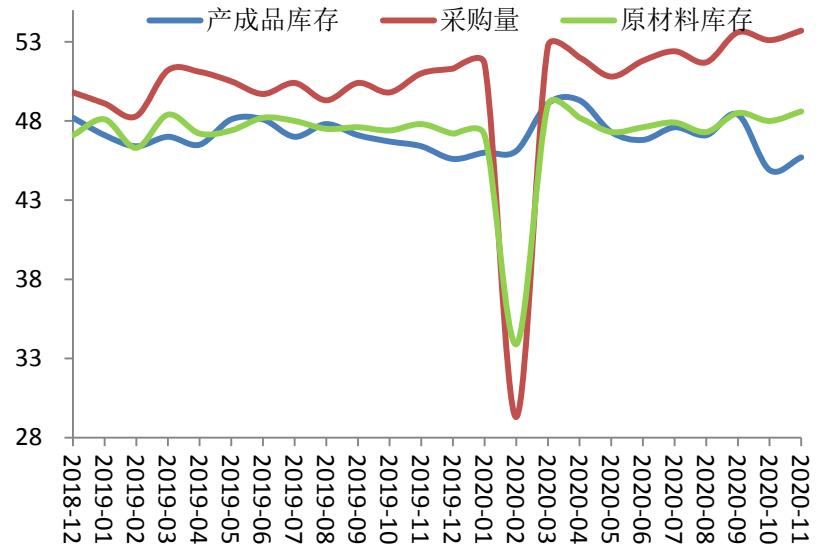


数据来源：wind，上海证券研究所

3.企业主动补库

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。采购量指数为 53.7%，上升 0.6 个百分点。总体来看，由于供需两端回升，采购需求上升，企业主动补库。

图 4：库存及采购量指数（%）

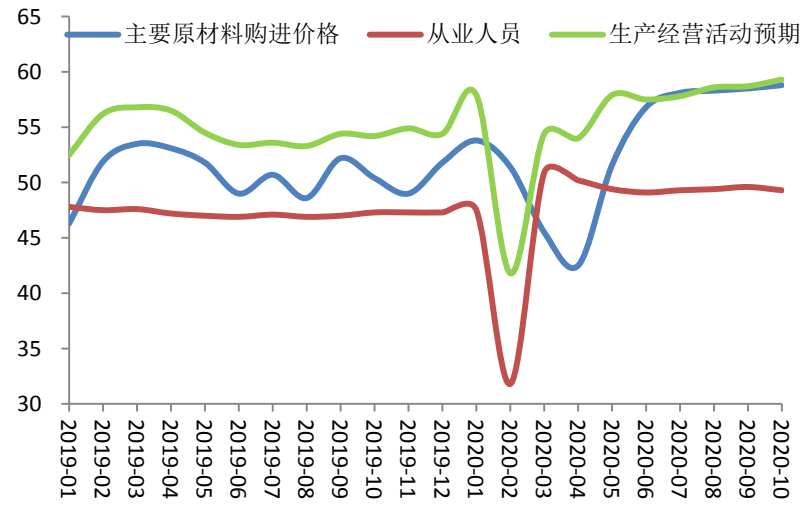


数据来源：wind，上海证券研究所

市场需求好转，价格指数上升。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，均为

年内高点。从业人员指数为 49.5%，比上月回升 0.2 个百分点，表明制造业企业用工景气度小幅改善。供应商配送时间指数为 50.1%，虽比上月回落 0.5 个百分点，但仍高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月略有加快。

图 5：购进价格、从业人员及经营活动指数指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

制造业增长加快，景气度再创新高

11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.1%，比上月上升 0.7 个百分点，创历史新高，制造业恢复增长加快。供需两端协同发力，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，且两者差值自 6 月份以来逐月缩小，从 2.5 个百分点降至 0.8 个百分点。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 56.0%，位于较高景气区间，产需加快释放，对制造业总体引领带动作用进一步增强。进出口景气度稳步回升。本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，外贸形势向好。价格指数明显回升，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，本月制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。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，均为年内高点。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。本月石油

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两个价格指数均位于 60.0%以上高位景气区间。

从企业类型来看，各类型企业景气度均有所回升。大、中、小型企业 PMI 分别为 53.0%、52.0%和 50.1%，高于上月 0.4、1.4 和 0.7 个百分点，均位于临界点以上，不同规模企业景气度均有所回升。调查结果显示，本月小型企业生产经营状况有所改善，反映资金紧张的小型企业占比为 42.3%，低于上月 2.6 个百分点，是今年以来的低点，表明前期出台的助企纾困以及针对小微企业的金融扶持等政策措施效果显现。

从行业来看，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。但对于部分企业来说，仍然承压。纺织服装服饰业 PMI 今年以来始终位于临界点以下，行业景气度持续偏弱。此外，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；有的企业表示，随着近期人民币持续升值，企业利润承压，出口订单有所减少。

非制造业方面继续回升。11 月份，非制造业商务活动指数为 56.4%，高于上月 0.2 个百分点，连续 4 个月位于 55.0%以上的较高景气区间，非制造业延续稳中向好恢复态势。本月服务业与建筑业恢复均有所加快。服务业商务活动指数为 55.7%，高于上月 0.2 个百分点，9 月份以来持续位于较高景气区间。随着消费市场逐步有序恢复，服务业复苏步伐稳健。建筑业商务活动指数为 60.5%，高于上月 0.7 个百分点，重回高位景气区间，建筑业生产活动总体有所加快，基建活动仍维持活跃。

11 月份，综合 PMI 产出指数为 55.7%，高于上月 0.4 个百分点，显示我国企业生产经营活动持续加快，复苏态势进一步巩固。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 54.7%和 56.4%，均保持回升。

核心资产价值将重现

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！经济回升以及效益的改善为资本市场的运行奠定了基础。随着中国经济稳步恢复，大选尘埃落定以及疫苗的利好普遍提升风险偏好，尤其是宽信用发展带来的流动性平稳局面得到市场确认，资本市场将再度迎来平稳运行期，核心资产价值将重新呈现。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，

有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，债市有望走稳。

事件预测：趋势判断

经济恢复态势良好

11 月 PMI 再创新高，生产需求指数也升至近期高位，其余各项指数也表现抢眼。价格指数回升，将有助于改善工业品的通缩。整体来看，从复工复产推进情况和高频数据变动看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，四季度延续好转态势，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。疫情方面，部分地区疫情虽出现反复，但经济运行已基本恢复正常，尤其相较于海外疫情，国内疫情显然已处于可控状态。我们一直认为投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化，“赶工期”下的投资加速现象将再现；货币政策重回中性稳健基调，货币增长将边际回落，但货币结构改善效应和强调发挥资本市场功能的促进作用，将促使稳货币、宽信用的组合逐步呈现，经济延续平稳回升的态势不变！

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。