

## 需求不足影响较大，11月制造业 PMI 指数延续下行

—— 2023年11月 PMI 数据点评

王青 闫骏 冯琳

**事件：**根据国家统计局公布的数据，2023年11月，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，低于上月的49.5%；11月，非制造业商务活动指数为50.2%，低于上月的50.6%。

### 11月 PMI 数据要点解读如下：

整体上看，受季节性因素等影响，10月制造业 PMI 指数降至收缩区间；市场普遍预期，11月该指标将有所反弹，但具体读数进一步降至49.4%，较上月下行0.1个百分点，其中需求不足是主要原因。

具体来看，11月制造业 PMI 指数连续两个月运行在收缩区间，并未出现市场广泛预期中的回升，主要原因是市场需求不足。数据显示，11月新订单指数为49.4%，较上月下滑0.1个百分点；中国物流信息中心称，反映需求不足的企业占比达到60.55%，较上月上升0.7个百分点，在连续3个月运行在60%以下后再次回到60%以上。在市场需求连续两个月环比收缩带动下，11月生产指数也下行0.2个百分点，至50.7%，但仍连续六个月处于荣枯平衡线之上。这也意味着当前宏观经济“供需需弱”特征明显，在很大程度上解释了近期物价水平明显偏低的一个重要原因。

我们分析，当前制造业需求不足的一个重要原因是居民商品消费偏弱，背后除了三年疫情带来的“疤痕效应”外，今年以来经济复苏过程比较曲折，对居民收入增速有一定影响，而楼市持续调整则对居民消费信心形成一定冲击。当前消费需求偏弱，物价水平偏低，意味着年底前政策面促消费空间较大，这包括较大规模发放消费券和消费补贴等。

其他市场比较关注的分项指数方面，11月制造业 PMI 中的两个价格指数“一升一降”，其中出厂价格指数在收缩区间反弹，而主要原材料购进价格指数则回落至平衡线附近。这与近期国际原油等大宗商品价格下行相印证，显示近期制造业企业价格压力明显缓解，有利于巩固制造业利润回升势头。

不过，11月小型企业 PMI 指数回落0.1个百分点至47.8%，继续处于明显偏低水平，其中，小型企业的新订单指数为46.7%，较上月大幅下降1.1个百分点。我们分析，小型企业更多接近市场终端，消费需求不足对其影响最大。由于小型企业是吸纳城镇就业的主力军，预计未来一段时间稳增长政策将进一步向提振居民消费、定向支持小微企业倾斜。

11月制造业PMI指数的亮点主要有两个：一是企业生产经营活动预期指数为55.8%，较上月上升0.2个百分点，继续位于较高景气区间，显示在经济整体处于复苏过程中，而且宏观政策持续朝着稳增长方向用力的背景下，制造业企业对未来预期较为稳定。二是新动能增长较快。其中，11月装备制造业生产指数为54.2%，较上月上升1.2个百分点；高技术制造业生产指数为52.3%，较上月上升3.8个百分点。以上显示，尽管近期经济复苏较为曲折，但经济转型升级过程仍在持续。

11月服务业PMI指数为49.3%，低于上月0.8个百分点，今年以来首次进入收缩区间，一个主要受是受假期效应消退等季节性波动影响。受前期基数较高影响，近期服务业PMI持续下行符合预期。由于服务业PMI属环比指标，近期持续下行不会改变服务业同比保持高增的态势，年底前服务业将继续在经济复苏过程中发挥主力军作用。

11月建筑业商务活动指数为55.0%，较上月回升1.5个百分点，继续处于较高扩张区间，主要受当月房屋建筑业和建筑装饰业商务活动指数较上月均有明显上升带动，背后是临近年末，保交楼活动升温。

整体上看，11月制造业PMI在收缩区间进一步下行，非制造业PMI也出现较大幅度下滑，综合PMI产出指数比上个月回落0.3个百分点，降至50.4%。这显示进入四季度以来，在宏观经济整体上保持扩张过程中，复苏动能再度出现弱化迹象，与四季度财政政策集中发力的背景不相吻合。这表明在当前居民消费信心偏弱、房地产行业持续处于调整阶段的背景下，经济修复基础还不牢固。我们判断，年底前稳增长政策需要加大执行力度，其中是重大项目投资要加快形成实物工作量，稳楼市措施也会进一步加码。

展望未来，居民消费存在一定内在修复动力，宏观政策也正在向稳增长方向继续用力，这包括加发1万亿国债、特殊再融资债券大规模发行，以及信贷有望持续处于较高水平等。这将有效对冲房地产行业低迷带来的影响，推动制造业及宏观经济景气水平回升。后期影响制造业PMI指数的主要不确定因素有三个：首先是房地产支持政策持续发力前景下，楼市能否较快企稳回暖。这是当前宏观经济牵一发动全身的关键点，也是决定制造业景气水平的关键所在。二是近期财政政策稳增长显著加力后，年底前基建投资能否较快形成实物工作量；三是居民消费、特别是旅游出行等服务消费能否保持较快修复势头。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。