美、德经济强劲，法国衰退风险上升

——11 月海外 PMI 跟踪

2026 年 11 月 24 日

分析师： 于天旭
执业证书编号：S0270522110001
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn
分析师： 刘俊言
执业证书编号：S0270526100001
电话：13031136022
邮箱：liujy@wlzq.com.cn

相关研究

经济结构分化持续，政策有待逐步落地
美国核心通胀再超预期，内生通胀持续
贸易顺差收窄，AI、价格拉动仍强

- **美国：供给端受限，产出增速边际放缓。**11 月，制造业 PMI 由 54.9 回落至 54.5；服务业 54.7，前值 56.1；综合 PMI 54.6，前值 55.9。制造业、服务业产出分项均边际回落，但仍显著高于中性水平。除了需求弱化外，本月产出增速回落呈现供给受限特征：企业积压订单进一步增多，并扩大雇佣以应对未完成需求；金属、电子元件等原料短缺也制约产出扩张。价格方面，制造业、服务业的输入价格和产出价格增速均边际下行，油价回落减轻价格压力，但多种原料涨价、工资压力仍推动输入价格上升。

- **欧元区：德国经济强劲，法国环比继续走弱。**11 月，德国制造业 PMI 55，前值 54.2；服务业 54，前值 52.5。法国制造业从 49.5 进一步降至 47.9；服务业从 46.2 回升至 46.6。德国制造业、服务业产出分项均走高，其中制造业更强，创近 63 个月新高。受到出口需求支撑，制造业订单积压增多，雇佣自 2023 年以来首次增加，企业信心显著好转；主要面向国内需求的服务业则表现稍弱。输入价格压力边际减缓，产出通胀加速。法国制造业、服务业产出均维持在收缩区间，企业预期愈发悲观，原因包括明年总统选举的不确定性、需求较弱等。欧元区整体制造业 PMI 上行，服务业下行，均维持在扩张区间。

- **英国：制造业、服务业边际走弱。**11 月，制造业 PMI 52.7，前值 52.8；服务业 52，前值 52.8。制造业、服务业产出分项均在扩张区间内边际下行，其中制造业较强，受到 AI 投资、国防开支等需求提振。就业回归减少，显示企业招聘仍然谨慎。输入价格、产出价格增速均处于高位，但本月边际回落。

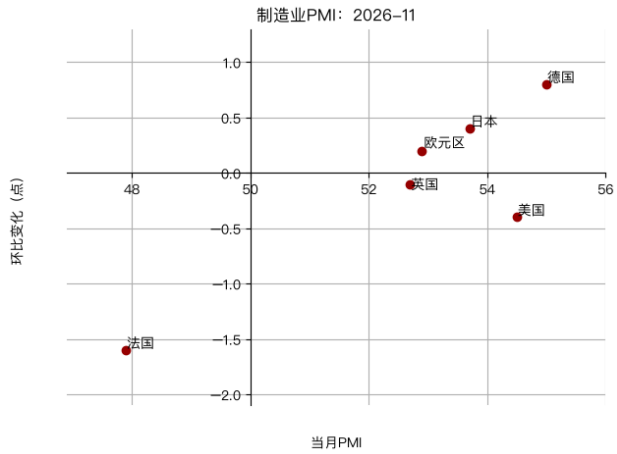
- **日本：制造业更强，通胀压制企业信心。**11 月制造业 PMI 53.7，前值 53.3；服务业 50.5，前值 51.7，降至荣枯线附近。制造业产出环比回升且绝对值较高，服务业产出环比回落；新订单、就业也显示出制造业强、服务业弱的特征。企业信心更加悲观，主要原因包括通胀压力、劳动力短缺等。输入价格、产出价格增速继续处于历史较高水平，但本月通胀率有所回落，其中产出价格为今年 3 月以来新低。

- **总结：**11 月标普 PMI 显示海外主要经济体经济基本面良好，大部分经济体制造业、服务业 PMI 处于扩张区间，为我国出口持续扩张提供良好外部环境。其中美国、德国景气度较高，并出现积压订单增多、雇佣扩张的供给受限

特征。法国则进一步走弱，四季度陷入技术性衰退风险上升。因国际油价回落，主要经济体输入通胀压力减缓，向下游传导的通畅程度则因经济景气度存在差别。

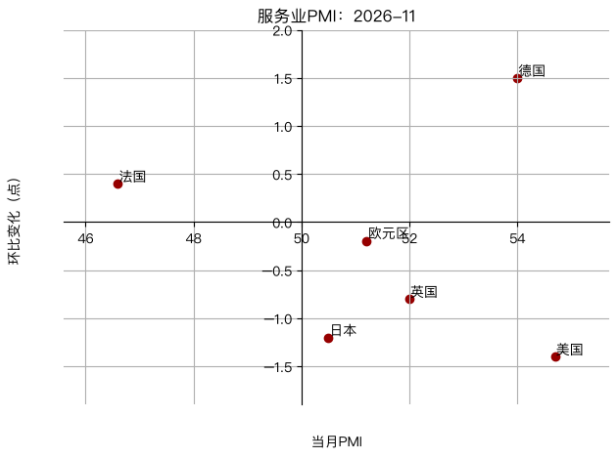
- **风险因素：**PMI 终值大幅修订，海外经济增长不及预期。

图表1： 德、日、欧元区制造业PMI上行



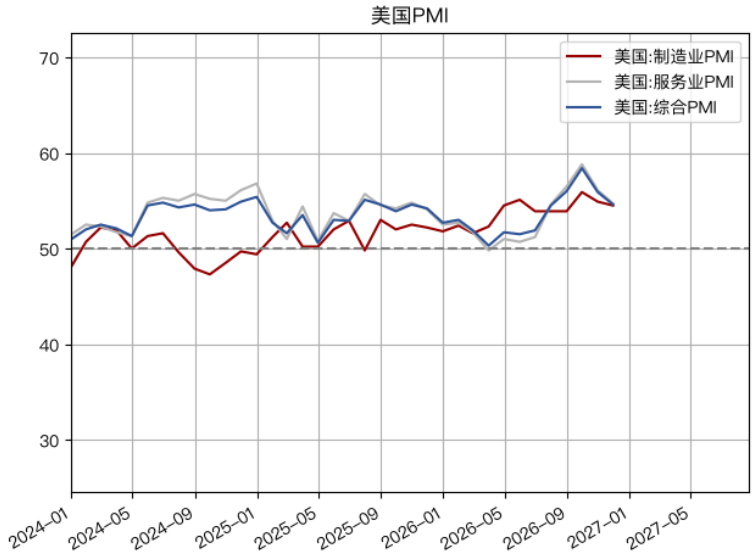
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2： 德、法服务业PMI上行



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3： 美国制造业、服务业PMI环比回落



资料来源：Wind，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场