

2025年11月30日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

李嘉豪 S0630525100001

lijiah@longone.com.cn

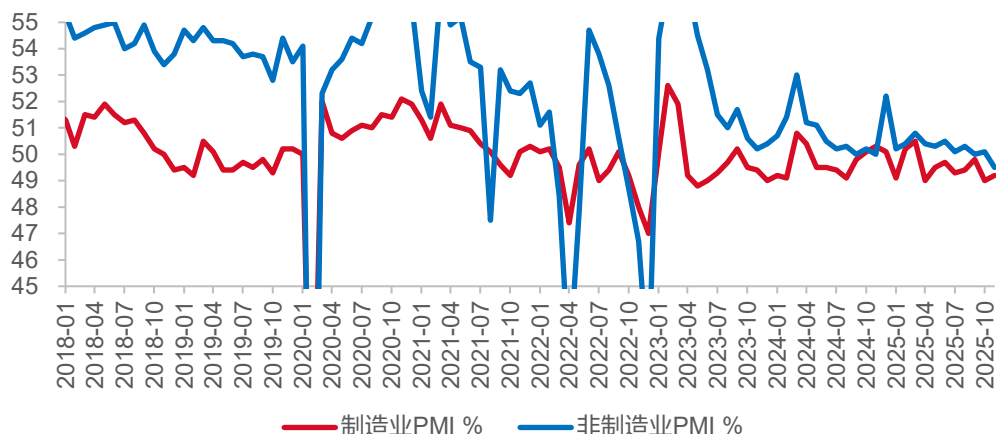
贸易摩擦缓和后的回弹

——国内观察：2025年11月PMI

投资要点

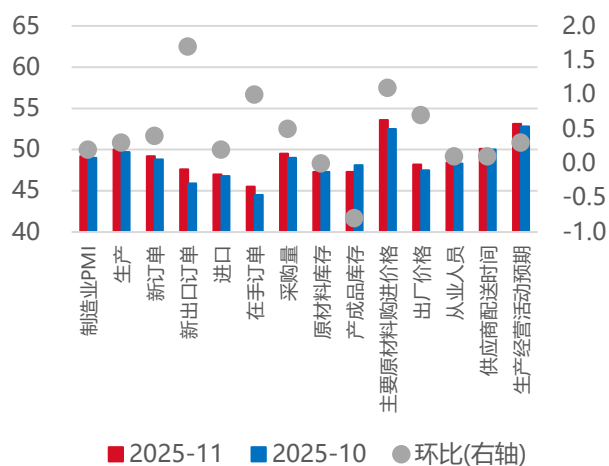
- **事件：**11月30日，国家统计局公布11月官方PMI数据。11月，制造业PMI为49.2%，前值49.0%；非制造业PMI为49.5%，前值50.1%。
- **核心观点：**中美贸易摩擦的缓和或推动11月制造业PMI的回弹，尤其是新出口订单指数的明显回升。价格指数仍存分化，反映下游需求仍显不足。非制造业PMI中，假期效应消退，服务业季节性回落；建筑业强于季节性，预期指数在高位进一步上升，但两者在绝对水平上有差异，或是受冬季施工相对淡季等因素制约，后续实物工作量形成或推动建筑业PMI趋势性上行。
- **制造业PMI略强于季节性。**11月制造业PMI环比+0.2pct，近五年同期均值+0.1pct，表现略强于季节性，或主要由于中美贸易摩擦缓和后的低位修复。
- **贸易摩擦缓和，供需指数如期反弹，新出口订单指数回升较多。**供给方面，生产指数回升至50.0%（+0.3pct），持平于荣枯线；需求方面，新订单指数回升至49.2%（+0.4pct）。需求的回升要略强于季节性（近5年同期均值+0.14pct）。外需层面，新出口订单指数回升幅度相对较大，升至47.6%（+1.7pct），高于今年前10个月均值的47.2%，11月出口景气度或有明显提升。我们曾在10月PMI点评中提到，本次贸易摩擦升级到缓和的节奏相对较快，且相关期限延长至1年，11月可能会迎来明显修复。
- **价格指数反弹，购进与出厂价格分化延续。**11月，主要原材料购进价格指数（53.6%，+1.1pct）与出厂价格指数（48.2%，+0.7pct）时隔两个月后再次回升。但需注意的是两者分化也在延续，出厂价格指数年内未曾升至荣枯线以上，反映有效需求仍然不足。
- **高耗能行业低位回升，有色、农副食品加工表现较好。**11月装备制造业PMI（49.8%，-0.4pct）、消费品行业PMI（49.4%，-0.7pct）连续两个月回落，高耗能行业PMI（48.4%，+1.1pct）低位回升。分大中小型来看，11月中型、小型企业PMI回升，大型企业PMI回落，但均低于荣枯线。细分行业中，农副食品加工、有色金属加工等供需指数均位于扩张区间；行业预期中，有色金属加工、铁路船舶航空航天设备等生产经营活动预期指数均位于57.0%以上较高景气区间。与今年以来利润增速表现较好的行业基本一致。
- **非制造业PMI略弱于季节性。**11月非制造业PMI较前值回落0.6pct，表现略弱于近5年同期均值的-0.5pct。分项上服务业略弱于季节性、建筑业表现强于季节性。
- **假期效应消退，居民服务季节性回落。**11月服务业PMI49.5%，环比-0.7pct，假期效应消退，服务业季节性回落。分行业来看，居民服务相关的行业回落至荣枯线以下；但铁路运输、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等位于高景气区间。
- **政策性金融工具在建筑业景气上的反映。**11月建筑业PMI49.6%，环比+0.5pct，连续2个月强于季节性。同时，上个月上升幅度较大的业务活动预期指数进一步升至57.9%，为2024年3月以来最高。或反映政策性金融工具正逐步见效，但受制于冬季施工淡季以及春节影响，大规模的实物工作量形成仍可能要等待明年一季度末，但预期回升已先行。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；房地产下行风险；美联储降息节奏不及预期。

图1 制造业及非制造业 PMI, %



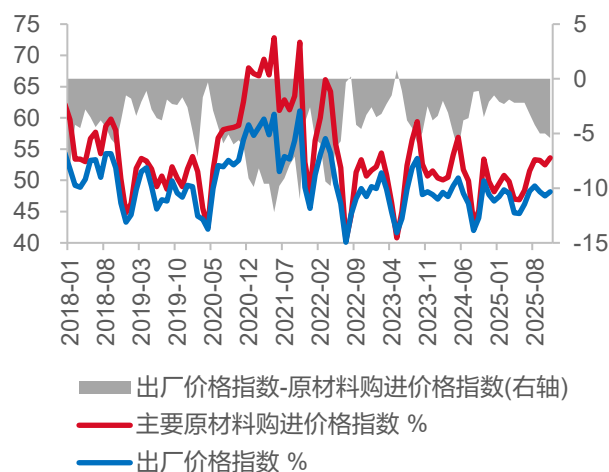
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 制造业 PMI 各分项, %, %



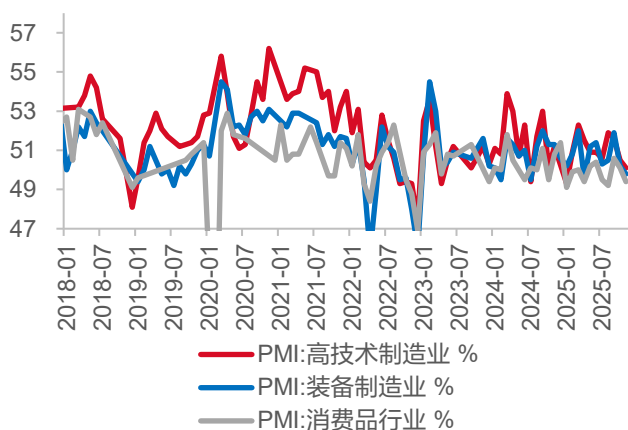
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 高技术制造业、装备制造业、消费品行业 PMI, %



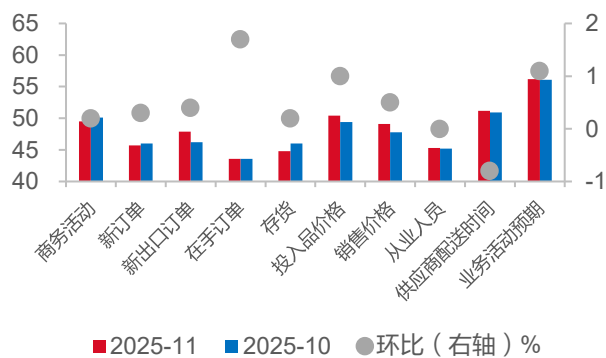
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 非制造业 PMI 商务活动指数, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 非制造业 PMI 各分项, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 建筑业业务活动预期指数, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089