



2023年11月PMI点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

需求仍待政策呵护

事件：

11月30日，国家统计局公布11月PMI指数，制造业PMI为49.4、前值49.5；非制造业PMI为50.2，前值50.6。

PMI弱于季节性表现，需求仍需巩固

制造业PMI小幅下滑，弱于季节性表现。11月，制造业PMI为49.5%、较10月小幅回落0.1个百分点，弱于0.2个百分点的历史平均涨幅。其中，生产、生产经营活动预期延续扩张，分别为50.7%、55.8%。在手订单和从业人员分别较10月上升0.2、0.1个百分点至44.4%、48.1%。新订单、采购量、产成品和原材料库存等均不同程度回落。

外需拖累不减，需求修复的基础不牢。11月，外需对新订单指数拖累较大，新订单和新出口订单指数分别较10月下降0.1、0.5个百分点至49.4%、46.3%。需求偏弱下，采购量指数小幅下降0.2个百分点至49.6%。产成品库存持续去化、下降0.3个百分点至48.2%，在手订单指数低位企稳，上升0.2个百分点至44.4%。

生产支撑有限，工业品价格承压。11月，生产支撑下主要原材料购进价格指数仍处扩张区间，但较10月下降1.9个百分点至50.7%，或指向PPI环比转负。出厂价格指数降幅有所收窄，较10月回升0.5个百分点至48.2%。高频上看，南华工业品指数维持震荡走势、月末再度降至4000点下方，金属指数回调至6500点附近。

中型企业生产修复，小型企业产需回落。11月，大、中、小型企业PMI分别下降0.2、上升0.1、下降0.1个百分点至50.5%、48.8%、47.8%。大型企业生产放缓1个百分点至52.1%，新订单和新出口订单指数边际回升。中型企业外需拖累收窄0.7个百分点至45%，生产指数回升1.5个百分点至50.5%。小型企业产需均有所回落。

建筑业景气扩张，服务业边际转弱

建筑业环比走强，服务业降至荣枯线下方。11月，非制造业PMI下降0.4个百分点至50.2%。其中，建筑业PMI上升1.5个百分点至55%，需求仍短暂承压、新订单指数回落0.6个百分点至48.6%，业务活动预期和从业人员指数均有回升。服务业PMI下滑0.8个百分点至49.3%，主要是销售价格拖累。

建筑业景气扩张，或主要源自政策支持。一方面，“保交楼”等政策支持下，今年以来地产竣工回暖。进入11月，玻璃产销延续良好表现。另一方面，万亿国债增发、“三大工程”等政策加速布局下，建筑业活动预期指数上升1.2个百分点至62.6%，带动从业人员指数显著回升1.8个百分点至48.2%。

服务业景气回落，主要受价格拖累。11月，服务业新订单、从业人员指数边际上升0.7、0.2个百分点至46.9%、46.7%。投入品、销售价格指数则分别下降0.5、0.6个百分点至49.2%、47.7%，是主要拖累因素。今年以来接触性消费行业经营形势恢复，全国迁徙规模维持高位，市场主体信心较强，业务活动预期指数扩张1.8个百分点至59.3%。

11月PMI弱于季节性，需求仍待政策呵护。11月PMI低于预期，市场对于经济形势的分歧或再度加大。中期来看，不必对经济前景过于悲观。万亿国债增发、地产“三大工程”等政策加速布局，对于经济的支撑效果有望逐步显现。10月广义财政支出加速，政策发力已初现端倪。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、PMI 弱于季节性表现，需求仍需巩固	3
2、建筑业景气扩张，服务业边际转弱.....	5
风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 11 月，制造业 PMI 弱于季节性表现.....	3
图表 2： 11 月，PMI 主要分项多边际回落.....	3
图表 3： 11 月，外需拖累新订单指数下滑.....	3
图表 4： 11 月，采购量指数边际回落.....	3
图表 5： 11 月，在手订单指数低位企稳.....	4
图表 6： 11 月，原材料库存下降.....	4
图表 7： 11 月，原材料购进价格回落.....	4
图表 8： 11 月，PPI 环比或再度转负.....	4
图表 9： 2022 年 11 月 PPI 环比小幅上涨.....	4
图表 10： 11 月中下旬，工业品价格震荡走弱.....	4
图表 11： 11 月，中型企业 PMI 回升.....	5
图表 12： 11 月，中型企业生产修复.....	5
图表 13： 11 月，非制造业 PMI 下滑.....	5
图表 14： 11 月，建筑业 PMI 扩张、服务业 PMI 收缩.....	5
图表 15： 11 月，建筑业从业人员指数显著回升.....	6
图表 16： 今年以来地产竣工明显回暖.....	6
图表 17： 11 月，玻璃生产形势较好.....	6
图表 18： 11 月，玻璃表观消费好于往年同期.....	6
图表 19： 11 月，服务业新订单、从业人员指数回升.....	6
图表 20： 11 月，服务业业务活动预期进一步提升.....	6
图表 21： 11 月，服务业销售价格指数下滑.....	7
图表 22： 11 月，全国迁徙规模指数强于季节性水平.....	7

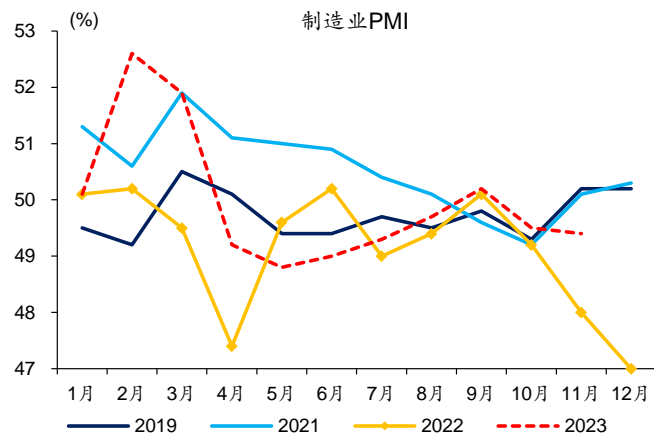


11月30日，国家统计局公布11月PMI指数，制造业PMI为49.4、前值49.5、预期49.7；非制造业PMI为50.2、前值50.6、预期50.9。

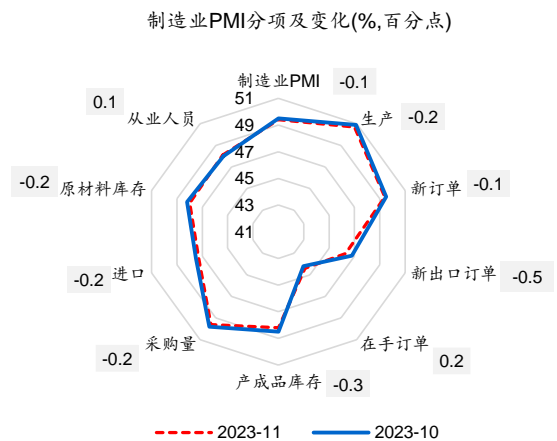
1、PMI 弱于季节性表现，需求仍需巩固

制造业PMI小幅下滑，弱于季节性表现。11月，制造业PMI录得49.5%，较10月小幅回落0.1个百分点。2017年以来11月制造业PMI多为边际上升，平均涨幅为0.2个百分点，其中仅2022年边际降幅较大、为1.2个百分点。主要分项中，生产、生产经营活动预期仍位于扩张区间，分别为50.7%、55.8%。在手订单和从业人员分别较10月上升0.2、0.1个百分点至44.4%、48.1%。新订单、采购量、产成品和原材料库存等均有不同程度回落。

图表1：11月，制造业PMI弱于季节性表现



图表2：11月，PMI主要分项多边际回落

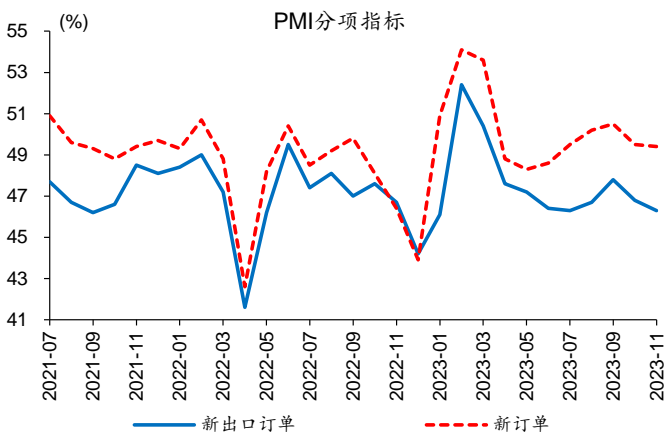


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

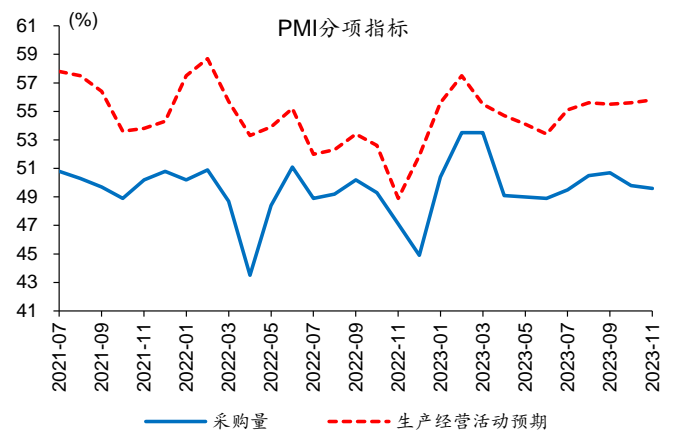
外需拖累不减，需求修复的基础不牢。11月，外需对新订单指数拖累更大，新订单和新出口订单指数分别较10月下降0.1、0.5个百分点至49.4%、46.3%，进口指数反映的内需不佳、下滑0.2个百分点至47.3%。需求偏弱下，采购量指数小幅下降0.2个百分点至49.6%。企业生产经营预期环比扩张，上升0.2个百分点至55.8%。产成品库存持续去化、下降0.3个百分点至48.2%，在手订单指数低位企稳，上升0.2个百分点至44.4%。

图表3：11月，外需拖累新订单指数下滑



来源：Wind、国金证券研究所

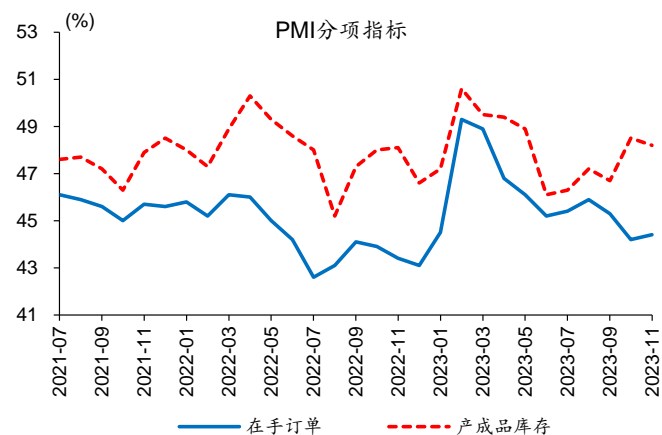
图表4：11月，采购量指数边际回落



来源：Wind、国金证券研究所

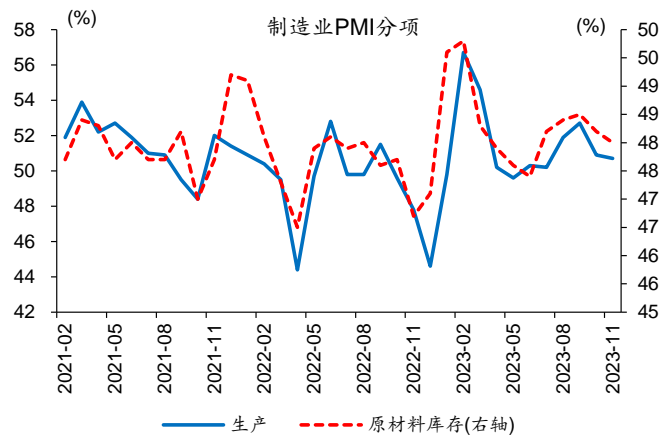


图表5: 11月, 在手订单指数低位企稳



来源: Wind、国金证券研究所

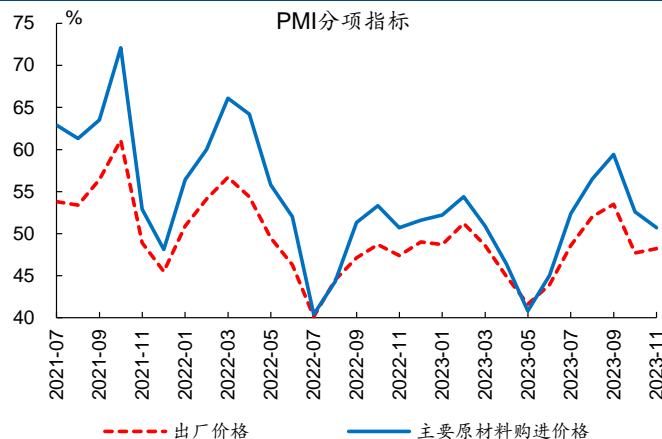
图表6: 11月, 原材料库存下降



来源: Wind、国金证券研究所

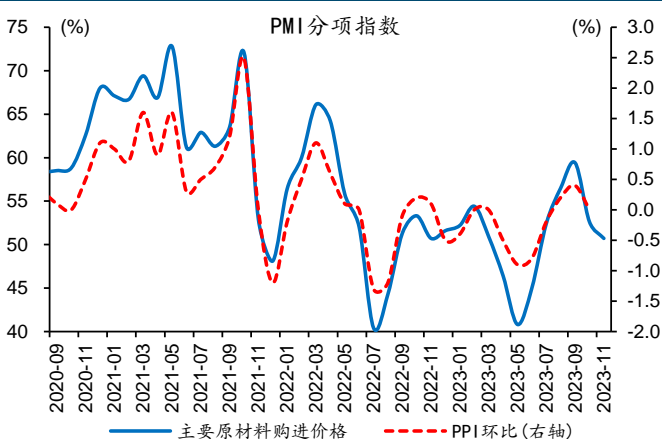
生产支撑有限, 工业品价格承压。11月, 生产支撑下主要原材料购进价格指数仍处扩张区间, 但较10月下降1.9个百分点至50.7%, 或指向PPI环比转负。去年11月PPI小幅回暖、当月环比0.1%, 受基数影响, 今年11月PPI同比降幅或边际扩大。出厂价格指数处于收缩区间、降幅有所收窄, 较10月回升0.5个百分点至48.2%。高频上看, 南华工业品指数维持震荡走势、月末再度降至4000点下方, 金属指数回调至6500点附近。

图表7: 11月, 原材料购进价格回落



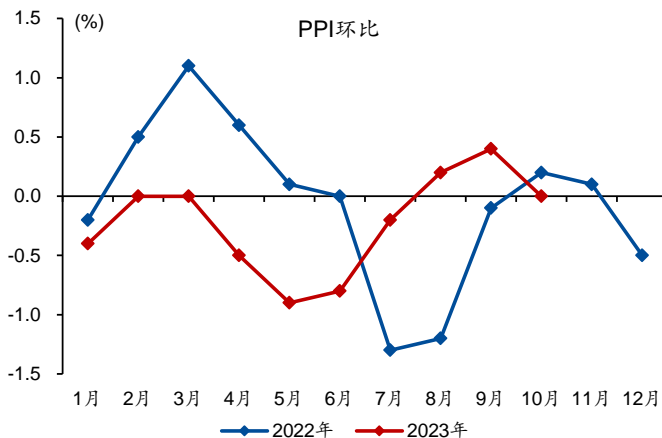
来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 11月, PPI环比或再度转负



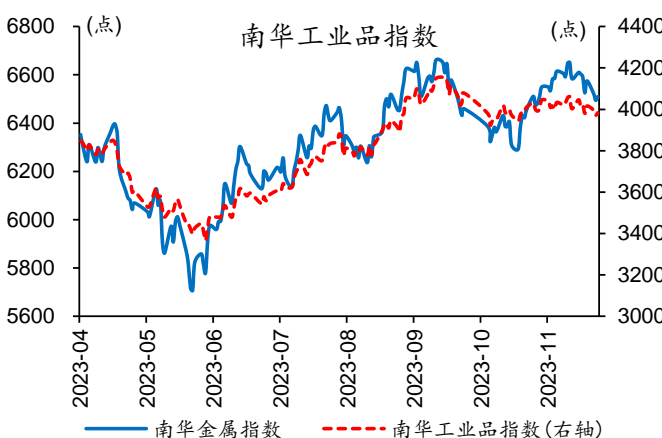
来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 2022年11月PPI环比小幅上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 11月中下旬, 工业品价格震荡走弱



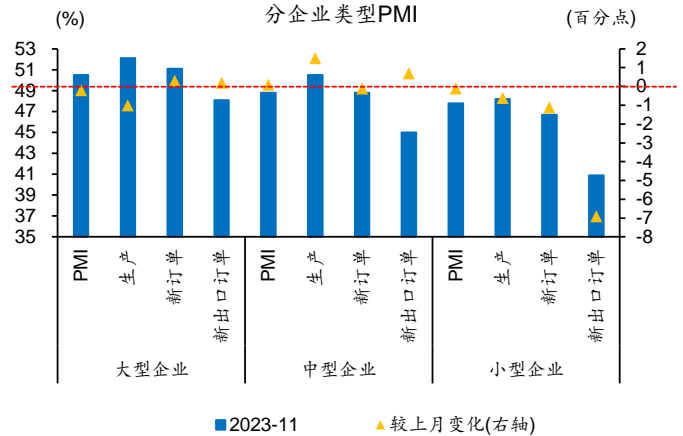
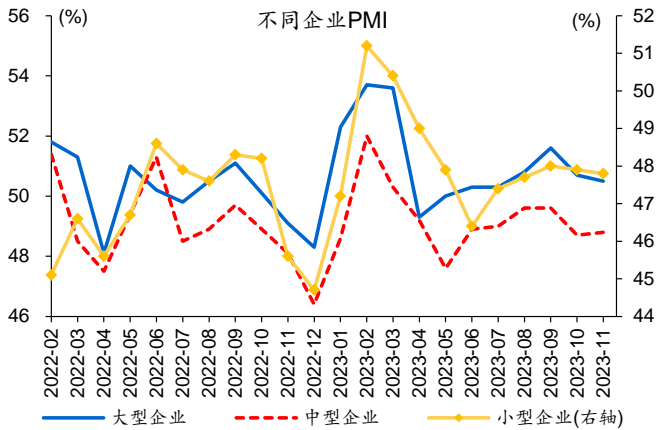
来源: Wind、国金证券研究所



中型企业生产修复，小型企业产需回落。11月，大、小型企业PMI分别下降0.2、0.1个百分点至50.5%、47.8%，中型企业PMI回升0.1个百分点至48.8%。大型企业生产放缓、下降1个百分点至52.1%，新订单和新出口订单指数均边际回升。中型企业外需拖累缓解、新出口订单上升0.7个百分点至45%，生产指数重回扩张区间、回升1.5个百分点至50.5%。小型企业产需回落，生产和新订单指数分别下降0.6、1.1个百分点至48.2%、46.7%。

图表11: 11月，中型企业PMI回升

图表12: 11月，中型企业生产修复



来源: Wind、国金证券研究所

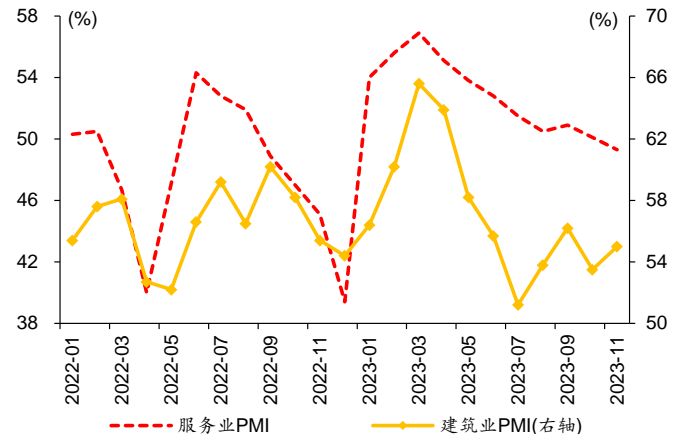
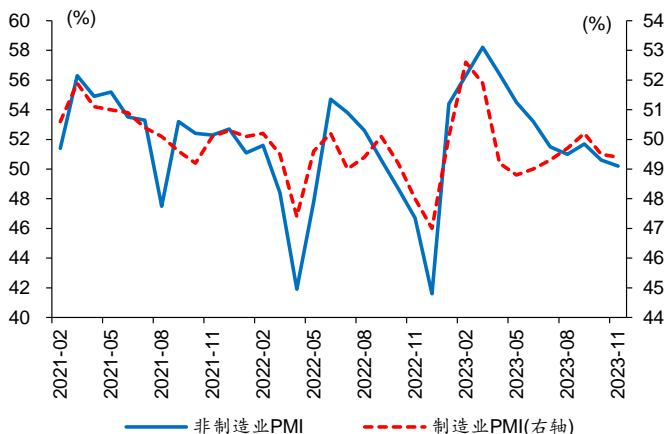
来源: Wind、国金证券研究所

2、建筑业景气扩张，服务业边际转弱

建筑业环比走强，服务业降至荣枯线下方。11月，非制造业PMI下降0.4个百分点至50.2%。其中，建筑业PMI上升1.5个百分点至55%，业务活动预期上升1.2个百分点至62.6%，带动从业人员指数显著回升1.8个百分点至48.2%。需求仍短暂承压，新订单指数回落0.6个百分点至48.6%。服务业PMI降至收缩区间、下滑0.8个百分点至49.3%，主要是销售价格下降、回落0.6个百分点至47.7%，新订单、从业人员、业务活动预期均边际回升。

图表13: 11月，非制造业PMI下滑

图表14: 11月，建筑业PMI扩张、服务业PMI收缩



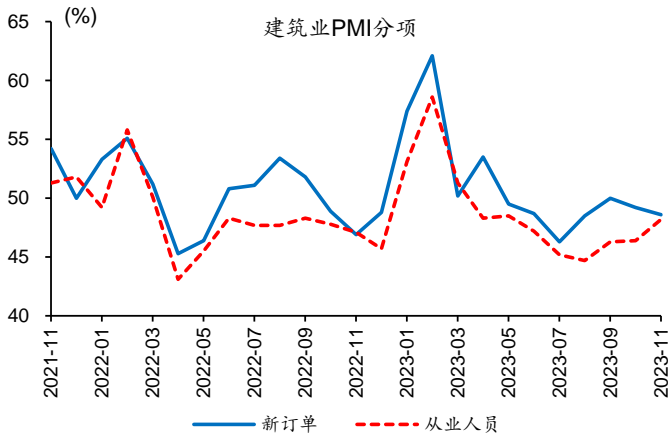
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

建筑业景气扩张，或主要源自政策支持。一方面，“保交楼”等政策支持下，今年以来地产竣工回暖，前10月竣工面积增速19%。进入11月，玻璃产销延续良好表现，11月19日至11月25日玻璃周产量环比上涨1%，是2021、2022年同期的99.4%、107.1%；表观消费较前周亦有增加、涨幅0.9%，是2021、2022年同期的94.0%、105.1%。另一方面，万亿国债增发、“三大工程”等政策加速布局下，建筑业活动预期指数上升1.2个百分点至62.6%，从业人员指数显著回升1.8个百分点至48.2%。

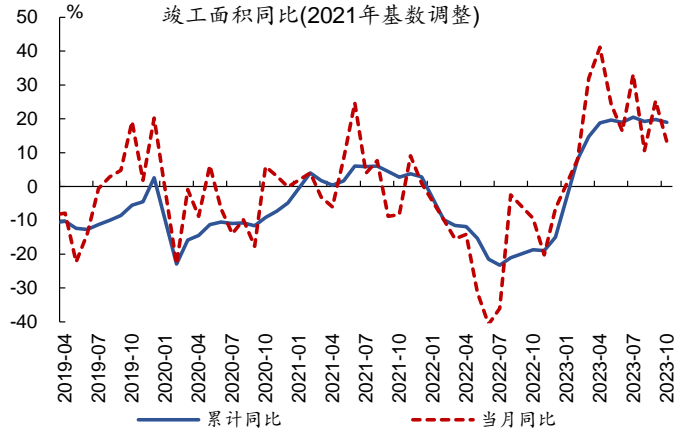


图表15: 11月, 建筑业从业人员指数显著回升



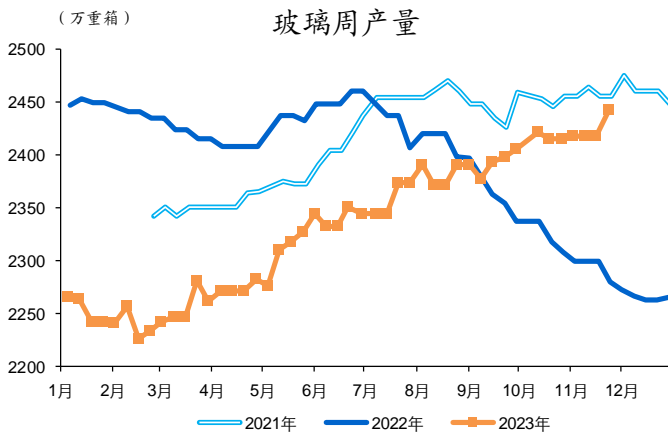
来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 今年以来地产竣工明显回暖



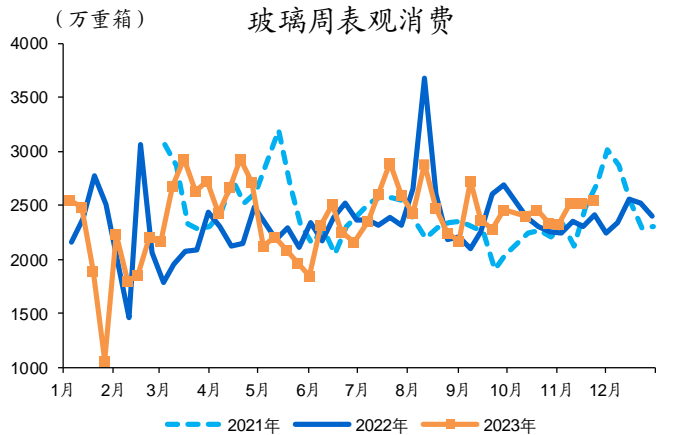
来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 11月, 玻璃生产形势较好



来源: Wind、国金证券研究所

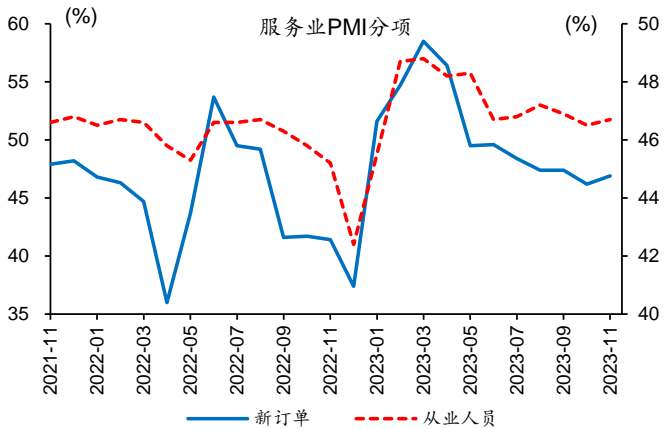
图表18: 11月, 玻璃表观消费好于往年同期



来源: Wind、国金证券研究所

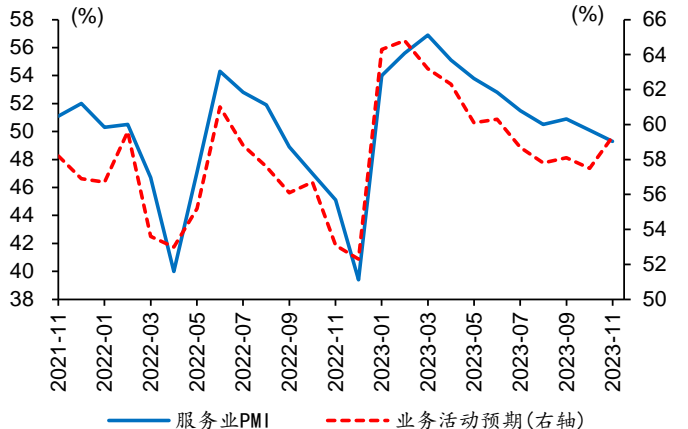
服务业景气回落, 主要受价格拖累。11月, 服务业新订单、从业人员指数分别较10月上升0.7、0.2个百分点至46.9%、46.7%。与之相反, 服务业投入品价格、销售价格指数分别较10月下降0.5、0.6个百分点至49.2%、47.7%, 是拖累11月服务业PMI整体回落的主要因素。今年以来旅游、住宿、餐饮等行业经营形势恢复, 节后全国迁徙规模指数仍高于往年同期, 市场主体信心较强, 业务活动预期扩张1.8个百分点至59.3%。

图表19: 11月, 服务业新订单、从业人员指数回升



来源: Wind、国金证券研究所

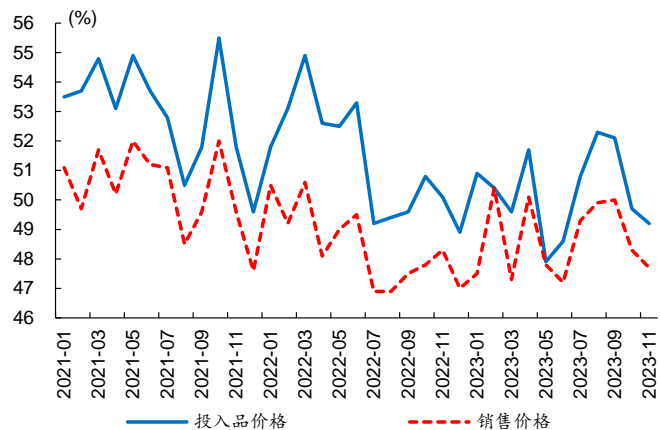
图表20: 11月, 服务业业务活动预期进一步提升



来源: Wind、国金证券研究所

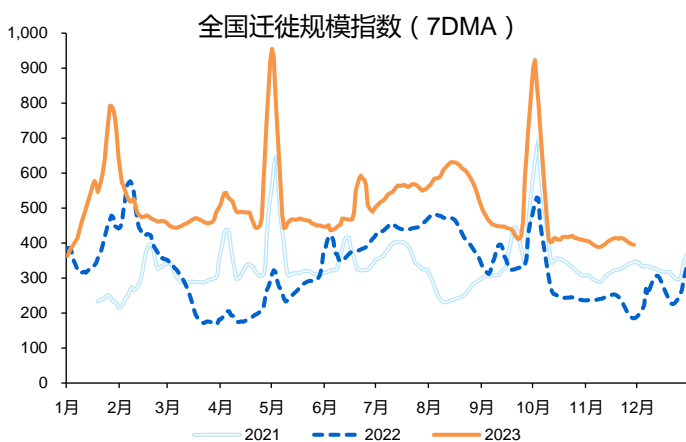


图表21: 11月, 服务业销售价格指数下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 11月, 全国迁徙规模指数强于季节性水平



来源: Wind、国金证券研究所

11月PMI弱于季节性, 需求仍待政策呵护。11月PMI低于预期, 市场对于经济形势的分歧或再度加大。中期来看, 不必对经济前景过于悲观。万亿国债增发、地产“三大工程”等政策加速布局, 对于经济的支撑效果有望逐步显现。10月广义财政支出加速, 政策发力已初现端倪。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究