

## 宏观点评 20231215

# 11 月经济数据：经济回升中的三个结构分化

2023 年 12 月 15 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwwzq.com.cn

- 11 月经济延续回升态势印证了中央经济工作会议的定调，但也要关注复苏结构中存在的三点短期结构分化，尽管制造业和服务 PMI 都往下了，但是工业生产和服务消费继续反弹，尽管 PPI 继续走弱，但是工业增加值却在加速。这反映出当前经济的两大特点——生产端“以价换量”，消费端呈现新趋势。

在内外需求回升偏缓的情况下，工业企业倾向于采取降本提效、保持市场份额的策略；而在居民预期波动的情况下，更多地选择“即时性”和“性价比”的支出。

- 分化一：工业产量涨了，价格没涨。11 月工业增加值无论从同比还是环比上都是改善的——同比增速 6.6%，好于市场预期的 5.7%；环比增速 0.87%，为近 10 年同期最快。不过，另一方面，我们看到的是价格上的疲软，11 月 PPI 环比转跌 (-0.3%)，同比增速回落至 -3%。从细节上我们看出当前经济的两个特点：低价保量运行，以及部分高耗能产业的复苏带来电力企业的快速增长。

**低价保量运行。**这一点我们从今年出口的量价表现得到印证，今年第三季度以来出口数量已经同比转正，但是出口价格仍在同比创年内新低。同样，**第三季度以来以化工和黑色为代表的部分行业产出同比上开始加速**，也使得发电量提速、快于整体工业生产，我们看到 11 月工业加速中供电供气行业贡献最大。

**分化二：工业增加值与制造业 PMI “一升一降”。**与制造业 PMI 连续两月的降温不同，11 月工业增加值反而已连续两个月呈现上升趋势，这自然就给 11 月工业制造业的运行情况“蒙上一层迷雾”。**其实今年以来工业端一直就显现出“生产好于需求”的复苏格局**——生产商采购意愿有限，但原有订单的交付仍在继续推进，整体生产仍在扩张，这也就解释了工业增加值表现相对较好的原因。当然，除此之外，制造业以价换量，降价去库存的现象也屡见不鲜，这一定程度上也能缓解终端需求放缓对于生产端的影响。

**分化三：服务 PMI 回落 VS 服务消费保持韧性。**地产景气及价格预期回升偏缓限制了大额、长期性支出，**但与地产相比更加“即时性”的消费正在互补上升：9 月是汽车，10 月是旅游，11 月可能是餐饮和演唱会。**近期成都市数据显示，11 月 5 日晚结束的一场“跨城观演”消费拉动了当地餐饮文旅收入等综合超 4.3 亿。新趋势体现居民的消费意愿可能不低，而且在中央经济工作会强调培育文娱旅游、体育赛事等新的消费增长点的背景下，这方面的增长后续仍有空间。其他具体数据如下：

- **制造业投资：工业制造业端的另一“好消息”。**11 月制造业投资同比增速转降为升，录得 7.1%（前值 6.2%）的好成绩。若考虑两年复合同比增速，制造业投资增速同样呈现上升趋势（从 10 月两年复合同比的 6.5% 升至 11 月的 6.7%）。**制造业投资到底好在哪？可能好在结构性好转。**11 月大部分工业制造业中下游重要行业均处于加速通道，包括但不限于汽车制造、交通设备、医药等行业。
- **基建投资：广义基建与狭义基建的走势分化，是基建加速的信号。**11 月广义基建增速和狭义基建增速再次出现了“一升一降”的现象，不过与此前不同的是，伴随着公用事业板块的降温，这次“降”的反而是广义基建（11 月当月同比为 5.3%，前值 5.5%），“升”的是狭义基建（11 月当月同比为 4.9%，前值 3.7%）。11 月带动狭义基建上行的板块主要是水利、环境和公共设施建设投资，其对基建造成的拖累明显在减弱。

### 相关研究

《美联储 12 月会议：降息拷问》

2023-12-14

《货币政策新导向下的 11 月金融数据》

2023-12-13

在房地产未出现明显回暖的情况下，11月建筑业PMI的抬升似乎早已透露出基建领域积极的信号，或许增发万亿国债对基建的提振作用正在“奏效”。此外，正如我们此前预想的一样，11月新增专项债发行规模已超过全年限额、“动用”了限额空间，“稳基建”的重要性可见一斑。在此政策基调下，11月狭义基建投资便迎来了升温。

- **消费：低基数支撑同比读数增长。**11月社零同比升至年初以来高点10.1%，略低于市场预期，考虑到去年同期受疫情扰动的低基数，两年复合同比涨幅回落至1.8%（10月为3.5%）。

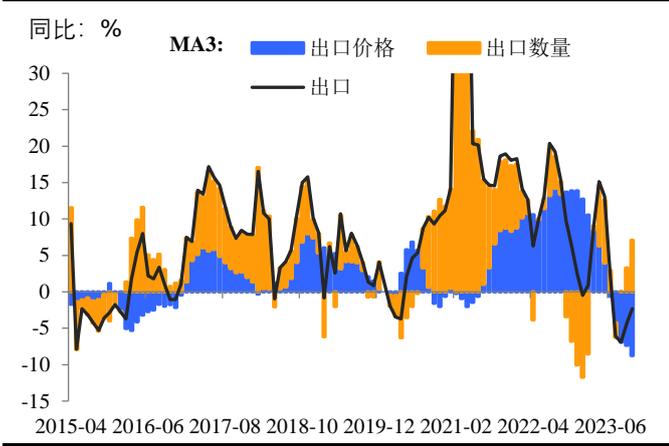
**结构上看，价格因素拖累商品，服务消费显现韧性：**出行方面，11月地铁客运反映的居民出行回撤现象并不明显，餐饮项超预期冲高，汽车零售稳健；可选消费两年复合同比增速回升有限，受今年“双十一”电商销售增长大幅放缓拖累，体育娱乐用品及化妆品分项两年复合同比增速大幅下行；必选消费两年复合同比增速转负，主要受11月食品价格同比降低影响。

- **地产：新开工与施工面积同比翻正。**11月房地产投资额同比增速收窄至-10.6%，在强基数效应下，单月新开工与施工面积同比增速分别转正至4.9%与3.7%；竣工面积的年末翘尾斜率略低于往年，同比涨幅收窄至12.2%。

**“831”后的地产需求端政策脉冲基本收官，**进入淡季后新房销售平淡，市场景气回升偏缓。需求端复苏受阻部分也来源于房企风险对购房者的情绪影响，民营房企融资支持与地产新项目开工进度是后续地产持续修复的关键点。

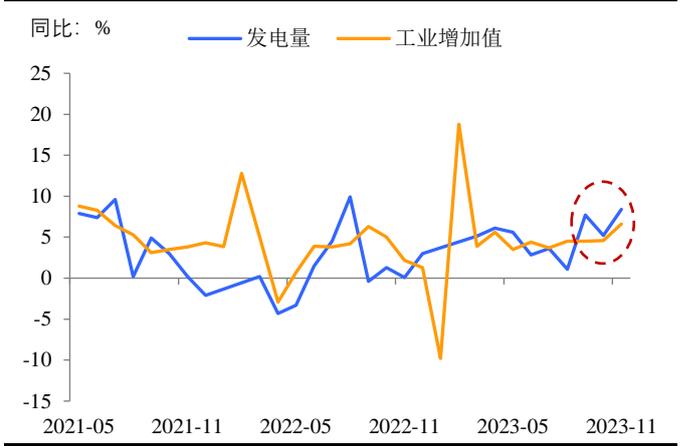
- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足；地产政策出台过慢，导致经济动力和市场信心再次下降。

图1: 出口方面量的表现要好于价格



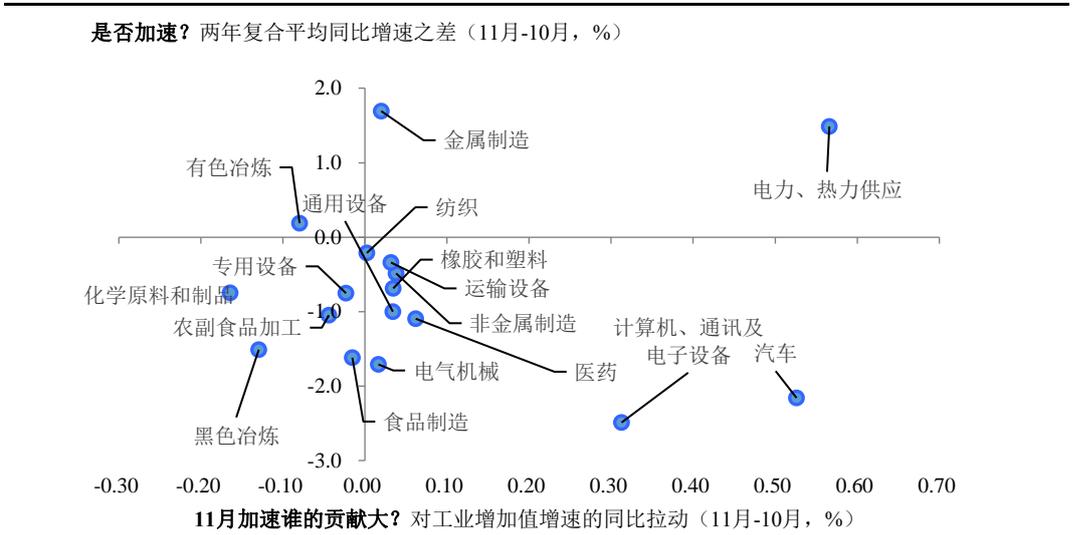
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 第三季度以来发电量增速快于工业生产



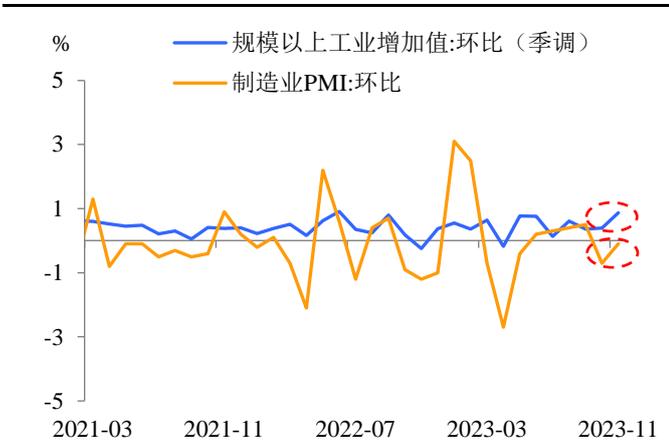
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 11月主要行业工业增加值的表现



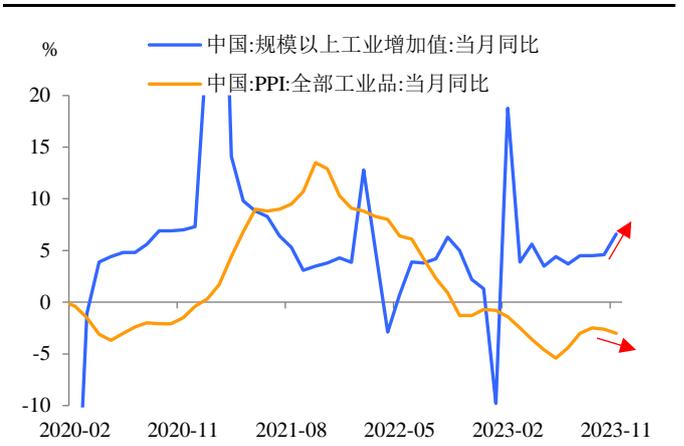
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 工增环比正增, 而制造业 PMI 环比负增



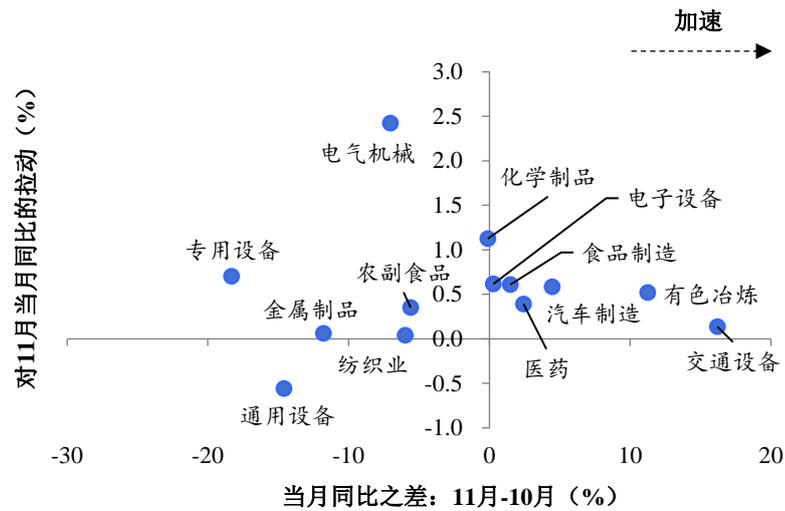
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 工增与 PPI 同比走势分化



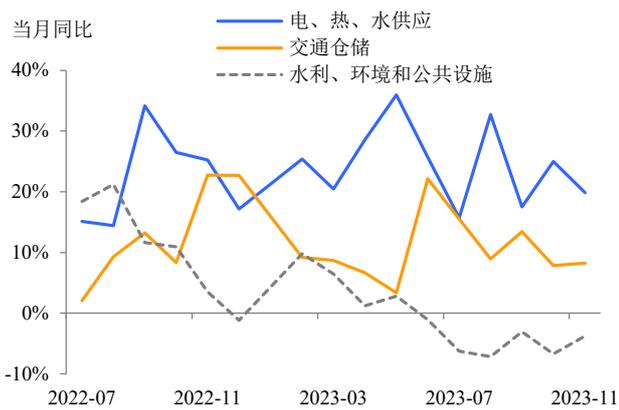
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 11月制造业中很多重要中下游行业进入加速通道



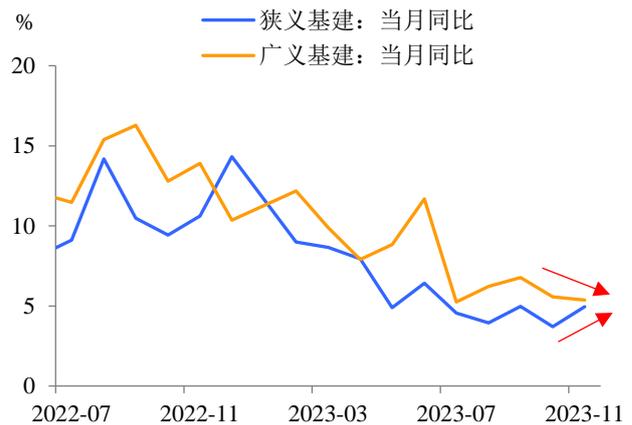
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 11月基建中的公用事业板块降温明显



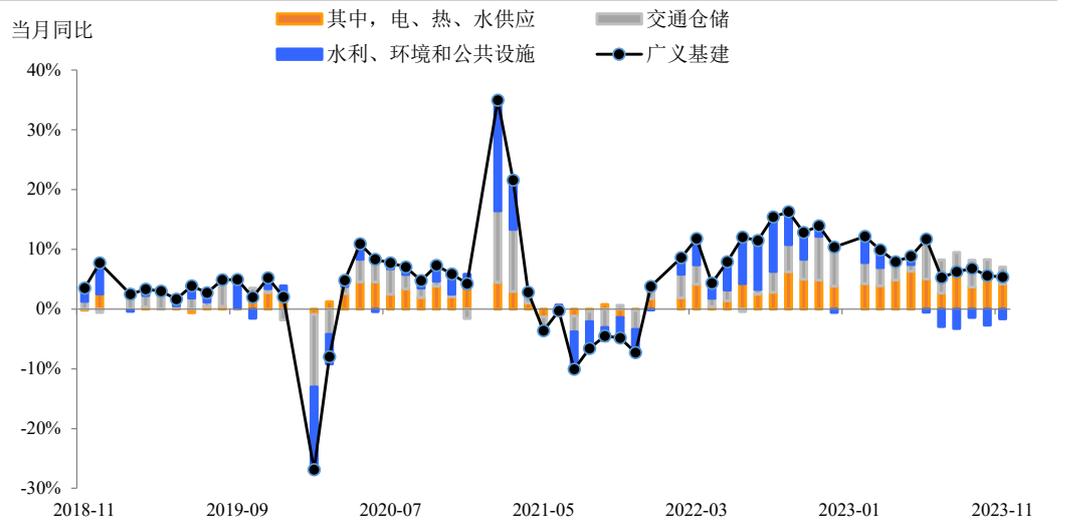
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 从而导致了狭义基建与广义基建的“背道而驰”



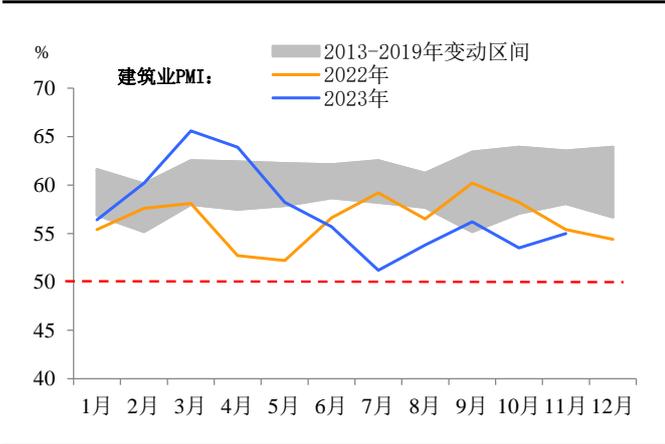
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 11月基建中的水利、环境和公共设施板块对基建的拖累在减弱



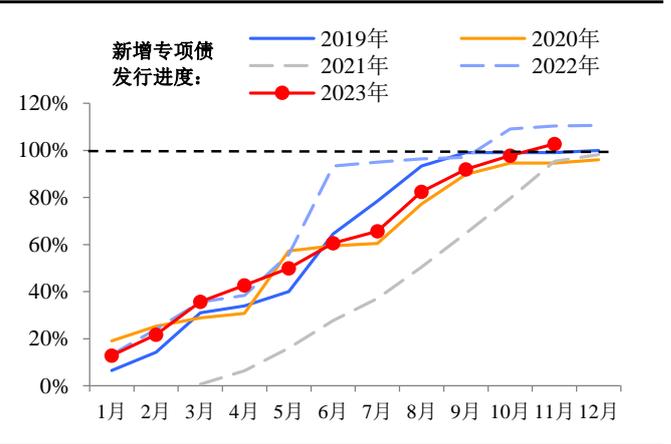
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 11月建筑业PMI 抬升



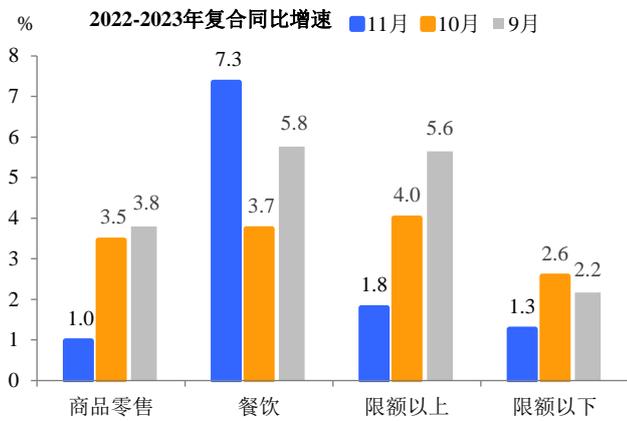
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 11月新增专项债发行规模已超过全年限额



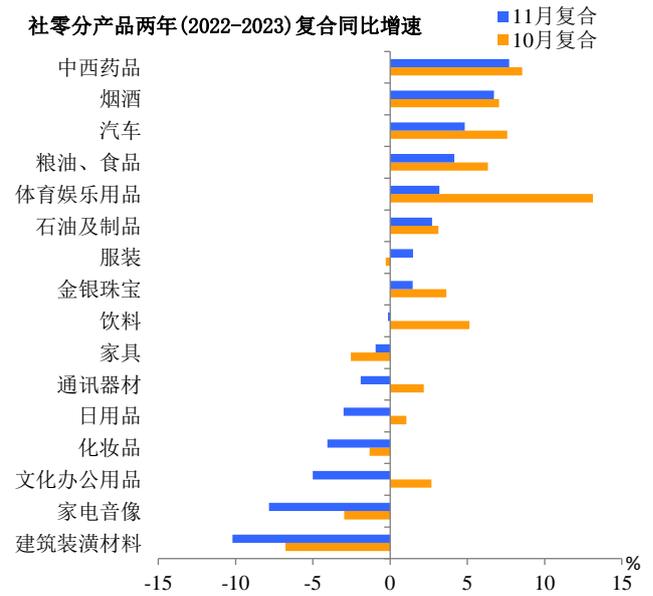
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 11月社零: 商品增速回落, 餐饮逆势上行



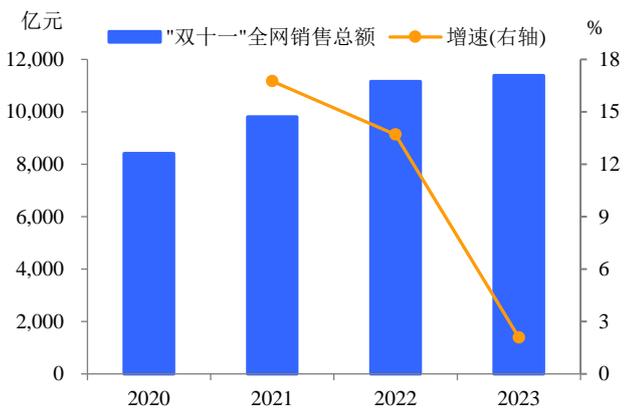
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 11月消费分项两年复合同比涨幅多数回落



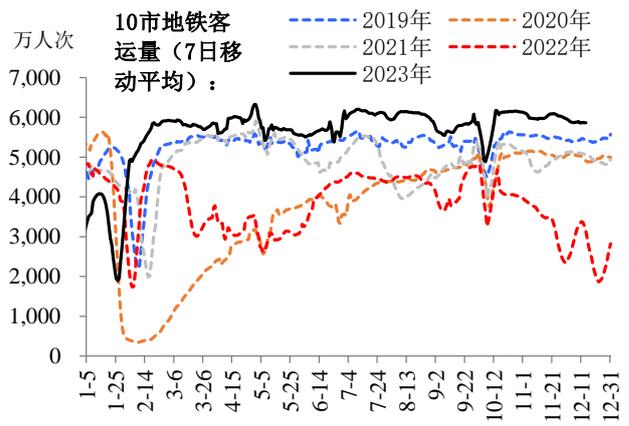
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 今年“双十一”销售额同比增速大幅放缓



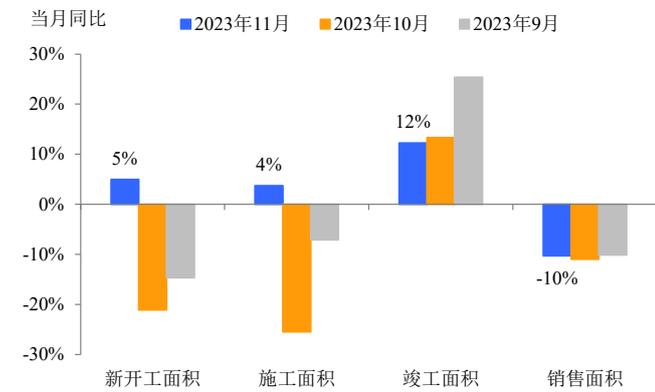
数据来源: 星图, 东吴证券研究所

图15: 地铁客运量维持高位



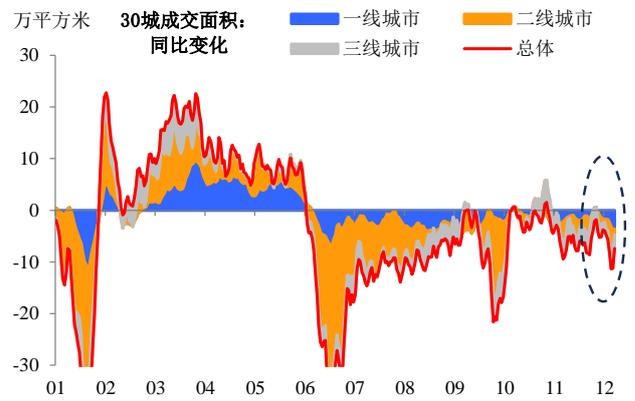
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 11月新开工、施工面积在强基数效应下转正



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 新房成交面积回升受阻显示前期政策效应退坡



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>