

生产进一步加速，但供需格局才是关键

——2023年11月经济数据分析

核心观点：

11月经济整体稳健，乐观预期隐现。消费稍低于预期，投资平稳，生产走高。11月的增长数据推测4季度GDP增速可能在5.2%左右，全年可以实现5.2%的增长，2023年经济平稳收官。11月来看，消费环比基本平稳，投资中房地产的下行被制造业和基建上行抵消，生产剔除基数影响仍然走高，整体经济表现稳中有进。

消费小幅低于预期，居民生活消费结构并未有太大的变化。生活食品类消费增速相对稳定，建筑装饰材料和文化办公用品仍然是拖累项。外出餐饮继续回升，但是有基数方面的原因。房地产市场恢复不足、在资本市场波动的环境中，财富效应消失，居民消费偏谨慎。4季度预计增长7.9%，全年增长7.1%。

固定资产投资稳定，制造业投资强势，基建上行。1-11月固定资产投资额同比增长2.9%（前值2.9%），民间固定资产投资下降0.5%（前值-0.5%），均保持不变。制造业投资中，电气机械及器材制造、汽车、化学原料及化学制品、有色金属冶炼投资处于高位。基建投资小幅下滑，分行业看依然集中在铁路和水利建设，道路项目和地方政府主导的公共设施业增速下降。本月政府融资大幅高于以往，未来基建会逐步加速。

房地产行业仍然回落，生产改善但需求不足。房地产投资继续下滑，1-11月房地产开发投资累计同比下降9.4%，前值-9.3%。**生产端，施工和新开工面积有所起色**，当月同比18个月来首次转正，竣工增速边际增速下降。从土地流转来看，11月份100大中城市土地成交面积增速同比下降44.59%，房企开始在经历上个月的刺激后房企拿地意愿再次下滑。**销售端**，商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度再度扩大。高频数据上，30城成交面积也显示商品房销售低迷。**开发资金上**，国内贷款和企业自筹资金下滑趋势连续收窄，但订金及预收款和个人按揭贷款降幅继续扩大，依然显示出需求不足。**综合来看房地产提振政策稍有见效。**

11月工业与服务业增速都相对稳定，尤其是11月电子、汽车、电气等“新动能”明显加速，医药也收窄降幅。但现在问题的关键是中央经济工作会议所指出的“有效需求不足、部分行业产能过剩”，以及由此导致的CPI与PPI持续负值，这限制了货币政策效果，加重了社会各类债务人的负担，影响了企业盈利预期，也影响了居民收入预期尤其是财富收入预期。**政策重心应进一步向终端需求倾斜，同时稳定房地产市场和资本市场，稳定财富效应。**

分析师

高明

☎：(8610) 8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

风险提示

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

目 录

一、零售消费弱势平稳.....	3
二、固定资产投资：制造业增速强势，基建小幅放缓.....	4
（一）固定资产投资.....	4
（二）制造业投资.....	4
（三）基础设施投资.....	5
三、房地产投资降幅小幅扩大，生产回暖但需求低迷.....	5
四、电子、汽车、电气等“新动能”明显加速，医药也收窄降幅.....	7

一、零售消费弱勢平稳

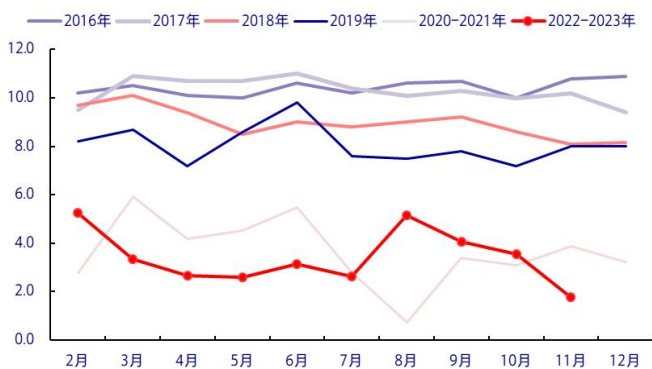
2023年11月份社会零售总额42,505亿元，增长速度为10.1%。1-11月份社会零售总额增长7.2%，去除汽车增长7.3%。

11月消费增速同比快速上行主要是基数因素影响。实际上11月份消费低于预期，环比消费增速略有回落，总消费额低于10月份。2022年和2023年两年消费平均增速继续回落至1.78%，比上个月下滑1.7个百分点。11月份消费环比小幅负增长，消费增速环比自8月后均处于低位。

从消费类别来看，餐饮消费继续上行。2022年和2023年两年平均商品消费增速回落，餐饮增速上行。商品消费上行速度偏缓，居民仍然谨慎，房地产相关消费仍然是拖累，但居民外出生活逐步恢复正常。餐饮消费在11月份上行至7.6%，回升3.8个百分点。从规模以上商品消费来看，必需品消费和非必需品消费同时回升，必需品消费增速恢复更快。非必需品中，汽车、石油制品、金银珠宝消费继续走高，但房地产相关消费仍然是拖累项。

图1：2022年和2023年两年平均零售消费增速（%）

图2：11月零售消费环比走低（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

这种趋势也可以从商品消费中得以体现。首先，11月份居民食品、服装鞋帽、药品的消费增速上行。其次，两年平均的汽车消费增速基本平稳，保持在2%~3%的增速水平；11月汽车销售额4,314亿元，略高于10月份，8月份后汽车销售额保持相对稳定。石油及相关制品消费增速加快，下游生产相对恢复更快，带动了能源类产品消费。再次，通讯器材、金银珠宝消费同时上行，双十一促销起作用。最后，房地产相关消费仍然疲软，家用电器建筑装潢材料仍然较为疲软。文化办公用品消费再次转弱，恢复需要时间。

11月份整体消费表现略低于预期，两年平均增速下行速度加快。居民收入好转程度偏缓，居民消费信心仍然有待恢复。而居民财富效应表现较弱，压制了居民消费的上行。

12月份由于基数效应和居民自然消费的恢复，预计消费增速仍然平稳。但是整体格局可能变化不大，生活必需品消费保持平稳，非必需品消费是否具有持续性需要观察，房地产相关消费疲软。在房地产市场疲软和资本市场财富效应不显的情况下，启动国内居民消费会较为困难，未来居民消费的恢复也是偏缓的。

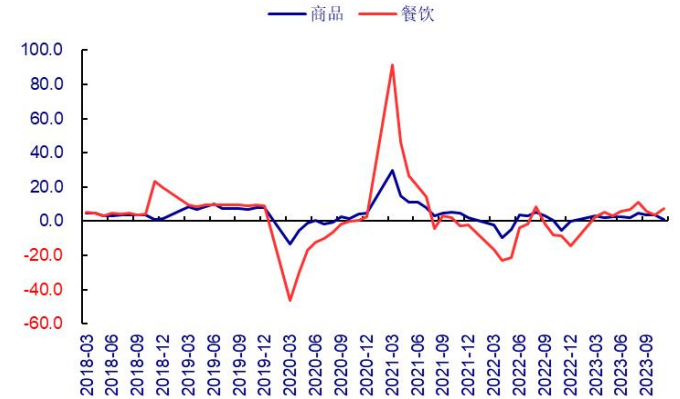
2023年下半年开始居民消费表现了平稳性和一定的韧性，预计4季度居民零售消费增长7.9%，全年消费增速7.1%。2024年消费增速可能在5%左右震荡。

图 3：消费行业 2022 和 2023 两年平均增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：2022 和 2023 两年平均商品和餐饮消费增速 (%)



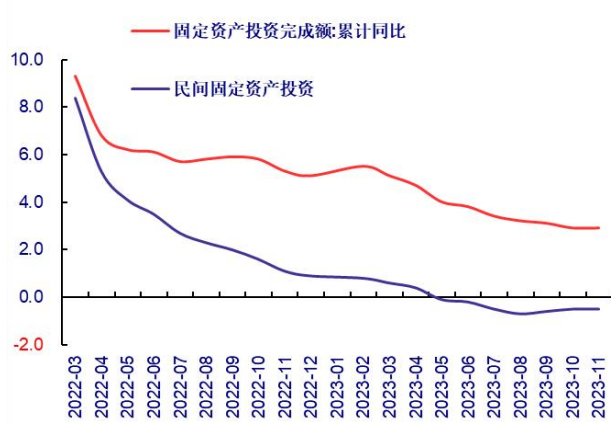
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、固定资产投资：制造业增速强势，基建小幅放缓

(一) 固定资产投资

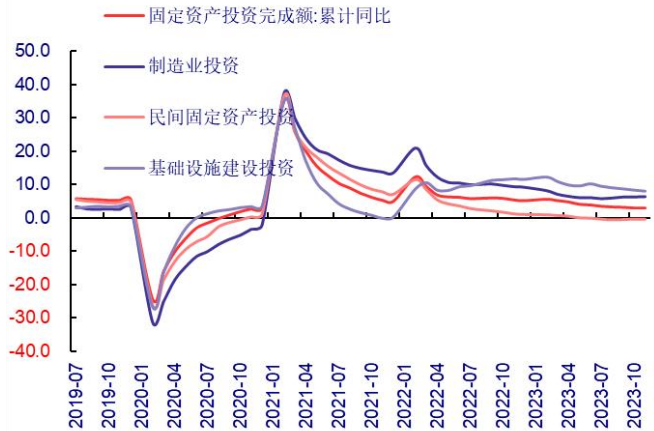
固定资产投资增速稳定。1-11 月固定资产投资额为 460,814 亿元，同比增长 2.9%（前值 2.9%）。11 月份民间固定资产投资下降-0.5%（前值-0.5%），降幅不变。从行业来看，11 月份制造业投资增速强势，录得 6.3%（前值 6.2%）；基建投资保持增长但增速有所放缓。

图 5：固定资产和民间固定资产投资增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：三大行业单月投资增速 (%)

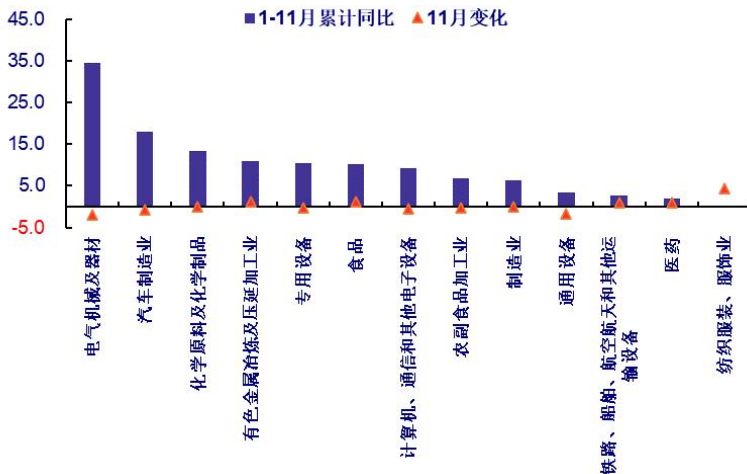


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 制造业投资

本月制造业投资强势。1-11 月份制造业投资增速 6.3%（前值 6.2%）。分行业来看，11 月份高科技产业投资继续拉动制造业投资增长。增速最高的两个行业电气机械及器材制造业和汽车制造分别录得累计同比 34.6%（前值 36.6%）和 17.9%（前值 18.7%），增速依然高企但连续两个月下降。其他增速下降的中游行业有专用设备 10.4%（前值 10.7%）、计算机 9.2%（前值 9.6%）和通用设备 3.4%（前值 5.2%）；铁路船舶航空航天运输设备本月上漲 0.9pct 至 2.7%。上游化学原料及制品和有色金属冶炼及压延加工也处在高位但走势不一，其中化学原料制品小幅下降，录得 13.3%（前值 13.4%）、有色金属上涨 1.1pct 至 10.9%。下游的食品有所上升，增加 1.2pct 至 10.1%；但农副食品加工业下降 0.2pct 至 6.9%。药制造上行 1pct 至 1.9%。

图 7：制造业各行业累计投资增速（%）



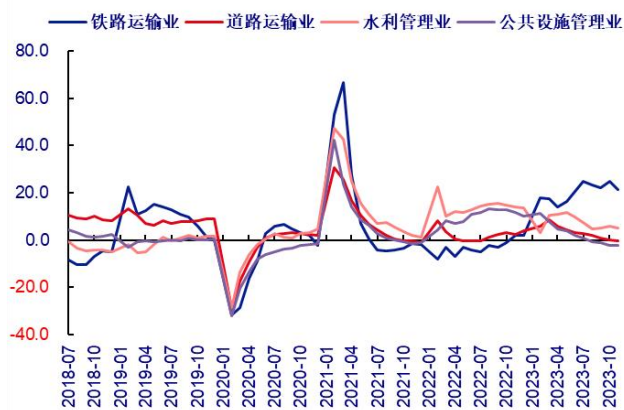
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）基础设施投资

基建投资增速连续 3 个月下行，但是整体基建投资仍然处于高位。1-11 月基础设施投资同比增长 7.96%（前值 8.27%）。政府融资在 9、10、11 月份处于高位，基建投资是稳增长的重要手段，随着经济工作会议提出“强化国家重大战略任务的财力保障”，基建投资增速会加快。

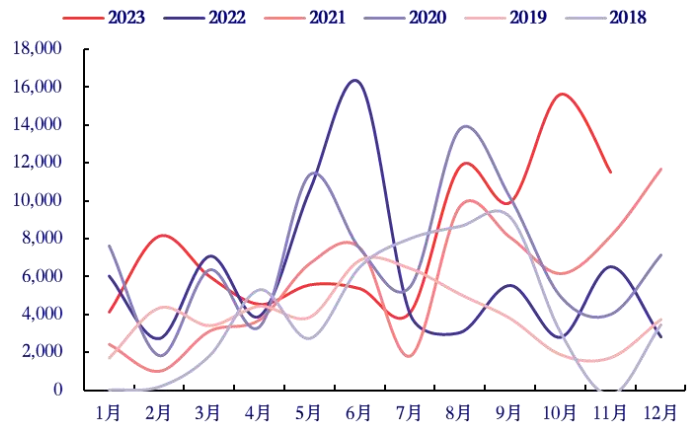
分行业看，基建施工现阶段依然集中在铁路和水利建设，道路项目和地方政府主导的公共设施业增速下滑。中央资金集中在铁路项目和大型项目，1-11 月铁路运输投资增速录得 21.5%（前值 24.80%），保持高位但边际放缓，水利项目增长 5.2%（前值 5.7%），趋势一致。道路运输增速本月转负、公共设施管理增速继续下行，分别为 -0.2% 和 -2.5（前值 0% 和 -1.2%），边际变化持续下行。

图 8：基础设施投资各行业增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：1-11 月份政府债券融资额度（亿元）



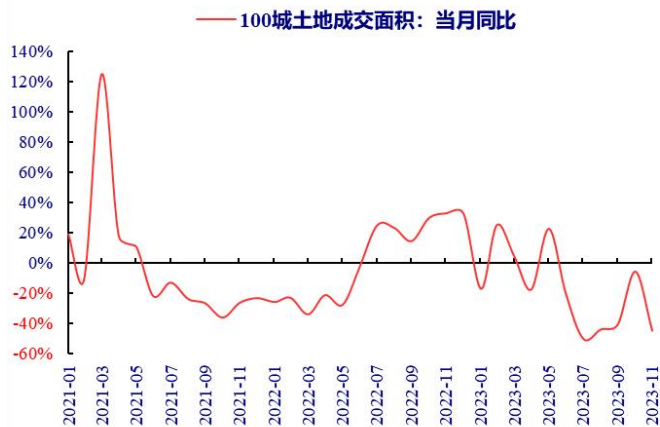
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、房地产投资降幅小幅扩大，生产回暖但需求低迷

1-11 月房地产开发投资累计同比下降 9.4%，前值降 9.3%；当月同比负增长 18.09%，地产投资继续下滑。房屋新开工和施工面积累计同比降幅边际收敛，分别录得 -7.2% 和 -21.2%，较上月上升 0.1pct 和 2pct，但竣工增速边际下降，房地产开发商到位资金仍在下行，但是从国

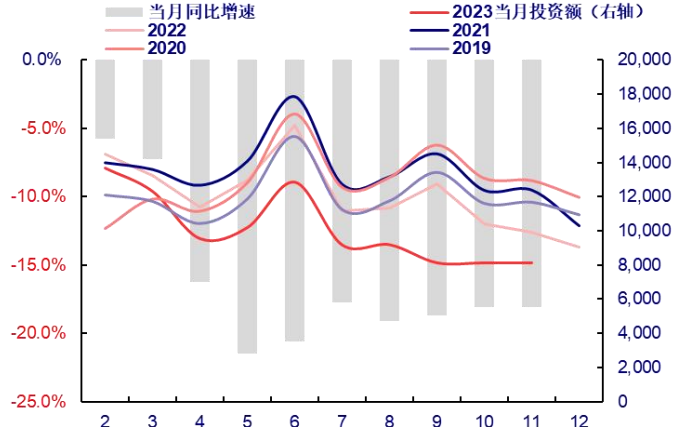
内金融机构得到的资金量上升，证明金融支持政策逐步落实。商品房销售仍然没有好转，面积和销售额均下滑。

图 10: 100 大中城市土地成交面积 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 1-11 月份房地产投资额 (亿元)

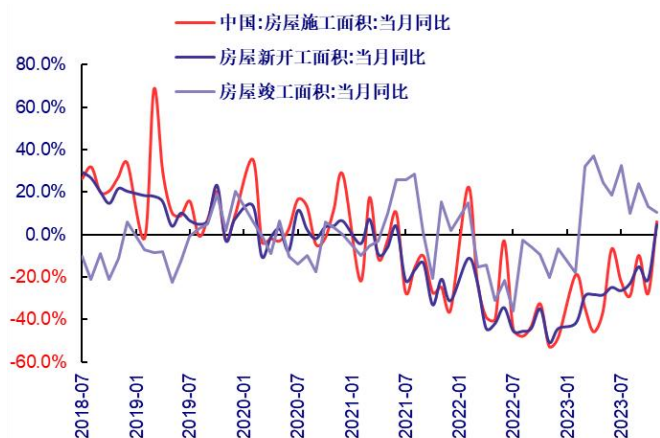


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

生产端，施工和新开工面积有所起色，当月同比 18 个月来首次转正，竣工增速边际增速下降。11 月份，新增房地产新开工面积 8279.4 万平方米，当月同比增长 5%；施工面积比去年同期增长 6%，录得 8450.06 万平米，新开工和施工面积 18 月来首次转正。竣工面积 10086.28 万平方米，上行 10%（前值 13%）。竣工的动能以逐渐减弱。从土地流转来看，11 月份 100 大中城市土地成交面积增速同比下降 44.59%，房企开始在经历上个月的刺激后房企拿地意愿再次下滑。综合来看房地产提振政策稍有见效

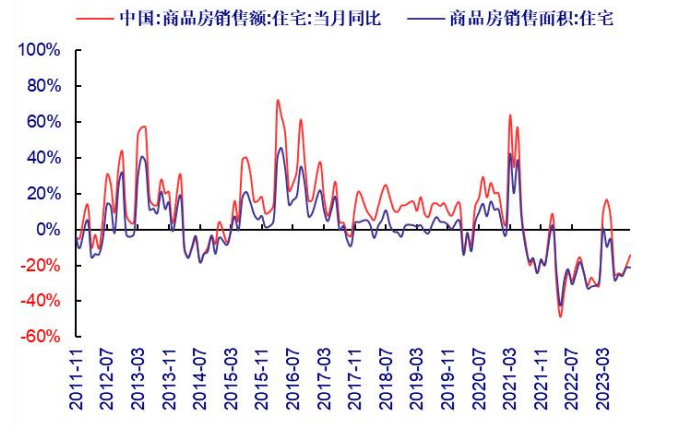
从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度再度扩大。1-11 月份商品房销售面积累计-7.3%（前值-6.8%），单月下降-23.49%（前值-20.96%）；1-11 月商品房销售额增速累计下行-4.3%（前值-3.7%），11 月当月同比-18.26%（前值-14.33%）。高频数据上，30 城成交面积也显示商品房销售低迷。

图 12: 房屋开工和施工回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

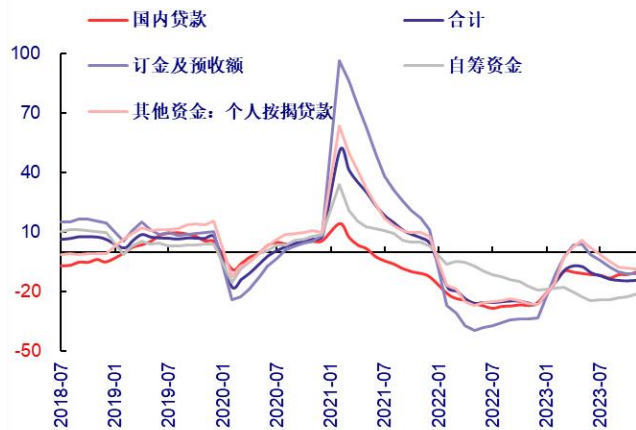
图 13: 11 月商品房销售面积和销售额 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

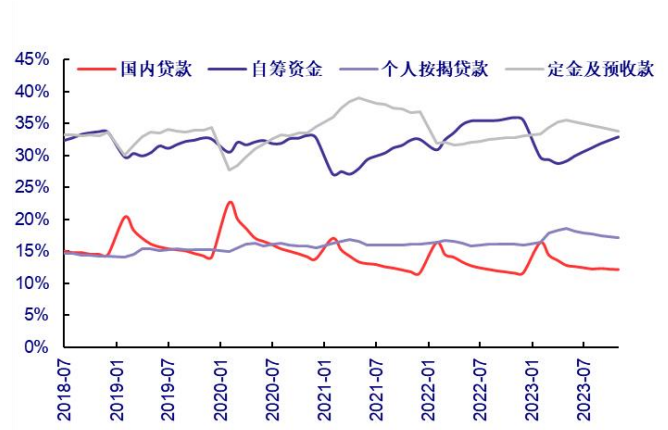
房地产行业开发资金来源累计同比降幅收窄。本月录得-14.14%（前值-14.45%），降幅小幅改善。其中来自国内贷款和企业自筹资金下滑趋势连续收窄，分别为-10.09%和-21.41%（前值-11.29%和-22.49%），连续四个月恢复。但订金及预收款和个人按揭贷款降幅继续扩大，分别录得-14.14%和-11.25%（前值-10.83%和-8.16%），需求端依旧改善不明显。国内金融市场以及政策环境对房地产开发商有所好转，但是市场销售仍然低迷，12 月 14 日上海和北京分别出台刺激房地产需求端的政策，后续其他城市有望跟随，需求的恢复需持续观察。

图 14: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 房地产资金来源占比



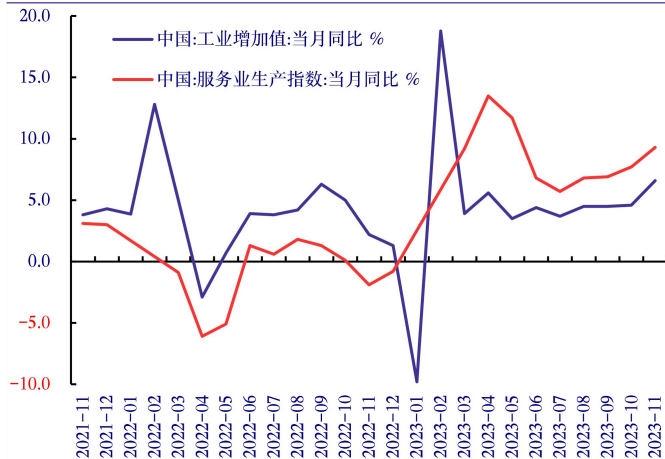
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、电子、汽车、电气等“新动能”明显加速，医药也收窄降幅

11 月工业与服务业增速都相对稳定。11 月工业增加值环比+0.87%，同比+6.6%（前值+4.6%）；1-10 月累计同比+4.3%。分三大门类看，11 月采矿业同比+3.9%（前值+2.9%），制造业同比+6.7%（前值+5.1%），电力热力燃气供水行业同比+9.9%（前值+1.5%）。11 月服务业生产指数同比+9.3%（前值+7.7%），其中信息技术行业生产指数同比+13.3%（前值+10.9%）。

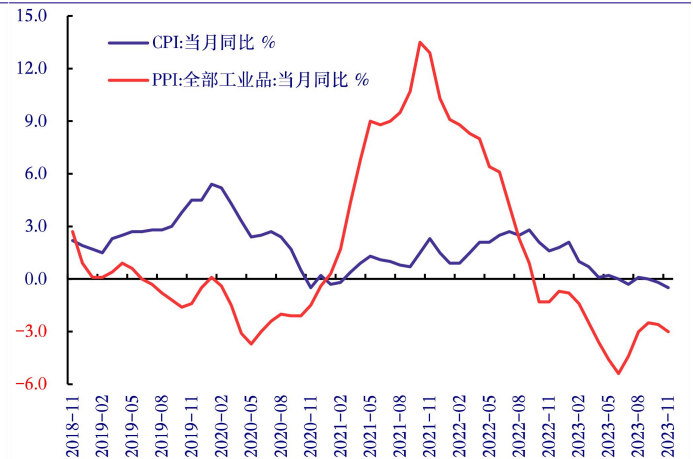
问题的关键在于中央经济工作会议所指出的“有效需求不足、部分行业产能过剩”。二、三季度 GDP 平减指数分别为-1.5%、-1.43%，预计四季度仍为负值。从价格指数来看，CPI 自从 4 月以来一直维持在 0%左右，10 月、11 月分别下降至-0.2%、-0.5%，反映消费品需求不足；PPI 在 6 月到达了-5.4%的底部，9 月收窄降幅至-2.5%，但 10 月、11 月再次降至-2.6%、-3.0%，反映工业品下游需求不足。

图 16: 工业增加值与服务业生产指数增速保持稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 当前 PPI、CPI 都处于负值区间

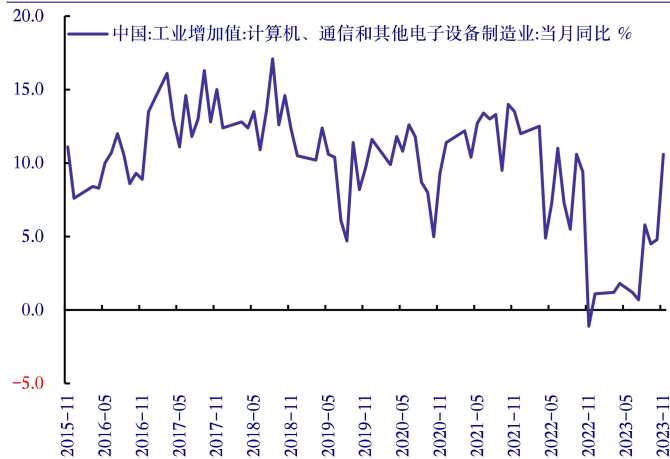


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

11 月电子、汽车、电气等“新动能”明显加速，医药也收窄降幅。1-11 月，高技术制造业增加值增速回升至 2.3%（前值+1.8%），但仍低于工业增加值整体。其中，计算机、通信和电子设备制造业增加值增速 11 月升至 10.6%（9 月、10 月分别为 4.5%、4.8%）。医药制造业增速 11 月收窄降幅至-8.1%（10 月为-10.4%）。装备制造业方面，11 月汽车制造业增加值增速达到+20.7%（10 月为+10.8%），出现了连续加速；电气机械与器材制造业增速达到 10.2%（10 月为+9.8%），保持高位。展望未来，随着美联储停止加息，高技术制造业、装备制造业等的

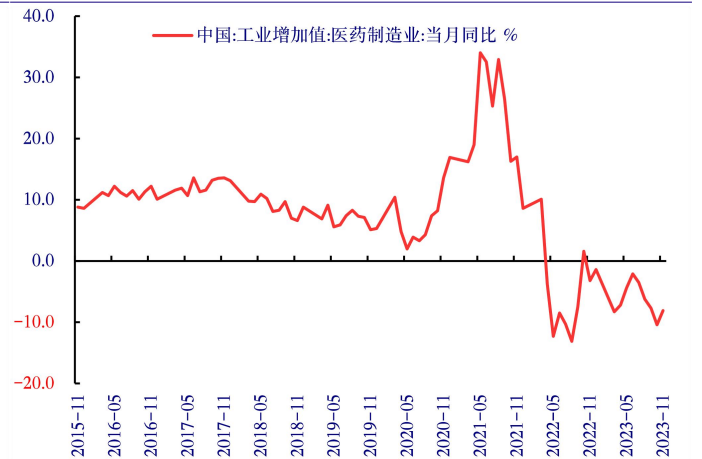
压制因素之一有望逐步解除，未来将逐步开启修复。

图 18：计算机、通信和电子设备制造业增加值增速



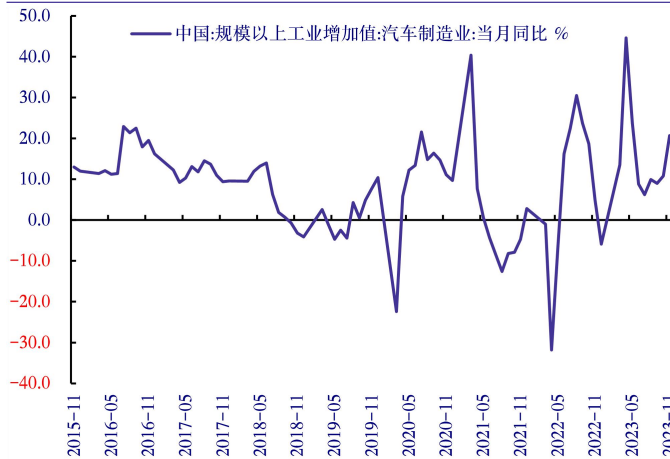
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 19：医药制造业增加值增速陷入负增长区间



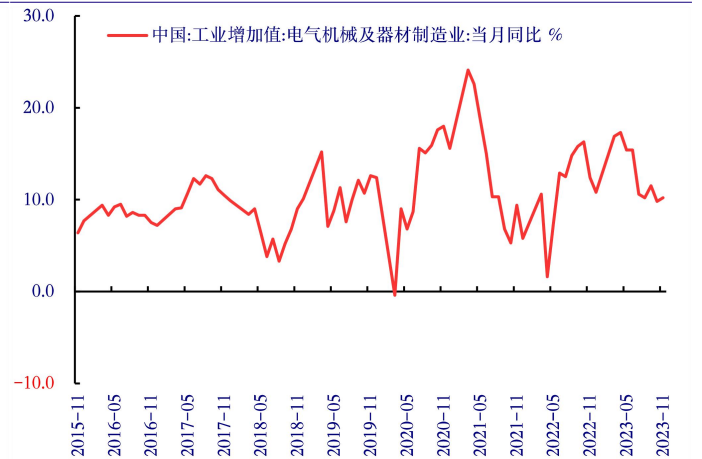
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 20：汽车制造业增加值增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 21：电气机械与器材制造业增加值增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分子行业来看，装备制造业增速相对较高，消费品制造业相对低迷。如图 22 所示，能源和原材料加工行业中，有色金属冶炼加工、化学原料与化学制品两个行业增速较高。装备制造业之中，11 月汽车、其他运输设备制造业、电气机械和器材制造、计算机通讯和电子设备制造 11 月都实现了 10% 以上的增速。而消费品制造业普遍低迷，其中医药制造业和农副食品加工业 11 月增速为负。

图 22：工业主要子行业增加值增速以及近三个月趋势

行业分类	规模以上工业增加值增速：%	9月当月 同比	10月当月 同比	11月当月 同比	近三个月趋势	1-11月累计 同比
能源供应	煤炭开采和洗选业	1.4	3.3	5.2		2.0
	石油和天然气开采业	3.4	0.4	1.8		3.7
	电力、热力生产和供应业	4.6	0.9	9.2		4.1
原材料加工	化学原料和化学制品制造业	13.4	12.1	9.6		9.5
	橡胶和塑料制品业	6.0	6.0	7.4		3.1
	非金属矿物制品业	-1.7	-1.1	-0.6		-0.6
	黑色金属冶炼和压延加工业	9.9	7.3	5.1		7.5
	有色金属冶炼和压延加工业	8.4	12.5	10.2		8.4
装备制造	金属制品业	3.7	5.5	6.0		2.7
	通用设备制造业	0.0	-0.1	0.8		1.7
	专用设备制造业	1.6	2.7	1.9		3.6
	汽车制造业	9.0	10.8	20.7		12.3
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.6	9.6	12.7		6.9
	电气机械和器材制造业	11.5	9.8	10.2		13.2
	计算机、通信和其他电子设备制造业	4.5	4.8	10.6		2.6
消费品制造	农副食品加工业	1.2	0.7	-0.5		0.3
	食品制造业	6.4	4.7	3.8		3.1
	酒、饮料和精制茶制造业	2.7	3.4	4.8		0.6
	纺织业	0.8	2.0	2.1		-0.8
	医药制造业	-7.7	-10.4	-8.1		-6.0

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 2022 年和 2023 年两年平均零售消费增速 (%)	3
图 2: 11 月零售消费环比走低 (%)	3
图 3: 消费行业 2022 和 2023 两年平均增速 (%)	4
图 4: 2022 和 2023 两年平均商品和餐饮消费增速 (%)	4
图 5: 固定资产和民间固定资产投资增速 (%)	4
图 6: 三大行业单月投资增速 (%)	4
图 7: 制造业各行业累计投资增速 (%)	5
图 8: 基础设施投资各行业增速 (%)	5
图 9: 1-11 月份政府债券融资额度 (亿元)	5
图 10: 100 大中城市土地成交面积 (%)	6
图 11: 1-11 月份房地产投资额 (亿元)	6
图 12: 房屋开工和施工回升 (%)	6
图 13: 11 月商品房销售面积和销售额 (%)	6
图 14: 房地产到位资金增速 (%)	7
图 15: 房地产资金来源占比	7
图 16: 工业增加值与服务业生产指数增速保持稳定	7
图 17: 当前 PPI、CPI 都处于负值区间	7
图 18: 计算机、通信和电子设备制造业增加值增速	8
图 19: 医药制造业增加值增速陷入负增长区间	8
图 20: 汽车制造业增加值增速	8
图 21: 电气机械与器材制造业增加值增速	8
图 22: 工业主要子行业增加值增速以及近三个月趋势	9

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn