财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

供需互动持续改善，经济内生动能增强

——2020 年 11 月 PMI 数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 在国内需求加快释放、供需互动增强以及海外需求缺口仍在的叠加影响下，11 月制造业 PMI 较上月提高 0.7 个百分点至 52.1%，连续 9 个月高于临界值，制造业生产经营活力进一步增强。展望年内，国内经济修复动能已切换至消费需求端，加之国内政策显效加快，预计在消费、基建恢复带动下，四季度 PMI 将整体处于上升周期，在 51%上下波动。
- **制造业供需两端同时改善，供需缺口进一步收窄，经济内生动能不断增强；大中小型企业景气度均获提升。**

  一、生产扩张提速，需求回暖加快，供需循环持续改善，出口订单连续三个月增加。在国内需求持续恢复的带动下，11 月生产指数提高 0.8 个百分点至 54.7%，制造业生产扩张提速。随着国内经济恢复面的不断扩大和出口需求的持续改善，新订单指数较上月提高 1.1 个百分点至 53.9%。其中，出口订单提高 0.5 个百分点至 51.5%，海外订单增加对总需求的支撑增强，但海外二次疫情将制约出口订单的回升幅度。同时 11 月“生产和新订单指数差”较上月收窄 0.3 个百分点至 0.8%，供需缺口继续收窄，经济内生动能不断增强。

  二、大中小型企业 PMI 普遍回升，但企业分化特征未变。从企业类型看，11 月大型、中型、小型企业 PMI 分别提高 0.4、1.4 和 0.7 个百分点至 53.0%、52%和 50.1%，小型企业重回临界值上方，但不同企业景气度分化依旧。同时小型企业进口指数和新出口订单指数分别录得 50%和 49.3%，显示出小型企业外贸环境未出现明显改善，经济修复的平衡性有待提高。
- **工业企业进入主动补库存周期。**11 月原材料库存和产成品库存指数分别提高 0.6%和 0.8%，两者同时提高，表明企业大概率进入主动补库存周期：一是随着近期大宗商品普遍上涨，上游企业囤购原材料意愿增强；二是国内需求回暖加快带动企业生产意愿提升，原材料库存和产成品库存均提高。
- **预计 11 月 PPI 增长-1.6%左右。**受国际大宗商品价格普遍上涨和国内需求释放加快影响，11 月原材料购进价格指数和出厂价格指数同时提高，均创年内高点。原材料购进价格指数回升，预示 11 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，边际通缩幅度有望继续收窄，预计 11 月 PPI 同比增长-1.6%左右，全年约增长-2.0%。
- **服务业稳步复苏，建筑业扩张加快，非制造业景气度小幅回升。**在服务业限制措施逐渐放开和国内消费市场有序恢复的叠加带动下，11 月服务业 PMI 指数较上月提高 0.2 个百分点至 55.7%，服务业稳步复苏。随着国内基建项目施工加快，11 月建筑业指数较上月提高 0.7 个百分点至 60.5%，建筑业扩张加快，同时建筑业新订单指数有所提高，表明随着财政资金加快拨付使用，基建将继续支撑建筑业 PMI 高位运行。

财信研究院
宏观团队

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、供需互动加强，制造业 PMI 超预期扩张 3
二、生产扩张提速，需求回暖加快，供需循环持续改善，企业进入主动补库存周期，预计 11 月 PPI 约增长-1.6% 3
（一）从供给指标看，制造业生产扩张提速 3
（二）从需求指标看，制造业需求回暖加快 4
（三）从供需指标看，两者差值逐月收窄，制造业内生动能增强 4
（四）从周期指标看，企业步入主动补库存周期 5
（五）从价格指标看，预计 11 月 PPI 约增长-1.6% 5
三、各类型企业景气度普遍回升，但大中小型企业分化依旧 5
四、服务业稳步复苏和建筑业扩张加快，非制造业景气度小幅回升 6

正文：

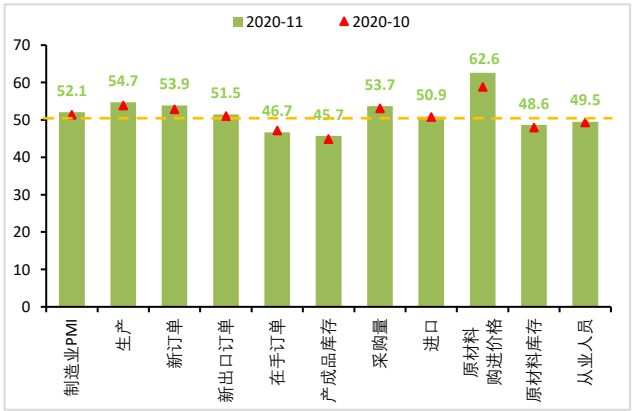
事件：2020 年 11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.1%，较上月提高 0.7 个百分点；中国非制造业商务活动指数为 56.4%，较上月提高 0.2 个百分点；综合 PMI 产出指数为 55.7%，较上月提高 0.4 个百分点。

一、供需互动加强，制造业 PMI 超预期扩张

11 月 PMI 为 52.1%，连续 9 个月高于临界值，制造业生产经营活力进一步增强（见图 1）。原因有四：一是随着国内经济恢复动能切换至消费端，下游需求恢复对上游和中游产业的带动作用明显增强，供需互动顺畅性增强，供需缺口收窄，原材料购进价格大幅提高，经济景气度改善；二是大中小型企业景气度均有提升，尤其是小型企业再次回升至荣枯线上方，表明前期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；三是疫情二次冲击下海外需求缺口持续存在，叠加国内稳外贸政策落地生效，制造业出口需求环比继续向好，11 月新出口订单指数升至 51.5%；四是高技术行业全面领跑，对制造业整体的引领带动作用进一步增强，如 11 月医药、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业供需指标均高于 56.0%。

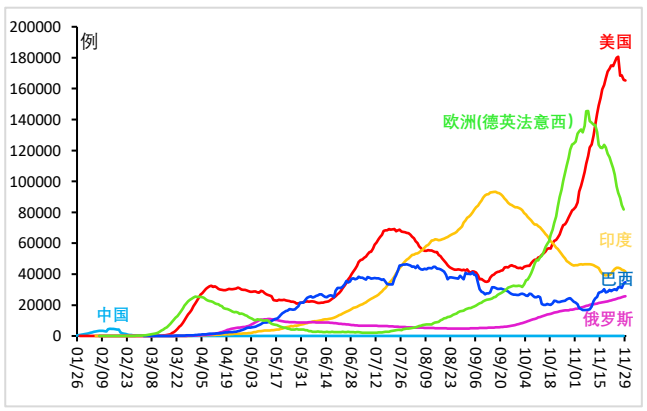
对于年内 PMI 走势，预计继续保持在扩张区间，在 51%上下波动。一是预计欧美经济复苏仍将延续，但在第二波疫情的冲击下（见图 2），经济重启进程放缓，复苏力度将有所放缓，制约制造业出口增长幅度；二是年内国内经济修复动能将继续由投资端向消费端切换，叠加前期货币财政刺激政策加速显效，国内基建、房地产投资回暖将继续带动制造业、服务业等相关活动趋于好转，消费需求加快恢复也对制造业形成支撑。

图 1：11 月 PMI 指数变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 2：海外疫情正面临第二波冲击



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

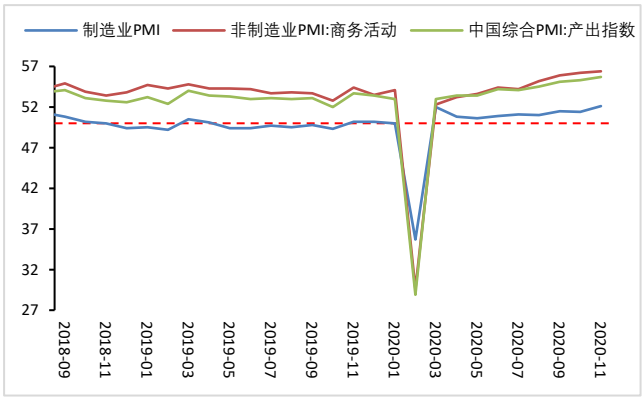
二、生产扩张提速，需求回暖加快，供需循环持续改善，企业进入主动补库存周期，预计 11 月 PPI 约增长-1.6%

（一）从供给指标看，制造业生产扩张提速

11 月生产指数为 54.7%，较上月提高 0.8 个百分点，高于去年同期 2.1 个百分点，

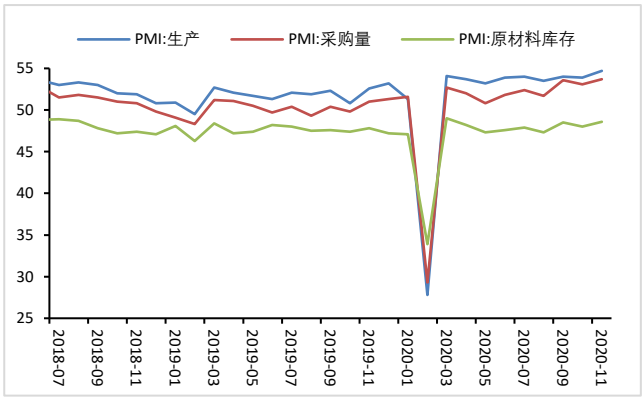
制造业生产扩张提速。一是国内需求持续恢复，需求对生产的带动作用增强；二是基建需求加快释放带动上游行业生产扩张。与生产指数继续扩张相对应的是，一方面企业采购活动明显加快，11 月份采购量指数为 53.7%，比上月提高 0.5 个百分点；另一方面企业备货生产意愿也有所增强，如 11 月原材料库存指数为 48.6%，较上月提高 0.6 个百分点（见图 4）。

图 3：制造业、非制造业 PMI 均高于临界值



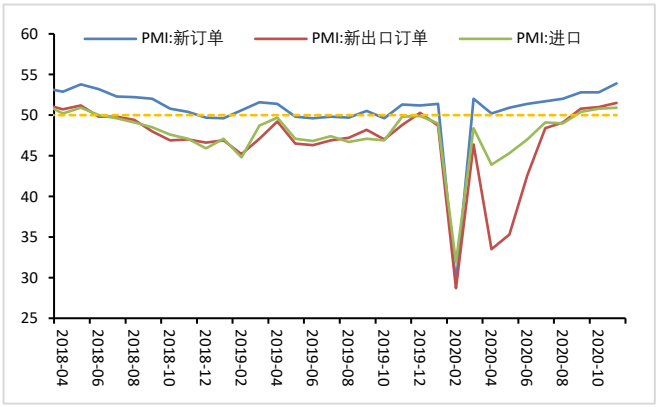
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：制造业生产扩张加快



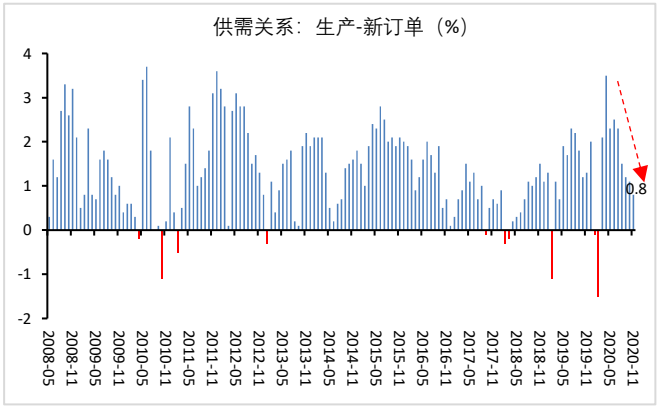
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 5：制造业内外需指标变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：制造业供需两端变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）从需求指标看，制造业需求回暖加快

11 月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为 53.9%、51.5、50.9%，分别比上月提高 1.1、0.5 和 0.1 个百分点（见图 5）。新订单继续回暖的原因有三：一是国内消费、基建等需求恢复带动制造业订单增多；二是海外需求缺口持续存在叠加稳外贸政策显效，出口订单连续三个月高于临界值，对国内总需求的支撑作用增强；三是受国内电商购物节影响，制造业订单提高较多。从结构看，高技术行业持续领跑，新旧动能转换提速，如高技术相关行业新订单指数均持续位于较高区间。但海外疫情第二波冲击将对出口订单的增幅形成一定的影响。

（三）从供需指标看，两者差值逐月收窄，制造业内生动能增强

疫后制造业生产端修复速度明显快于需求端，但两者缺口不断收窄。生产和新订单

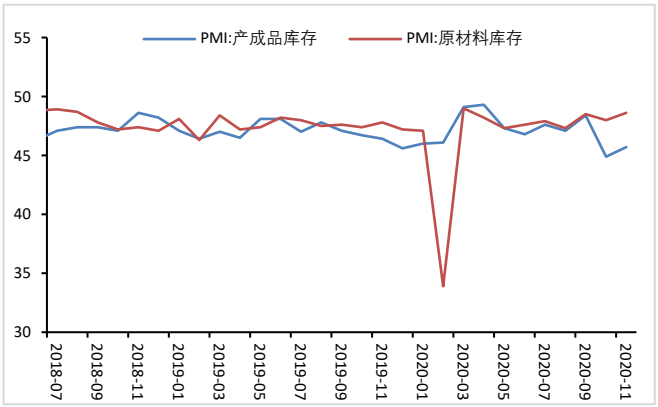
指数分别代表供给和需求，11 月生产和新订单指数均继续处于扩张区间，分别较上月提高 0.8 和 1.1 个百分点，“生产和新订单指数差”从上月的 1.1%降至 0.8%，供需缺口继续收窄，制造业内生动能不断增强（见图 6）。

（四）从周期指标看，企业步入主动补库存周期

由于产成品库存和原材料库存分别代表下游需求的紧张程度和上游投资情况，所以两者的相对走势变化反应了经济周期状态。

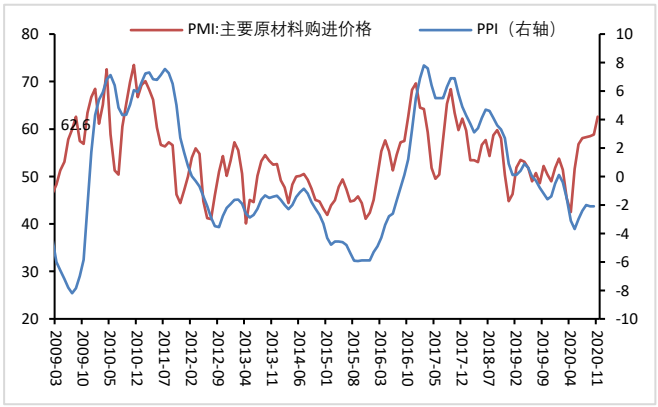
11 月份产成品库存和原材料库存指数分别为 45.7%和 48.6%，分别较上月提高 0.8 和 0.6 个百分点，均继续处于收缩区间（见图 7）。11 月份原材料库存和产成品库存同时提高：一是随着近期大宗商品普遍上涨，上游企业囤购原材料的意愿增强；二是国内需求回暖加快带动企业生产意愿提升，原材料库存和产成品库存均提高。综合看，本月原材料和产成品库存指标的相对变化，反映出需求回暖下制造业企业已经进入主动补库存周期。

图 7：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：11 月份 PPI 上涨动能有所增强



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（五）从价格指标看，预计 11 月 PPI 约增长-1.6%

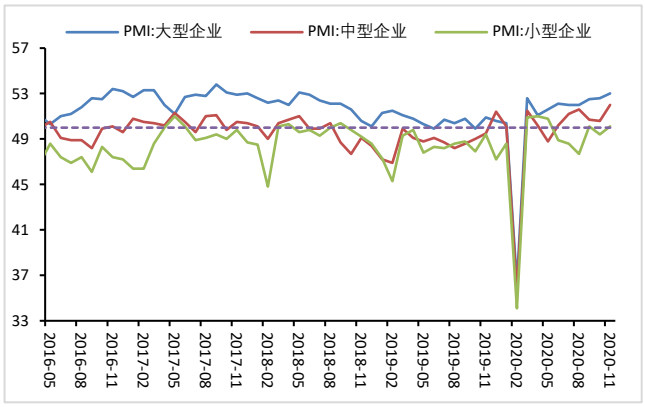
11 月份 PMI 原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 62.6%和 56.5%，分别较上月提高 3.8 和 3.3 个百分点（见图 8）。受国际大宗商品价格普遍上涨和国内需求释放加快影响，11 月原材料购进价格指数和出厂价格指数同时提高，均创下年内高点。原材料购进价格指数提高，预示 11 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，边际通缩幅度将继续趋缓，预计 11 月 PPI 同比增长-1.6%左右，全年约增长-2.0%。

三、各类型企业景气度普遍回升，但大中小型企业分化依旧

11 月份大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 53.0%、52.0%、50.1%，分别较上月提高 0.4、1.4 和 0.7 个百分点（见图 9）。从景气度绝对值看，11 月份“企业规模越大，景气度越高”特征依旧，大中小型企业分化特征未变。从边际变化看，11 月份中型企业回升幅度最高，小型企业回升至略高于临界值，大型企业回升幅度最小。从供需指标看，在整体贸易形势向好的情况下，小型企业进口和出口订单指数分别降至 50%和 49.3%，

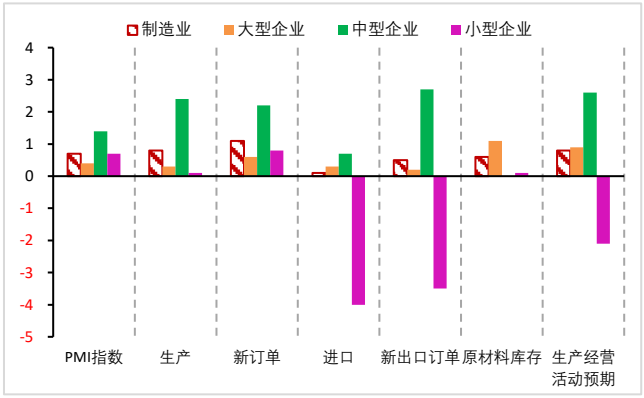
表明小型企业外贸环境未出现明显改善，小型企业生产经营面临的困难较大。与之相对的是，小型企业生产指数回升幅度最慢，表明小型企业需求恢复对生产的带动作用不强，供需互动作用有待提高（见图 10）。

图 9：大中小型企业制造业 PMI



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：大中小型企业 PMI 分项指标环比变化情况

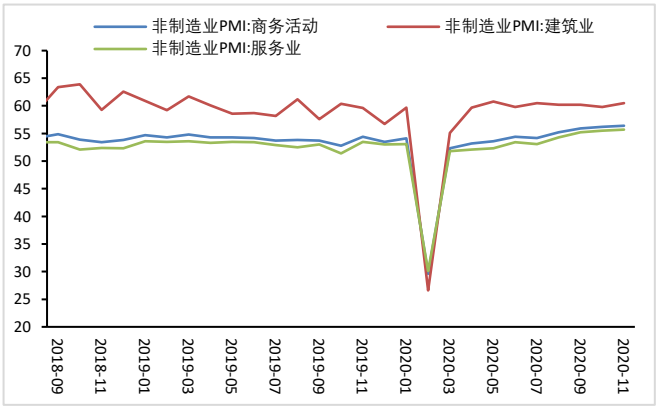


资料来源：WIND，财信国际经济研究院

四、服务业稳步复苏和建筑业扩张加快，非制造业景气度小幅回升

11 月非制造业商务活动指数为 56.2%，较上月和去年同期分别提高 0.2 和提高 2.0 个百分点（见图 11）。分行业看：

图 11：非制造业商务活动指数



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 12：建筑业商务活动指数



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

服务业稳步复苏。在服务业限制措施逐渐放开和国内消费市场有序恢复的叠加影响下，11 月服务业 PMI 指数为 55.7%，较上月提高 0.2 个百分点（见图 11）。从市场需求和预期看，11 月份新订单指数回落 0.3 个百分点至 52.6%，扩张速度有所放缓，但仍在继续扩张。业务预期指数为 61.1%，仍位于高景气区间，服务业市场信心较强。展望未来，随着国内政策重心转向需求端，疫情对服务业的影响将进一步消退，服务业景气度有望继续回升。

建筑业扩张加快。11 月建筑业指数为 60.5%，较上月提高 0.7 个百分点（见图 12）。从需求和市场预期看，建筑业新订单和业务活动预期指数分别为 54.0%、61.8%，分别较上月提高 0.9 和下降 5.3 个百分点，建筑业订单有所增加，业务预期虽然有所回落，

但仍位于60%以上的高景气区间。展望年内，随着财政资金的陆续拨付使用，基建项目施工将有所加快，对建筑业景气度形成有力支撑。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。