

经济复苏稳中趋缓，向好基础仍需巩固

——11月PMI数据点评



YONGXING SECURITIES

核心观点

季节性波动叠加市场需求不足，影响制造业 PMI 低于往年。11 月受此前高基数、生产淡季以及市场需求不足等因素影响，制造业 PMI 景气水平降 0.1 个百分点至 49.4%，为近五年中 11 月制造业 PMI 的较低值。从供需两端来看，供给端生产指数和需求端新订单指数分别比前值回落 0.2 和 0.1 个百分点，降至 50.7% 和 49.4%。分行业来看，四大行业的市场需求有所分化。

进出口指数降幅收窄，外需收缩态势有所改善。11 月新出口订单指数录得 46.30%，进口指数录得 47.30%，分别降 0.5pct 和 0.2pct。但从国际货运数据来看，外需活跃度有所回升。从 11 月海外 PMI 数据来看，欧元区 11 月制造业景气度边际回升。

价格指数呈现积极变化，经济动能持续回升。11 月经济动能指标（新订单指数-产成品库存指数）为 1.20%，较前值升 0.2 个百分点，近六个月保持在正区间。企业采购量在生产边际放缓下有所下降。出厂价格小幅回升，其较前值升 0.5 个百分点至 48.2%。

企业预期向好，大企业产需持续释放。11 月大型企业 PMI 为 50.5%，比前值下降 0.2 个百分点，连续 6 个月保持在扩张区间，生产指数和新订单指数分别为 52.1% 和 51.1%，产需持续释放。此外，大型、中型和小型企业的生产经营活动预期指数分别为 57%、56.3% 和 52.7%，预期向好。

非制造业 PMI 延续扩张但有所放缓。官方非制造业 PMI 录得 50.2%，比前值降 0.4 个百分点。其中，服务业 PMI 为 49.3%，比前值下降 0.8 个百分点。进入 11 月，随着节日效应消退叠加高基数效应，导致服务业 PMI 出现回调。年关将至企业资金需求回升带动货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均位较高景气区间。保交楼活动下建筑业扩张加快。

投资建议

经济复苏稳中趋缓，向好基础仍需巩固。受此前高基数、生产淡季以及市场需求不足等因素影响，制造业 PMI 景气水平降 0.1 个百分点至 49.4%。从往年数据来看，当前制造业 PMI 为近五年中 11 月制造业 PMI 的较低值。在当前各项扩需求、促增长以及支持实体经济、壮大民营经济等政策继续发力下，制造业生产经营活动预期指数向好。进出口指数降幅收窄，外需收缩态势有所改善，价格指数呈现积极变化，经济动能持续回升。随着节日效应消退叠加高基数效应，导致服务业 PMI 出现回调，非制造业 PMI 延续扩张但有所放缓，年关将至企业资金需求回升带动货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均位于较高景气区间。长期来看，权益资产配置性价比提升，关注特殊再融资债发行对于弱资质区域城投平台债务风险缓解，短久期标的值得关注。

风险提示

地缘政治风险；美联储加息步伐超预期；海外经济增速不及预期；国内通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2023年12月11日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC 编号：S1760523080003

相关报告：

《2024 年货币政策前瞻——央行三季度货币政策执行报告点评》

——2023 年 12 月 06 日

《人民币汇率拐点已现》

——2023 年 12 月 01 日

《优化融资结构，提高资金使用效率》

——2023 年 11 月 23 日

正文目录

1. 需求有待改善，制造业景气程度有望提升	3
2. 外需收缩态势有所改善	4
3. 经济动能持续回升	5
4. 企业预期向好，大企业产需持续释放	6
5. 非制造业扩张放缓，但预期向好	7
6. 投资建议	8
7. 风险提示	8

图目录

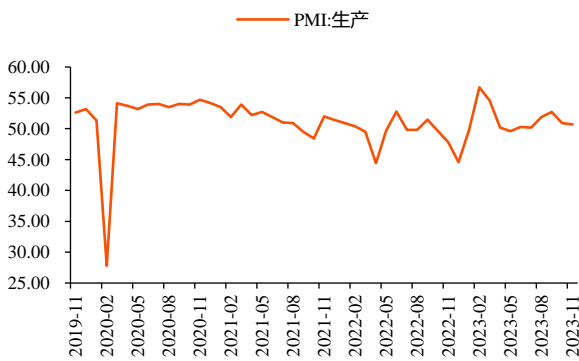
图 1: 制造业供给端 PMI (%)	3
图 2: 制造业供给端 PMI (%)	3
图 3: 历年制造业 PMI 指数 (%)	4
图 4: 贷款需求二季度保持增长 (%)	4
图 5: PMI 新出口订单指数 (%)	4
图 6: PMI 进口指数 (%)	4
图 7: 整体需求景气程度 (%)	5
图 8: 波罗的海干散货指数 (%)	5
图 9: 原材料与产成品库存 (%)	6
图 10: 经济动能指标 (%)	6
图 11: 原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%)	6
图 12: 大中小型企业景气度 (%)	7
图 13: 建筑业和服务业高景气边际回落 (%)	8

事件：2023年11月30日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国11月官方制造业PMI为49.4%，较前值下降0.1个百分点；非制造业商务活动指数为50.2%，比前值降0.4个百分点，扩张力度略有放缓；综合PMI产出指数为50.4%，比前值下降0.3个百分点。

1. 需求有待改善，制造业景气程度有望提升

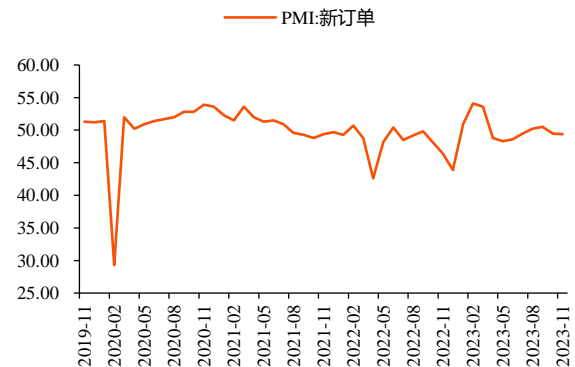
季节性波动叠加市场需求不足，影响制造业PMI低于往年。11月受此前高基数、生产淡季以及市场需求不足等因素影响，制造业PMI景气水平降0.1个百分点至49.4%。从往年数据来看，当前制造业PMI或受季节性波动和市场需求不足等因素影响，为近五年中11月制造业PMI的较低值。调查显示，制造业企业中反映市场需求不足的占比超六成，市场需求或仍是掣肘制造业景气度提升的关键。从供需两端来看，供给端生产指数和需求端新订单指数分别比前值回落0.2和0.1个百分点，降至50.7%和49.4%。分行业来看，四大行业的市场需求有所分化。其中，基础原材料行业、装备制造业、高技术制造业、消费品制造业的新订单指数分别为45.7%、53.3%、51.8%、50.1%，较前值分别变动-0.7、1.1、2.1和-1.7个百分点。在当前各项扩需求、促增长以及支持实体经济、壮大民营经济等政策继续发力下，制造业生产经营活动预期指数为55.8%，较前值上升0.2个百分点，连续5个月保持在55%以上较好水平。

图1:制造业供给端PMI (%)



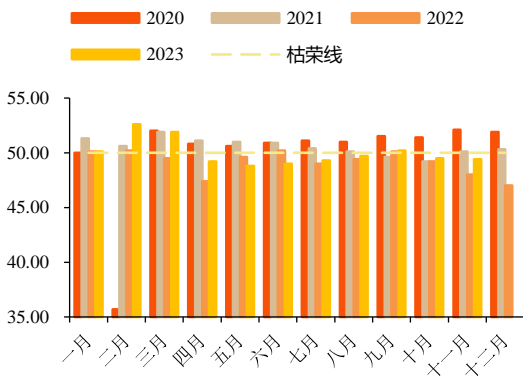
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图2:制造业供给端PMI (%)



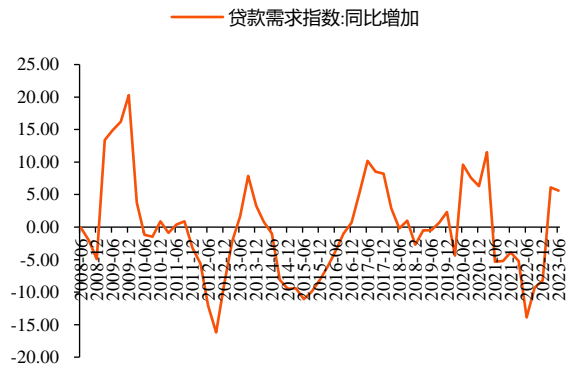
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图3:历年制造业 PMI 指数 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:贷款需求二季度保持增长 (%)

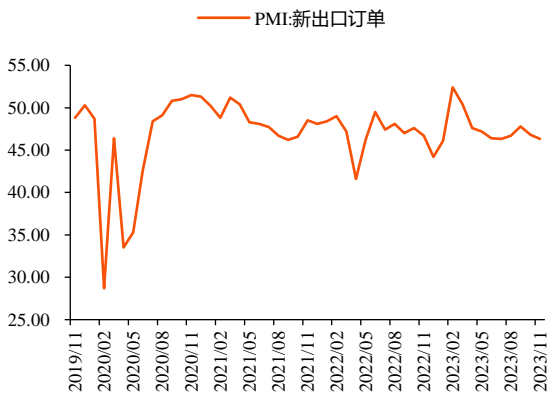


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 外需收缩态势有所改善

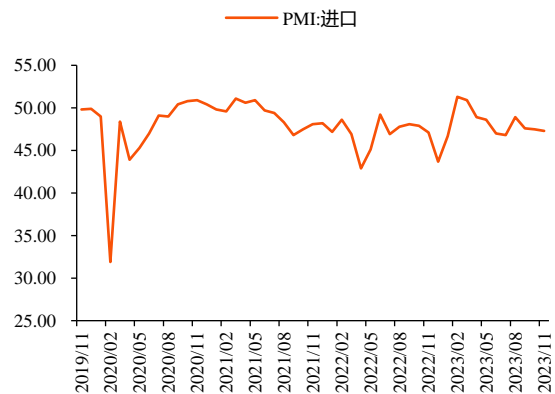
进出口指数降幅收窄。11月新出口订单指数录得46.30%，进口指数录得47.30%，分别降0.5pct和0.2pct。但从国际货运数据来看，外需活跃度有所回升。BDI航运指数在11月（截至11月29日）整体上行84.78%。从11月海外PMI数据来看，美国制造业PMI指数边际调整，降0.6个百分点至49.40%；而欧元区11月制造业景气度边际回升，其PMI为43.80%（前值43.10%）。综合来看，我们认为外需收缩走势依旧值得关注，其或在美联储政策影响下出现边际改善。

图5:PMI新出口订单指数 (%)



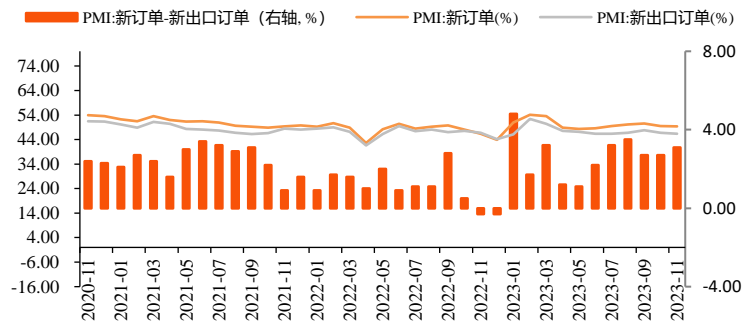
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:PMI进口指数 (%)



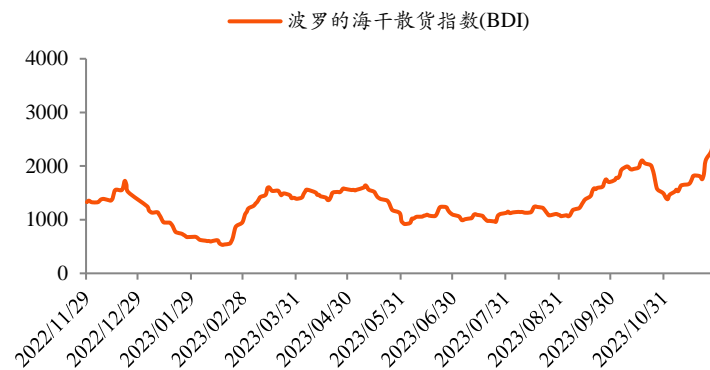
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:整体需求景气程度 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:波罗的海干散货指数 (%)

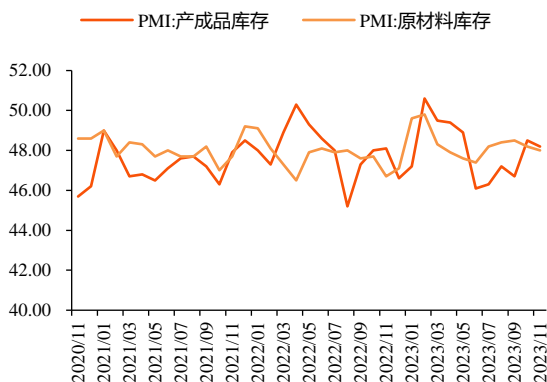


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 经济动能持续回升

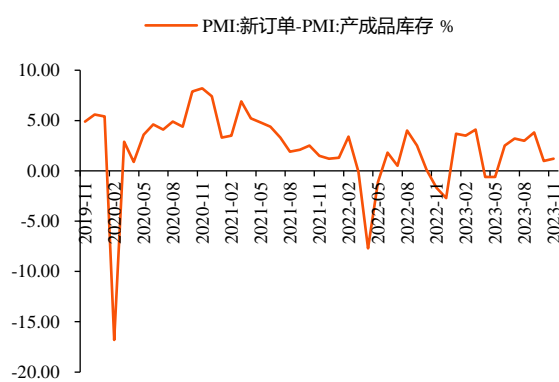
价格指数呈现积极变化，经济动能持续回升。11月经济动能指标（新订单指数-产成品库存指数）为1.20%，较前值升0.2个百分点，近六个月保持在正区间。大宗商品价格下行叠加生产回调影响下，上游原材料成本压力有所减弱，购进价格指数为50.7%，较前值降1.9个百分点，连续两个月明显下行。企业采购量在生产边际放缓下有所下降，降0.2个百分点至49.6%；国际大宗商品价格变化影响基础原材料行业的购进价格指数，其较前值降6个百分点。出厂价格小幅回升，其较前值升0.5个百分点至48.2%。购进价格指数与出厂价格指数间价差收窄2.5个百分点，为2023年下半年来最低水平。

图9:原材料与产成品库存 (%)



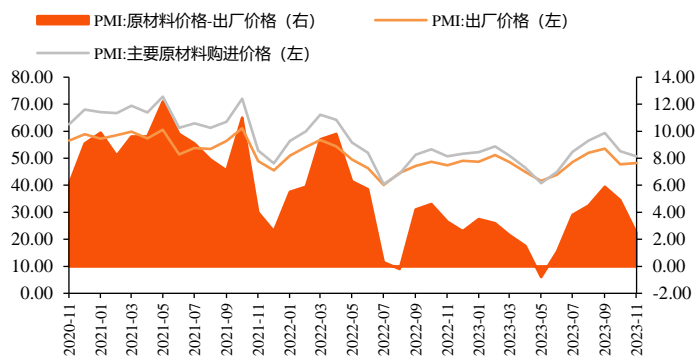
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:经济动能指标 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%)

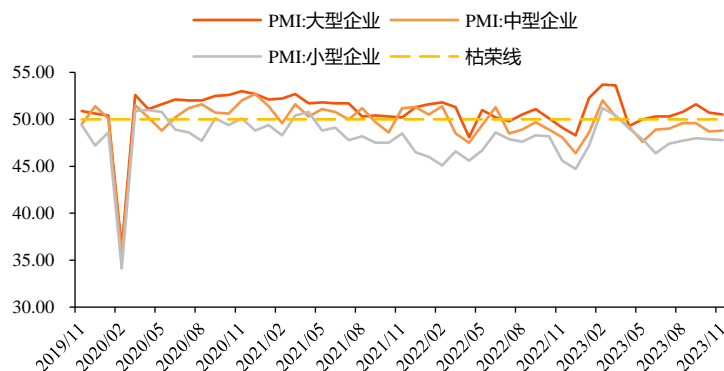


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 企业预期向好, 大企业产需持续释放

不同规模企业运行趋稳。11月大型企业PMI为50.5%，比前值下降0.2个百分点，连续6个月保持在扩张区间，生产指数和新订单指数分别为52.1%和51.1%，产需持续释放。中、小型企业景气水平仍然偏弱，PMI分别为48.8%和47.8%，较前值分别升0.1和降0.1个百分点。另一方面，大型、中型和小型企业的生产经营活动预期指数分别为57%、56.3%和52.7%，预期依旧向好。装备制造业生产指数为54.2%，较前值高1.2个百分点，延续近十个月升势。高技术制造业生产指数为52.3%，升3.8个百分点重返扩张区间。基础原材料行业和消费品制造业生产指数分别降1.1和1.5个百分点至47.5%和50.9%。

图12:大中小型企业景气度 (%)



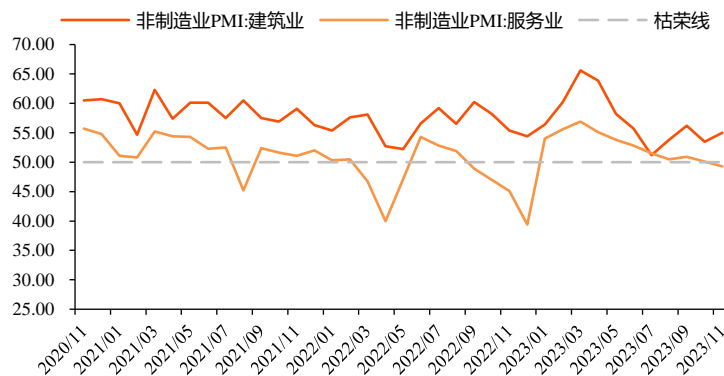
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5. 非制造业扩张放缓, 但预期向好

非制造业 PMI 延续扩张但有所放缓。官方非制造业 PMI 录得 50.2%，比前值降 0.4 个百分点。其中，服务业 PMI 为 49.3%，比前值下降 0.8 个百分点。进入 11 月，随着节日效应消退叠加高基数效应，导致服务业 PMI 出现回调。在服务业中，与居民出行和消费密切相关的铁路运输、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；而年关将至企业资金需求回升带动货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间，业务总量增长较快。

保交楼活动下建筑业扩张加快。11 月建筑业 PMI 为 55.0%，比前值上升 1.5 个百分点，升至较高景气区间，建筑业施工进度继续加快。细分行业数据显示，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，均在 54% 以上的较高水平，或在一定程度上反映保交楼相关活动在加快推进。

非制造业活动预期指数显示企业普遍乐观。11 月，非制造业活动预期指数为 59.8%，较前值上升 1.7 个百分点，创出自 2023 年 7 月以来的新高。其中，建筑业和服务业的预期指数分别为 62.6% 和 59.3%，较前值均有上升，且均创出 2023 年 5 月和 7 月以来新高。综合来看，在积极政策支持下，企业对未来市场发展信心稳中透强，新订单指数、存货指数、投入品价格指数、从业人员指数和业务活动预期指数均较前值有所回升。

图13:建筑业和服务业高景气边际回落 (%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

6. 投资建议

经济复苏稳中趋缓，向好基础仍需巩固。受此前高基数、生产淡季以及市场需求不足等因素影响，制造业 PMI 景气水平降 0.1 个百分点至 49.4%。从往年数据来看，当前制造业 PMI 为近五年中 11 月制造业 PMI 的较低值。在当前各项扩需求、促增长以及支持实体经济、壮大民营经济等政策继续发力下，制造业生产经营活动预期指数向好。进出口指数降幅收窄，外需收缩态势有所改善，价格指数呈现积极变化，经济动能持续回升。随着节日效应消退叠加高基数效应，导致服务业 PMI 出现回调，非制造业 PMI 延续扩张但有所放缓，年关将至企业资金需求回升带动货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均位于较高景气区间。长期来看，权益资产配置性价比提升，关注特殊再融资债发行对于弱资质区域城投平台债务风险缓解，短久期标的值得关注。

7. 风险提示

地缘政治风险：俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储加息步伐超预期：美联储加息步伐会有随市场变化进行调整超出预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内通胀超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在通胀超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超市场预期：市场波动存超预期可能。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20% 以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5% 以上

行业投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。