

宏观点评 20231130

11月 PMI: 复苏尚不稳固

2023年11月30日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 10月工业制造业端的一系列数据表明制造业复苏之路漫漫,重回荣枯线以上的制造业 PMI、增速由负转正的工业企业利润在10月都显得“摇摆不定”。11月制造业 PMI 继续下降,我们认为**11月 PMI 逆季节性下行,仍低于荣枯线的 PMI 说明了距离经济的完全复苏尚有距离,不过经济的放缓也有极大可能催生政策的出台——以史为鉴, PMI 连续两个月或以上处于荣枯线之下,大多情况下货币政策会“出手相助”**。因此,对11月 PMI 的解读也许不必过于悲观。从具体数据上来看:

■ 与2022年相似,11月 PMI 的走势与历史“背道而驰”。从历史数据上看,10月制造业 PMI 的季节性下降通常会支撑11月 PMI 的上行,但今年却和2022年的情况相似,11月 PMI 反而逆季节性下行,不过下滑幅度比2022年更缓一些。

透过细项数据来看,供需两端的同步放缓是制造业发展的最大“症结”:需求端,代表内需的 PMI 新订单指数和代表外需的 PMI 新出口订单指数双双下滑、且均处于荣枯线之下,企业调查显示11月反映市场需求不足的企业比重为60.6%(环比+0.7pct),目前政策效应对需求端的提振似乎并不明显。供给端, PMI 生产指数延续上月下降态势,同时 PMI 采购量指数的再度下滑也证实了生产商生产采购意愿较低。

■ 原材料价格下、出厂价格上,为中下游利润打开空间。11月两大价格指数并不像以往那样“并肩同行”,而是出现了 PMI 主要原材料购进价格指数下降(环比-1.9pct),而 PMI 出厂价格指数上升(环比+0.5pct)的情形,或许这对工业中下游行业来说是件好事,在降低成本的同时可进一步打开其利润空间。不过价格同时是一把“双刃剑”,这也意味着上游利润或再次“捏把汗”:10月价格对工业企业利润的拖累收尾进度比想象中更慢、以及上游工业企业利润增速的大幅下降,均说明了目前上游的处境比较困难,这也是需求偏弱的体现。

■ 补库周期的开启尚待时日。一反10月产成品库存上行的现象,11月 PMI 产成品库存指数反而出现了小幅下滑(环比-0.3pct),这也证实了我们之前的观点:目前库存拐点并未明确出现、且需求端疲软之迹仍存,补库周期的真正开启可能要推迟到2024年。

■ 不同类型企业发展仍需进一步加强。11月大、中、小型企业 PMI 分别录得50.5%(环比-0.2pct)、48.8%(环比+0.1pct)、47.8%(环比-0.1pct)。继续下行的大型企业 PMI、以及仍处于荣枯线以下的中小型企业 PMI,说明了不同类型的制造业企业距离完全复苏仍有待时日。尤其是对于小型企业来说,受海外经济下行势头延续的影响,其发展的最大“难题”主要源自于出口下行压力。

■ 11月的“佳音”是建筑业好起来了。11月建筑业 PMI 抬升,录得55.0%(环比+1.5pct)的较好成绩。虽然对比历史同期来说还是处于较低位置,但比二季度的情况有所改善,10月底增发万亿国债对建筑业的提振作用不容小觑。不过服务业却有些“动力不足”,11月服务业 PMI 录得49.3%(环比-0.8pct),也是今年以来首次跌落荣枯线,前期消费企稳后信心和意愿反弹的动能储备或有限制。

■ 风险提示:政策定力超预期;出口超预期萎缩;信贷投放量不及预期。

相关研究

《复苏初期货币政策思路的三个变化》

2023-11-28

《10月工业企业利润:如何理解工业端的“温差”?》

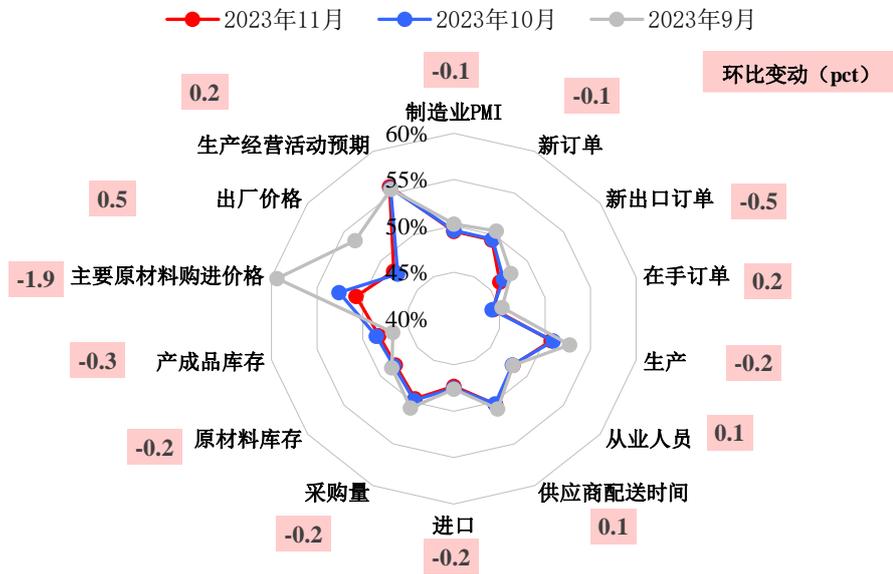
2023-11-27

图1: 连续两个月 PMI 低于 50 后, 货币政策会怎么做?

连续两个月制造业PMI 陷入萎缩区间	萎缩持续	货币政策	人民币汇率
2023年11月	2个月	?	升值
2023年5月	5个月	次月降息	贬值
2022年11月	3个月	次月降准	贬值
2022年8月	2个月	当月降息	贬值
2022年4月	3个月	当月降准	贬值
2021年10月	2个月	两个月后降准+降息	升值
2019年6月	6个月	当月降准+三个月后降息	贬值
2019年1月	3个月	当月降准	升值
2015年9月	7个月	当月降准+前一月降息	贬值
2015年2月	2个月	当月降准+次月降息	平稳
2012年9月	2个月	\	平稳
2008年11月	5个月	当月降准+当月降息	平稳

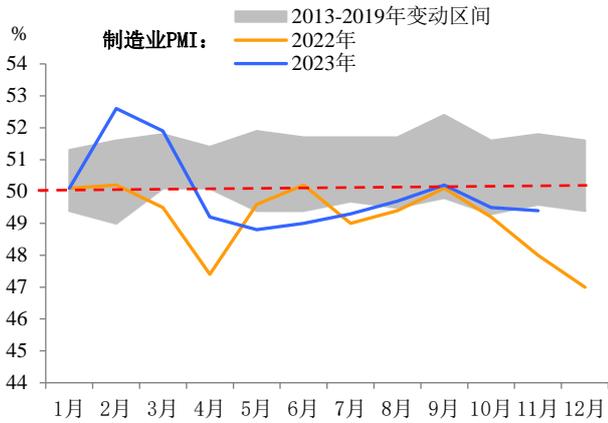
注: 首列是 PMI 连续第二个月低于 50 所处的时点; 第三列货币政策操作当月和次月均是相较第一列而言。
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 11月制造业 PMI 分项数据表现



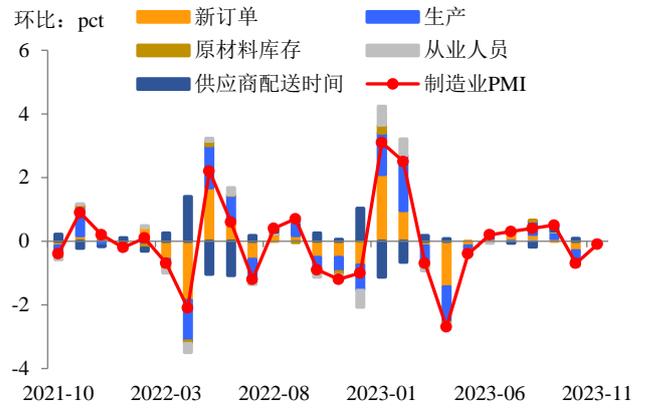
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 与2022年相似, 11月PMI与历史“背道而驰”



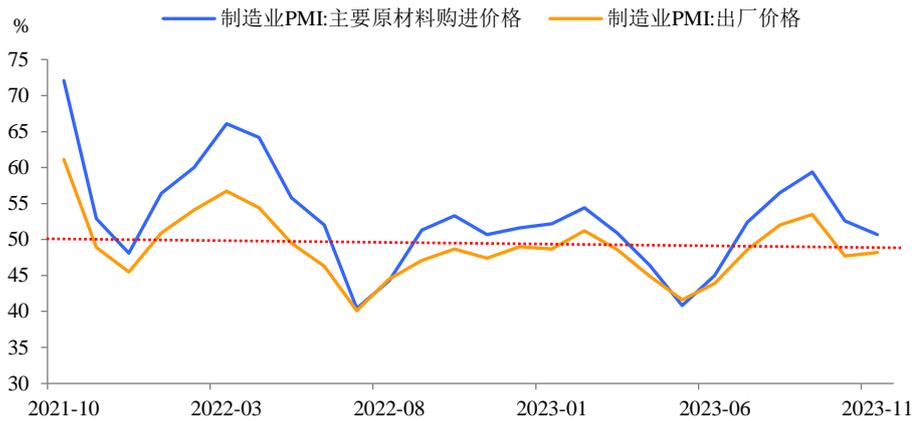
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 11月产需两端均对制造业形成拖累



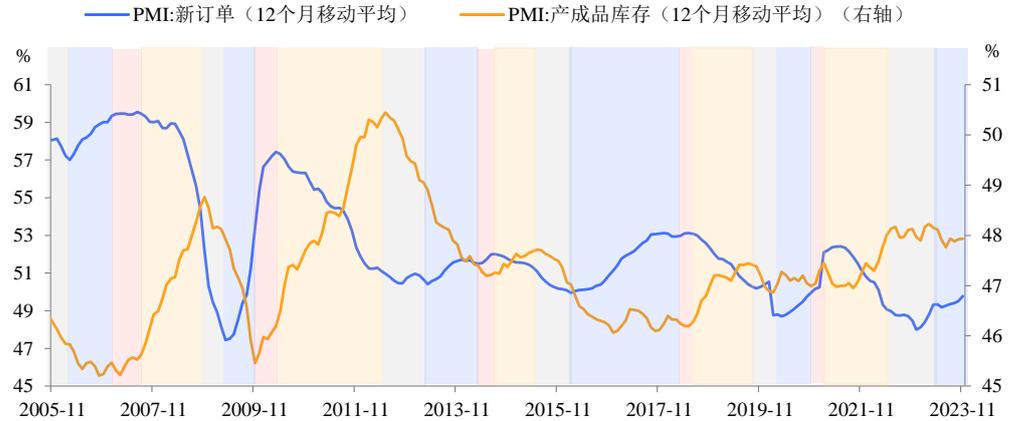
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 11月两大价格不再“并肩同行”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

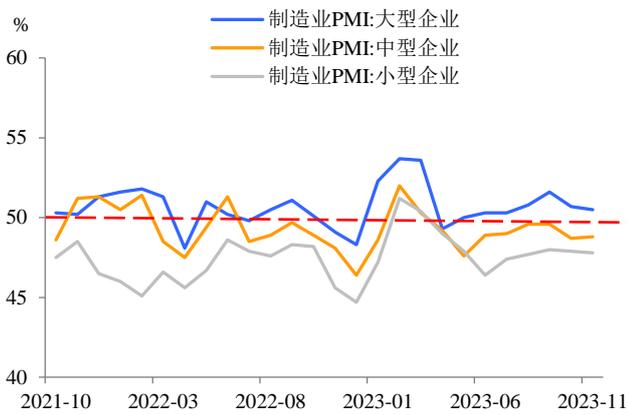
图6: 目前仍处于被动去库周期



注：红色阴影表示“主动补库存”，橙色阴影表示“被动补库存”，灰色阴影表示“主动去库存”，蓝色阴影表示“被动去库存”。

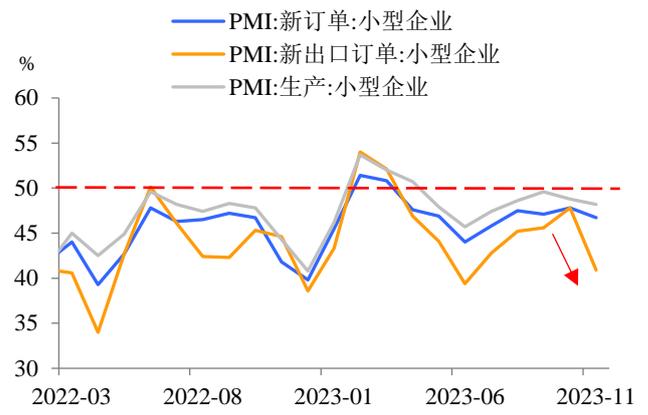
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 不同类型企业发展仍需进一步加强



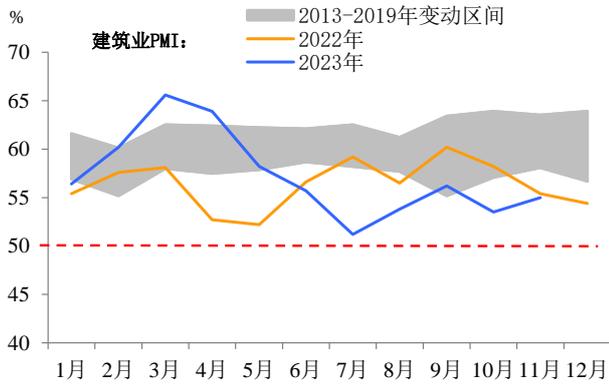
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 出口下行对小型企业发展施压



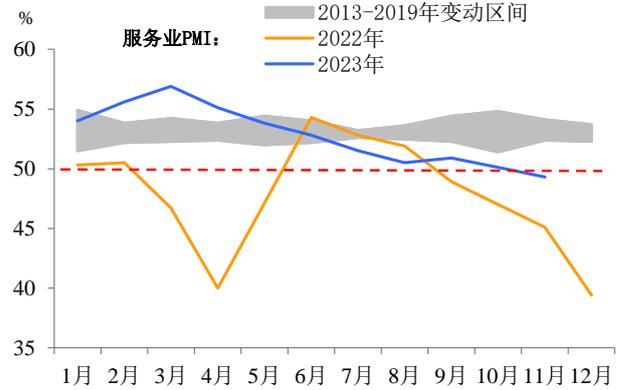
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 11月建筑业PMI抬升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 今年以来服务业PMI首次跌落荣枯线



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>