

11月制造业景气度继续温和回升

—— 2024年11月PMI数据点评

王青 闫骏 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2024年11月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.3%，比上月上升0.2个百分点；11月，非制造业商务活动指数为50.0%，比上月下降0.2个百分点，其中，建筑业商务活动指数为49.7%，比上月下降0.7个百分点，服务业PMI指数为50.1%，与上月持平；11月综合PMI产出指数为50.8%，与上月持平。

11月PMI数据要点解读如下：

11月以来，存量政策和一揽子增量政策的稳增长效应进一步显现，是带动当月制造业景气度持续回升，连续两个月处于扩张区间的主要原因。其中，11月制造业PMI指数中的新订单指数为50.8%，较上月大幅上升0.8个百分点，近7个月以来首次升至扩张区间，对当月整体制造业PMI指数改善贡献最大。

背后是在存量政策和一揽子增量政策发力下，11月汽车销量、楼市成交量、基建施工数据都有明显改善。其中，7月安排1500亿超长期特别国债资金支持耐用消费品以旧换新，正在刺激汽车销量高增；11月下旬契税等房地产交易环节减税政策全面落地，一、二线城市楼市成交量再度冲高，扭转了11月上、中旬楼市降温势头；年内提前下达明年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单，年底前要形成实物工作量，则是当月基建施工数据上行的主要原因。最后，高频数据显示近期出口也继续处于较强状态。总体上看，这些都对11月制造业需求端形成较强拉动。与此同时，在市场需求改善过程中，制造业生产端也受到带动，11月生产指数升至52.4%，较上月上升0.4个百分点。

其它主要分项指数方面，11月新出口订单指数上升0.8个百分点至48.1%，这一方面表明当前外需韧性较强，也不排除美国大选结束后，接下来中美经贸关系变数加大，一些美国进口商“提前下单”。值得注意的是，下半年以来摩根大通全球制造业PMI指数已连续4个月处于收缩区间，这意味着外需放缓势头已经形成，后期出口增速回落是大方向。

11月大型企业PMI指数略有回落，但仍处于扩张区间，中、小型企业PMI指数改善，其中，小型企业PMI指数大幅上升1.6个百分点，达到49.1%，为近7个月以来的最高水平。主要原因是近期稳增长政策发力，市场需求改善，而小型企业与市场终端距离最近，受到的提振作用最为明显。

另外，11月制造业PMI指数中的生产经营预期指数为54.7%，较上月上升0.7个百分点，连续两个月较快上行，表明一揽子增量政策陆续出台后，制造业企业对未来市场信心持续增强。

不过，11月制造业PMI中的两个价格指数都出现较大幅度回落，其中，出厂价格指数回落2.2个百分点至47.7%，主要原材料购进价格指数回落3.6个百分点，降至49.8%，再度进入收缩区间。这一方面与国际原油价格下行向国内传导有关，另一方面则主要受近期国内钢铁、煤炭、化工等基础原材料价格持续下行影响。

这显示当前经济回升力度整体上仍然较为温和，市场需求回暖对工业品价格的拉动作用有限——根据中国物流信息中心数据，11月仍有60%以上的企业反映需求不足，这也是11月制造业PMI指数上升幅度较为温和的主要原因。背后是本轮财政化债政策力度很大，但对地方政府稳增长能力的提振效应还需要一段传导时间，而楼市改善的可持续性有待观察，尚未传导到房地产投资端。与此同时，11月美国大选结束后，未来我国外部贸易环境变数加大，也可能对当前制造业景气度有一定影响。

11月服务业PMI指数为50.1%，与上月持平，连续两个月处在扩张区间。一揽子增量政策出台后，资本市场信心受到明显提振。中国物流信息中心数据显示，11月货币金融和资本市场服务业商务活动指数较上月有所上升，均在60%以上，社会融资需求有所提升。这抵消了国庆假期效应消退后，与居民出行消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数不同程度回落的影响。

11月建筑业商务活动指数为49.7%，较上月回落0.7个百分点，2020年3月以来首次进入收缩区间。我们判断，主要原因是尽管近期楼市回暖，但房地产投资活动依然低迷。数据显示，当月房屋建筑和建筑装饰及安装业商务活动指数均在50%以下。不过，11月土木工程建筑业商务活动指数虽较上月下降，但仍在52%以上的较高水平，意味着基础建设投资相关活动仍保持较快扩张态势。这与近期基建投资提速相印证。后期伴随2000亿投资额度提前于今年四季度下达并形成实物工作量，基建投资增速还会进一步加快，进而成为推动四季度经济增速回升的一个重要因素。

整体上看，主要受支持“两新”等存量政策和9月末以来出台的一揽子增量政策持续显效带动，11月宏观经济景气度延续上升势头，符合市场普遍预期。不过，当前市场需求仍有待进一步提振，宏观经济景气度回升力度较为温和。

展望未来，伴随一揽子增量政策进一步显效，以及各地为完成今年经济社会发展目标而在年底前发力稳增长，12月制造业PMI指数有望继续保持在扩张区间，估计会在50.4%左右，连续三个月处于扩张区间。这意味着与三季度相比，四季度宏观经济景气度会明显改善。我们预计，四季度GDP同比有望达到5.3%左右，增速较三季度上行0.7个百分点，进而确保顺利完成全年“5.0%左右”的GDP增长目标。

我们也认为，宏观经济能否就此摆脱下行压力，关键在于房地产市场能否较快实现趋势性止跌回

稳，以及 2025 年我国对外贸易环境是否会出现重大变化，而逆周期调节政策适时加力，将为后期制造业乃至整个宏观经济景气度形成重要支撑。