

需求不足仍是制造业恢复的首要困难

事件点评

11月PMI数据点评

- ◆ 事件：统计局公布11月制造业PMI，环比下降0.1至49.4——有PMI统计以来，11月制造业生产指数平均低于10月0.2个点，今年11月的降幅符合季节性；非制造业PMI下降0.4至50.2；综合PMI下降0.3至50.4。整体而言，经济景气水平有所回落，持续恢复基础仍需进一步巩固。
- ◆ 一、制造业：供需均回落，需求继续收缩，外需再度恶化
- ◆ 1) 生产与投资端：11月生产指数小幅回落0.2至50.7；采购量下降0.2至49.6；原材料库存减少0.2至48.0；产成品库存降低0.3至48.2，企业更多采用产成品交付订单。根据10月份工业企业库存数据，过半数行业（尤其是中上游）进入补库阶段，11月补库进程或遇波折，全面补库（尤其是下游）仍需等待。
- ◆ 分行业看，金属制品、通用设备、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数均高于55，相关行业生产保持较快增长；纺织、石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品等行业均低于临界点，生产活动有所放缓。
- ◆ 2) 需求端：11月需求指数较前值下降0.1至49.4。其中，外需连续8个月低于荣枯线，11月收缩幅度扩张0.5至46.3；内需“新订单-新出口订单”较上月改善。
- ◆ 分行业看，医药、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业新订单指数均高于53，相关行业市场需求较快释放。同时调查结果显示，制造业企业中反映市场需求不足的企业占比超六成，市场需求不足仍是当前制造业恢复发展面临的首要困难。
- ◆ 3) 价格与利润方面，受需求不振以及原油、化学品大宗商品价格回落影响，11月原材料购进价格回调1.9至50.7，为7月以来最低点；出厂价格恢复0.5至48.2，仍处于明显收缩区间。
- ◆ 4) 生产经营活动预期环比提升0.2至55.8，连续5个月位于较高景气区间。从行业看，食品及酒饮料精制茶、造纸印刷及文教体美娱用品、汽车等行业预期指数均位于59以上。
- ◆ 5) 生产端仍由大企业主导，大中小企业经营水平持续分化。11月大、中、小型制造业企业PMI分别变动-0.2、0.1、-0.1至50.5、48.8、47.8。5月份以来大型企业生产指数和新订单指数始终位于临界点以上，大型企业产需持续释放；中、小型企业PMI分别为48.8和47.8，景气水平仍然偏弱。
- ◆ 6) 新动能行业较快增长。11月高技术制造PMI提高2.0至51.2，重返扩张区间；装备制造业PMI提高0.9至51.8，行业扩张加快；高耗能行业PMI回落至47.3。
- ◆ 7) 经营活动预期仍处于55.8的高景气区间，尤其是食品及酒饮料精制茶、造纸印刷及文教体美娱用品、汽车等行业的PMI位于59以上。
- ◆ 二、非制造业：基建仍是重要支撑，服务业续创年内新低
- ◆ 1) 建筑业PMI提高1.5至55，扩张加快。市场预期看，业务活动预期指数提高1.2至61.4，今年以来始终位于高位景气区间，且呈现向上走势，建筑业企业发展信心较强。建筑业就业指数恢复幅度（1.8）大于服务业（0.2）与制造业（0.1）。
- ◆ 2) 服务业PMI继续回落0.8至收缩区间的49.3，为年内最低点。服务业活跃度下降主要受出行相关服务业假日效应消退影响，而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。
- ◆ 三、投资建议
- ◆ 总体而言，资产端持续恢复基础仍需进一步巩固，符合我们策略周报“资产端，8-10月连续改善后，11月或难进一步改善，预计本轮恢复周期在3个月”的观点。需求不足仍是制造业恢复的首要困难，且仍需关注居民就业改善、需求侧对于生产端

分析师 罗云峰
 SAC 执业证书编号：S0910523010001
 luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师 杨斐然
 SAC 执业证书编号：S0910523050002
 yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

- 华为产业链可转债梳理——智能手机 2023.11.28
- 华为汽车产业链转债梳理——车载光学&车载声学 2023.11.28
- 深耕长坡厚雪赛道，坚定优质成长企业 - 华商基金陈恒先生投资分析报告 2023.11.26
- 资产配置周报（2023-11-25）-均衡配置 2023.11.25
- 华为汽车产业链转债梳理——一体化压铸 2023.11.21



的支撑、基建对于投资端支撑的持续性等问题。基于三季度的数据，我们目前认为，未来 1-2 年中国实际经济增长中枢在 4-5% 之间，对应名义经济增长中枢在 6-7% 之间。通胀方面，在负债收敛和实体经济平稳的组合下，有望震荡温和回落。

- ◆ 无论有没有新增一万亿国债，到年底实体部门负债增速预计不会下行的判断都始终成立，3 个月（8-10 月）股债双杀后，金融系统剩余流动性边际收敛接近尾声。新增一万亿国债的影响，主要集中在 11-12 月，并且幅度相当有限，仅仅是提高了我们看多权益（特别是成长）的确定性。债券风险也不高，维持 2.6% 十债收益率中枢的判断不变，后续需要观察国债发行的节奏，以及货币政策的配合，短期十债收益率或突破预计的区间上沿 2.7%，但突破 2.8% 的概率不高。
- ◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松

图 1: PMI 分项数据

制造业		PMI	生产	新订单	新出口 订单	在手订 单	产成品 库存 (0.03)	采购量	进口	出厂价 格	原材料购 进价格	原材料 库存	从业人 员	供货商配 送时间	生产经营 活动预期	
与PMI相关系数		1	0.97	0.98	0.78	0.85		0.97	0.85	0.39	0.47	0.80	0.89	0.55	0.59	
环比 (PMI原 值)	2023年11月	49.40	50.70	49.40	46.30	44.40	48.20	49.60	47.30	48.20	50.70	48.00	48.10	50.30	55.80	
	2023年10月	49.50	50.90	49.50	46.80	44.20	48.50	49.80	47.50	47.70	52.60	48.20	48.00	50.20	55.60	
	2023年9月	50.20	52.70	50.50	47.80	45.30	46.70	50.70	47.60	53.50	59.40	48.50	48.10	50.80	55.50	
	2023年8月	49.70	51.90	50.20	46.70	45.90	47.20	50.50	48.90	52.00	56.50	48.40	48.00	51.60	55.60	
	2023年7月	49.30	50.20	49.50	46.30	45.40	46.30	49.50	46.80	48.60	52.40	48.20	48.10	50.50	55.10	
	11月较10月		↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↑
	历年11月均值	51.04	53.49	52.01	49.39	45.96	47.49	52.08	48.72	51.23	53.51	47.69	49.03	50.15	54.42	
11月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↑		
非制造业		PMI	新订单	新出口 订单	业务活 动预期	投入品 价格	销售价 格	从业人 员	在手订 单	存货	供应商配 送时间					
与PMI相关系数		1	0.96	0.71	0.85	0.50	0.50	0.83	0.70	0.68	0.83					
环比 (PMI原 值)	2023年11月	50.20	47.20	46.80	59.80	49.80	48.30	46.90	43.00	46.70	51.80					
	2023年10月	50.60	46.70	49.10	58.10	49.70	48.60	46.50	43.10	46.20	52.00					
	2023年9月	51.70	47.80	49.40	58.70	52.50	50.30	46.80	43.30	46.90	51.30					
	2023年8月	51.00	47.50	47.90	58.20	51.70	50.00	46.80	43.70	46.20	52.00					
	2023年7月	51.50	48.10	47.70	59.00	50.80	49.70	46.60	43.80	45.90	51.40					
	11月较10月	↓	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↓	↑	↓					
	历年11月均值	55.49	51.93	50.36	63.15	55.15	50.33	50.93	44.31	47.20	51.55					
11月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓						
建筑业		PMI	新订单	业务活 动预期	投入品 价格	销售价 格	从业人 员	服务业								
与PMI相关系数		1	0.89	0.31	0.35	0.22	0.13	与PMI相关系数								
环比 (PMI原 值)	2023年11月	55	48.6	62.6	53.1	51.3	48.2	2023年11月								
	2023年10月	53.5	49.2	61.4	49.9	50	46.4	2023年10月								
	2023年9月	56.2	50	61.8	54.7	51.5	46.3	2023年9月								
	2023年8月	53.8	48.5	60.3	48.4	50.4	44.7	2023年8月								
	2023年7月	51.2	46.3	60.5	50.7	52	45.2	2023年7月								
	11月较10月	↑	↓	↑	↑	↑	↑	11月较10月								
	历年11月均值	59.54	53.16	53.20	62.63	55.58	52.41	历年11月均值								
11月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓	11月较历史均 值									

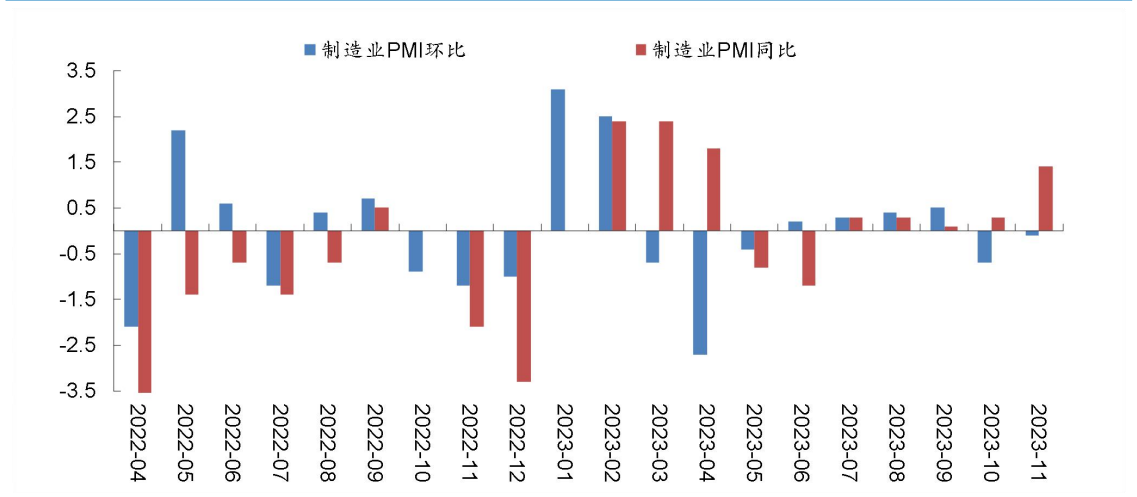
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: PMI——分大、中、小型企业

PMI	制造业	生产	新订单	进口	新出口订 单	原材料库 存	生产经营 活动预期	在手订 单	产成品库 存	采购量	主要原材 料购进价 格	出厂价格	从业人员	供货商配 送时间	
大型企业	2023年11月	50.5	52.1	51.1	47.9	48.1	48.5	57	45.6	49.5	51.9	50.3	49.2	49.3	50.3
	2023年10月	50.7	53.1	50.8	47.8	47.9	49.6	56.7	45.1	49.6	51.6	53.7	47.6	48.8	49.9
	2023年09月	51.6	54.4	52.7	48.7	48.6	49.9	56.8	46.7	47	52.1	61	55.1	49.4	51
	2023年08月	50.8	53.7	51.6	50.6	48.6	49	57.1	47.7	47.5	53	57.3	52.5	48.9	51.9
	2023年07月	50.3	52	51.4	46.8	46.4	47.8	55.9	47.4	46.8	51.7	53.5	50	48.7	50.7
中型企业	2023年11月	48.8	50.5	48.8	46.2	45	46.9	56.3	43.6	47.8	47.4	50.6	47.3	46.7	50.1
	2023年10月	48.7	49	48.9	46.8	44.3	48.3	55.4	44.2	48.1	48.9	51.2	48.8	47.4	50.3
	2023年09月	49.6	52.4	49.7	45.1	47.2	47.8	55.4	44.9	46.9	50.9	58.2	53.9	47.2	51.1
	2023年08月	49.6	51.6	50.3	46.1	43.7	48.7	56.3	45.7	47.6	49.7	56.3	51.8	47.5	51.4
	2023年07月	49	49.5	49.4	46.6	47.5	49	54.4	43.3	46.6	48.5	51.4	47.1	47.4	50.3
小型企业	2023年11月	47.8	48.2	46.7	46.4	40.9	48.3	52.7	42.9	46	47.9	51.8	47	47.5	50.6
	2023年10月	47.9	48.8	47.8	47.2	47.8	45.1	53.7	42.2	46.8	47.3	52.1	46.5	47	50.7
	2023年09月	48	49.6	47.1	46.6	45.6	46.5	53.1	42.9	45.9	47.6	57.7	50.2	46.7	50
	2023年08月	47.7	48.6	47.5	45	45.2	46.7	51.6	42.6	46.1	46.6	55.2	50.2	46.9	51.3
	2023年07月	47.4	47.4	45.8	47.4	42.8	48	54.3	44	44.9	46.5	51.6	47.2	47.9	50.2

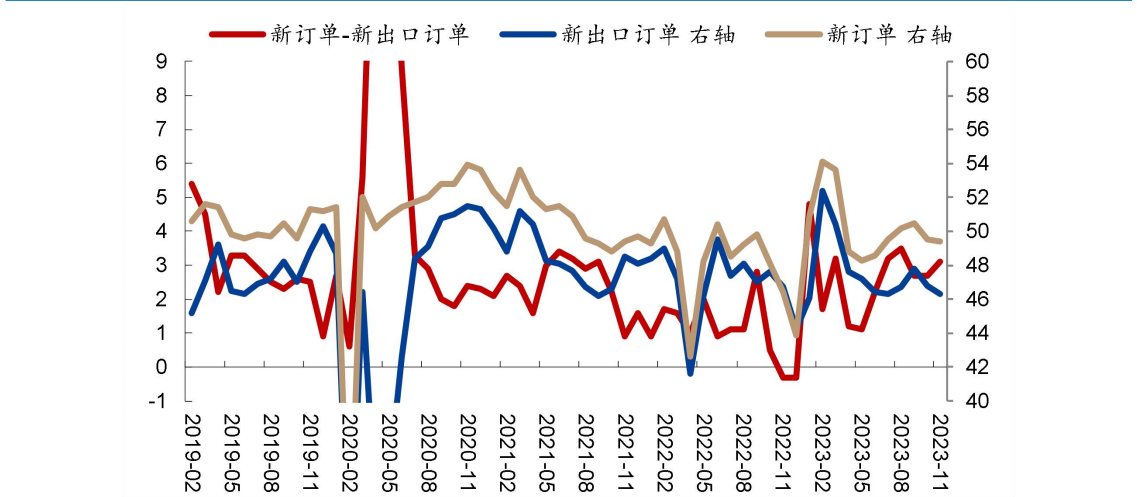
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3: 11 月制造业 PMI 环比收缩幅度符合季节性 (单位: pct)



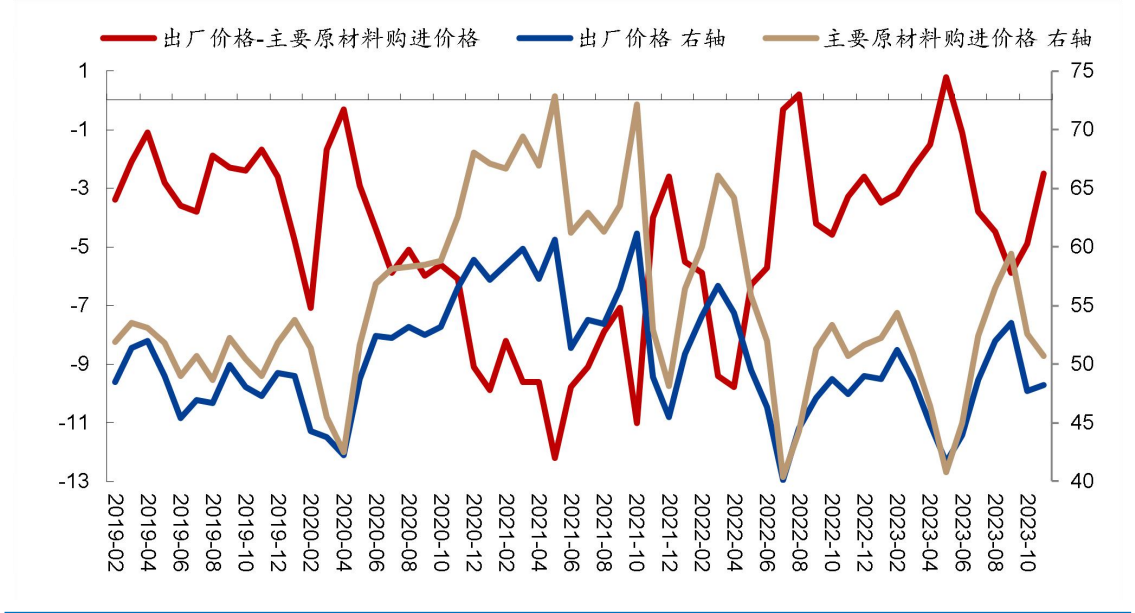
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 11 月制造业出口景气度继续回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 制造业价格指数



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，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