

需求不足、去库存加速，PMI 小幅回落

事件点评

PMI 点评（2023.11）

投资要点

◆ **制造业 PMI 受需求连续偏弱和去库存加快的共同拖累，低位再度小幅下行至 49.4。**

11 月制造业 PMI 在上月走弱背景下再度小幅回落 0.1 至 49.4，降至近 4 个月低位，呈现两点主要特征：1）房地产投资持续筑底，一线城市房价预期尚未完全稳定，投资消费两大制造业需求均尚未迎来拐点，11 月 PMI 新订单指数再度回落 0.1 至 49.4，为 7 月以来低位。外需方面，受美国对华尖端产业链围堵和发达经济增速展望普遍放缓的共同影响，PMI 新出口订单指数大幅回落 0.5 至 46.3，为 2022 年 5 月以来次低。2）需求偏弱的同时，去库存再度加速，拖累生产端继 10 月大幅下降之后，再度降幅大于需求指数，11 月 PMI 生产指数下滑 0.2 至 50.7，产成品库存指数下滑 0.3 至 48.2，下滑幅度依次大于生产和新订单指数。值得注意的是，考虑到 PMI 指数已经过季节调整，季节性的生产放缓并不是 11 月下滑的主要原因。

◆ **因疫情缓和而带动的服务消费脉冲峰值右侧连续下滑，11 月服务业 PMI 大幅降温；建筑业施工进度保持较快增速带动建筑业 PMI 回升。**

11 月服务业 PMI 在上月走弱的背景下再度大幅下行 0.8 至 49.3。由于国庆假期等固定假日效应已经在 PMI 季节调整步骤中调整掉，11 月服务业 PMI 年内首度降至荣枯线以下主要体现的是疫情缓和后的服务消费复苏脉冲峰值过去后的连续降温。未来消费内需的主要支撑力量——中等收入人群——当前消费意愿仍持续受到房地产市场调整的困扰而偏低，尚未获得财富效应预期企稳的支撑。建筑业 PMI 在基建投资施工进度加快的推动下，回升 1.5 至 55.0 高位区间。但考虑到高耗能制造业 PMI 大幅回落，当前上游传统制造业去库存可能进一步加快，反弹的潜力空间留给未来。

◆ **去库存再度加速持续抑制生产，叠加内外需不足的双重困境，未来数月 PMI 能否改善的关键在于国内经济政策是否能够尽快结构性推升消费投资内需。**

11 月产成品库存指数下行 0.3 至 48.2，与日前公布数据对应的工业企业产成品实际库存增速大幅下行 1.0 至 4.7% 的表现相匹配，显示去库存加速进行，在内外需相对不足的背景下，持续抑制企业生产信心。未来数月 PMI 能否改善，很大程度上将取决于国内财政货币等经济政策组合能否打开明朗的格局以尽快有效推升消费投资内需。

◆ **站在年末时点，展望 2024 年制造业和服务业企业信心，经济政策、房地产市场与内需的三大链式逻辑值得关注：**

一、房地产市场“一轨拆两轨”，保障房近期受到决策层极大关注，但其稳定循环的构建应以商品房市场对房价的预期基本见底企稳为前提，上周深圳宣布降低二套房首付比例，可能显示其本地房价已经基本回落至正常区间内，其他一线城市如果年底或明年年初房价可见见底企稳，则为政府扩张债务杠杆、改善居民收入分配提供了基础。二、增发万亿国债并调增今年中央预算赤字率很大程度上代表着财政新一轮扩张周期启动的政策决心，在这一点展望的基础上，预计 2024 年赤字率 3.5% 左右，增量资金用于个税减税二次分配改善中等收入群体收入预期，直接提升消费意愿。三、投资一侧，今年增发的万亿国债有望在 2024 年集中形成防灾减灾类预算内工程投资的实物工作量，但城建等传统基建投资增速仍将在地方政府债务风险化解的过程中持续压降，房地产开发投资亦预计以跌幅有所收窄而非 V 型反弹路径呈现，投资对内需的促进作用整体比较稳健。

◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

货币财政和衷共济，降准降息年内可期——《货币政策执行报告》（2023 年三季度）点评 2023.11.27

利润改善之路遭遇成本波折——工业企业利润点评（2023.10） 2023.11.27

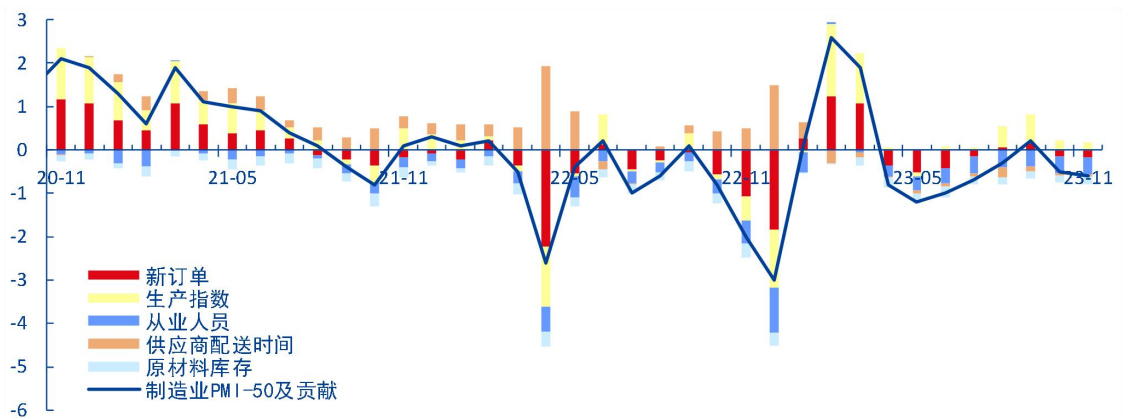
美元下行趋势确认？地产即将迎来底部？——华金宏观·双循环周报（第 33 期） 2023.11.25

财政支出扩张在即，制衡外部紧缩压力——华金宏观·双循环周报（第 32 期） 2023.11.17

消费企稳地产筑底，期待财政货币同步扩张——经济数据点评（2023.10） 2023.11.15

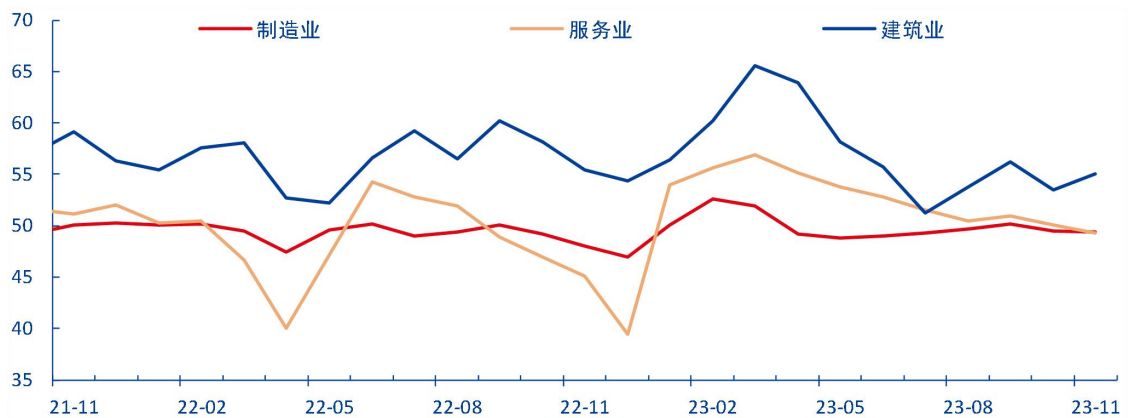


图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）



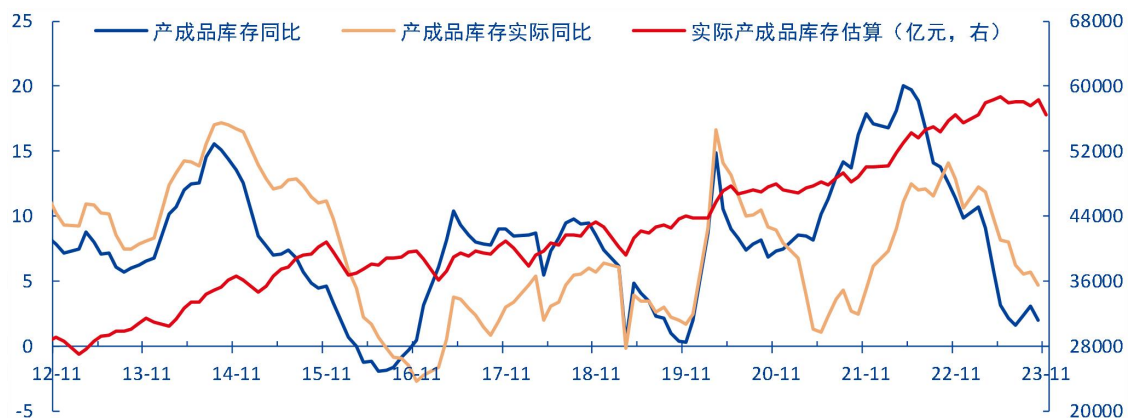
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：制造业、建筑业、服务业 PMI（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn