

### 核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号：S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152692

杨亚仙  
分析师  
SAC 执证编号：S0110522080001  
yangyaxian@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152627

#### 相关研究

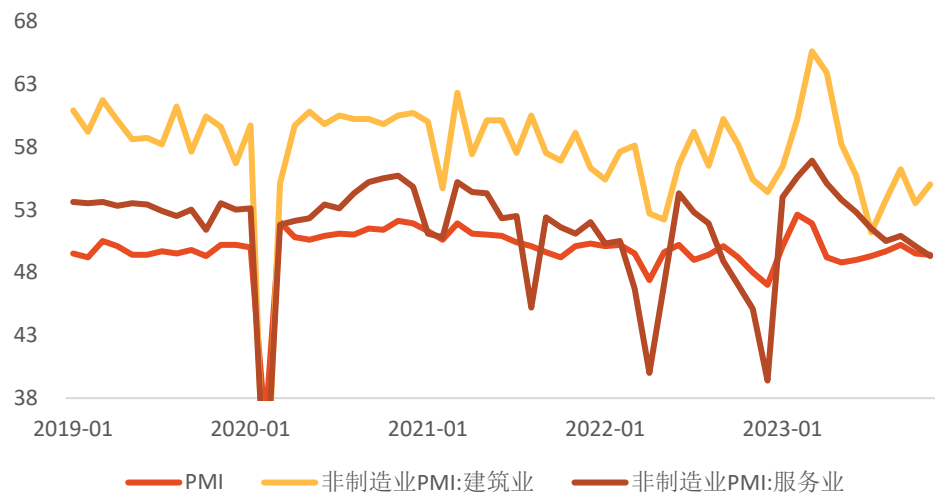
- 宏观经济周报：政策有松动，股市等反弹
- 10月金融数据点评：财政托举总量，政策左右结构
- 宏观周报：伺机而动

- 11月制造业PMI较上月小幅下降0.1个百分点至49.4%，仍处于荣枯线以下。需求不足、外需继续走弱仍是制约因素。今年以来，服务业PMI首次跌破荣枯线至49.3%，继续指向需求疲软。受地产政策支持的影响，建筑业PMI大幅提高。连续两个月下行的制造业PMI表明稳增长政策仍有发力必要，年底政策值得期待。
- 外需明显走弱，拖累较大。11月新订单PMI、新出口订单PMI和倒算的国内订单PMI分别为49.4%、46.3%和49.9%，前两者较前值分别下降0.1、0.5个百分点，后者与前值基本持平。外需继续走弱，出口或仍有隐忧。
- 上游价格下跌，企业主动去库。11月原材料库存和产成品库存分别下降0.2、下降0.2个百分点至48.0%、48.2%。11月大宗商品价格累计下调2%左右，价格下行，采购量连续两个月环比继续走弱至荣枯线以下，明显弱于生产，原材料库存连续下行，企业仍处于主动去库阶段，需求端修复缓慢。
- 企业分化严重，小企业压力仍大。11月大型、中型、小型企业PMI分别录得50.5%、48.8%、47.8%，较前值分别下降0.2、上涨0.1、下降0.1个百分点。尽管中小型企业均位于荣枯线以下，但中型企业本月略有回升，而小企业受外需走弱影响继续下行。
- 预期在好转。首先是企业盈利预期回升。11月主要原材料购进价格和出厂价格分别录得50.7%和48.2%，较前值分别下降1.9和上升0.5个百分点。企业成本下降，利润空间增加，盈利预期回升；其次是生产经营活动预期微升。11月生产经营活动预期PMI录得55.8%，较前值小幅反弹0.2个百分点，表现相对稳定；最后是非制造业业务活动预期出现回弹，建筑业和服务业业务活动预期分别上涨1.2和1.8个百分点至62.6%和59.3%。
- 后市展望。从社融的领先性来看，年底经济或仍有短暂下行的可能，值得警惕。但连续两个月PMI低于荣枯线显示需求不足，稳增长政策仍有发力必要。短期来看，经济基本面让风险资产承压，但政策不时托底又带来利好的扰动，震荡仍是主旋律。由于A股与美股的背离已经很大，再叠加上证指数的韧性较强，因此A股大跌的风险不大。在政策没有大转变的背景下，A股大涨概率也不大。因此，围绕当前点位低吸高抛或许是当前更有效的策略。
- 风险提示。政策不及预期，海外扰动超预期。

## 1 制造业 PMI 小幅下行，服务业更弱

11月PMI在10月份的基础上稳中有缓，制造业、服务业和建筑业PMI分别为49.4%、49.3%和55.0%，制造业和服务业PMI较前值分别下降0.1和0.8个百分点，受地产政策支持的影响，建筑业PMI较前值大幅反弹1.5个百分点。今年以来，服务业PMI首次跌破荣枯线，需求仍然疲软。

图1：制造业 PMI 小幅走弱，建筑业 PMI 反弹 (%)

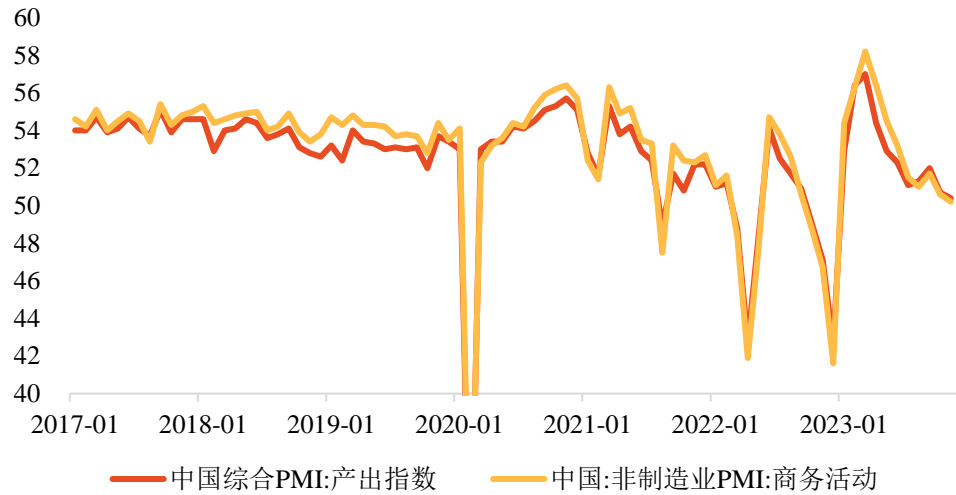


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

受部分制造业行业进入传统淡季，以及市场需求不足等因素影响，11月制造业和非制造业PMI均略有回落，综合PMI随之走弱，录得50.4%，非制造业商务活动PMI录得50.2%，两者较前值分别下降0.3和0.4个百分点，但仍处于扩张区间。

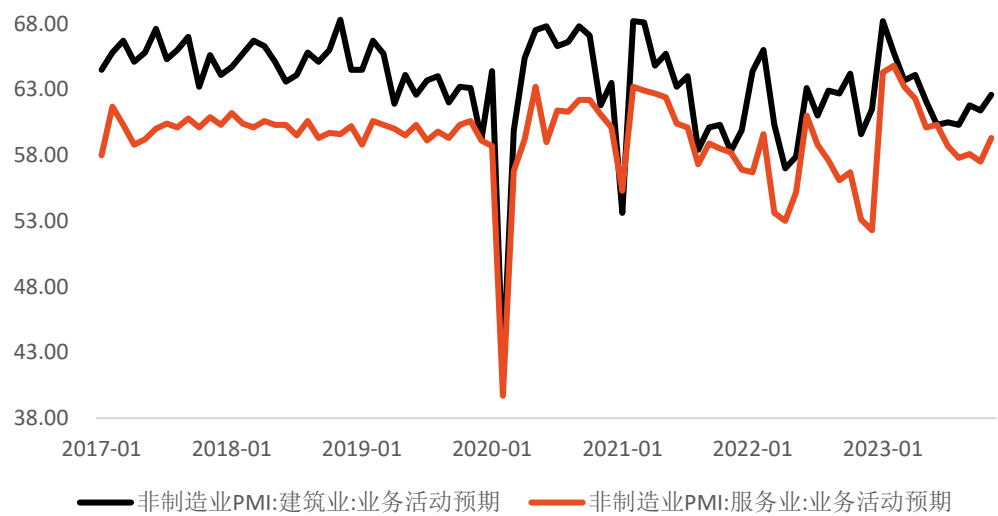
但非制造业业务活动预期出现回弹，建筑业和服务业业务活动预期分别上涨1.2和1.8个百分点至62.6%和59.3%。统计局分析称，水上运输、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间。

图 2：综合 PMI 下行 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 3：非制造业业务活动预期 (%)

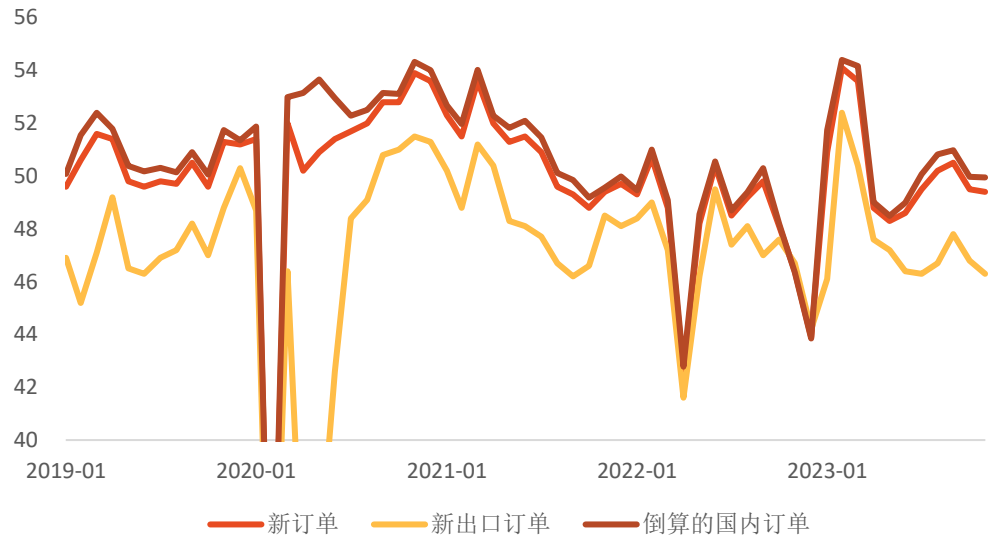


## 2 外需拖累，预期好转

观察 11 月份 PMI 的结构，虽然整体上仍有隐忧，但预期在逐渐好转。

外需明显走弱，拖累较大。11 月新订单 PMI、新出口订单 PMI 和倒算的国内订单 PMI 分别为 49.4%、46.3%和 49.9%，前两者较前值分别下降 0.1、0.5 个百分点，后者与前值基本持平。外需继续走弱，出口或仍有隐忧。

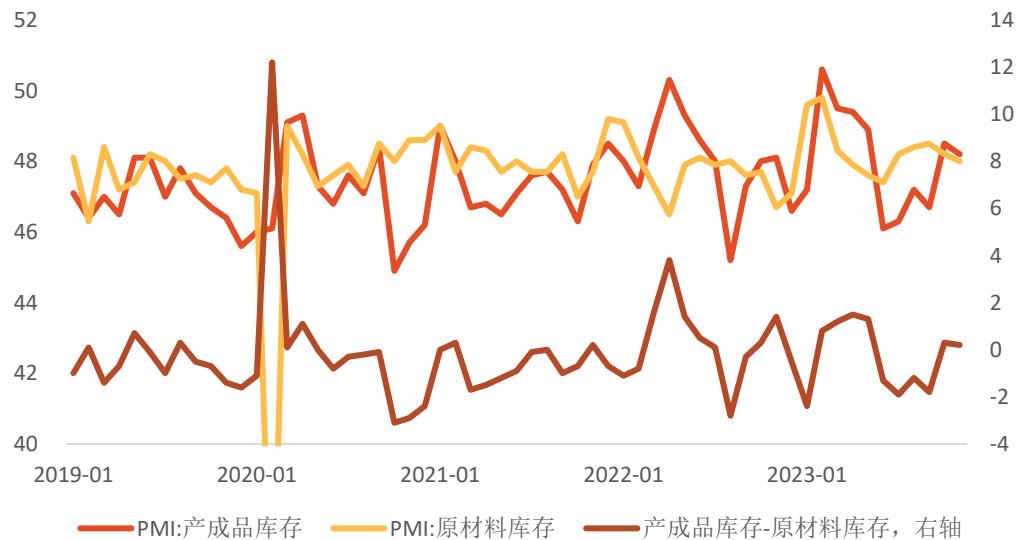
图 4：内外需仍走弱（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

上游价格下跌，企业主动去库。11月原材料库存和产成品库存分别下降0.2、下降0.2个百分点至48.0%、48.2%。11月大宗商品价格累计下调2%左右，价格下行，采购量连续两个月环比继续走弱至荣枯线以下，明显弱于生产，原材料库存连续下行，企业仍处于主动去库阶段，需求端修复缓慢。

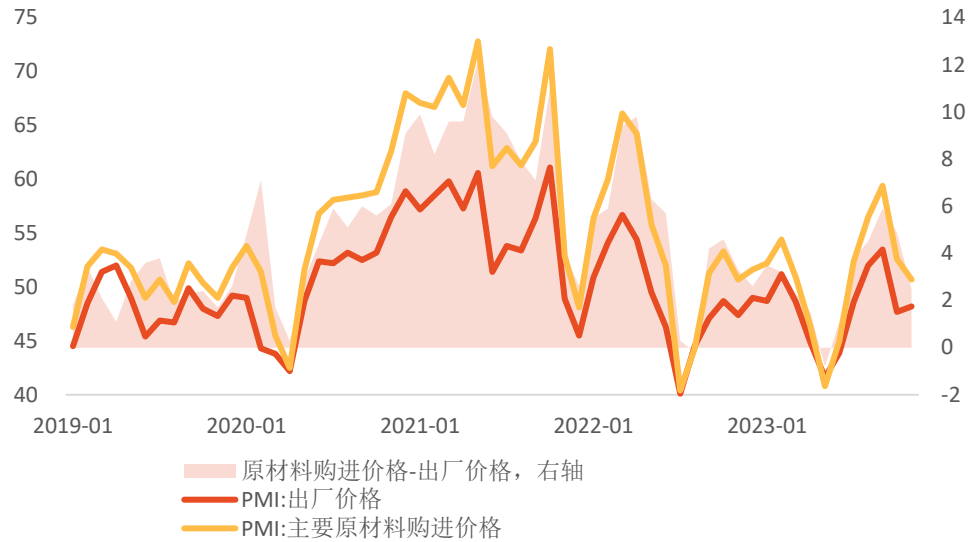
图 5：企业整体处于主动去库阶段（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

企业盈利预期回升。11月主要原材料购进价格和出厂价格分别录得50.7%和48.2%，较前值分别下降1.9和上升0.5个百分点。企业成本下降利润空间增加，盈利预期回升。

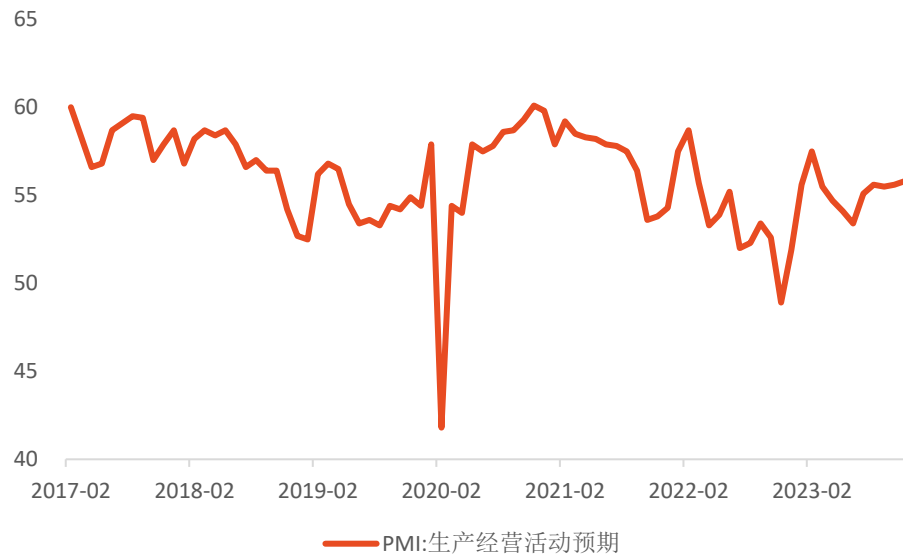
图 6：企业盈利预期回升（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

生产经营活动预期微升。11 月生产经营活动预期 PMI 录得 55.8%，较前值小幅反弹 0.2 个百分点，表现相对稳定。

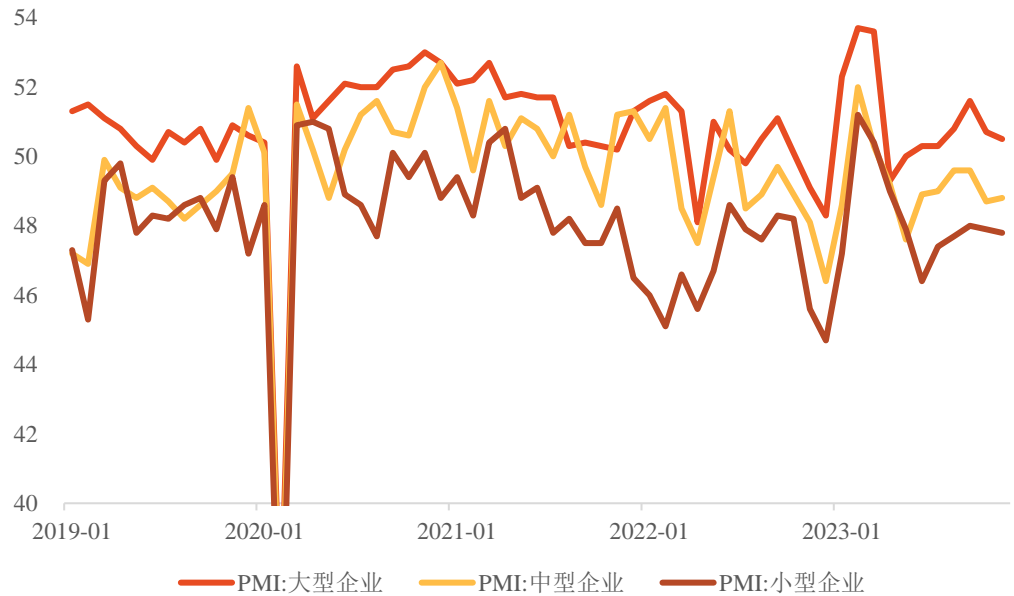
图 7：生产经营活动预期趋势稳定（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

企业分化严重，小企业压力仍大。11 月大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 50.5%、48.8%、47.8%，较前值分别下降 0.2、上涨 0.1、下降 0.1 个百分点。尽管中小型企业均位于荣枯线以下，但中型企业本月略有回升，而小企业受外需走弱影响继续下行。

图 8：企业有分化，小企业承压（%）

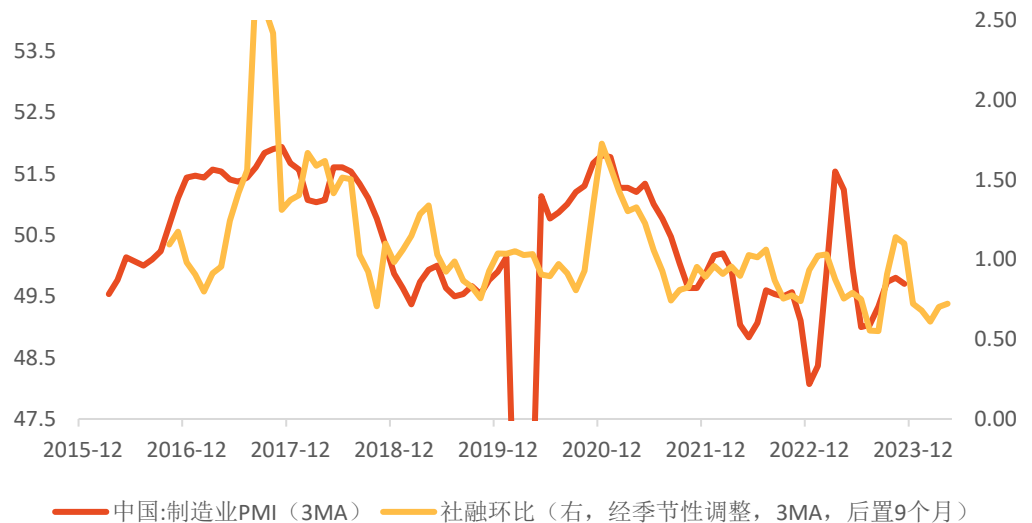


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

### 3 后市展望

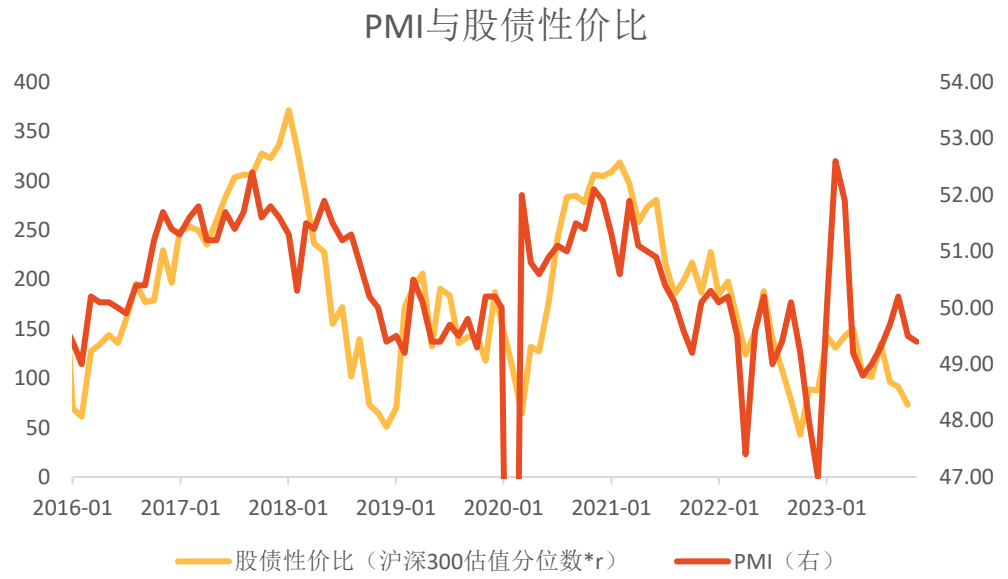
从社融的领先性来看，年底经济或仍有短暂下行的可能，值得警惕。但连续两个月 PMI 低于荣枯线显示需求不足，稳增长政策仍有发力必要。短期来看，经济基本面让风险资产承压，但政策不定时托底又带来利好的扰动，震荡仍是主旋律。由于 A 股与美股的背离已经很大，再叠加上证指数的韧性较强，因此 A 股大跌的风险不大。在政策没有大转变的背景下，A 股大涨概率也不大。因此，围绕当前点位低吸高抛或许是当前更有效的策略。

图 9：社融环比增速领先制造业 PMI 3 个季度左右（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10: PMI 与沪深 300 股债性价比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

## 4 风险提示

风险提示: 政策及其落地效果不及预期, 海外扰动超预期



## 分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

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，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现