

11月PMI数据点评

数据短暂弱势不需悲观

产需指标均有回落。内需正在蓄力，数据短暂弱势不需悲观。地产投资边际改善。

■ 11月制造业PMI指数为49.4%，较10月继续回落0.1个百分点，制造业景气度仍维持在荣枯线以下。着眼各细分项，11月新订单指数49.4%，较10月继续下降0.1个百分点，新出口订单较上月继续下滑0.5个百分点至46.3%；生产指数实现50.7%，较10月继续下降0.2个百分点，但仍处于在扩张区间；原材料库存指数48.0%，较10月继续下降0.2个百分点；从业人员指数为48.1%，较10月回升0.1个百分点；供货商配送时间指数为50.3%，较10月回升0.1个百分点。值得注意的是，制造业生产经营活动预期指数实现55.8%，较10月继续回升0.2个百分点，企业预期延续修复。

产需指标均有回落。从供给端看，11月制造业生产活跃度继续下降，采购相关指标延续走弱，采购、原材料库存指数分别为49.6%和48.0%，较10月均下降0.2个百分点。着眼需求端，11月新订单、新出口订单指数分别下降0.1和0.5个百分点；新出口订单的下降幅度高于新订单整体，外需拖累仍较明显。11月制造业整体库存向“被动去库”回踩，产成品库存、原材料库存指数分别下滑0.3和0.2个百分点。

数据还有以下两大关注点：

其一，内需正在蓄力，数据短暂弱势不需悲观。8月以来，多项政策密集出台，财政支出向稳增长领域明显倾斜。月内装备制造业各子行业表现分化，一方面，电气机械和汽车制造业新订单指数仍在55%以上的较高景气度区间，制造业产业升级、促消费等政策正在发挥积极作用。另一方面，通用设备、专用设备新订单指数分别较10月下滑13.8、6.2个百分点；究其原因，11月是传统基建项目的开工淡季，装备制造业新订单或受到一定影响。但需注意的是，特别国债确认增发，债项资金的主要投向即为基建领域，叠加近期政策在项目、社会资本等领域倾斜，内需正在蓄力，短暂的数据弱势不需悲观。

其二，地产投资边际改善。年内地产政策持续放松，10月底中央金融工作会议进一步指出，要“加快保障性住房等三大工程建设，构建房地产发展新模式”。从地产相关的上游产业看，11月黑色金属冶炼加工业、金属及非金属矿物制造业新订单指数较10月分别上行7.9、8.5和1.1个百分点，印证月内地产投资边际改善。值得一提的是，11月金属、非金属矿物制造业产成品库存均有抬升，主要得益于原材料价格走高及下游需求释放，一定程度上印证了我们此前“补库趋势并未改变”的判断。

■ 11月非制造业PMI小幅回落，仍然维持在扩张区间。11月非制造业PMI指数实现50.2%，较10月回落0.4个百分点。从需求端看，11月新订单指数为47.2%，较10月回升0.5个百分点；外部需求明显回落，新出口订单指数实现46.8%，较10月继续下降2.3个百分点。

供给端表现相对弱势。11月非制造业从业人员指数实现46.9%，较10月回升0.4个百分点，但仍处于荣枯线以下；供应商配送指数实现51.8%，较10月回落0.2个百分点。

■ **风险提示：**海外衰退风险；地缘关系的不确定性。

相关研究报告

《央行三季度货币政策执行报告点评》20231128

《金融服务民营经济，再接再厉、大有可为》

20231127

《1-10月工企利润数据点评》20231127

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

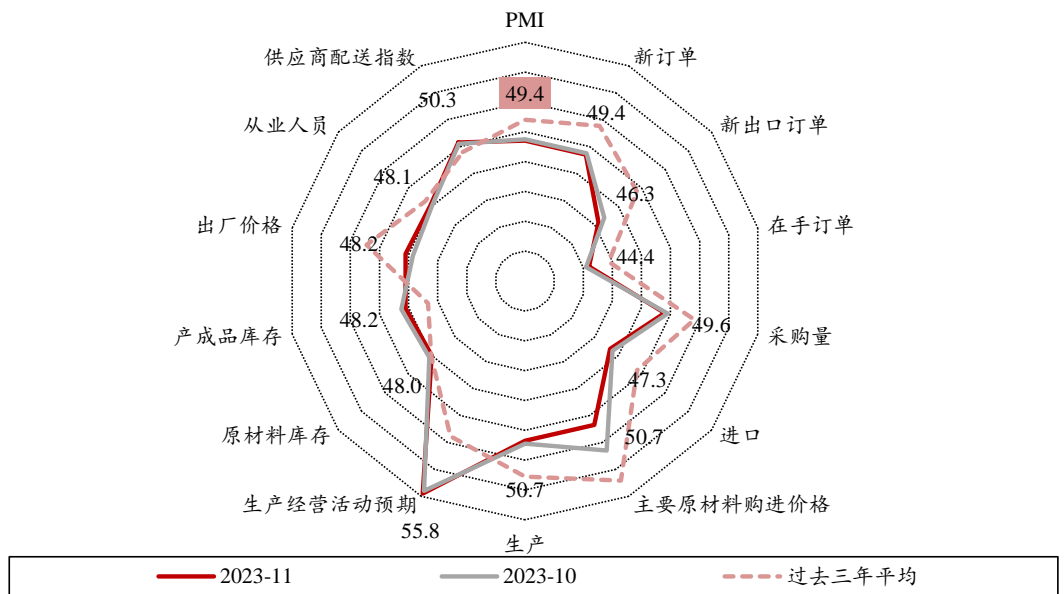
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

产需指标均有回落

11月制造业PMI指数为49.4%，较10月继续回落0.1个百分点，制造业景气度仍维持在荣枯线以下。着眼各细分项，11月新订单指数49.4%，较10月继续下降0.1个百分点，新出口订单较上月继续下滑0.5个百分点至46.3%；生产指数实现50.7%，较10月继续下降0.2个百分点，但仍处于在扩张区间；原材料库存指数48.0%，较10月继续下降0.2个百分点；从业人员指数为48.1%，较10月回升0.1个百分点；供货商配送时间指数为50.3%，较10月回升0.1个百分点。值得注意的是，制造业生产经营活动预期指数实现55.8%，较10月继续回升0.2个百分点，企业预期延续修复。

产需指标均有回落。从供给端看，11月制造业生产活跃度继续下降，采购相关指标延续走弱，采购、原材料库存指数分别为49.6%和48.0%，较10月均下降0.2个百分点。着眼需求端，11月新订单、新出口订单指数分别下降0.1和0.5个百分点；新出口订单的下降幅度高于新订单整体，外需拖累仍较明显。11月制造业整体库存向“被动去库”回踩，产成品库存、原材料库存指数分别下滑0.3和0.2个百分点。

图表 1. 制造业 PMI 与历史同期相比 (%)



资料来源: wind, 中银证券

数据还有以下两大关注点:

其一，内需正在蓄力，数据短暂弱势不需悲观。8月以来，多项政策密集出台，财政支出向稳增长领域明显倾斜。月内装备制造业各子行业表现分化，一方面，电气机械和汽车制造业新订单指数仍在55%以上的较高景气度区间，制造业产业升级、促消费等政策正在发挥积极作用。另一方面，通用设备、专用设备新订单指数分别较10月下月下滑13.8、6.2个百分点；究其原因，11月是传统基建项目的开工淡季，装备制造业新订单或受到一定影响。但需注意的是，特别国债确认增发，债项资金的主要投向即为基建领域，叠加近期政策在项目、社会资本等领域倾斜，内需正在蓄力，短暂的数据弱势不需悲观。

其二，地产投资边际改善。年内地产政策持续放松，10月底中央金融工作会议进一步指出，要“加快保障性住房等三大工程建设，构建房地产发展新模式”。从地产相关的上游产业看，11月黑色金属冶炼加工业、金属及非金属矿物制造业新订单指数较10月分别上行7.9、8.5和1.1个百分点，印证月内地产投资边际改善。值得一提的是，11月金属、非金属矿物制造业产成品库存均有抬升，主要得益于原材料价格走高及下游需求释放，一定程度上印证了我们此前“补库趋势并未改变”的判断。

图表 2. 11月制造业 PMI 变动情况 (%)

订单	进货	生产	销售
新订单	采购量	生产	出厂价格
49.4	49.6	50.7	48.2
-0.1	-0.2	-0.2	0.5
(新出口订单)	(进口)	(生产经营活动预期)	产成品库存
46.3	47.3	55.8	48.2
-0.5	-0.2	0.2	-0.3
在手订单	主要原材料购进价格	原材料库存	
44.4	50.7	48	
0.2	-1.9	-0.2	
	供应商配送时间	从业人员	
	50.3	48.1	
	0.1	0.1	

资料来源: wind, 中银证券

大型制造企业支撑力度持续凸显。11月大型企业 PMI 指数实现 50.5%，较 10 月继续下降 0.2 个百分点。中型企业 PMI 指数为 48.8%，较 10 月回升 0.1 个百分点；小型企业 PMI 指数为 47.8%，较 10 月继续下降 0.1 个百分点。

具体来看，11 月大型企业生产指数 52.1%，较 10 月回落 1.0 个百分点；新订单指数 51.1%，较 10 月回升 0.3 个百分点；中型企业生产、新订单指数环比分别变动 1.5 和 -0.1 个百分点；小型企业生产、新订单指数较 10 月分别下降 0.6 和 1.1 个百分点，大型制造业企业产、需指数均仍处于扩张区间，支撑力度持续凸显。

图表 3. 11月分类型制造业 PMI 变动 (%)

	大型	中型	小型			
	50.5	48.8	47.8			
变动	-0.2	0.1	-0.1			
大型	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	预期
	52.1	51.1	47.9	48.1	48.5	57.0
变动	-1.0	0.3	0.1	0.2	-1.1	0.3
中型	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	预期
	50.5	48.8	46.2	45.0	46.9	56.3
变动	1.5	-0.1	-0.6	0.7	-1.4	0.9
小型	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	预期
	48.2	46.7	46.4	40.9	48.3	52.7
变动	-0.6	-1.1	-0.8	-6.9	3.2	-1.0

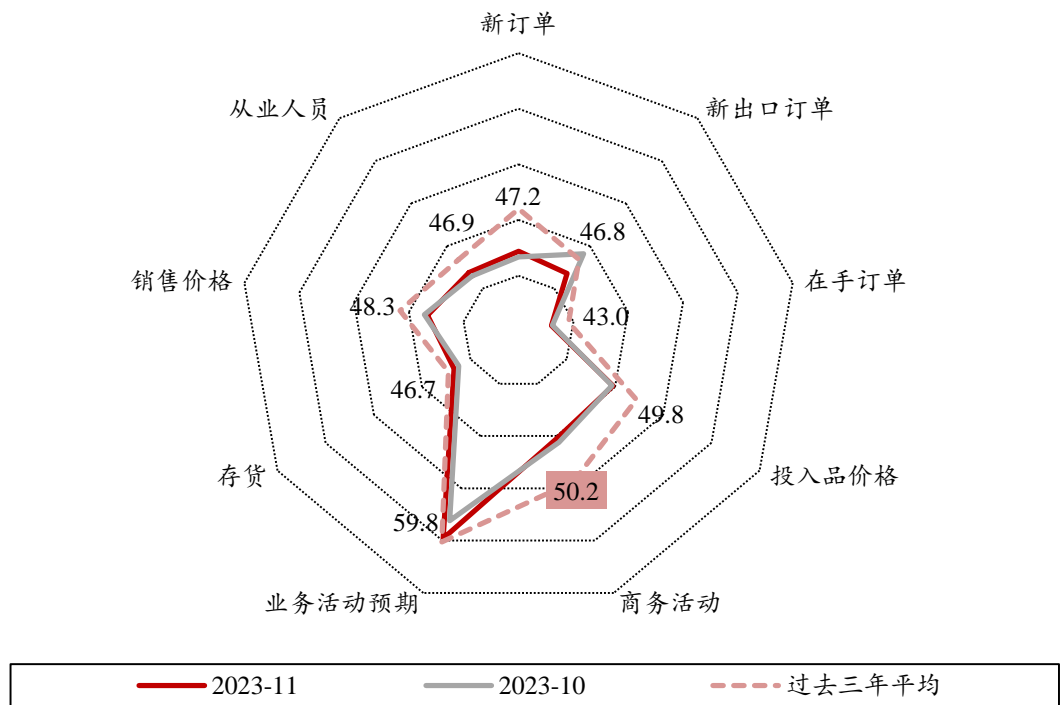
资料来源: wind, 中银证券

11月非制造业PMI小幅回落

11月非制造业PMI小幅回落，仍然维持在扩张区间。11月非制造业PMI指数实现50.2%，较10月回落0.4个百分点。从需求端看，11月新订单指数为47.2%，较10月回升0.5个百分点；外部需求明显回落，新出口订单指数实现46.8%，较10月继续下降2.3个百分点。

供给端表现相对弱势。11月非制造业从业人员指数实现46.9%，较10月回升0.4个百分点，但仍处于荣枯线以下；供应商配送指数实现51.8%，较10月回落0.2个百分点。

图表 4. 非制造业 PMI 与历史同期相比 (%)

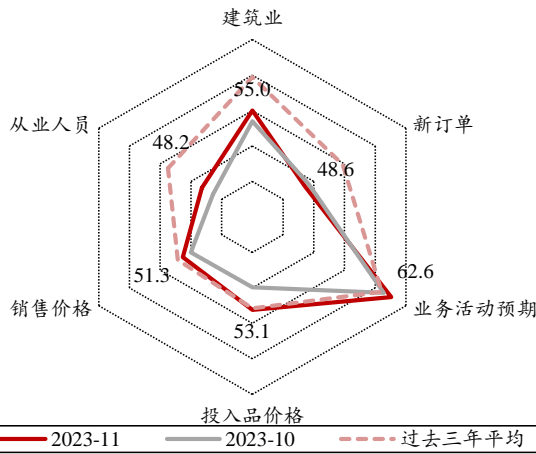


资料来源: wind, 中银证券

建筑业需求小幅回落。11月建筑业PMI指数55.0%，较10月回升1.5个百分点。尽管11月新订单指数再度下降0.6个百分点至48.6%，但建筑业生产活动、经营预期均有修复，从业人员、业务活动预期指数实现48.2%和62.6%，较10月上升1.8和1.2个百分点。

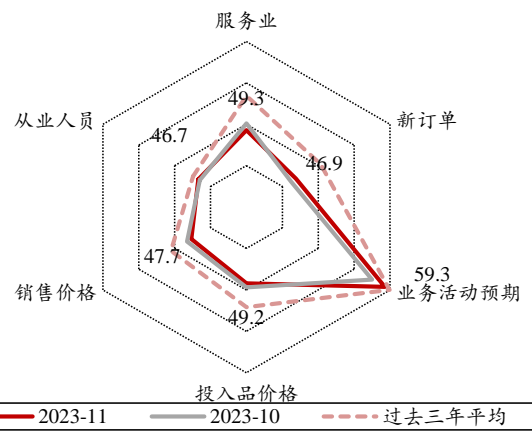
11月服务业PMI指数49.3%，较10月继续回落0.8个百分点，服务业景气度下降至收缩区间。值得一提的是，11月服务业景气度主要受价格因素影响，供需指标均在低景气度区间实现改善，新订单指数为46.9%，较10月回升0.7个百分点，服务业需求小幅回升；从业人员指数较上月小幅回升0.2个百分点，实现46.7%。

图表 5. 建筑业 PMI 与历史同期相比 (%)



资料来源: wind, 中银证券

图表 6. 服务业 PMI 与历史同期相比 (%)

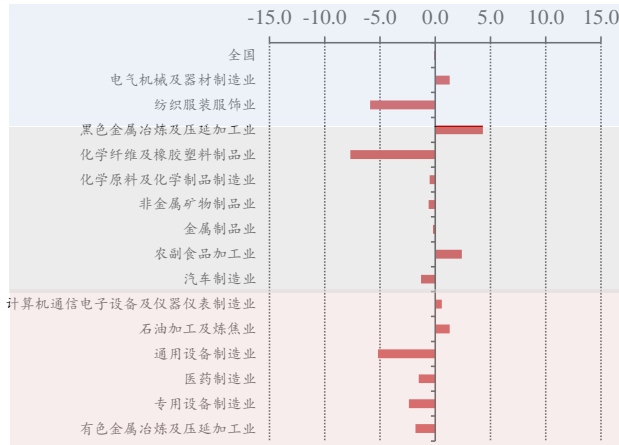


资料来源: wind, 中银证券

高技术产业景气度延续回升。11月制造业中, PMI处于扩张区间的行业仍为6个, 其中包括专用设备、电气机械器材制造业及汽车等细分装备制造业。此外, 计算机通信电子设备及仪器仪表制造业景气度同样处于扩张区间, 且较10月延续上升, 高技术制造业景气度延续回升。

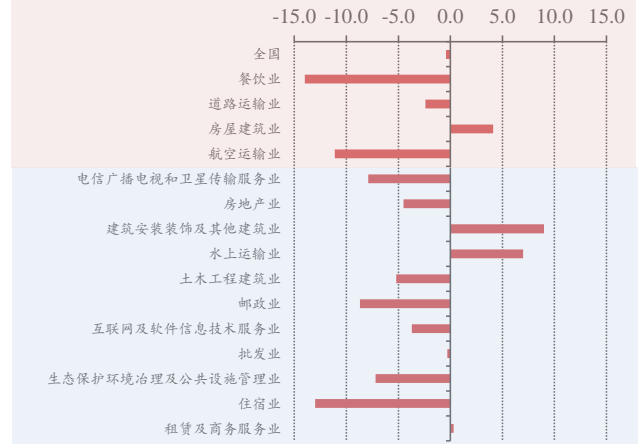
非制造业中, PMI处于扩张区间的行业下降至8个; 值得关注的是, 房屋建筑业、土木工程建筑业及建安建筑业景气度均处于荣枯线以上, 地产、基建有望持续对相关行业景气度形成提振。此外, “双节”假期因素消退, 餐饮业、住宿业景气度显著回落。

图表 7. 制造业主要行业 PMI 环比变动 (%)



资料来源: 中采, 中银证券

图表 8. 非制造业主要行业 PMI 环比变动 (%)



资料来源: 中采, 中银证券

风险提示: 海外衰退风险; 地缘关系的不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371