

## 2023年11月PMI数据解读

## 制造业的“寒”与“热”

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号  
S1060522080003  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

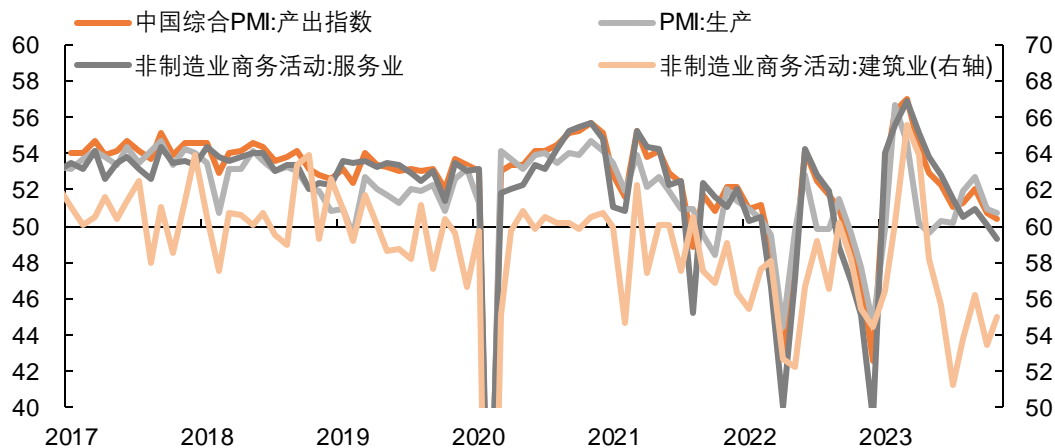


## 平安观点：

- 国家统计局发布 2023 年 11 月中国采购经理指数运行情况。中国综合 PMI 生产指数回落，其中制造业生产扩张放缓，服务业商务活动指数转而收缩，仅建筑业商务活动指数回升。中国经济复苏斜率放缓，需求不足压力显现，其中也有向好因素：一是，制造业成本压力缓解，出厂价格回升，有利于其盈利的改善。二是，制造业、服务业和建筑业企业预期均呈恢复，从业人员指数也有回升，对稳就业有积极有意义。往后看，新动能行业强劲表现有望维持，万亿国债项目推进有助于稳定内需，减缓传统行业产需回落压力。
- 制造业需求不足，生产扩张放缓。11 月制造业 PMI 指数较上月回落 0.1 个点至 49.4，连续两个月处于收缩区间。其中新订单、新出口订单指数分别下滑 0.1 和 0.5 个点，降至 49.4 和 46.3。据中国物流与采购联合会，11 月反映需求不足的企业占比达到 60.6%，较上月上升 0.7 个百分点。需求不足在一定程度上抑制企业生产意愿，制造业生产指数较上月回落 0.2 个点至 50.7。分企业规模看，小型企业经营压力更为突出，景气度自低位较快回落。
- 制造业价格走弱，对“补库存”构成扰动。11 月制造业主要原材料购进价格下滑 1.9 个点；从其与 PPI 环比之间的相关性推断，我们预测 11 月 PPI 环比增速降至-0.2%，对应 PPI 同比从上月-2.6%降至-2.9%。需求趋缓、价格走弱，企业采购和库存管理更趋谨慎，11 月制造业采购量指数、原材料库存指数和产成品库存指数均回落，幅度在 0.2 到 0.3 个点之间。
- 制造业新动能强劲，对冲传统行业回落压力。分行业看：1) 原材料行业是主要拖累，11 月原材料行业 PMI 降至 47.3，其需求收缩、价格回落、生产也有放缓。2) 消费制造行业生产和需求扩张放缓，其中生产指数回落 1.5 个点至 50.9，新订单指数回落 1.7 个点至 50.1，“双十一”促销后降温。3) 装备制造和高技术制造扩张加速，PMI 指数分别较上月提升 0.9 个点和 2 个点，均处扩张区间。装备制造业出口依赖度在两成以上，11 月新订单、新出口订单指数分别提升 1.1 和 2.1 个点，外需较内需更快恢复，带动生产回暖。
- 建筑业景气度提升，房屋建筑拖累减缓。11 月建筑业商务活动指数为 55，较上月提升 1.5 个点；但建筑业新订单指数回落，需求恢复力度有待提升。从结构上看，保交楼提振较强，房屋建筑业、建筑安装装饰及其他建筑业商务活动指数较上月均有明显上升，均在 54% 以上的较高水平。
- 服务业商务活动指数回落，其中存在高基数扰动，需求表现尚可。11 月服务业商务活动指数回落 0.8 个点至 49.3，结束了连续 10 个月的扩张；与居民出行和消费相关的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业均回落，上月受国庆假期带动，基数较高。服务业需求表现尚可，新订单指数边际修复，较上月提升 0.7 个点至 46.9。此外，以服务业销售价格和投入品价格与 CPI 服务的相关性推断，11 月服务价格对 CPI 的拉动可能减弱。

国家统计局发布数据显示，2023年11月中国综合PMI产出指数较上月回落0.3个点至50.4，其中制造业生产扩张放缓，服务业商务活动指数转而收缩，仅建筑业商务活动指数回升。

图表1 2023年11月中国综合PMI产出指数回落



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 一、制造业需求不足

2023年11月制造业PMI指数较上月回落0.1个点至49.4，连续两个月处于收缩区间。结构上呈现以下特征：

**第一，制造业需求收缩，生产放缓。**11月制造业新订单、新出口订单指数分别下滑0.1和0.5个点，降至49.4和46.3。据中国物流与采购联合会，11月反映需求不足的企业占比达到60.6%，较上月上升0.7个百分点。需求不足在一定程度上抑制企业生产意愿，11月制造业生产指数较上月回落0.2个点至50.7，处2012年以来的14%分位。

**第二，制造业价格走弱，对“补库存”构成扰动。**11月制造业主要原材料购进价格下滑1.9个点。从其与PPI环比之间的相关性推断，我们预测11月PPI环比增速降至-0.2%，对应PPI同比从上月-2.6%降至-2.9%，连续两个月下行。需求趋缓、价格走弱背景下，企业采购和库存管理更趋谨慎，11月制造业采购量指数、原材料库存指数和产成品库存指数均回落，幅度在0.2到0.3个点之间。

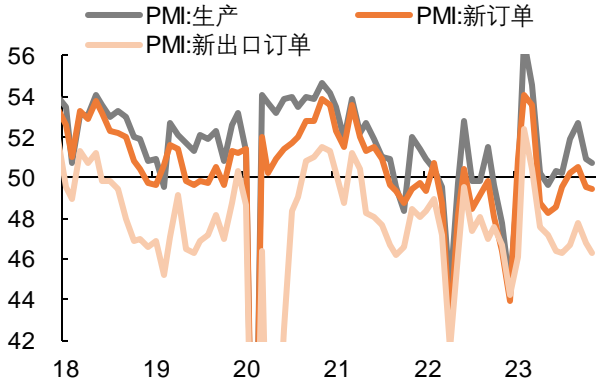
**第三，分重点行业看，新动能对冲传统行业回落压力。**1) 原材料行业是制造业PMI回落的主要拖累，其需求收缩、价格回落、生产放缓。据物流与采购联合会，11月原材料行业PMI降至47.3，其中生产指数回落1.1个点至47.5，购进价格指数较上月下降6个点，新订单、新出口订单指数分别回落0.7和3.3个百分点至45.7和42.5。2) “双十一”促销季过后，消费制造行业景气度也有下行。11月消费制造业生产指数回落1.5个点至50.9，新订单指数回落1.7个点至50.1，扩张速度均放缓。3) 装备制造和高技术制造业扩张加速。11月装备制造和高技术制造业PMI指数分别为51.6和51.2，分别较上月提升0.9个点和2个点。装备制造业出口依赖度在两成以上，内外需恢复带动其生产回暖，11月其生产、新订单、新出口订单指数分别提升1.2、1.1和2.1个点，至54.2、53.3和48.7。装备制造业生产已连续10个月运行在扩张区间，是支撑制造业生产连续6个月保持增长势头的主要因素。

**第四，小型企业经营压力更为突出，景气度自低位进一步回落。**11月小型企业PMI回落至47.8，读数继续低于大中型企业。从生产端看，11月大中型企业生产均处扩张区间，而小型企业生产指数回落0.6个点至48.2。从需求端看，11月小型企业新订单下滑1.1个点，新出口订单更是下滑6.9个点，而大中型企业新出口订单均有回升。

**第五，制造业产需虽有回落，其中也有向好因素。**1) 成本压力缓解，出厂价格回升。据物流与采购联合会解读，反映原材料成本高的企业比重为40.2%，较上月下降3.1个百分点，连续2个月下降。购进价格指数与出厂价格指数间的差值收窄到

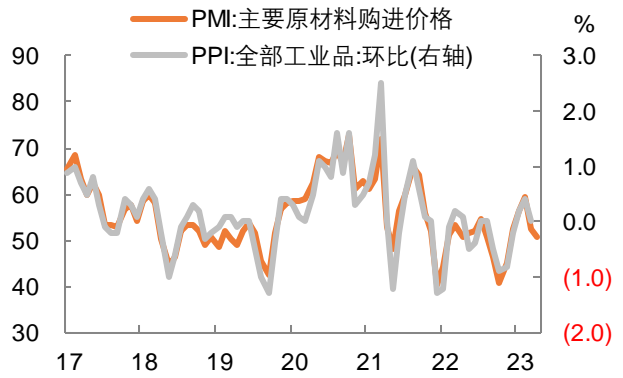
2.5个百分点，为今年下半年来最低水平。**2) 企业预期恢复，对稳就业有积极有意义。**10月制造业生产经营活动预期指数回升0.2个点至55.8，连续两个月恢复。同时，PMI从业人员指数微升至48.1，就业形势略有改善。

图表2 2023年11月制造业需求收缩，生产放缓



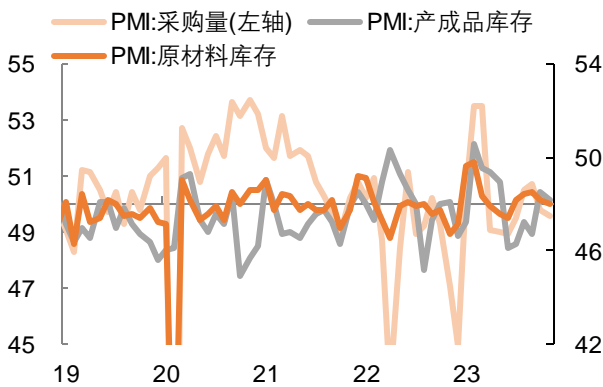
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2023年11月制造业原材料购进价格指数回落



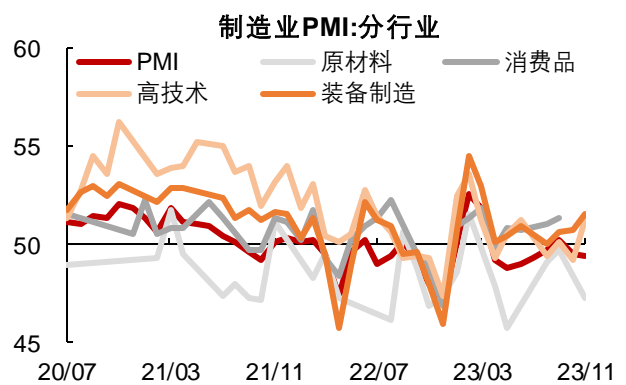
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 2023年11月制造业原材料和产成品库存回落



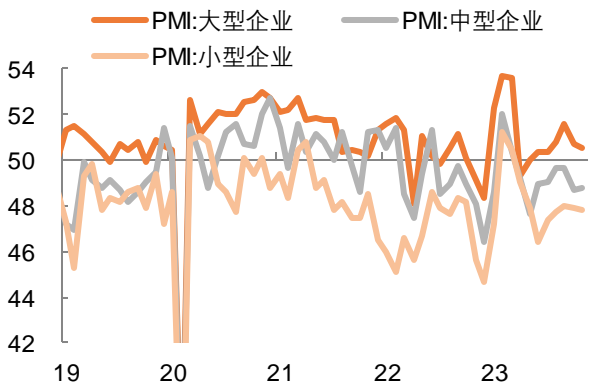
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2023年11月装备制造和高技术制造业 PMI 回升



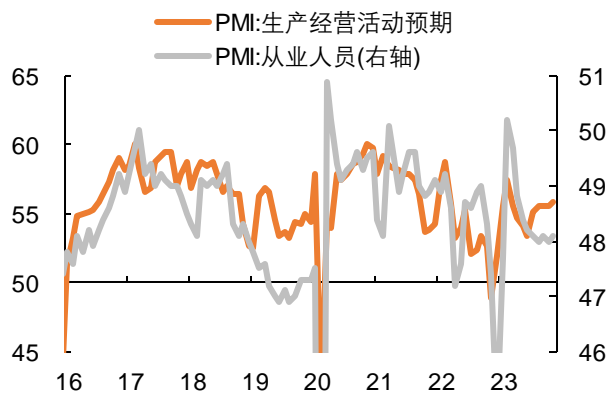
资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所; 注: 部分月份未公布

图表6 2023年11月制造业小型企业 PMI 自低位回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2023年11月制造业预期呈现改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

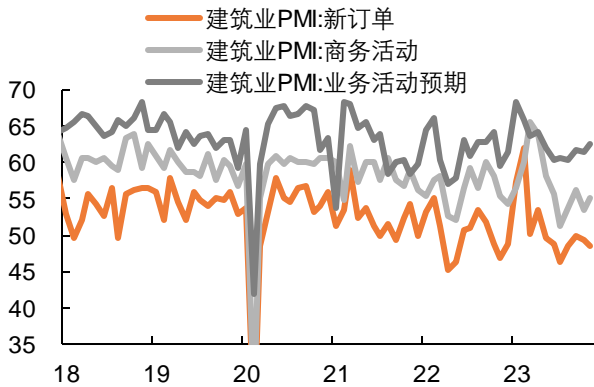
## 二、 建筑施工活动提速

**建筑业景气度提升，房屋建筑拖累减缓。**11月建筑业商务活动指数为55，较上月提升1.5个点，处2012年以来的6.3%分位；但建筑业新订单指数回落0.6个点至48.6，需求恢复力度有待提升。从结构上看，保交楼推进对11月建筑施工活动的提振较强，房屋建筑业、建筑安装装饰及其他建筑业商务活动指数较上月均有明显上升，均在54%以上的较高水平。

**服务业商务活动指数回落，其中存在高基数扰动，需求表现尚可。**11月服务业商务活动指数回落0.8个点至49.3，结束了连续10个月的扩张态势，处2012年以来6.3%分位。据国家统计局解读，与居民出行和消费相关的铁路运输、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，受国庆假期带动形成10月的较高基数，11月自高位回调。服务业需求表现尚可，新订单指数边际修复，较上月提升0.7个点至46.9。此外，服务业销售价格和投入品价格与CPI服务分项存在一定相关性，二者均呈回落，表明服务价格对CPI的拉动可能减弱。

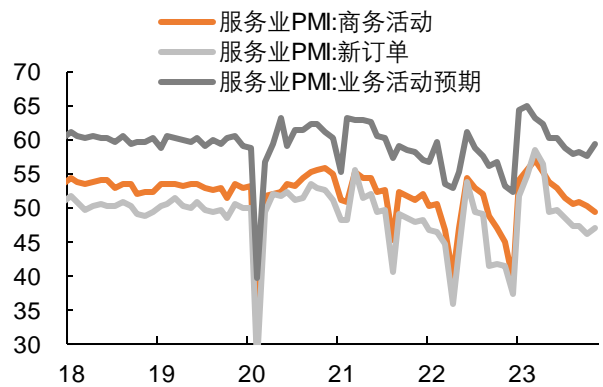
**值得关注的是，建筑业和服务业的业务活动预期指数均有回升，分别为较上月提升1.2和1.8个点，至62.6和59.3；就业同步好转，建筑业和服务业从业人员指数分别回升1.8和0.2个点。**

图表8 2023年11月建筑业商务活动指数回升



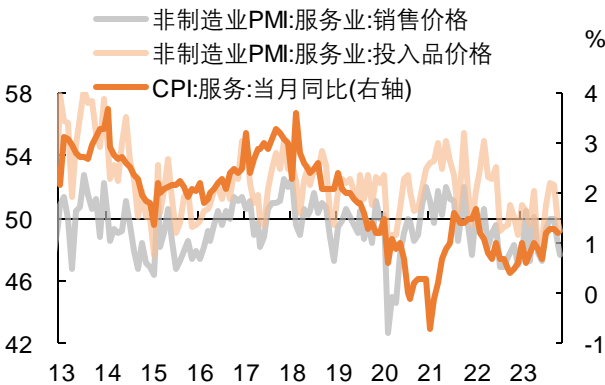
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 2023年11月服务业商务活动指数回落



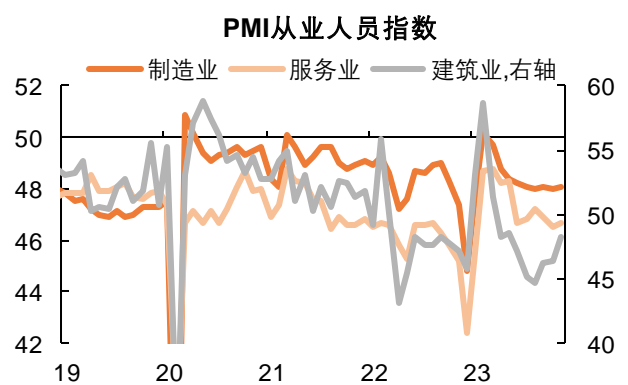
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 2023年11月服务业销售价格和投入价格回落



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 2023年11月三大产业从业人员指数均回升



资料来源: wind, 平安证券研究所

**风险提示：**稳增长政策落地效果不及预期，地缘政治冲突升级，海外经济衰退程度超预期等。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层