



报告日期：2024年12月6日

制造业 PMI 连续 2 个月位于扩张区间，产成品存货同比低点或在明年 3 季度左右

——11 月 PMI 数据解读

首席经济学家：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 11月制造业PMI50.30，前值50.10；11月非制造业PMI50.0，前值50.20；11月综合PMI50.80，前值50.80。我们解读如下：

风险因素

- 1.我国内需走弱程度超预期；
- 2.全球宏观经济下行幅度超预期。

相关报告

- 1.英大证券宏观评论（20241120）：2025 年上半年 CPI 当月同比或低位徘徊，下半年 PPI 当月同比大概率高于上半年
- 2.英大宏观评论（20241111）2024 年贸易顺差或再创新高，特朗普当选或不改美国宏观经济基本走势
- 3.英大宏观评论（20241030）全面客观冷静看待当前经济形势，努力提振资本市场
- 4.英大宏观评论（20240826）下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，充分发挥经济体制改革的牵引作用
- 5.英大宏观评论（20240729）新质生产力是一项系统工程，进一步全面深化改革时间紧任务重
- 6.英大宏观评论（20240702）下半年宏观经济和大类资产配置展望：筑底与蓄势
- 7.英大宏观评论（20240530）超长期特别国债大幅推升通货膨胀的概率较低，或存在更优的购买超长期特别国债的时点
- 8.英大宏观评论（20240506）国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，2 季度央行大概率继续降准或降息
- 9.英大宏观评论（20240312）“5.0%左右”GDP 增速目标符合预期，年内央行大概率还将降准或降息
- 10.英大宏观评论（20240221）2 季度 CPI 均值大概率高于 1 季度，2024 年 PPI 大幅上行概率较低
- 11.英大宏观评论（20231219）“高质量发展”是 2024 年工作重点，中短期内我国 PPI 当月同比难以大幅上行

年度展望报告

- 1.英大证券 2022 年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券 2021 年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A 股“优”（20210111）

- 一、制造业PMI连续2个月位于扩张区间，但是尚存些许不足之处；
- 二、内需或还将面临一定压力，出口增速短期内可能有一定韧性；
- 三、PPI当月同比大幅上行的时点，大概率位于2026年6月之前；
- 四、工业企业产成品存货同比的低点，大概率出现在2025年3季度左右；
- 五、就业相关数据总体承压，短期内或还将面临一定压力；
- 六、12月非制造业PMI还将面临一定压力，短期内或不具备大幅上行基础。

目录

一、制造业 PMI 连续 2 个月位于扩张区间，但是尚存些许不足之处	3
二、内需或还将面临一定压力，出口增速短期内可能有一定韧性	4
三、PPI 当月同比大幅上行的时点，大概率位于 2026 年 6 月之前	5
四、工业企业产成品存货同比的低点，大概率出现在 2025 年 3 季度左右	6
五、就业相关数据总体承压，短期内或还将面临一定压力	8
六、12 月非制造业 PMI 还将面临一定压力，短期内或不具备大幅上行基础	9

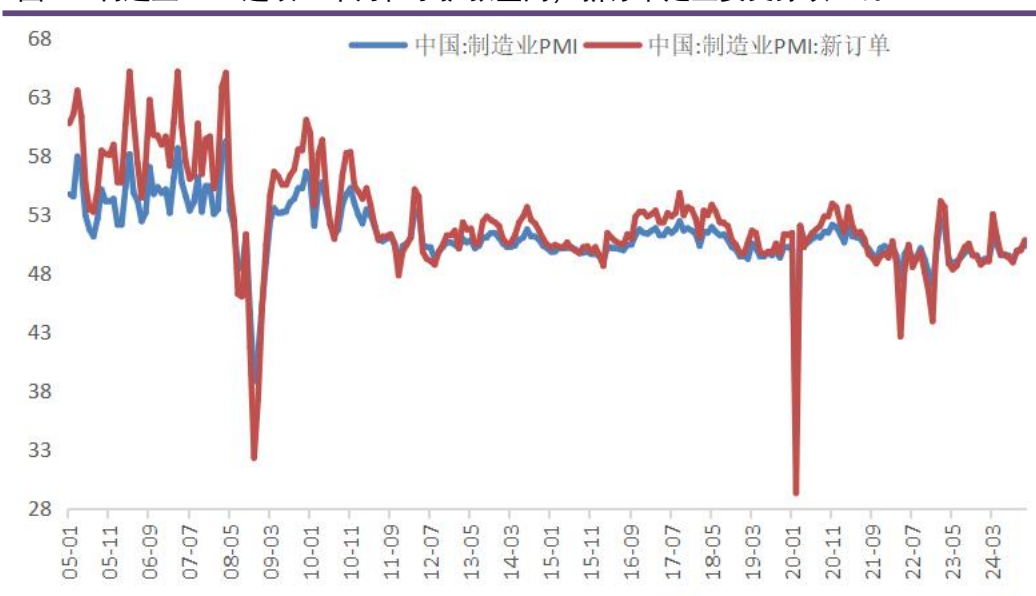
事件：11月制造业PMI 50.30¹，前值 50.10；11月非制造业PMI 50.0，前值 50.20；11月综合PMI 50.80，前值 50.80。

点评：

一、制造业 PMI 连续 2 个月位于扩张区间，但是尚存些许不足之处

11月制造业PMI录得50.30，较前值上行0.20个百分点，连续2个月位于荣枯线之上，为2024年1-11月第三高点，创2024年5月以来新高。与历年同期相比，2024年11月制造业PMI的表现“中规中矩”，基本符合季节性：**一是**与历年11月的绝对读数相比，在2005年以来的20年中，2024年11月位于第12位，居于中等偏下水平；**二是**看月度边际上行幅度，2024年11月较前值上行0.20个百分点，在2005年以来的20年中，位列第9位，居于中等偏上水平。

图 1：制造业 PMI 连续 2 个月位于扩张区间，新订单是主要支撑项（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从5个主要分项看，11月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存分别录得50.80、52.40、48.20、50.20、48.20，分别较前值上行0.80、0.40、-0.20、0.60、0个百分点。其中，从业人员逆势下行，原材料库存持平于前值，二者均位于荣枯线之下，而其余三个分项均较前值上行，且均位于荣枯线之上。具体看：新订单大幅上行0.80个百分点，时隔6个月再次进入扩张区间，是11月制造业PMI较前值上行的主要推动力量；生产指数则在扩张区间进一步走强0.40个百分点，连续3个月位于荣枯线之上；供货商配送时间较前值上行0.60个百分点，时隔5个月升至荣枯线之上。

分企业规模看，11月大中小型企业制造业PMI分别为50.90、50.00、49.10，分别较前值上行-0.60、0.60、1.60个百分点。其中，大企业逆势下行，但是依旧为2024年4月

¹ 本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券研究所整理。

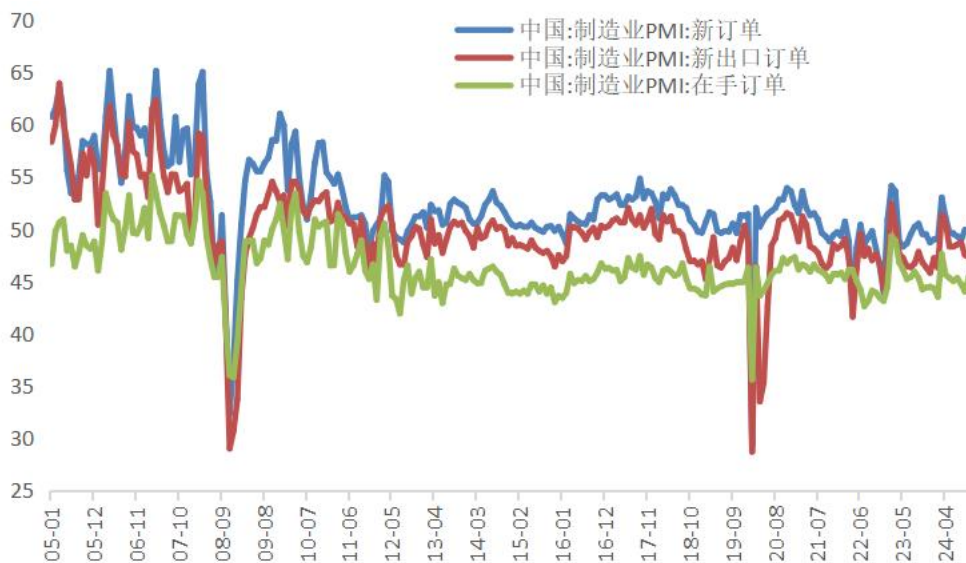
以来次高值；中型企业“踩线”荣枯线，时隔6个月脱离收缩区间；小型企业大幅上行1.60个百分点，创2024年5月以来新高，但是连续7个月位于荣枯线之下。从这个角度看，11月制造业PMI的表现并不强劲。

分上中下游看，11月基础原材料行业、装备制造业、高技术制造业、消费品行业PMI分别录得49.20、51.30、51.20、50.80，分别较前值上行-0.10、0、1.10、1.30个百分点。据万得资讯不完全统计：基础原材料行业自2023年4月以来持续位于荣枯线之下；装备制造业与高技术制造业连续4个月位于荣枯线之上；消费品行业时隔1个月重返荣枯线之上。

二、内需或还将面临一定压力，出口增速短期内可能有一定韧性

11月新订单、新出口订单与在手订单分别为50.80、48.10、45.60，分别较前值上行0.80、0.80、0.20个百分点。其中，新订单时隔6个月进入扩张区间，且创近7个月新高；新出口订单创近3个月新高；在手订单持平于2024年4月，为2024年4月以来高点。值得指出的是，11月新出口订单与新订单的月度边际上行幅度一致，均为0.80个百分点，也就是说，“新订单-新出口订单”这一表征内需的指标与其前值持平。从这个角度看，新订单的上行，新出口订单贡献了较大份额，换句话说，11月我国内需并无十分明显的改善。

图2：11月新出口订单与新订单的月度边际上行幅度一致，均为0.80个百分点（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

外需方面，11月美国ISM制造业PMI录得48.40，较前值大幅上行1.90个百分点，创2024年7月以来新高，其中，新订单录得50.40，较前值大幅上行3.30个百分点，时隔7个月再次跃至荣枯线之上。展望11-12月美国CPI同比，大概率在10月2.60%的基础上继续上行，这就意味美国消费增速或将维持一定韧性，对美国新订单，进而对美国ISM制造业PMI形成支撑。与此同时，特朗普重新执政，其加征关税的政策主张，大概率引发出“抢跑”效应。虽然我们在《英大证券宏观评论：2024年贸易顺差或再创新高，特朗普当选或不改美国宏观经济基本走势（20241111）》中提出“通过横向对比与纵向对比，（10

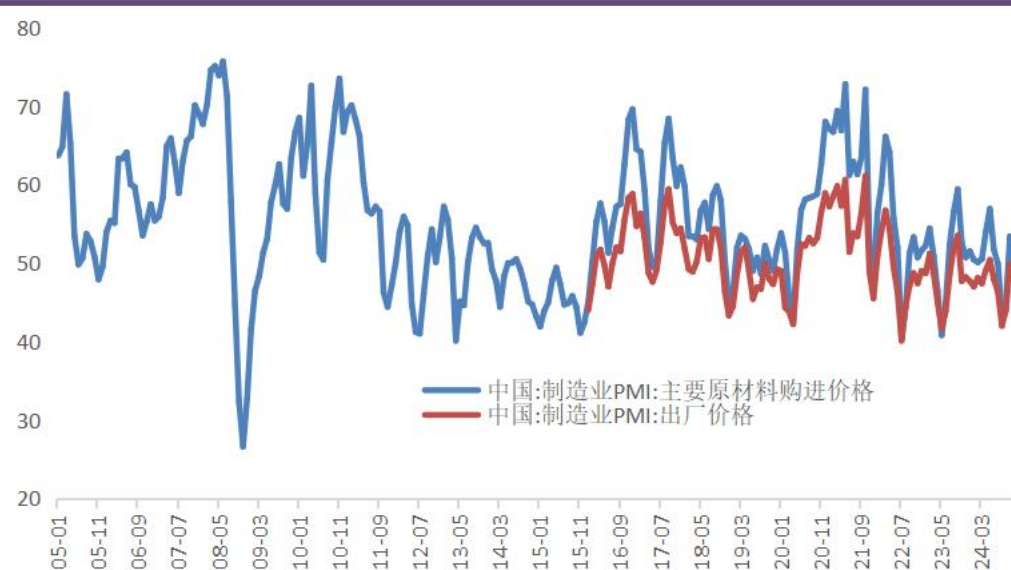
月出口数据）尚未发生预期特朗普当选总统之后的“抢跑”现象”，但是，11月初特朗普再次当选之后该现象大概率会出现。基于以上两点原因，我们调整此前的判断，并认为我国出口增速短期内可能有一定韧性。

内需方面，11月进口指数录得47.30，较前值上行0.30个百分点，创2024年5月以来新高，但是依旧处于历史相对低位。我们认为，当前我国内需依旧面临一定压力。**房地产投资方面**，10月70大中城市新建商品住宅价格指数当月同比录得-6.20%，较前值下行0.10个百分点，创2015年6月以来新低，依旧处于深度负增长区间，与此同时，近期部分热点城市新增首套房贷利率重返“3字头”，对商品房价格形成一定程度的边际利空，并在预期上形成一定压力。**“两新”方面**，在宏观经济需求未见根本好转，工业与制造业产能利用率位于低位，PPI当月同比依旧位于负值区间的背景下，大规模设备更新和消费品以旧换新可能不具备持续性，或不具备大幅上行的基础。**“两重”方面**，电力领域应该是重点投资领域：**一是**新能源是战略性新兴产业与未来产业的重要组成部分；**二是**电力相关投资是传统基建逆周期调节的“重要抓手”。从这个角度看，“两重”的优先级应高于“两新”。

三、PPI 当月同比大幅上行的时点，大概率位于 2026 年 6 月之前

制造业 PMI 的价格方面，11月主要原材料购进价格指数为49.80，较前值下行3.60个百分点，时隔1个月再次滑至荣枯线之下；11月出厂价格指数为47.70，较前值下行2.20个百分点，连续6个月位于荣枯线之下。以上两点预示11月PPI当月同比可能还面临一定压力。我们坚持在《英大证券宏观评论：2025年上半年CPI当月同比或低位徘徊，下半年PPI当月同比大概率高于上半年（20241120）》中“11月PPI当月同比或不具备大幅上行基础”的判断。

图 3：11 月主要原材料购进价格与出厂价格双双下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

非制造业 PMI 的价格方面，11月非制造业 PMI 投入品价格与销售价格分别为49.10、

48.80，分别较前值上行-1.50、0.30个百分点。其中，投入品价格时隔1个月再次进入收缩区间，销售价格自2023年10月以来持续位于负值区间。从“销售价格-投入品价格”看，11月为-0.30个百分点，较前值收窄1.80个百分点。**从非制造业内部结构看：**11月建筑业投入品价格与销售价格分别为48.0、48.60，分别较前值下行7.20、3.50个百分点，建筑业投入品价格时隔2个月再次进入收缩区间，创近3个月新低，建筑业销售价格时隔1个月再次进入收缩区间；11月服务业投入品价格与销售价格分别为49.30、48.80，分别较前值上行-0.50、1.0个百分点，服务业投入品价格连续4个月位于收缩区间，服务业销售价格自2023年10月以来持续位于收缩区间，但是2024年11月的读数创近7个月新高。综上，非制造业PMI的价格指标总体较前值下行，且均位于收缩区间，预示11月我国核心CPI当月同比大概率还将面临一定压力。我们坚持在《英大证券宏观评论：2025年上半年CPI当月同比或低位徘徊，下半年PPI当月同比大概率高于上半年（20241120）》中“中短期之内，核心CPI当月同比可能不具备大幅上行的基础”的观点。

在《英大证券宏观评论：2025年上半年CPI当月同比或低位徘徊，下半年PPI当月同比大概率高于上半年（20241120）》中，我们认为“（2025年）PPI当月同比低点位于上半年的概率大于位于下半年的概率”，以及“（2025年）下半年PPI当月同比大概率高于上半年”。在以上判断的基础上，我们增加一个新的判断：PPI当月同比的大幅上行最晚的时点，大概率不会晚于2026年6月。我们做出这一判断的主要依据是：2026年5月鲍威尔大概率卸任美联储主席，届时特朗普很可能提名新的美联储主席，这就意味着特朗普选举期间承诺的大幅降息最晚在2026年5月得到兑现，因此包括中美在内的全球宏观经济或最迟在2026年5月出现根本性的好转，这将带动PPI当月同比上行。值得指出的是，以上是“保守”的研判。最有可能的情况是，美联储紧盯通胀率与就业率，在通胀率下行以及就业率上行的背景下，加大降息力度。这一时点大概率早于2026年5月，我们将截止时点往后推一个月，亦即大概率早于2026年6月。

四、工业企业产成品存货同比的低点，大概率出现在2025年3季度左右

11月原材料库存为48.20，持平于前值；11月产成品库存为47.40，较前值上行0.50个百分点。从工业企业利润数据来看，10月工业企业产成品存货同比为3.90%，较前值大幅下行0.70个百分点，连续3个月累计下行1.30个百分点，创2024年6月以来新低；10月工业企业存货同比为2.30%，较前值下行0.40个百分点，连续3个月累计下行1.40个百分点，创2024年5月以来新低。

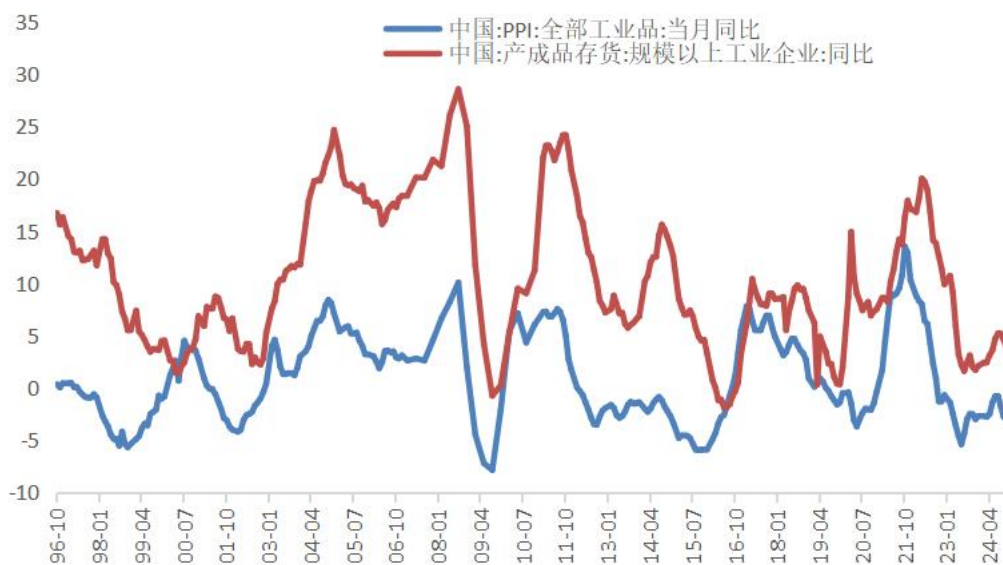
当前我国宏观经济处于什么阶段？从PPI当月同比看，该指标在2024年6月、7月均录得-0.80%，为2023年1月以来高点，此后连续3个月累计下行2.10个百分点至-2.90%，创2023年12月以来新低。在此基础上，结合工业企业产成品存货同比的下行走势，我们认为当前我国宏观经济尚处于主动去库存阶段。

从历史经验与宏观逻辑这两个角度看，工业企业存货同比的拐点领先于工业企业产成品存货同比的拐点。在 10 月工业企业存货同比为 2.30%，较前值大幅下行 0.40 个百分点的背景下，预计 11 月工业企业产成品存货同比大概率在 10 月 3.90% 的基础上继续下探。工业企业存货同比触底的时点大致在什么时候？这一问题与 PPI 当月同比触底的时点高度相关。

首先，我们坚持在《英大证券宏观评论：2025 年上半年 CPI 当月同比或低位徘徊，下半年 PPI 当月同比大概率高于上半年（20241120）》中“后期 PPI 当月同比的低点大致位于 2025 年 2 月至 2025 年 10 月之间”，以及“PPI 当月同比低点位于上半年的概率大于位于下半年的概率”的判断。

其次，我们将 PPI 当月同比的低点与工业企业存货同比的低点做个对比。1996 年 2 月以来，我国 PPI 当月同比录得 8 个低点，相应地，工业企业存货同比也录得 8 个低点。具体看：PPI 当月同比的**第一个低点**是 1998 年 11 月的-5.68%，产成品存货同比的相应低点是 2000 年 5 月的 1.39%，二者相隔 18 个月；PPI 当月同比的**第二个低点**是 2002 年 2 月的-4.20%，产成品存货同比的相应低点是 2002 年 10 月的 2.21%，二者相隔 8 个月；PPI 当月同比的**第三个低点**是 2006 年 4 月的 1.87%，产成品存货同比的相应低点是 2006 年 5 月的 15.64%，二者相隔 1 个月；PPI 当月同比的**第四个低点**是 2009 年 7 月的-8.20%，产成品存货同比的相应低点是 2009 年 8 月的-0.76%，二者相隔 1 个月；PPI 当月同比的**第五个低点**是 2012 年 9 月的-3.55%，产成品存货同比的相应低点是 2013 年 8 月的 5.73%，二者相隔 11 个月；PPI 当月同比的**第六个低点**是 2015 年 9 月的-5.95%，产成品存货同比的相应低点是 2016 年 6 月的-1.90%，二者相隔 9 个月；PPI 当月同比的**第七个低点**是 2020 年 5 月的-3.70%，产成品存货同比的相应低点是 2020 年 10 月的 6.90%，二者相隔 5 个月；PPI 当月同比的**第八个低点**是 2023 年 6 月的-5.40%，产成品存货同比的相应低点是 2023 年 7 月的 1.60%，二者相隔 1 个月。

图 4：工业企业存货同比低点滞后于 PPI 当月同比低点，间隔范围在 1-18 个月（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

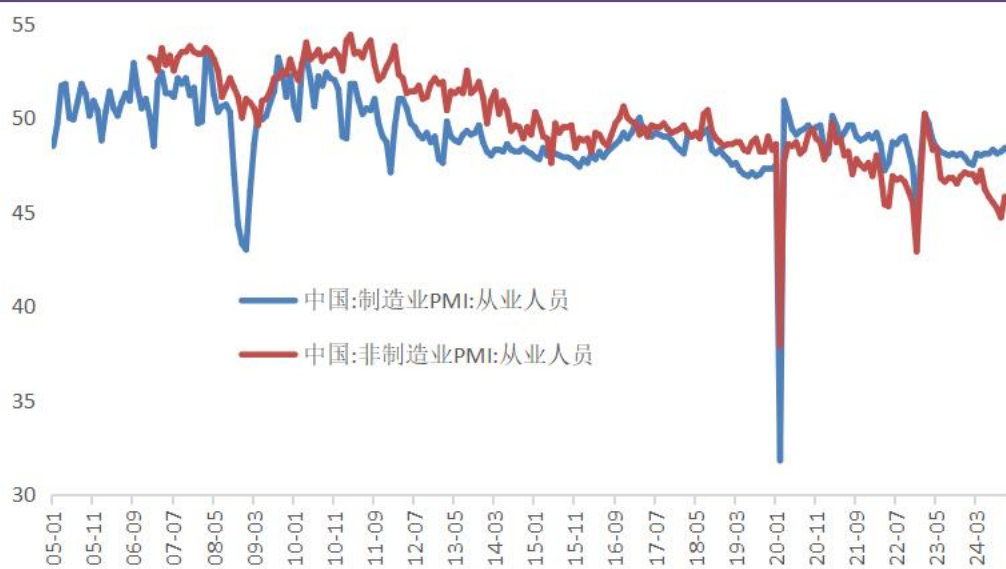
综上，工业企业存货同比低点滞后于 PPI 当月同比低点，二者的间隔范围在 1 个月至 18 个月之间。其中，间隔 1 个月的有 3 次，占比 37.5%，间隔在 2 个月至 6 个月的有 1 次，占比 12.5%，间隔在 7 个月至 12 个月的有 3 次，占比 37.5%，间隔超过 12 个月的有 1 次，占比 12.5%。基于以上分析，我们认为，本轮 PPI 当月同比低点大概率落在 2025 年 4-6 月，也就是 2 季度。如果这一判断成立，则本轮工业企业存货同比低点大概率出现在 2025 年 3 季度左右。

五、就业相关数据总体承压，短期内或还将面临一定压力

10 月城镇调查失业率录得 5.0%，创近 4 个月新低，为 2021 年 11 月以来低点。从结构上看，10 月 31 个大城市城镇调查失业率录得 5.0%，创近 4 个月新低，但是高于 2024 年 6 月的 4.90%，表明 31 个大城市就业情况总体而言差于全国整体。

从 11 月 PMI 就业数据看，当前就业情况可能不大乐观。这一判断的依据有以下三点：**一是** 11 月制造业 PMI 从业人员录得 48.20，较前值下行 0.20 个百分点，自 2023 年 3 月以来持续位于收缩区间；**二是** 11 月非制造业从业人员为 45.40，较前值下行 0.40 个百分点，同样自 2023 年 3 月以来持续位于收缩区间，且处于历史低位区间；**三是** 从非制造业的结构看，11 月建筑业从业人员为 40.70，较前值下行 2.0 个百分点，自 2024 年 2 月以来持续位于收缩区间，连续 7 个月位于“45 以下”这一深度收缩区间，且处于历史低位区间，与此同时，11 月服务业从业人员为 46.20，较前值下行 0.20 个百分点，自 2014 年 7 月以来持续位于收缩区间，总体也处于历史低位区间。

图 5：就业相关数据总体承压，短期内或还将面临一定压力（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

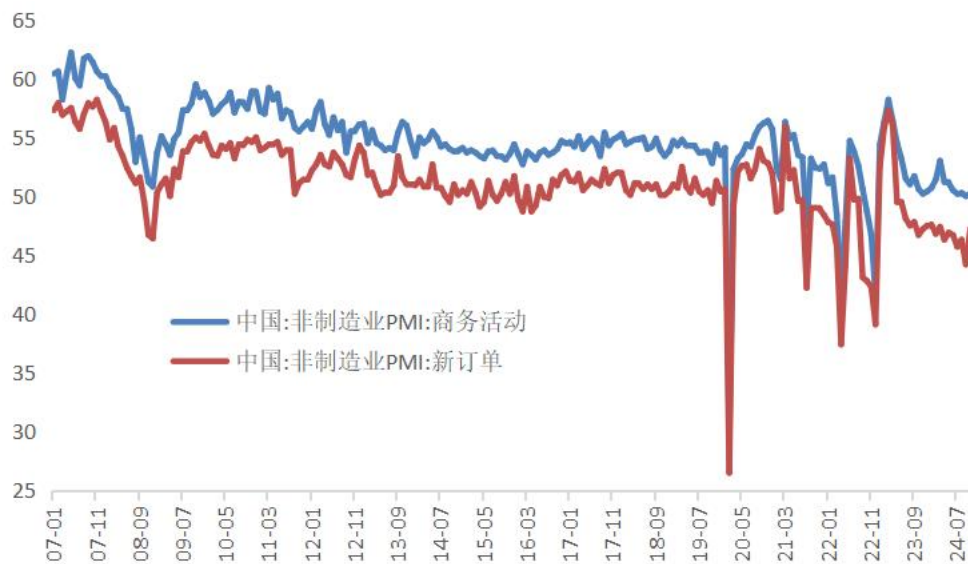
我们可以从工业企业利润数据看就业情况。可以分三个层面：**一是** 盈利情况，10 月工业企业利润总额当月同比录得-10.0%，连续 3 个月录得负增长，10 月营业收入累计同比、营业成本累计同比分别为 1.90%、2.30%，分别较前值下行 0.20、0.10 个百分点，营业收入

累计同比下行幅度大于营业成本累计同比下行幅度，二者差值为-0.40个百分点，较其前值走阔0.10个百分点；**二是**亏损情况，10月亏损企业亏损额累计同比为9.90%，较前值上行0.70个百分点，连续3个月录得正增长，创2023年8月以来新高，与此同时，10月亏损家数累计同比为7.50%，较前值上行1.90个百分点，创2023年12月以来新高；**三是**企业用工情况，10月工业企业平均用工人数累计同比为-1.80%，较前值下行0.10个百分点，创2024年5月以来新低，自2022年6月以来持续位于负值区间，表明就业持续面临压力。

六、12月非制造业 PMI 还将面临一定压力，短期内或不具备大幅上行基础

11月非制造业 PMI 表现较为一般，体现在以下五点：**一是**11月非制造业 PMI 为50.0，较前值下行0.20个百分点，持平于2024年9月，为2023年1月以来低点；**二是**与历年同期的绝对读数相比，在2007年以来的18年中，2024年11月位于第17位，属于下游水平；**三是**看月度边际上行幅度，2024年11月较前值下行0.20个百分点，在2007年以来的18年中，位列第11位，居于中下游水平；**四是**从结构看，11月建筑业 PMI 为49.70，较前值下行0.70个百分点，创2020年3月以来新低，剔除掉2020年2月的26.60，则为2011年3月以来新低，而11月服务业 PMI 为50.10，持平于前值；**五是**非制造业 PMI 其余的9个指标，大部分较前值下行，其中，位于荣枯线以下的指标有7个，较10月增加2个，位于50-60之间的指标有2个，较10月减少1个，位于60以上的指标有0个，持平于10月。

图6：12月非制造业 PMI 还将面临一定压力，短期内或不具备大幅上行基础（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

11月非制造业 PMI “踩线”荣枯线，后期有无可能继续下探？我们认为，12月非制造业 PMI 还将面临一定压力，短期内或不具备大幅上行基础。这一判断的主要依据是11月非制造业 PMI 的新订单继续承压：11月非制造业 PMI 新订单录得45.90，较前值大幅下行1.30个百分点，接近“深度收缩”区间。新订单是非制造业 PMI 的领先指标：**一是**宏观逻辑方面，新订单是生产、库存、从业人员以及供货商配送时间这四个指标的逻辑起点；**二是**从

图形走势看，新订单领先于非制造业 PMI，一方面，不论在周期底部还是周期顶部，新订单的拐点均领先非制造业 PMI 的拐点，另一份，相比非制造业 PMI，新订单的走势更为坚决、果断与流畅。从结构上看：建筑业方面，11 月建筑业新订单录得 43.50，持平于前值，处于历史低位且“深度收缩”区间；服务业方面，11 月服务业新订单为 46.40，较前值下行 1.40 个百分点。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
