



Research and
Development Center

加大政策刺激的必要性增强 ——11月 PMI 点评

2023年11月30日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

加大政策刺激的必要性增强——11月PMI点评

2023年11月30日

- **高耗能行业市场需求不足拖累制造业景气度。**11月制造业PMI为49.4%，市场预期49.7%；非制造业PMI为50.2%，市场预期50.9%；综合PMI为50.4%，前值50.7%，制造业在收缩区间连续震荡。从结构看，高耗能行业PMI为47.3%，高技术制造业PMI为51.2%，装备制造业PMI为51.6%，可见高耗能行业的低景气度拖累了整个工业部门。且部分工业部门的过剩产能在今年市场需求不足下难被消化，进而也影响企业生产动能，也是今年4月以来制造业PMI在荣枯线附近震荡波动的大背景。
- **政府投资为建筑业高景气水平提供有力支撑。**11月建筑业PMI为55%，维持加快扩张的节奏。我们测算，10月和11月地方政府专项债有超过1200亿对建筑业的资金支持。今年7月以来，也有1万亿以上的专项债资金投向了建筑领域，占发行规模80%左右（65%左右投向了基建，15%左右投向了保障性安居工程），作为重大基建项目的资本金也有近900亿元。基建开工率方面四季度也维持在接近40%的水平。虽然今年用于项目建设的专项债发行已近尾声，但前期所筹资金仍会不断形成实物工作量，作为项目资本金部分更能源源不断地撬动社会投资。
- **11月服务业景气下滑至收缩区间。**统计局指出，与居民出行消费密切相关的服务业在11月呈现高位回调。我们认为，虽有环比上的高基数效应，但当前经济下行压力较大，服务业虽然比制造业表现更好，但也谈不上繁荣的程度。今年3月以来，服务业景气水平呈现持续回落，仅9月偶有抬升，表明居民的消费信心还待恢复。
- **在新动能尚未取代旧动能的阶段，未来政策有待继续加大刺激。**从凯恩斯主义出发，需求不足时期政府要加大刺激，财政政策要加码发力，货币政策要降准降息。现阶段，制造业需求不足，地产投资低迷，我国宏观增量政策还有待继续提档发力。在我们看来，关键时点需要多发力，并注重货币政策、财政政策和产业政策的协调配合。同时我们认为，在经历高速、中速、中低速的经济增长后，我国经济短期内尚缺乏足够的新动能去拉动经济增长。目前看，“三大工程”、新基建、数字经济、人工智能等边际动能尚未完全发力，且部分相关行业存在来自国际的技术封锁。简而言之，我们认为在新动能尚未取代旧动能的阶段，持续不断的加大刺激有利于经济实现平稳过渡。

风险因素：万亿国债效果不及预期，未来降息降准不及预期

目录

一、高耗能行业拖累制造业景气度	3
二、建筑业扩张加快，服务业景气回落	5
三、后续还要加大刺激	7
风险因素	7

图目录

图 1：今年 4 月以来制造业 PMI 在荣枯线附近波动	3
图 2：11 月制造业产需回落	3
图 3：11 月高炉开工率震荡回落	4
图 4：中小型企业发展比较艰难	4
图 5：11 月建筑业加快扩张，服务业景气回落	5
图 6：四季度开工率保持稳定	6

表目录

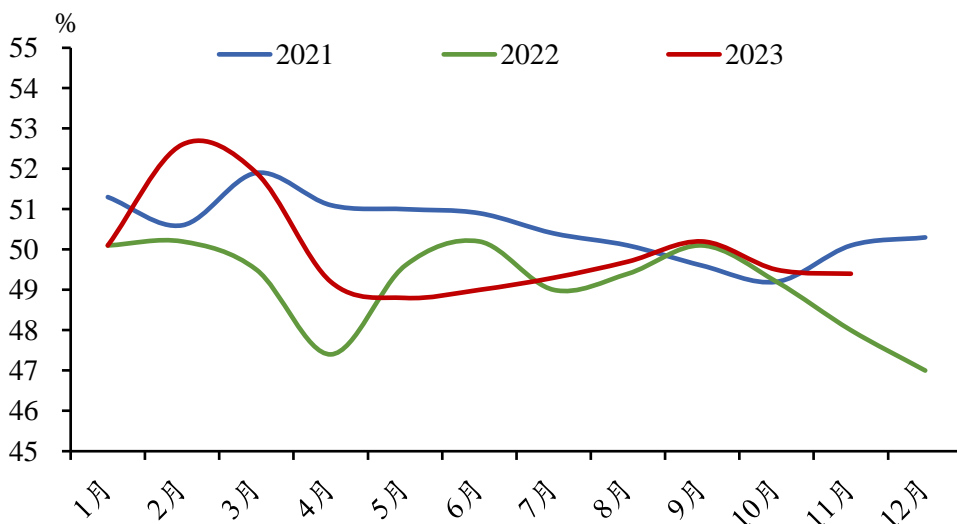
表 1：2023 年 1-11 月新增专项债投向（亿元）	5
表 2：2023 年 1-11 月新增专项债用作重大项目资本金投向	6

11月30号国家统计局数据显示：11月制造业PMI为49.4%，前值49.5%，市场预期49.7%；非制造业商务活动指数为50.2%，前值50.6%，市场预期50.9%；综合PMI为50.4%，前值50.7%。景气值都有回落，制造业在收缩区间连续震荡。

一、高耗能行业拖累制造业景气度

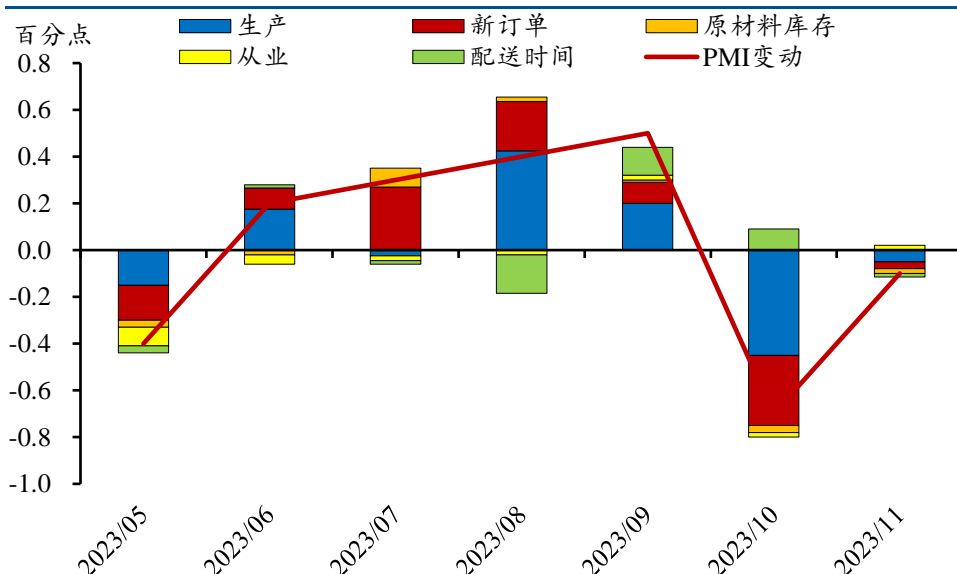
从结构看，11月制造业PMI和上月基本持平，连续处于收缩区间是被高耗能行业的低景气拖累。国家统计局指出，“从重点行业看，高技术制造业PMI为51.2%，比上月上升2.0个百分点，重返扩张区间；装备制造业PMI为51.6%，比上月上升0.9个百分点，行业扩张有所加快。高耗能行业PMI为47.3%，景气水平有所回落”。在10月，统计局也提到了“纺织、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业中反映市场需求不足的企业占比均超过六成”。从分项看，生产指数50.7%，前值50.9%，制造业生产步伐继续放缓；新订单指数49.4%，前值49.5%，需求继续回落。我们认为，部分工业部门存在的产能过剩，过剩产能在今年市场需求不足下难被消化，进而也影响企业生产动能，是今年4月以来制造业PMI在荣枯线附近震荡波动的大背景。

图1：今年4月以来制造业PMI在荣枯线附近波动

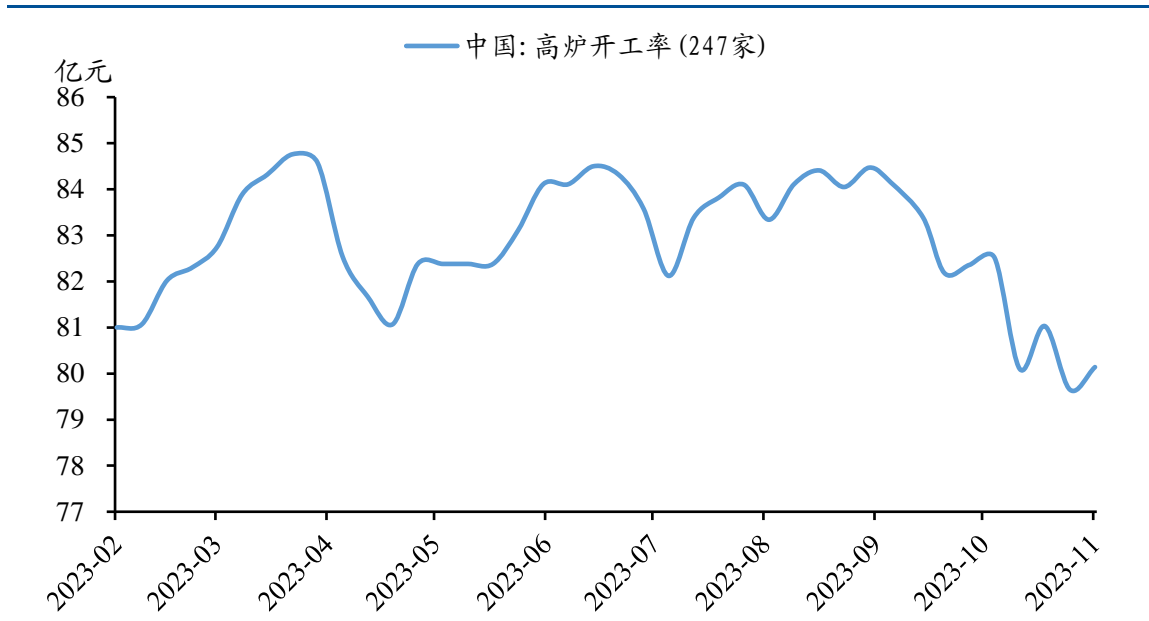


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图2：11月制造业产需回落

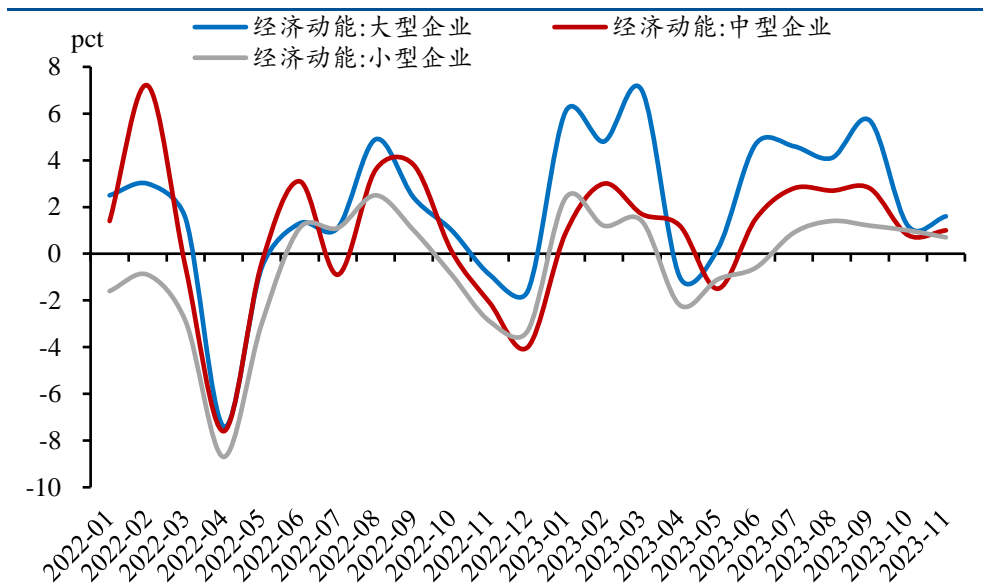


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：11 月高炉开工率震荡回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

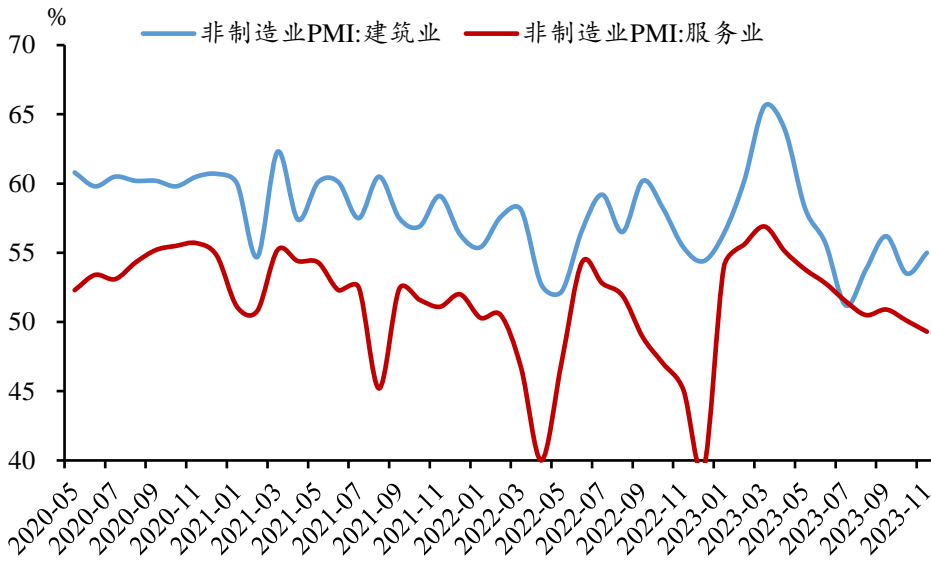
中小型企业处境持续艰难。11月大、中、小型企业PMI分别为50.5%、48.8%和47.8%。自4月份以来，中小型企业景气度已连续8个月处于收缩区间，与此相反，大型企业已连续7个月处于景气扩张区间。以中小型企业为主体的民营经济的恢复程度还比较缓慢。今年7月，国家发布了《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》，显示出政策面对壮大民营企业的重视。

图 4：中小型企业发展比较艰难


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、建筑业扩张加快，服务业景气回落

图 5：11 月建筑业加快扩张，服务业景气回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

11 月建筑业 PMI 为 55%。80%左右的新增专项债资金投向了建筑相关的基建和保障性安居工程领域，10 月和 11 月也有超过 1200 亿的资金支持。据我们统计，今年 7 月以来，已有 1 万亿以上的专项债资金投向了建筑领域，占发行规模 80%左右（65%左右投向了基建，15%左右投向了保障性安居工程），作为项目资本金也有近 900 亿元。开工率方面四季度也维持在接近 40%的水平。虽然今年用于项目建设的专项债发行已近尾声，但所筹资金仍会不断形成实物工作量，作为项目资本金部分更能源源不断撬动社会投资。

表 1：2023 年 1-11 月新增专项债投向（亿元）

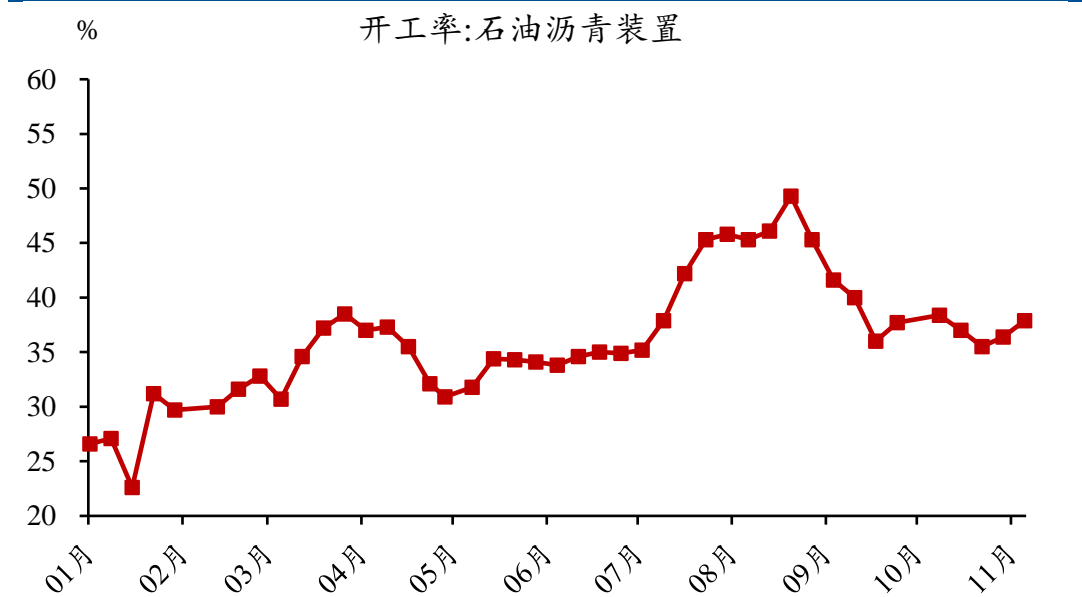
2023年	市政及产业园区基础设施	新型基础设施建设	交通基础设施	社会事业	保障性安居工程	农林水利	生态环保	能源	城乡冷链物流基础设施	支持中小银行发展	合计
1月	1740.01	56.29	808.65	800.41	784.04	424.07	145.54	53.16	98.67	0	4910.84
2月	1122.31	63.86	485.33	723.22	469.48	263.77	108.06	19.76	61.74	40	3357.53
3月	1179.11	56.23	1327.20	761.22	860.53	290.84	180.65	21.65	94.23	300	5071.66
4月	712.61	17.92	466.84	330.71	168.25	205.23	71.21	13.23	57.60	604	2647.60
5月	919.05	17.71	437.37	346.28	290.60	242.01	107.13	18.78	31.62	344	2754.55
6月	1699.29	44.62	647.29	529.91	637.06	263.37	120.10	21.12	75.29	0	4038.05
7月	712.07	33.26	268.71	336.75	245.01	143.65	60.87	24.06	53.51	85	1962.89
8月	2287.27	102.35	928.83	948.04	548.01	510.53	232.09	39.40	165.01	150	5911.53
9月	1160.93	43.72	653.57	624.86	520.89	337.65	132.31	16.18	65.23	0	3555.34
10月	194.84	11.80	196.00	112.47	74.38	55.24	16.83	2.63	25.78	67	756.97
11月	24.06	18.02	39.15	19.62	559.57	24.95	0.17	0.31	8.29	282	976.14
合计	11751.55	465.78	6258.93	5533.49	5157.82	2761.31	1174.96	230.28	736.96	1872	35943.09

数据来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

表 2: 2023 年 1-11 月新增专项债用作重大项目资本金投向

月份	铁路	收费公路	干线机场	内河航电 枢纽和港口	城市停车场	天然气管 网和储气 设施	城乡电网	水利	城镇污水 垃圾处理	供水	国家级产 业园区	新能源	煤炭储备 设施	合计
1月	279.75	50.29	0.00	0.30	3.24	0.00	0.00	24.61	11.58	9.71	9.29	0.30	0.00	389.07
2月	137.86	46.47	10.00	0.00	3.53	1.60	0.50	14.91	2.20	1.51	7.50	0.05	0.20	226.34
3月	261.48	225.50	125.38	9.22	7.91	0.60	0.20	13.75	9.89	9.16	2.00	1.15	0.00	666.24
4月	163.55	12.60	26.10	0.30	2.51	0.00	0.09	1.80	7.23	0.86	6.50	0.74	0.00	222.28
5月	173.81	15.11	74.26	5.47	0.51	0.00	0.00	4.08	13.68	1.54	27.70	0.00	0.00	316.16
6月	133.15	53.28	17.37	0.56	6.34	0.00	0.00	25.45	6.00	8.43	22.90	3.33	0.00	276.80
7月	56.74	7.70	0.00	0.10	0.35	0.36	1.28	7.53	4.63	2.23	1.00	0.00	0.00	81.92
8月	257.50	17.28	87.46	1.27	2.10	4.54	0.30	29.57	5.77	7.28	13.40	13.58	2.40	442.45
9月	154.36	20.33	4.83	7.80	3.55	2.33	0.00	12.28	1.20	0.08	13.50	0.00	0.00	220.26
10月	24.75	33.48	4.02	0.00	2.50	0.00	0.10	2.32	0.70	7.70	0.20	0.00	0.00	75.77
11月	33.98	11.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	12.71	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	57.70
合计	1676.94	493.05	349.42	25.02	32.53	9.43	2.47	149.02	62.87	48.49	103.99	19.15	2.60	2974.98

数据来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

图 6: 四季度开工率保持稳定


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

11月服务业景气回落。11月服务业PMI为49.3%，前值50.1%，较上月大幅下滑。统计局指出“从行业看，与居民出行和消费密切相关的服务行业上月受国庆假期带动形成较高基数，本月指数高位回调，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数回落；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55.0%以上较高景气区间，业务总量增长较快”。可见，11月服务业景气下滑主要是居民端的环比回调，有一定基数效应，但我们认为，当前经济下行压力较大，服务业虽然比制造业表现更好，但也谈不上繁荣的程度。今年3月以来，服务业景气水平呈现持续回落，仅9月偶有抬升，表明居民的消费信心还待恢复。

三、后续还要加大刺激

从凯恩斯主义出发，需求不足时期政府要加大刺激，财政政策要加码发力，货币政策要降准降息。现阶段，中国经济略显疲态。展望未来，我国财政还有待继续提档发力，在我们看来，关键时点需要多发力，但是可以多方向发力，注重货币政策、财政政策和产业政策的协调配合。另一方面，我们认为在经历高速、中速、中低速的经济增长后，我国经济短期内尚缺乏足够的新动能去拉动经济增长。目前看，“三大工程”、新基建、数字经济、人工智能等边际动能尚未完全发力，且部分相关行业存在来自国际的技术封锁。简而言之，我们认为在新动能尚未取代旧动能的阶段，持续不断的加大刺激有利于经济实现平稳过渡。

风险因素

万亿国债效果不及预期，未来降息降准不及预期

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究地方债和财政政策。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 : 沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准 20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。