宏观研究

# 【粤开宏观】需求和预期强劲，开启补库存—11 月 PMI 数据点评

2020 年 11 月 30 日

## 投资要点

**分析师：罗志恒**
执业编号：S0300520110001
电话：010-66235713
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

**分析师：李兴**
执业编号：S0300518100001
电话：010-66235713
邮箱：lixing@ykzq.com

**近期报告**

《消费分析手册》2020-10-12

《【粤开宏观】1-9 月工业企业利润点评：生产需求逐步恢复，盈利能力明显增强》2020-10-27

《【粤开宏观深度】五中全会公报解读及 11 月经济展望》2020-10-31

《【粤开宏观】美国大选跟踪及资产配置展望（附回测图）》2020-11-03

《【粤开宏观深度】创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局——十四五规划建议解读》2020-11-05

**事件：**

中国 11 月官方制造业 PMI 为 52.1，预期为 51.5，前值 51.4。中国 11 月官方非制造业 PMI 为 56.4，前值 56.2。

**摘要：**

**11 月 PMI 反映出经济恢复向好仍在延续，更重要的是短期需求新订单强劲到企业经营预期指数创 5 年半以来的新高，带动采购量、库存指数上升，补库存开启后将带动制造业投资上行，经济内生动能持续增强。**11 月的需求包括出口强劲以及消费和基建上升。关于需求恢复和经济向好态势的延续性，我们认为目前的恢复态势预计能延续至明年二季度，二季度后 GDP 同比数据逐步回落，但 2021 年经济前高后低的走势主要是基数扰动导致。出口将从目前的疫情防控切换到全球经济恢复逻辑，不能低估中国出口企业的灵活性；消费随着收入持续上升、就业边际好转，消费在明年是边际正贡献；房地产、基建既有支撑又有拖累力量，房地产投资一方面受货币政策正常态的拖累，另一方面受房企自救行为加快促销和投资进而回笼资金的提振，基建一方面受财政形势的约束，但另一方面因前期储备项目逐步落地生效而提振。具体看：

**一是供需两旺，需求上升速度快于生产，经济动能增强。**生产端，PMI 生产指数为 54.7%，创 2017 年 10 月以来新高，并且这还建立在上个月 PMI 已经较强的基础上。疫情以来，国企在抗击疫情中发挥较大作用，我国复工复产速度快于需求，库存堆积；到 3 月份工业企业产成品库存一度同比达到 14.3%，其后需求逐步恢复，库存回落到 7 月同比的 7.4%。伴随需求逐步恢复，追赶供给，产需缺口逐步下行，经济循环更加畅通。生产指数与新订单指数之差从 4 月的 3.5 个百分点下降到 11 月的 0.8 个百分点。需求端，新订单指数为 53.9%，比上月上升 1.1 个百分点，创 2017 年 10 月以来新高；新出口订单指数为 51.5%，比上月上升 0.5%，创 2018 年 1 月以来新高。主要由于国内“双十一”带动消费需求和国外圣诞节临近的出口需求。

**二是量价齐升提振企业经营预期，开启补库存。**新订单指数上升快于库存指数上升，企业面临需求旺盛的情况，经营预期指数大幅上升至 60.1%的高位（2015 年 3 月以来新高），采购量增加（2017 年 10 月以来新高），开启补库存。新订单与产成品库存指数之差从 4 月的 0.9 上升到 11 月的 8.2 个百分点。

**三是价格需求强劲、油价及大宗商品价格等带动 PMI 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。一方面，新订单不断攀升，带动原材料采购需求和价格、出厂价格的大幅提升。另一方面，原材料价格受到大宗商品和原油价格提升、新能源汽车生产扩张、地产抢开工、季节性采暖需求等因素的影响。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。

**四是“双十一”带动服务业景气度上升，建筑业商务活动指数上升预示基建可能加快落地。** “双十一”带动服务业景气度上升，服务业商务活动指数为55.7%，高于上月0.2个百分点。11月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；但建筑业业务活动预期指数为61.8%，比上月回落5.3个百分点，主要受天气转冷和节假日临近等季节性因素影响。

**五是从企业规模看，11月PMI上升主要由中型企业贡献，小型企业重回扩张区间，但是要注意其经营预期指数是下滑的。政策仍要继续对中小企业呵护。**

**风险提示：外围环境超预期恶化**

# 目 录

一、需求回暖推动 PMI 上升，新订单创年内新高 ..... 4
二、产需缺口、油价及大宗商品价格等带动 PMI 价格指数增长强劲 ..... 7
三、量价齐升提振经营预期，继续主动补库 ..... 9
四、“双十一”带动服务业景气度上升，季节性因素推动建筑业预期下滑 ..... 11

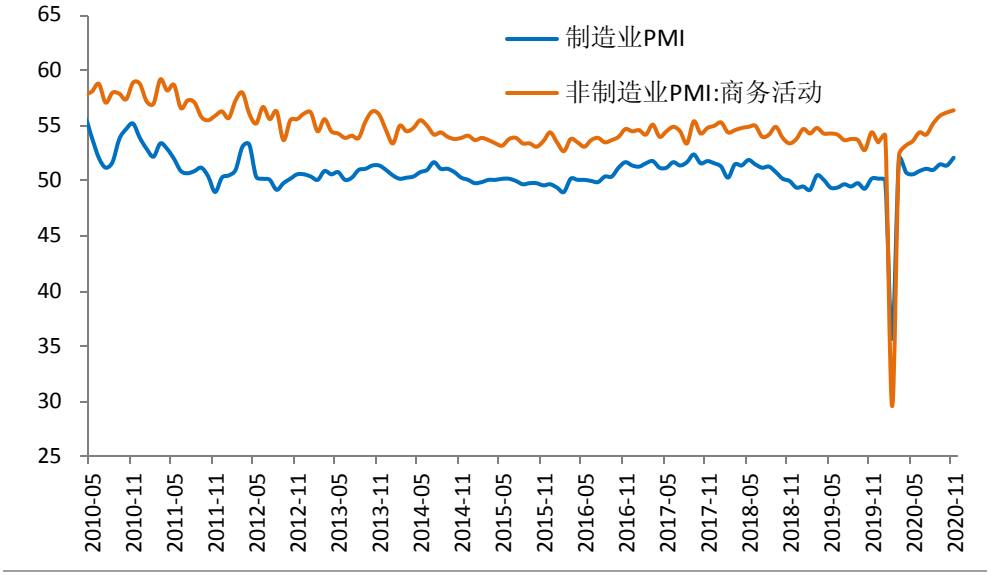
# 图表目录

图表 1： 11 月 PMI 走势（%） ..... 4
图表 2： 11 月全国高炉开工率环比下滑（%） ..... 5
图表 3： 需求持续回暖（%） ..... 5
图表 4： 11 月 PMI 上升主要由中型企业贡献（%） ..... 7
图表 5： 11 月出厂价格指数、主要原材料购进价格指数攀升 ..... 7
图表 6： 11 月原油、大宗商品价格大幅上升 ..... 8
图表 7： 11 月动力煤、螺纹钢、铁矿石现货价格提升 ..... 8
图表 8： 制造业、非制造业均保持较高预期 ..... 9
图表 9： 企业开始主动补库 ..... 10
图表 10： 工业企业产成品存货累计同比 10 月有所回落 ..... 10
图表 11： 新订单-产成品库存达到自 18 年以来的峰值 ..... 11
图表 12： 季节性因素推动建筑业预期指数下滑（%） ..... 11

# 一、需求强劲新订单创 3 年多新高，供需更加均衡

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；非制造业商务活动指数为 56.4%，比上月上升 0.2 个百分点，为年内高点，非制造业延续稳中向好的恢复态势。

**图表1：11 月制造业 PMI 创 2017 年 10 月以来新高**




*资料来源:wind、粤开证券研究院*

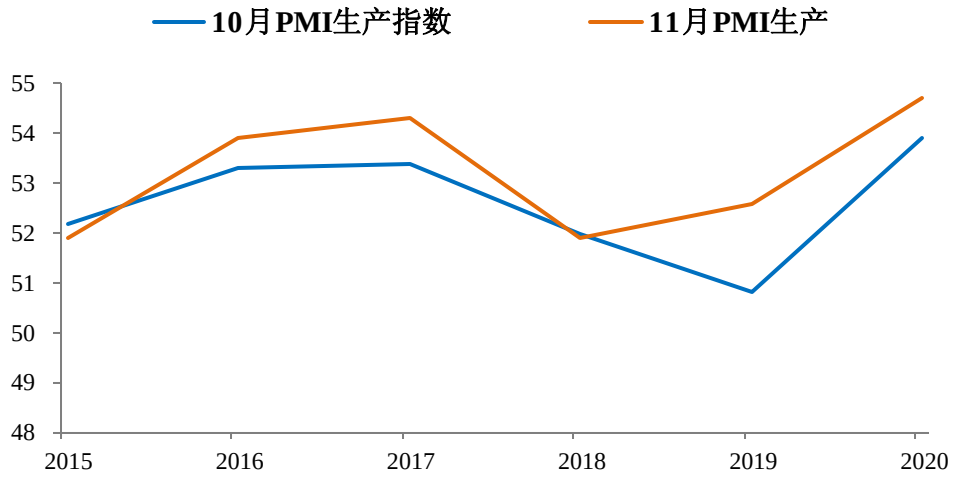
**生产端**，11 月 PMI 生产指数为 54.7%，较上月回升 0.8 个百分点，创 2017 年 10 月以来新高，并且这还建立在上个月 PMI 已经较强的基础上。从高频数据看，11 月全国高炉开工率均值低于 10 月，但由于 11 月工作日天数较 10 月增加了 4 天，11 月实际的生产较 10 月是扩张的。

**需求端**，新订单指数为 53.9%，比上月上升 1.1 个百分点，**创 2017 年 10 月以来新高；**新出口订单指数为 51.5%，比上月上升 0.5%，创 **2018 年 1 月以来新高。**近期出口集装箱运价指数创 2010 年 9 月以来新高，同比高达 97.4%，其中出口地区运价指数同比从高到低依次为美西（185.8%）、美东（95%）、欧洲（91.2%）、东南亚（55.4%）、日本（2.3%）。

主要由于国内“双十一”带动消费需求和国外圣诞节临近的出口需求。从行业看，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新订单指数均高于 56.0%，位于较高景气区间，带动需求上升。

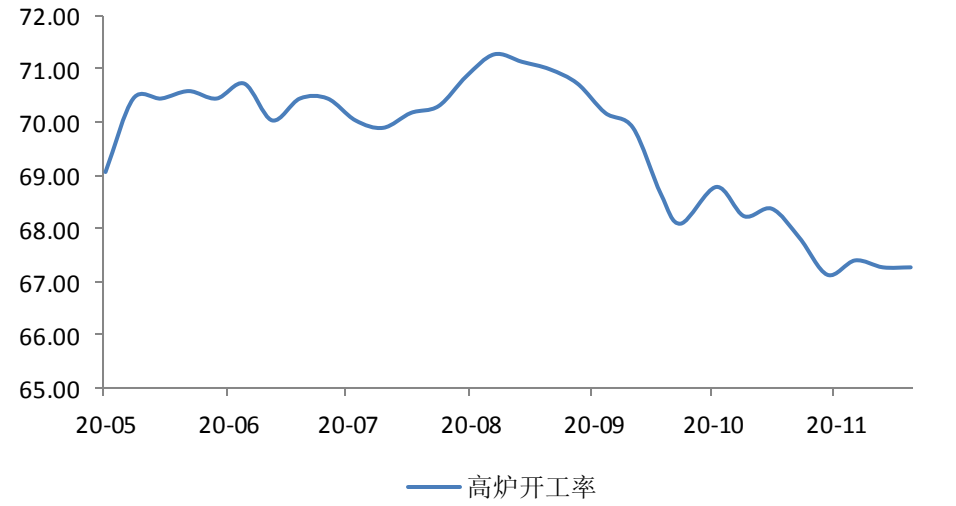
**伴随需求逐步恢复，追赶供给，产需缺口逐步下行，经济循环更加畅通。生产指数与新订单指数之差从 4 月的 3.5 个百分点下降到 11 月的 0.8 个百分点。**

**图表2：11 月制造业 PMI 生产指数在 10 月较强的基础上再度走强**



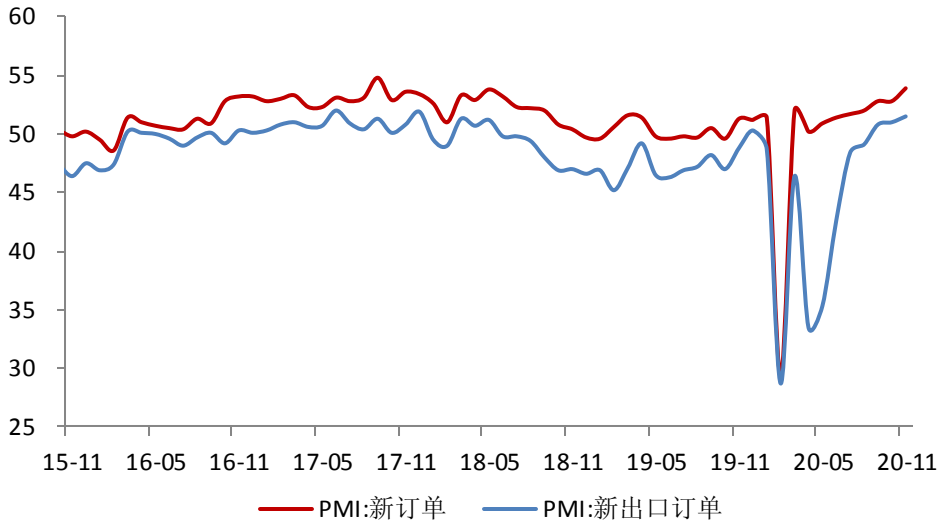

*资料来源:wind、粤开证券研究院*

**图表3：11 月全国高炉开工率环比下滑（%）**



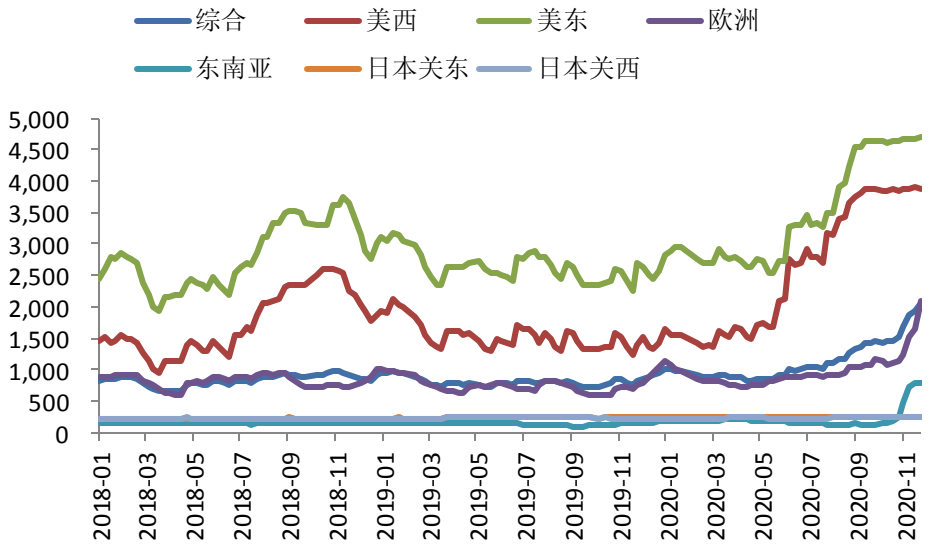

*资料来源:wind、粤开证券研究院*

**图表4：需求持续回暖（%）**




*资料来源:wind、粤开证券研究院*

**图表5：集装箱出口运价指数大幅上升**



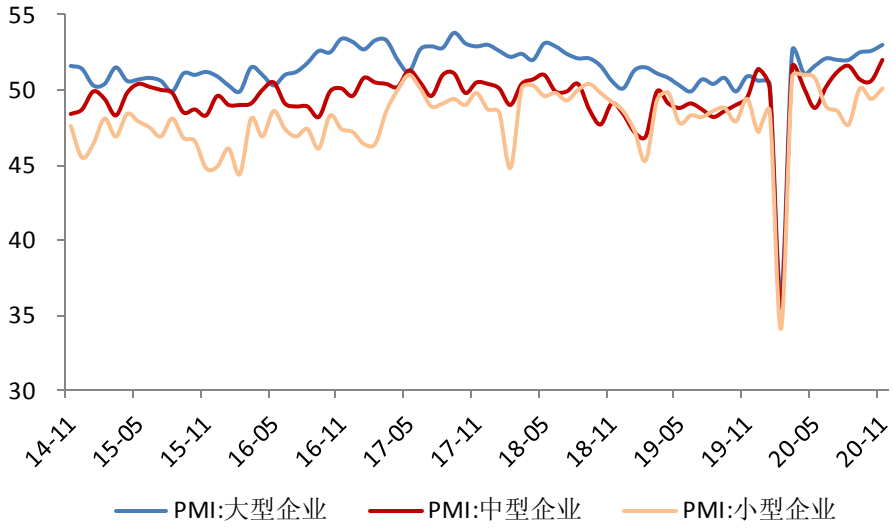

*资料来源:wind、粤开证券研究院*

## 二、小企业重回扩张区间，但经营预期指数下滑

**从企业规模类型看，11 月 PMI 上升主要由中型企业贡献，小型企业重回扩张区间但是要注意其经营预期指数是下滑的。**11 月，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。**其中，小型企业 PMI 下半年以来再次回到扩张区间**，主要由于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开始显现效果，但本月小型企业的进口和新出口指数均大幅下滑，同时小企业融资难融资贵等问题并未根本改善，这从小企业预期指数大幅下降可以看出。

中型企业除原材料库指数存与上月持平以外，影响 PMI 的其他四项指数均较上月好转，其中生产和新订单指数均较上月上升 2 个百分点以上。

**图表6：11 月 PMI 上升主要由中型企业贡献（%）**



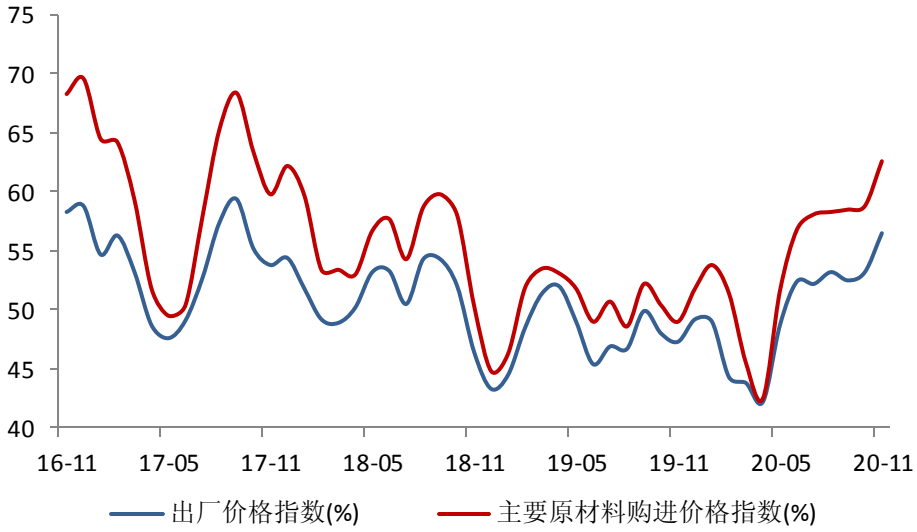

*资料来源:wind、粤开证券研究院*

## 三、需求上升、油价及大宗商品价格等带动价格上升

**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。一方面，新订单不断攀升，新订单指数较上月提升 1.1 个百分点至 53.9，叠加“新订单-产成品库存”进一步扩大到 8.2 个百分点，达到自 2017 年 10 月以来的峰值，带动原材料采购需求和价格、出厂价格的大幅提升。另一方面，原材料价格受到大宗商品和原油价格提升、新能源汽车生产扩张、地产抢开工、季节性采暖需求等因素的影响，南华工业品指数、CPB 现货指数、布伦特原油现货价月均环比分别上升 2.35%、2.29%、5.12%，国内地产抢开工、新能源汽车供需两旺等带动螺纹钢价格月均环比提升 8.5%，季节性采暖需求带动动力煤价格月均环比提升 0.14%。

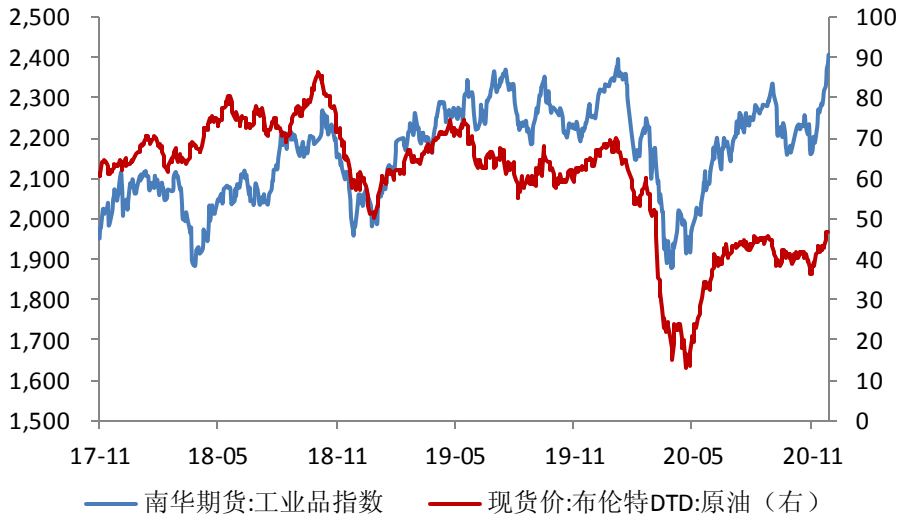
**从行业看，受下游行业需求拉动，上游产品价格上涨幅度更为明显。**本月石油加工煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均位于 60.0%以上高位景气区间。黑色系商品价格上涨，螺纹钢现货价格上涨至 4101 元/吨，动力煤价格上涨至超过 600 元/吨，创年内新高。

**图表7：11 月出厂价格指数、主要原材料购进价格指数攀升**




*资料来源：wind、粤开证券研究院*

**图表8：11 月原油、大宗商品价格大幅上升**




*资料来源：wind、粤开证券研究院*

**图表9：11 月动力煤、螺纹钢、铁矿石现货价格提升**

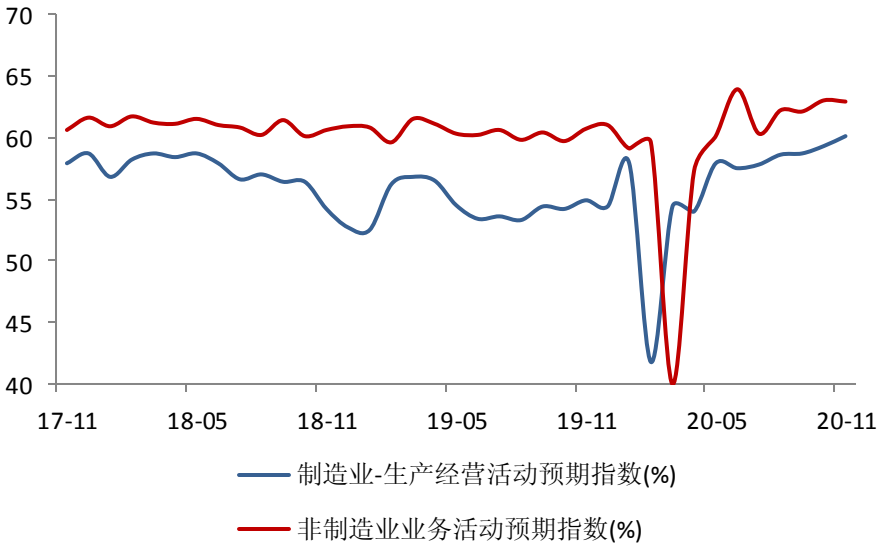



*资料来源：wind、粤开证券研究院*

## 四、量价齐升提振经营预期，继续主动补库

**量价齐升带动经营预期指数继续攀升。**11 月制造业生产经营预期指数为 60.1%，较上月上升了 0.8 个百分点，系新订单和出产价格量价齐升拉动企业生产经营预期，企业投资信心提振也在企业中长期贷款占比提升中有所体现。11 月非制造业业务预期指数 62.9%，环比微降 0.1 个百分点，仍保持较高预期。

**图表10：制造业、非制造业均保持较高预期**

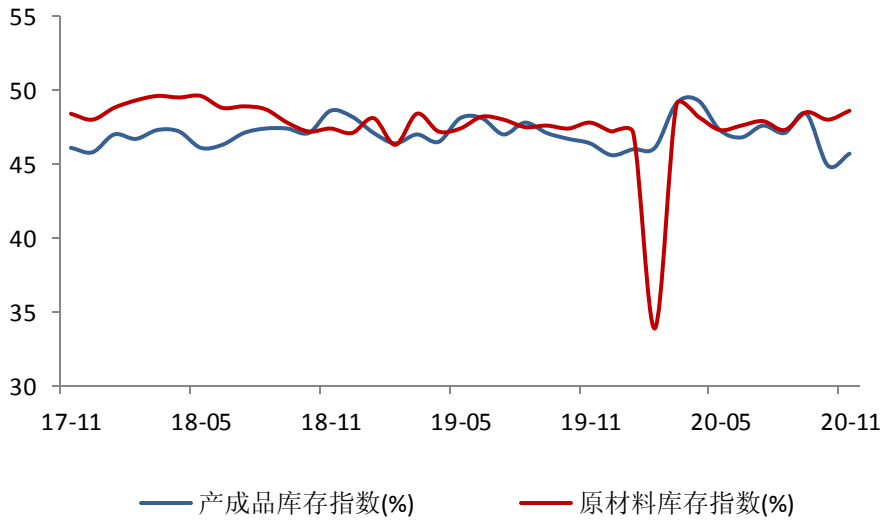



*资料来源：wind、粤开证券研究院*

**需求旺盛和企业经营预期驱动下，企业加快生产，继续主动补库。**11 月原材料库存

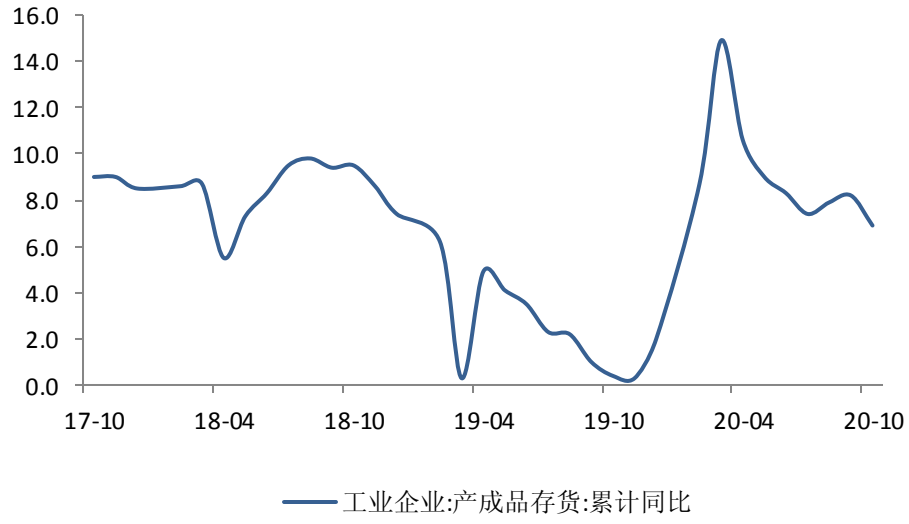
指数 48.6%，较上月上升 0.6 个百分点；产成品库存 45.7%，较上月上升 0.8 个百分点，原材料和产成品的库存降幅持续收窄。采购量指数为 53.7%，较上月上升 0.6 个百分点，生产加快带动采购增长和原料补库，缺库现象有所缓解。但是，新订单和产成品库存的差距还在进一步拉大，工业企业产成品库存总体仍相对低位，预计企业将持续积极补库。

**图表11：企业开始主动补库**



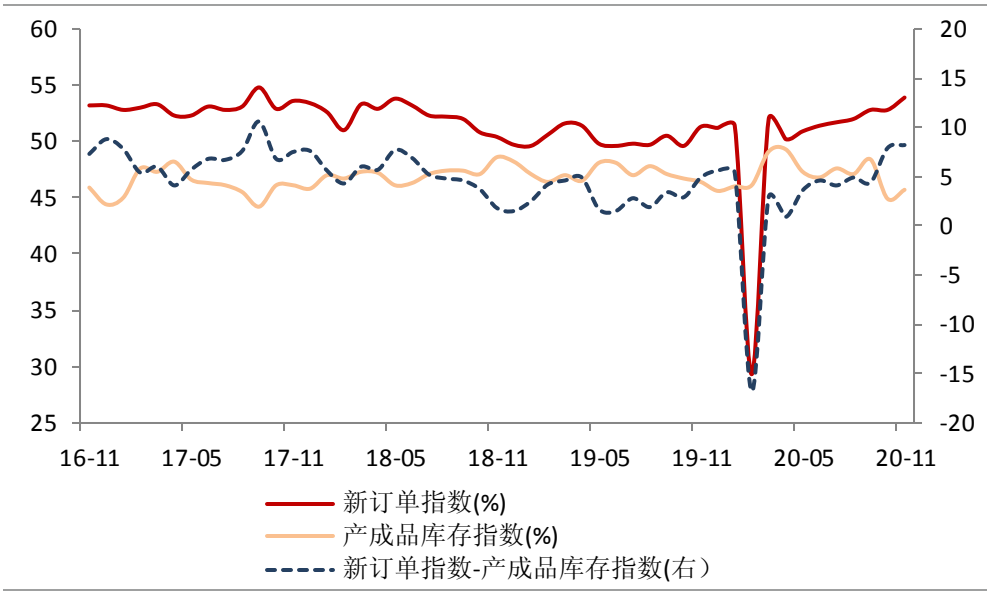

*资料来源：wind、粤开证券研究院*

**图表12：工业企业产成品存货累计同比 10 月有所回落**




*资料来源：wind、粤开证券研究院*

**图表13：新订单-产成品库存达到自 2017 年 10 月以来峰值**



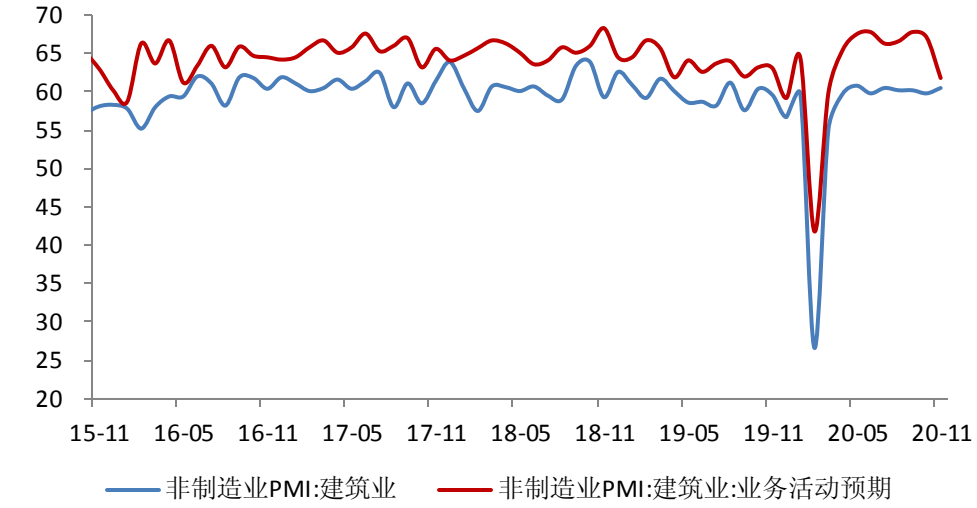

*资料来源：wind、粤开证券研究院*

## 五、“双十一”带动服务业景气度上升，建筑业高景气预示基建加快落地

**“双十一”带动服务业景气度上升，**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，在坚持常态化精准防控和局部应急处置的有机结合下，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、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、金融等行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间，业务总量明显增长；同时，房地产、生态保护及环境治理等行业商务活动指数降至临界点以下，景气度有所回落。

**建筑业商务活动指数处于高位，但预期指数因天气转冷等季节性因素而下滑。**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。从劳动力需求看，从业人员指数为 54.4%，高于上月 1.2 个百分点，反映出建筑业企业为满足生产需要、保证施工进度，用工需求有所增加。但 11 月建筑业业务活动预期指数为 61.8%，比上月回落 5.3 个百分点，主要受天气转冷和节假日临近等季节性因素影响。

**图表14：季节性因素推动建筑业预期指数下滑（%）**




*资料来源:wind、粤开证券研究院*

## 分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年 6 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300518100001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

**股票投资评级标准**

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

**行业投资评级标准**

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司( 以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com