

2023年12月01日

经济边际降温，关注年底会议定调

宏观研究团队

——兼评 11 月 PMI 数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

2023年11月官方制造业PMI 49.4%，前值49.5%，预期49.7%；11月官方非制造业PMI 50.2%，前值50.6%，预期50.9%。11月BCI指数47.7%，前值49.8%。

● 制造业：PMI 不及预期，供需均放缓，内外需双弱

(1)传统生产淡季来临叠加流感扩散，11月制造业PMI 延续下滑。生产端多数行业回落，汽车延续高景气；需求端内外均弱，外需下滑幅度更大；超六成制造业企业反映市场需求不足。

(2)需求改善仍缓，预计PPI 同比降幅扩大。结合高频指标，我们预计11月PPI 环比可能在-0.3%左右，同比为-2.9%左右。

(3)制造业延续去库。11月PMI 原材料库存、产成品库存较前值下行了0.2、0.3个百分点。与10月工业企业库存表现一致，指向主动补库阶段尚未到来。

(4)分类型来看，大型企业保持扩张，中小企业景气度或将回升。央行等八部门发文提出支持民营经济的25条具体举措，细化了对金融机构的考核目标和激励机制，有利于提振中小型企业生产经营预期。

● 非制造业：服务业年内首次低于荣枯线，建筑业出现积极信号

(1)服务业：年内首次低于荣枯线，新订单PMI 探底回升。受国庆假期带动形成较高基数，旅游出行相关服务业的商务活动指数出现下滑。

(2)建筑业：PMI 小幅回升，业务活动预期改善但新订单未见回暖。积极财政或于12月形成基建实物工作量，叠加“三大工程”资金支持逐步落地，以及民营房企融资和流动性支持上一台阶，建筑业景气度有望进入上行通道。

● 关注中央经济工作会议：政策的力度、节奏、一致性

11月PMI 供需放缓、制造服务均收缩，整体经济动能偏弱，有待政策加码和加快落实。近期市场聚焦中央经济工作会议，一是在于明确2024年经济政策定调，中美关系边际缓和但实质性成果仍需观察，年内有望扭转预期的关键时点或在本次大会；二是市场对近期政策态度仍存疑惑，如资金利率偏紧 vs 协同财政、稳增长，加大房企支持 vs “信贷有增有减”。因此，需密切关注中央经济工作会议对2024年经济政策的表述。

● **风险提示：**政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《工业企业库销比中枢上移的背后—10月企业利润点评》-2023.11.28

《把握信贷新规律—Q3 央行货币政策报告点评》-2023.11.28

《地产政策从供需两端发力—宏观周报》-2023.11.26

目 录

1、 制造业：供需均放缓，内外需双弱	3
2、 非制造业：服务业年内首次低于荣枯线，建筑业出现积极信号	5
3、 关注中央经济工作会议：政策的力度、节奏、一致性	6
4、 风险提示	6

图表目录

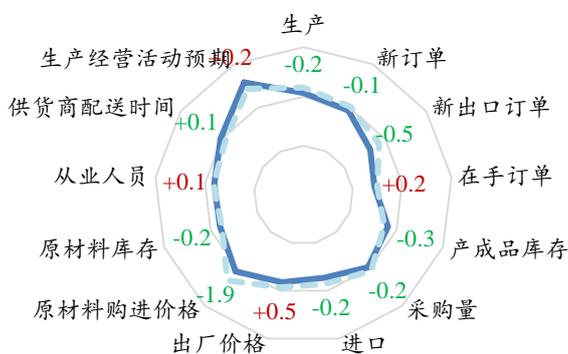
图 1： 11 月制造业 PMI 多项指标回落	3
图 2： 高炉开工率延续下行	3
图 3： 焦炉开工率走弱	3
图 4： 化工链 PX 开工向上、PTA 开工向下	4
图 5： 汽车全钢胎开工率仍处高位	4
图 6： 大型企业 PMI 扩张，中小型低于荣枯线	4
图 7： 11 月 BCI 指数回落	4
图 8： 服务业 PMI 降至荣枯线下	5
图 9： 建筑业景气度小幅回升	5
图 10： 石油沥青开工维持低位	5
图 11： 水泥开工率和发运率走弱	5

2023年11月官方制造业PMI 49.4%，前值49.5%，预期49.7%；11月官方非制造业PMI 50.2%，前值50.6%，预期50.9%。11月BCI指数47.7%，前值49.8%。

1、制造业：供需均放缓，内外需双弱

(1)传统生产淡季来临叠加流感扩散，11月制造业PMI小幅下滑，生产端修复速率放缓，需求端内外均弱。11月制造业PMI为49.4%，接近前值但低于预期的49.7%。供给端看，PMI生产为50.7%，较前值下滑了0.2个百分点，金属制品、通用设备、交运设备等行业保持较快增长；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别下滑了0.1、0.5、0.2个百分点至49.4%、46.3%、47.3%，指向内外需双弱、且外需下滑幅度更大，统计局指出“制造业中反映市场需求不足的企业占比超六成”。

图1：11月制造业PMI多项指标回落



—— 2023年11月 —— 过去五年同期均值 —— 数字表示较前值(2023年10月)变动

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供货商配送时间通常为反向指标

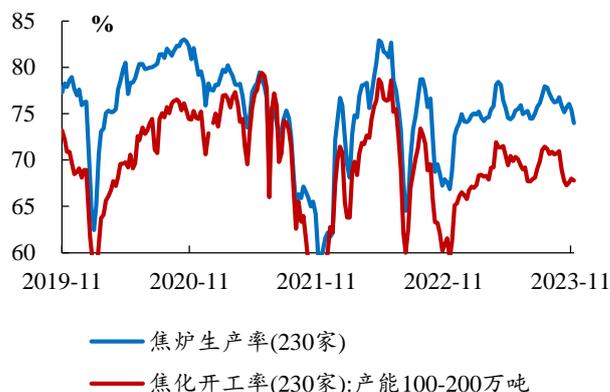
具体来看，多数行业生产走弱、汽车延续高景气。具体来看，11月高炉平均开工率下行2.4个百分点至80.2%；螺纹钢月均产量255.7万吨，略低于前值；化工链有所分化，PX开工向上、PTA开工向下；11月汽车半钢胎开工率上行0.7个百分点至72.6%，仍延续高景气态势；冬储运煤高峰来临，秦皇岛港煤炭累库至631.5万吨；水泥价格改善了3.2%至113.1。

图2：高炉开工率延续下行



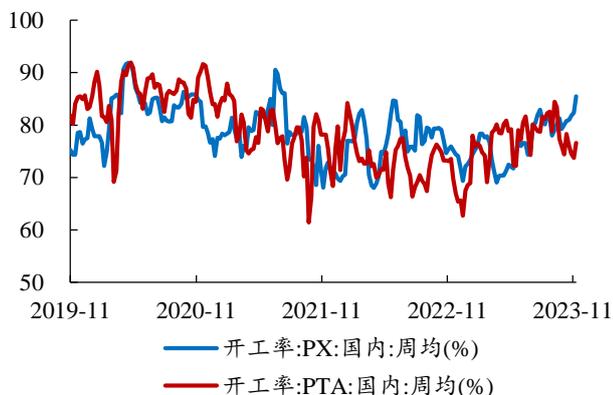
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：焦炉开工率走弱



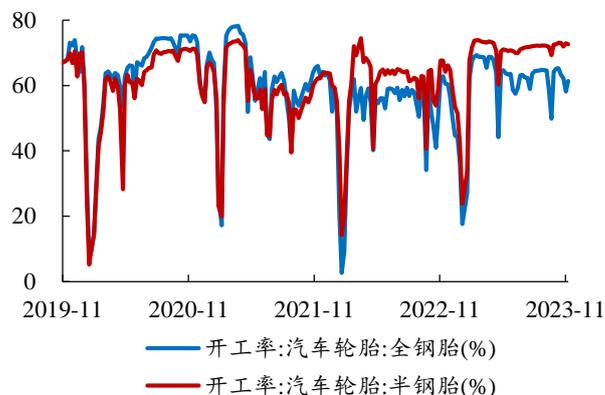
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4: 化工链 PX 开工向上、PTA 开工向下



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 汽车全钢胎开工率仍处高位



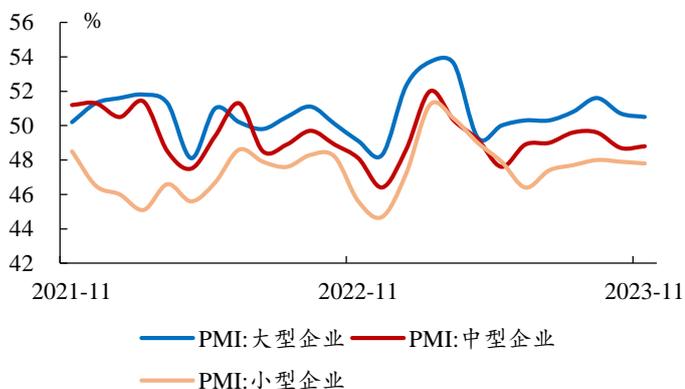
数据来源: Wind、开源证券研究所

(2)传统生产淡季到来叠加需求改善仍缓, 预计 PPI 同比降幅扩大。11 月 PMI 原材料购进价格为 50.7%, 较前值下降 1.9 个百分点; PMI 出厂价格为 48.2%, 较前值上升 0.5 个百分点; 出厂价格与原材料购进价格的剪刀差收窄, 指向中下游成本压力边际改善。高频指标显示, 截至 11 月 24 日的生产资料价格指数环比回落 0.8%, 11 月南华工业品指数环比回升 1.0%, CRB 工业原料现货指数环比回落 1.2%, 我们预计 11 月 PPI 环比可能在-0.3%左右, 同比为-2.9%左右。

(3)制造业延续去库。11 月 PMI 原材料库存、产成品库存分别为 48.0%、48.2%, 分别较前值下行了 0.2、0.3 个百分点。与 10 月工业企业库存表现一致, 指向主动补库阶段尚未到来。

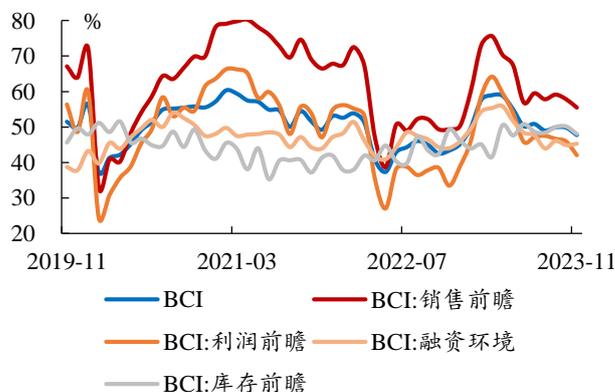
(4)分类型来看, 大型企业保持扩张, 中小企业景气度或将回升。11 月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 分别为 50.5%、48.8%、47.8%, 较前值变动了-0.2、+0.1、-0.1 个百分点。11 月 27 日, 央行等八部门发文提出支持民营经济的 25 条具体举措, 细化了对金融机构的考核目标和激励机制, 有利于提振中小型企业生产经营预期。

图6: 大型企业 PMI 扩张, 中小型低于荣枯线



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 11 月 BCI 指数回落

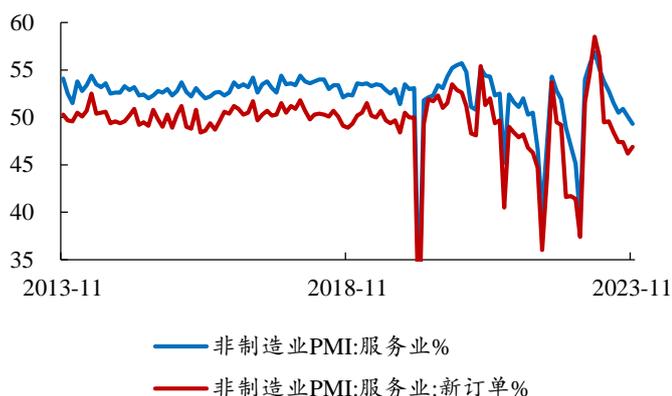


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、非制造业：服务业年内首次低于荣枯线，建筑业出现积极信号

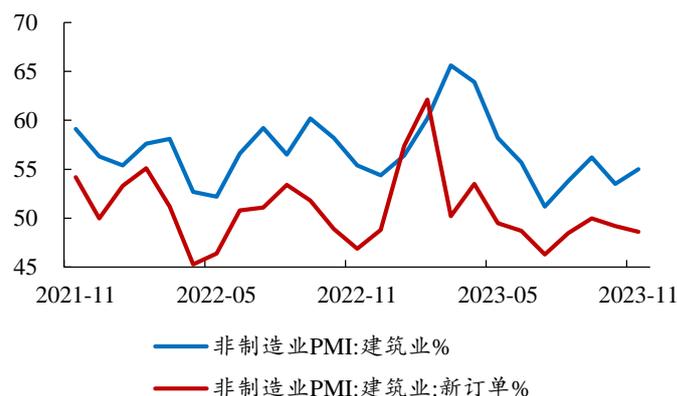
(1)服务业：11月服务业PMI为49.3%、较前值下行了0.8个百分点，年内首次低于荣枯线；新订单PMI探底回升，改善了0.7个百分点至46.9%。分行业来看，受国庆假期带动形成较高基数，旅游出行相关服务业（铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等）商务活动指数出现回落。

图8：服务业PMI降至荣枯线下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：建筑业景气度小幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

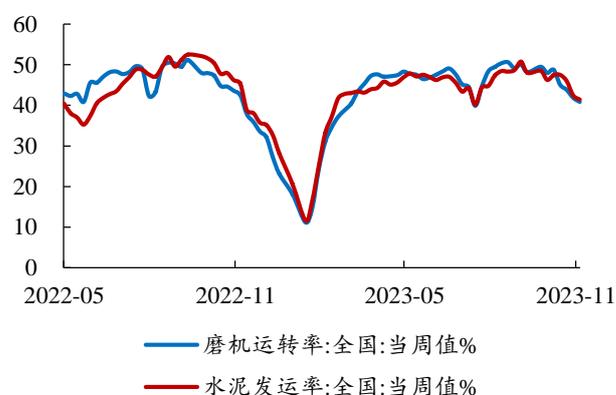
(2)建筑业：11月建筑业PMI改善1.5个百分点至55.0%（低于60%的“实际荣枯线”¹），业务活动预期改善1.2个百分点至62.6%，10月以来铁矿石、钢铁、水泥价格的上涨亦反映了政策发力预期。建筑业新订单PMI未见回暖，积极财政或于12月开始形成基建实物工作量，叠加“三大工程”资金支持逐步落地，以及民营企业融资和流动性支持上一台阶，建筑业景气度有望延续回升。

图10：石油沥青开工维持低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：水泥开工率和发运率走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 景气指数以50%为界上下波动，但建筑业PMI自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2012-2022年均值59.2%，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为60%。

3、关注中央经济工作会议：政策的力度、节奏、一致性

综合来看，11月PMI供需放缓、内外需走弱、制造服务均收缩，整体经济动能偏弱，有待政策加码和加快落实。近期市场关注即将召开的中央经济工作会议，二是在于明确2024年经济政策定调，中美关系边际缓和但实质性成果仍需观察，年内有望扭转预期的关键时点或在于该会议；二是市场对近期政策表态仍有疑惑，包括资金利率持续偏紧与稳增长待发力的矛盾，加大房企流动性支持力度与Q3货政报告“提高使用效率要求信贷结构有增有减”表述的矛盾。因此，需密切关注中央经济工作会议对2024年经济政策的表述。

4、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn