

11月PMI数据解读：制造业需求不足有待改善



左景冉 分析师

Email: zuojingran@lczq.com

证书: S1320523020001

投资要点:

11月制造业PMI录得49.4，较前值降0.1pct，继续小幅下滑。主要构成项中，生产和新订单的供需继续小幅回落，是11月PMI下降主因。其他分项中，进出口订单、原材料和产成品价格是滞后季节性最大的4项。其中价格因素延续10月份原材料价格扩张、产成品价格处收缩的局面，但利润端压力较上月收窄。

供需端看，需求不足现象在10月份集中于“高耗能行业”，当前有扩大至“整个制造业”趋势。根据统计局数据，市场需求不足行业由10月份的“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占比超六成的企业”扩大至11月份的整个“制造业占比超六成的企业”。若当前需求侧无重大改善，加上部分制造业进入传统淡季，春节前供需双弱局面或将持续。

11月服务业PMI录得49.3，较前值降0.8pct，续创年内新低，进入收缩区间。服务业PMI方面，整体景气度与往年11月基本一致。随着假期效应消退，各构成项继续季节性全面下滑，以价格项下滑幅度最大。具体行业看，居民出行和消费相关服务业景气回落，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务景气升温。背后可能与假期结束，报复性消费支出转向投资理财支出有关。

11月建筑业PMI录得55.0，较前值升1.5pct。建筑业PMI各分项中，订单拉动的从业人员、投入品价格景气上升是11月建筑业景气回暖的主因。未来几个月进入建筑业淡季，PMI能否保持扩张区间，不确定性极高，需进一步观察近期地产政策落实。

纵观11月全球制造业，中美PMI均小幅回落至49.4，继续徘徊临界点附近；欧洲企稳迹象进一步明确；日本连续第6个月走低。

风险提示：制造业需求恢复不及预期、服务业需求继续走弱、地缘政治风险、海外经济出现超预期衰退等。

相关报告

10月经济数据解读：经济内生动能放缓，静待政策落地

2023.11.17

10月财政数据解读：收入持续改善，财政继续积极发力

2023.11.17

美国10月CPI点评：通胀超预期回落

2023.11.17

目 录

1. 中美制造业徘徊临界点附近，欧元区企稳迹象明确	3
2. 需求不足带来制造业供需双降局面或将延续	3
3. 11月服务业 PMI 落至收缩区间，建筑业小幅扩张	5
4. 总结	7
5. 风险提示	7

图目录

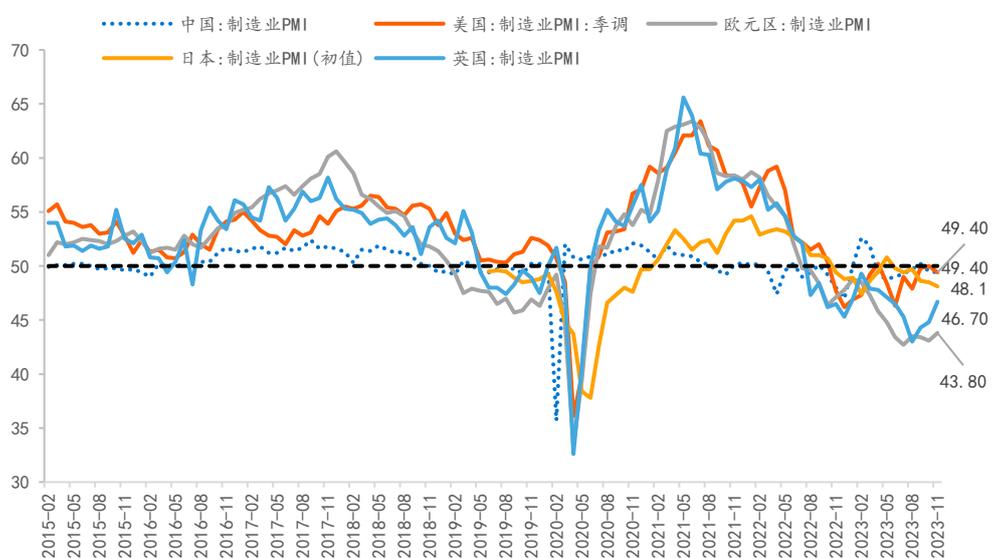
图 1 全球主要国家制造业 PMI 对比	3
图 2 PMI 构成项中仅从业人员和供货商配送领先 5 年均值	4
图 3 11 月生产和新订单的供需继续双降	4
图 4 11 月制造业供需继续双降，但速度放缓	5
图 5 进口收缩趋势继续放缓，但进出口指数剪刀差扩大	5
图 6 11 月进出口、原材料价格落后 5 年均值	5
图 7 原材料价格涨势继续放缓，订单是景气度最大拖累项	5
图 8 服务业年内新低至收缩区间，建筑业扩张区间波动	6
图 9 11 月服务业 PMI 仅业务活动预期高于 5 年均值	6
图 10 新订单、从业人员收缩放缓，价格收缩加速	6
图 11 新订单、从业人员高于 5 年均值	7
图 12 投入品价格、从业人员是 11 月建筑业景气回暖的主因	7

1. 中美制造业徘徊临界点附近，欧元区企稳迹象明确

纵观 11 月全球制造业，中美 PMI 均小幅回落至 49.4，继续徘徊临界点附近；欧洲企稳迹象进一步明确；日本连续第 6 个月走低。11 月份中、美、欧、日、英的 PMI 分别为 49.4、49.4、43.8、48.1、46.7，分别较前值升-0.1pct、-0.6pct、0.7pct、-0.4pct、1.9pct。

从美欧两大经济体制造业 PMI 看，11 月美国 S&P 制造业 PMI 初值录得 49.4，前值 50。主因是需求不足导致的生产活动景气不足、在手订单减少，制造业从业人员数量持续走低。11 月 HCOB¹欧元区制造业 PMI 录得 43.8，虽仍处临界点以下，但企稳迹象明确。由于欧元区企业需求减弱和对未来的信心下降，就业人数、原材料库存、产成品库存大幅下滑。其中 11 月制造业裁员幅度创 2020 年 8 月最高记录，原材料采购量已连续 17 个月下滑。

图1 全球主要国家制造业 PMI 对比



资料来源: Wind, 联储证券研究院

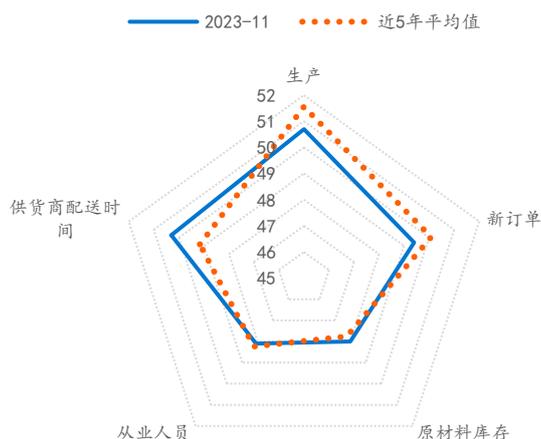
2. 需求不足带来制造业供需双降局面或将延续

11 月制造业 PMI 录得 49.4，较前值降 0.1pct，继续小幅下滑；11 月综合 PMI 产出指数为 50.4，比上月下降 0.3pct。

制造业 PMI 主要构成项中，生产和新订单供需继续小幅回落，是 11 月 PMI 下降主因。11 月 PMI 主要构成项中，生产、新订单、原材料库存、从业人员、供货商配送时间分别为 50.7、49.4、48.0、48.1、50.3，较近 5 年均值高-0.86pct、-0.68pct、0.24pct、-0.14pct、1.14 pct，仅从业人员和供货商配送时间领先 5 年均值。

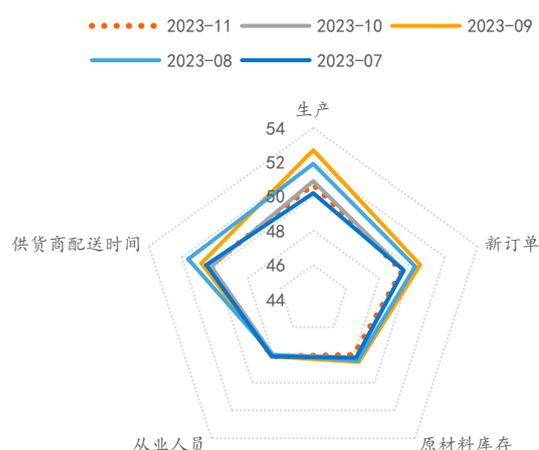
¹ HCOB 欧元区 PMI (HCOB Eurozone PMI) 由标普全球编制，基于从欧元区制造业和服务业约 5000 家公司的代表性小组收集的原始调查数据，数据涵盖德国、法国、意大利、西班牙、荷兰、奥地利、爱尔兰和希腊等国制造业数据。其中 HCOB 为汉堡商业银行。

图2 PMI 构成项中仅从业人员和供货商配送领先5年均值



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图3 11月生产和新订单的供需继续双降



资料来源: Wind, 联储证券研究院

供需端看，当前需求侧若无重大改善，加上部分制造业进入传统淡季，春节前供需双弱局面或将持续。11月生产和新订单分别为50.9、49.5，较前值下降0.2pct、0.1pct。新订单和生产较前值继续同步回落，供给降幅大于需求，但生产保持在扩张区间。

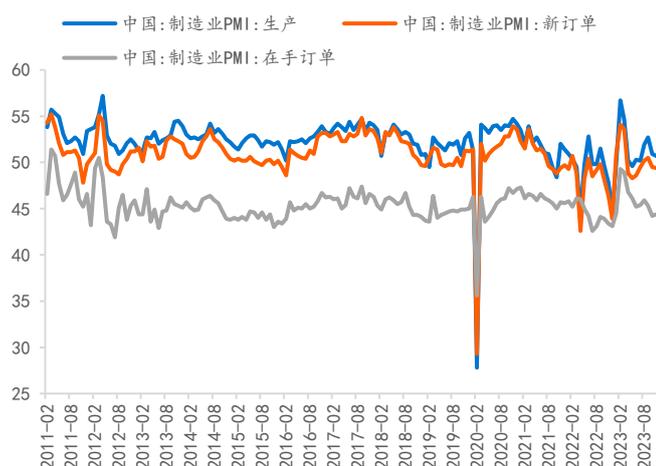
海外供需看，进出口连续7个月处在临界点以下，进口收缩趋势继续放缓。11月新出口订单、进口分别为46.3、47.3，较10月降0.5pct、0.2pct。

从行业供给看，中游制造业高景气，上游纺织、燃料、化纤进入淡季。根据统计局数据²，金属制品、通用设备、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数均高于55.0%，其中铁路船舶航空航天设备连续2个月保持高景气；纺织、石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品等行业均低于临界点，与冬季淡季来临有关。

从行业需求看，需求不足现象在10月份集中于“高耗能行业”，当前有扩大至“整个制造业”趋势。根据统计局数据，市场需求不足行业由10月份的“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占比超六成的企业”扩大至11月份的整个“制造业占比超六成的企业”。医药、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业新订单指数均高于53.0%。

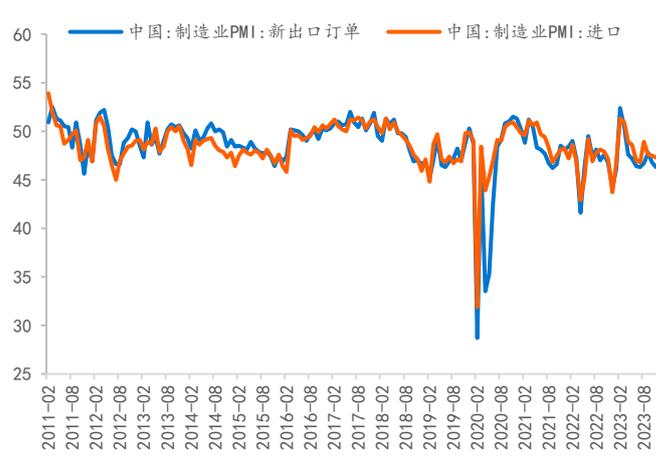
² https://www.stats.gov.cn/sj/sjd/202311/t20231130_1945019.html

图4 11月制造业供需继续双降，但速度放缓



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图5 进口收缩趋势继续放缓，但进出口指数剪刀差扩大

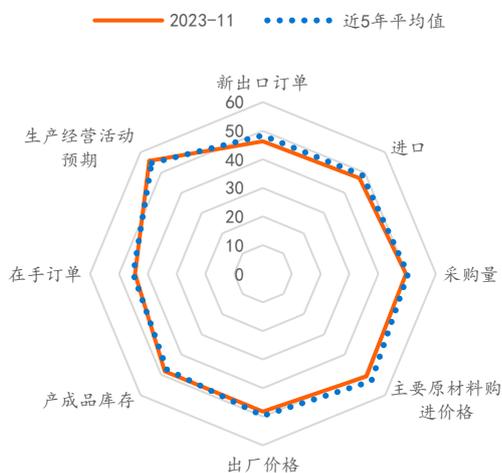


资料来源: Wind, 联储证券研究院

制造业 PMI 其他分项中，进出口订单、原材料和产成品价格是滞后季节性最大的 4 项。11 月新出口订单、进口、主要原材料购进价格、出厂价格分别为 46.3、47.3、50.7、48.2，较 5 年均值分别高-2.06、-1.34、-2.48、-1.46。

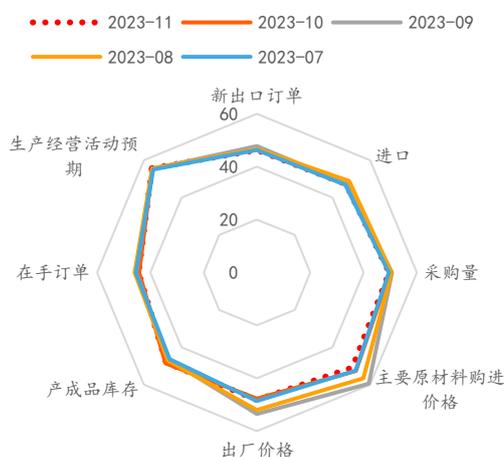
价格方面，价格指数显著低于近 5 年均值，延续 10 月份原材料价格扩张、产成品价格处收缩的局面，但利润端压力较上月收窄。11 月 PMI 其他分项中，主要原材料购进价格、出厂价格分别为 52.4、48.6，较前月分别高-1.9pct、0.5pct，较近 5 年均值分别高-2.48pct、-1.46pct。

图6 11月进出口、原材料价格落后5年均值



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图7 原材料价格涨势继续放缓，订单是景气度最大拖累项

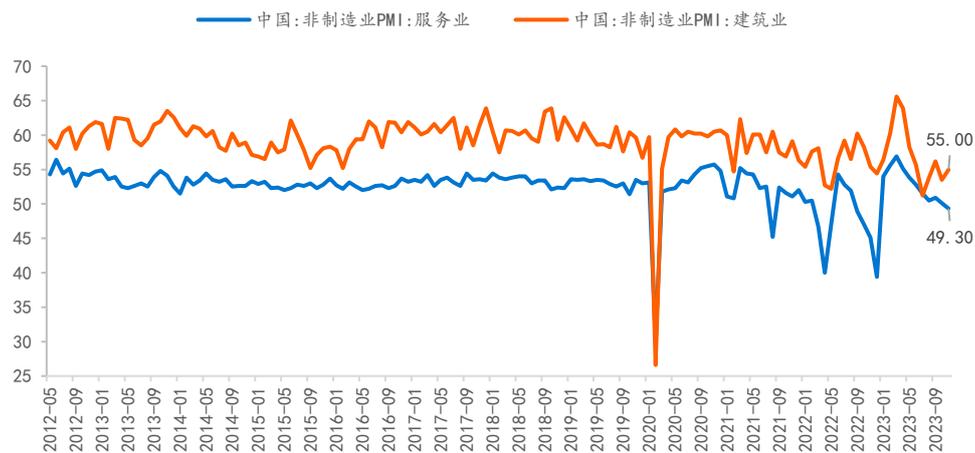


资料来源: Wind, 联储证券研究院

3. 11月服务业 PMI 落至收缩区间，建筑业小幅扩张

11 月服务业 PMI 录得 49.3，较前值降 0.8pct，续创年内新低；建筑业 PMI 录得 55.0，较前值升 1.5pct。

图8 服务业年内新低至收缩区间，建筑业扩张区间波动

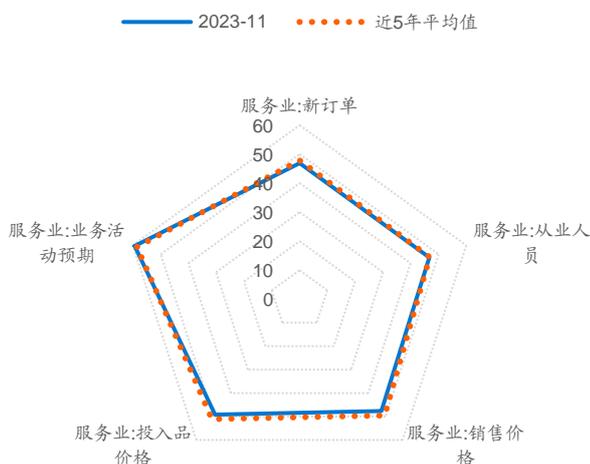


资料来源：Wind，联储证券研究院

服务业 PMI 方面，各构成项继续全面下滑，以价格项下滑幅度最大。11 月服务业各构成项中，新订单、从业人员、销售价格、投入品价格、业务活动预期分别为 46.9、46.7、47.7、49.2、59.3，较近 5 年平均值降-0.96pct、-0.14pct、-1.82pct、-1.92pct、0.84pct。

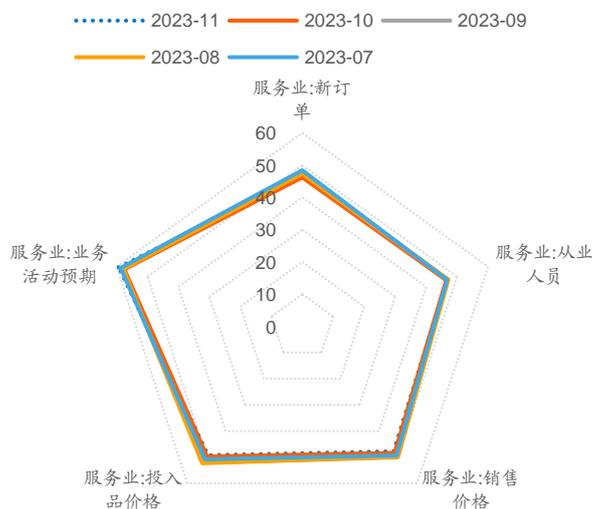
分行业看，居民出行和消费相关服务业景气回落，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务景气升温。根据统计局数据，受国庆假期效应消退等因素影响，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数回落；电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务恢复高景气。背后可能与假期结束，报复性消费支出转向投资理财支出有关。

图9 11月服务业 PMI 仅业务活动预期高于 5 年均值



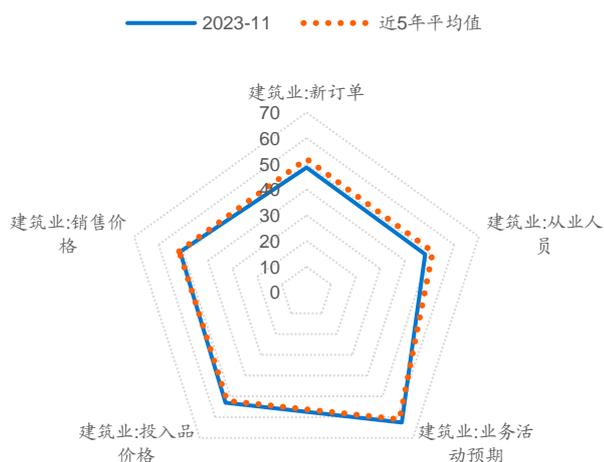
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 新订单、从业人员收缩放缓，价格收缩加速



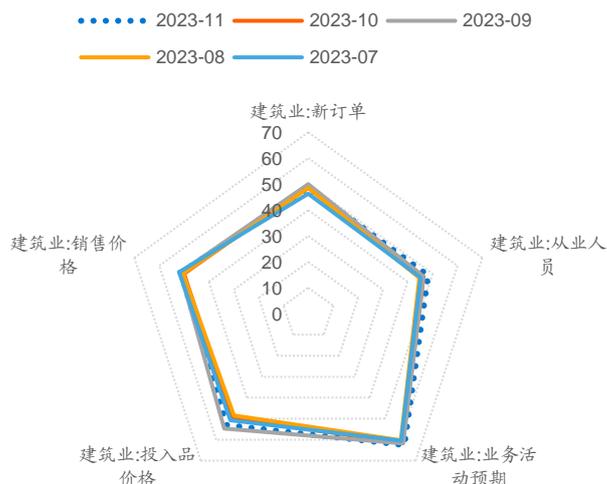
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 新订单、从业人员高于5年均值



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图12 投入品价格、从业人员是11月建筑业景气回暖的主因



资料来源: Wind, 联储证券研究院

建筑业 PMI 方面，新订单拉动的从业人员、投入品价格景气上升是 11 月建筑业景气回暖的主因。11 月建筑业 PMI 各分项中，新订单、从业人员、业务活动预期、投入品价格、销售价格分别为 48.60、48.20、62.60、53.10、51.30，较 10 月升-3.34pct、-3.10pct、1.52pct、1.00pct、-0.42pct。未来几个月进入建筑业淡季，PMI 能否保持扩张区间，不确定性极高，需进一步观察近期地产政策落实。

4. 总结

海外制造业方面，11 月中美 PMI 均小幅回落至 49.4，继续徘徊临界点附近；欧洲企稳迹象进一步明确；日本连续第 6 个月走低。

国内制造业方面，11 月制造业 PMI 录得 49.4，较前值降 0.1pct，主要是当前需求不足带来制造业供需双降，加上部分制造业进入传统淡季，春节前供需双弱局面或将持续。具体从行业供给看，中游制造业金属制品、通用设备、铁路船舶航空航天设备高景气，上游纺织、燃料、化纤进入淡季。从行业需求看，需求不足现象在 10 月份集中于“高耗能行业”，当前有扩大至“整个制造业”趋势。

国内服务业 PMI 方面，整体景气度与往年 11 月基本一致。随着假期效应消退，各构成项继续季节性全面下滑，其中以价格项下滑幅度最大。建筑业 PMI 方面，新订单需求回暖，拉动的从业人员、投入品价格景气上升，但高景气持续性有待进一步观察。

5. 风险提示

制造业需求恢复不及预期、服务业需求继续走弱、地缘政治风险、海外经济出现超预期衰退等。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000