

2023年11月30日

PMI稳中略降，需求有待加力恢复

——国内观察：2023年11月PMI

证券分析师：

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

证券分析师：

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

联系人：

高旗胜
gqs@longone.com.cn

相关研究

1. PMI有所回落，经济仍有下行压力——2022年10月PMI
2. PMI延续下滑，经济下行压力较大——2022年11月PMI
3. PMI再度回落，稳增长政策有望加码——2022年12月PMI
4. PMI大幅回升，经济回暖势头明显——2023年1月PMI
5. PMI超预期回升，经济恢复动力较强——2023年2月PMI
6. PMI保持扩张，经济复苏速度可能放缓——2023年3月PMI
7. 景气度重回荣枯线以下，制造业与服务业有所分化——2023年4月PMI
8. 需求恢复偏弱，经济景气水平继续回落——2023年5月PMI
9. 景气水平小幅回升，新动能增势明显——国内观察：2023年6月PMI
10. 景气水平延续回升，内需有所回暖——国内观察：2023年7月PMI
11. 内需回暖显示积极信号——国内观察：2023年8月PMI
12. 经济恢复向好，发展质量提升——国内观察：2023年9月PMI
13. PMI回落，经济恢复还需巩固——国内观察：2023年10月PMI

投资要点

- **事件：**11月30日，国家统计局公布11月官方PMI数据。11月，制造业PMI为49.4%，前值49.5%；非制造业PMI为50.2%，前值50.6%。
- **核心观点：**11月，制造业PMI环比略有回落，主要分项指数环比变化也较小，显示经济运行总体平稳。从环比变化视角来看，今年11月环比降幅明显小于去年，考虑到2022年11月基数偏低，因此今年11月经济同比表现可能相对较好。具体来看，制造业供需基本平稳，原材料价格继续回落，出厂价格降势放缓，各规模企业运行保持稳定。结构上，高技术制造业、装备制造业等新动能需求端表现亮眼，中小企业需求不足问题仍待缓解。非制造业方面，受假期效应消退等因素影响，交通出行、住宿餐饮等行业活跃度回落带动服务业指数环比回调；“保交楼”的加快推进带动建筑业指数环比上升。往后看，增发国债、万亿特殊再融资债等将对地产拖累有一定对冲作用，但市场需求恢复力度有待进一步提升。
- **制造业PMI指数小幅回落。**下半年以来，制造业PMI先升后降。11月制造业PMI环比下降0.1个百分点至49.4%，且不及预期的49.7%，表明经济恢复动能仍需加强。**供需稳中略降，新动能对需求端支撑作用较强。**11月生产和新订单指数分别为50.7%、49.4%，环比分别下降0.2个、0.1个百分点。从需求端来看，11月制造业市场需求环比基本持平，但企业对需求不足的感受有所加强。统计局数据显示，11月反映需求不足的企业比重环比上升0.7个百分点。结构上看，基础原材料行业市场需求与新动能市场需求出现明显分化。基础原材料行业新订单指数环比下降；高技术制造业新订单指数环比上升2.1个百分点至51.8%，装备制造业新订单指数环比上升1.1个百分点至53.3%，二者对制造业需求端形成一定支撑。从生产端来看，受需求下降问题拖累，企业生产意愿有所不足，11月生产指数环比下降0.2个百分点至50.7%，仍保持在扩张区间。
- **原材料价格继续回落，出厂价格环比上升。**11月原材料购进价格指数环比下降1.9个百分点至50.7%，连续2个月明显下降，9月的高点为59.4%。11月生产指数稳中略降带动原材料采购活动小幅放缓，从而对原材料价格的支撑有所减弱。从出厂价格来看，由于11月新订单指数基本持平，市场需求整体较为稳定，产品出厂价格降势有所放缓，出厂价格指数环比上升0.5个百分点至48.2%。**各规模企业PMI基本持平，运行较为平稳。**11月，大、中、小型企业PMI分别为50.5%、48.8%、47.8%。其中，大型企业PMI环比降0.2个百分点，仍处扩张区间；中型企业PMI环比升0.1个百分点；小型企业PMI环比降0.1个百分点。从需求看，各规模企业新订单指数显示需求进一步分化，大型企业新订单指数环比升0.3个百分点至51.1%，中型企业基本不变，小型企业环比降1.1个百分点至46.7%。整体上，大、中、小型企业均持稳运行，但中小企业需求不足问题相对突出，促进民营经济等政策仍需发力。
- **假期效应消退，高基数或导致11月服务业指数环比回调。**11月，服务业商务活动指数环比下降0.8个百分点至49.3%，今年首次降至收缩区间。交通运输、住宿餐饮等受国庆假期带动较强的行业基数较高，受假期效应消退等因素影响，11月环比数据出现高位回调。
- **建筑业景气度较高，“保交楼”升温。**11月，建筑业商务活动指数环比上升1.5个百分点至55%。截至11月29日，11月30城商品房成交面积环比-4.7%，同比-18.1%，同比降幅较10月扩大15.5个百分点，建筑业新订单指数的环比回落同步反映了这一现象。11月建筑业指数环比上升或主要受“保交楼”加快推进所带动。统计局数据显示，房屋建筑业和建筑装饰业活动指数环比均有明显上升，本月二者均位于54%以上的较高水平。
- **风险提示：**海外局势变化超预期；政策落地不及预期。

正文目录

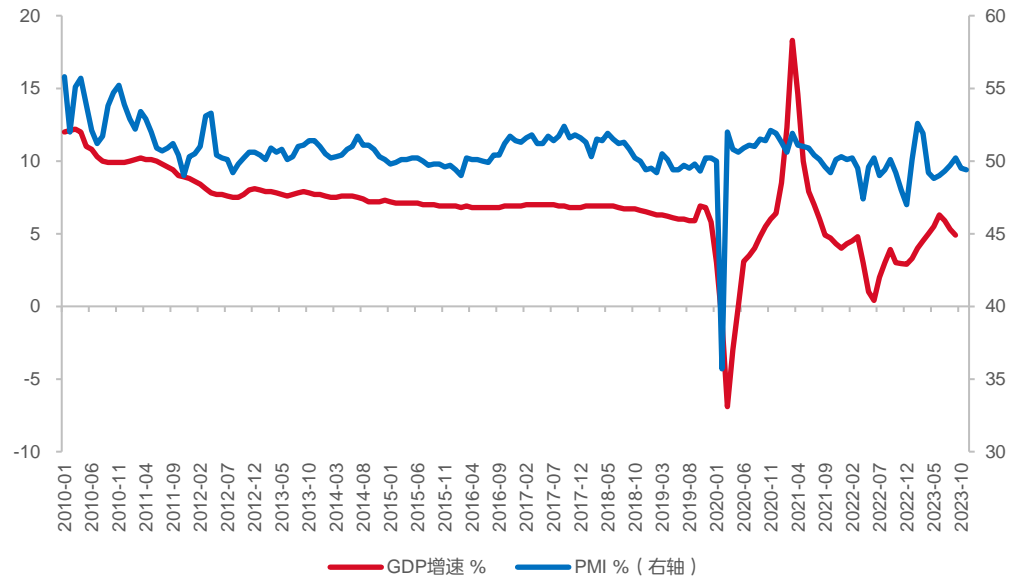
1. 制造业 PMI：供需基本平稳，新动能需求较好	4
2. 非制造业 PMI：服务业回调，建筑业景气度抬升	6
3. 核心观点	8
4. 风险提示	8

图表目录

图 1 GDP 增速与 PMI, %	4
图 2 制造业 PMI, %	5
图 3 制造业 PMI 各分项, %.....	5
图 4 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %.....	5
图 5 BDI 指数, 点.....	5
图 6 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %.....	6
图 7 大、中、小企业 PMI, %.....	6
图 8 原材料和产成品库存指数, %.....	6
图 9 生产经营活动预期指数, %	6
图 10 非制造业 PMI, %.....	7
图 11 非制造业 PMI 各分项, %	7
图 12 建筑业 PMI, %	7
图 13 地方政府新增专项债发行规模, 亿元	7

事件: 11月30日, 国家统计局公布11月官方PMI数据。11月, 制造业PMI为49.4%, 前值49.5%; 非制造业PMI为50.2%, 前值50.6%。

图1 GDP增速与PMI, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

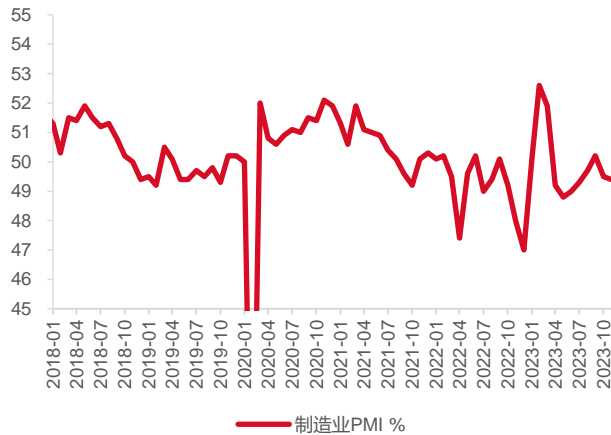
1. 制造业 PMI: 供需基本平稳, 新动能需求较好

制造业 PMI 指数小幅回落。下半年以来, 制造业 PMI 先升后降。7 月至今, 制造业 PMI 分别为 49.3%、49.7%、50.2%、49.5%、49.4%。11 月制造业 PMI 继续小幅回落, 表明经济恢复动能仍需加强。从 11 月制造业 PMI 来看, 环比下降 0.1 个百分点至 49.4%, 且不及预期的 49.7%。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数当中, 生产、新订单、原材料库存三个指数环比回落, 供货商配送时间和从业人员指数环比上升。

供需稳中略降, 新动能对需求端支撑作用较强。11 月生产和新订单指数分别为 50.7%、49.4%, 环比分别下降 0.2 个、0.1 个百分点。从需求端来看, 11 月制造业市场需求与上月相比基本保持稳定, 但企业对市场需求不足的感受有所加强。统计局数据显示, 11 月反映需求不足的企业比重环比上升 0.7 个百分点至 60.6%。同时, 外需也在继续回落, 11 月新出口订单指数环比下降 0.5 个百分点至 46.3%。分行业来看, 基础原材料行业市场需求与新动能市场需求出现明显分化。基础原材料行业新订单指数和新出口订单指数环比分别下降 0.7 个、3.3 个百分点, 基础原材料外需收缩幅度更大。相反, 高技术制造业新订单指数环比上升 2.1 个百分点至 51.8%, 装备制造业新订单指数环比上升 1.1 个百分点至 53.3%, 二者对制造业需求端形成一定支撑。从生产端来看, 受需求下降问题拖累, 企业生产意愿有所不足, 11 月生产指数环比下降 0.2 个百分点至 50.7%, 仍保持在扩张区间。

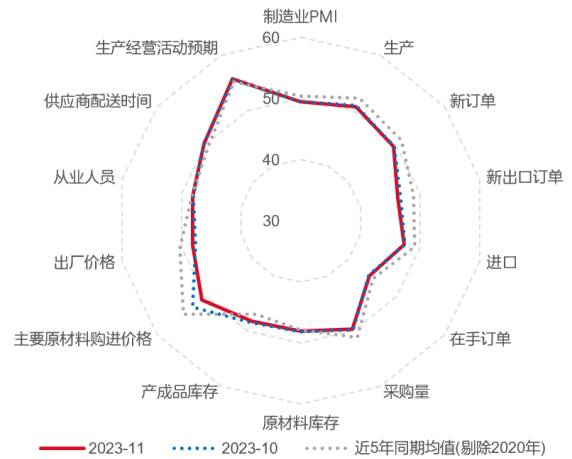
此外, 与近 5 年同期均值相比, 11 月生产和新订单指数表现均偏弱。11 月生产指数低于近 5 年同期均值的 51.6%, 新订单指数低于近 5 年同期均值的 50.1%。

图2 制造业 PMI, %



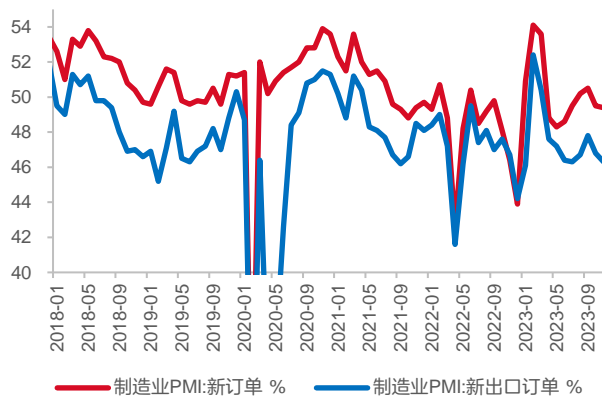
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图3 制造业 PMI 各分项, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 BDI 指数, 点



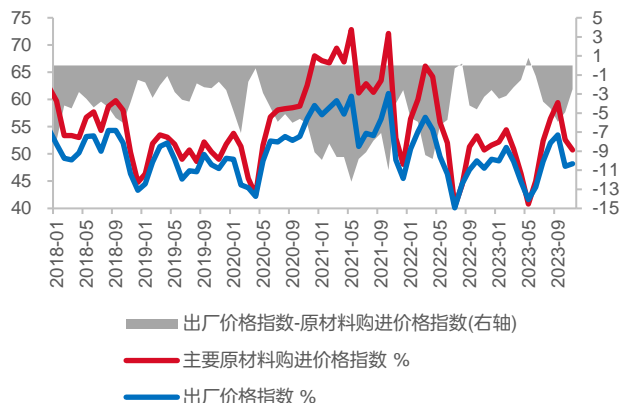
资料来源: Wind, 东海证券研究所

原材料价格继续回落, 出厂价格环比上升。11月原材料购进价格指数环比下降1.9个百分点至50.7%, 连续2个月明显下降, 9月的高点为59.4%。11月生产指数稳中略降带动原材料采购活动小幅放缓, 从而对原材料价格的支撑有所减弱。统计局数据显示, 11月采购量指数环比下降0.2个百分点, 反映原材料成本高的企业占比较10月下降3.1个百分点。从出厂价格来看, 由于11月新订单指数基本持平, 市场需求整体较为稳定, 产品出厂价格降势有所放缓, 出厂价格指数环比上升0.5个百分点至48.2%。

各规模企业 PMI 基本持平, 运行较为平稳。11月, 大、中、小型企业 PMI 分别为50.5%、48.8%、47.8%。其中, 大型企业 PMI 环比降0.2个百分点, 仍处扩张区间; 中型企业 PMI 环比升0.1个百分点; 小型企业 PMI 环比降0.1个百分点。从供需看, 11月中型企业生产指数环比升1.5个百分点至50.5%, 再度回到扩张区间; 新订单指数显示需求进一步分化, 大型企业新订单指数环比升0.3个百分点至51.1%, 中型企业基本不变, 小型企业环比降1.1个百分点至46.7%。整体而言, 11月大、中、小型企业均持稳运行, 但中小企业需求不足问题相对突出, 促进民营经济等政策仍需发力。

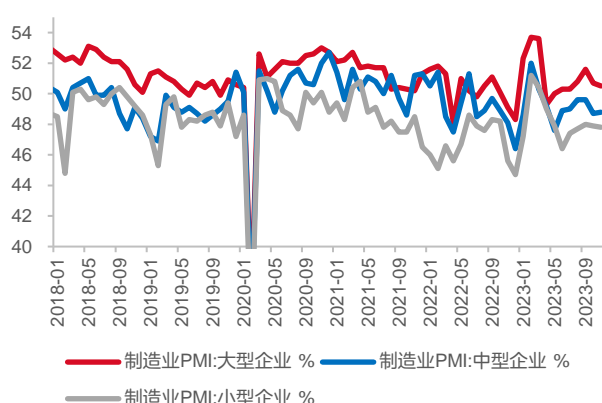
企业信心继续向好。11月, 制造业生产经营活动预期指数为55.8%, 较10月上升0.2个百分点, 连续5个月位于较高景气区间, 企业对市场预期继续乐观。分行业来看, 汽车、食品及酒饮料精制茶、造纸印刷及文教体美娱用品等行业生产经营活动预期指数均位于59%以上较高景气区间, 企业对行业发展预期稳定向好。

图6 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%



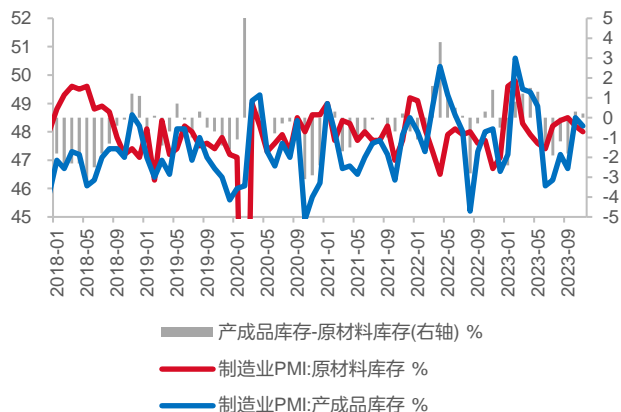
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 大、中、小企业 PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 原材料和产成品库存指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 生产经营活动预期指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.非制造业 PMI：服务业回调，建筑业景气度抬升

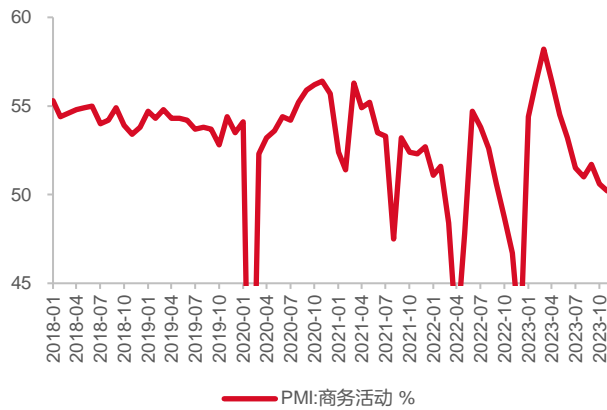
11月，非制造业商务活动指数为50.2%，较上月回落0.4个百分点，仍保持在扩张区间。

假期效应消退，高基数或导致11月服务业指数环比回调。11月，服务业商务活动指数环比下降0.8个百分点至49.3%，今年首次降至收缩区间。从需求看，服务业新订单指数为46.9%，较上月回暖0.7个百分点。从预期看，服务业业务活动预期指数为59.3%，较上月上升1.8个百分点，显示服务业企业对未来发展信心较强，服务业从业人员指数也环比上升0.2个百分点。从拖累因素看，在需求、预期、就业环比好转的情况下，价格回落是11月服务业商务活动指数环比下滑的原因之一。其中，投入品价格环比下降0.5个百分点，销售价格环比下降0.6个百分点，二者均连续两个月位于收缩区间。此外，交通运输、住宿餐饮、文体娱乐等受国庆假期带动较强的行业基数较高，受假期效应消退等因素影响，11月环比数据出现高位回调。从行业看，11月，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本

市场服务等行业商务活动指数均位于 55%以上较高景气区间。其中，年底企业资金需求上升，金融业景气度较高体现了金融对实体经济的支持力度。

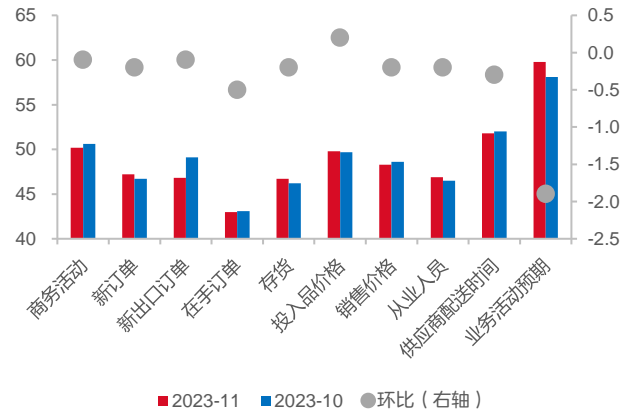
建筑业景气度较高，“保交楼”升温。11月，建筑业商务活动指数环比上升 1.5 个百分点至 55%，连续四个月位于 53%以上。截至 11 月 29 日，11 月 30 城商品房成交面积 891 万平方米，环比-4.7%，同比-18.1%，同比降幅较 10 月扩大 15.5 个百分点（10 月为-2.6%），楼市需求端表现偏弱，建筑业新订单指数的环比回落同步反映了这一现象。在需求不足的情况下，11 月建筑业指数环比上升或主要受“保交楼”加快推进所带动。统计局数据显示，房屋建筑业和建筑装饰业商务活动指数环比均有明显上升，本月二者均位于 54%以上的较高水平。市场预期方面，11 月建筑业业务活动预期指数为 62.6%，环比上升 1.2 个百分点，今年以来始终位于 60%以上高景气区间，体现企业对未来市场发展保持较好预期。

图10 非制造业 PMI，%



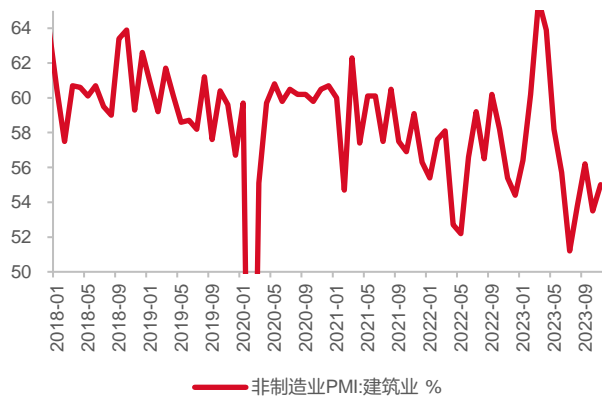
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 非制造业 PMI 各分项，%



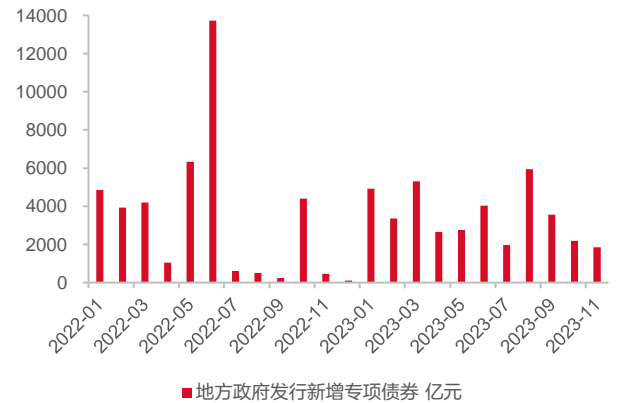
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 建筑业 PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 地方政府新增专项债发行规模，亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.核心观点

11月，制造业PMI环比略有回落，主要分项指数环比变化也较小，显示经济运行总体平稳。从环比变化视角来看，今年11月环比降幅明显小于去年，考虑到2022年11月基数偏低，因此今年11月经济同比表现可能相对较好。具体来看，制造业供需基本平稳，原材料价格继续回落，出厂价格降势放缓，各规模企业运行保持稳定。结构上，高技术制造业、装备制造业等新动能需求端表现亮眼，中小企业需求不足问题仍待缓解。非制造业方面，受假期效应消退等因素影响，交通出行、住宿餐饮等行业活跃度回落带动服务业指数环比回调；“保交楼”的加快推进带动建筑业指数环比上升。往后看，增发国债、万亿特殊再融资债等或将对地产拖累有一定对冲作用，但市场需求恢复力度有待进一步提升。

4.风险提示

- 1) 海外局势变化超预期：国际地缘政治存在不稳定因素，中美关系具有不确定性；
- 2) 政策落地不及预期：政策落地执行不及预期则可能导致市场信心无法顺利恢复。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089