

2023年12月15日

资产端继续改善

事件点评

11月经济数据点评

- ◆ **第一，生产端强于季节性，消费端弱于季节性，投资端总体疲软。**1) 在基数走低前提下，11月工业增加值同比增6.6%，前值4.6%，预期值5.7%；环比季调0.87%，前值0.39%。出口对工业生产的拖累再度加大，11月出口交货值增速为-3.0%，前值-0.5%。2) 去年同期疫情导致低基数背景下，社零同比增速继续反弹，但环比走弱。11月社零增速为10.1%，前值为7.6%，预期值12.3%；季调环比-0.06%，前值0.12%。3) 2023年以来，固定资产投资增速持续下降，1至11月为2.9%，与上月持平，为2021年以来最低点，预期值2.85%。
- ◆ **第二，制造业，尤其是装备制造业为经济重要支撑项。**1) 生产端，装备制造业增速环比提升3.6pct至9.8%，增速领先除电力（季节因素加持）以外的其他行业。此外，11月装备制造业对全部规上工业增长贡献率达50.7%，较上月提高5.6pct。2) 投资端整体乏力但制造业逆势改善，1-11月基建投资（不含电力）、制造业投资、房地产开发投资同比增速分别较上月变动-0.1pct、0.1pct、-0.1pct至5.8%、6.3%、-9.4%。
- ◆ **第三，汽车供需两旺，为重要增长点。**1) 生产端，8个装备大类行业中，汽车高位加快，增加值同比增长20.7%，较上月加快9.9pc；高技术制造业中的智能车载设备制造工业增加值则几乎翻倍增长。2) 汽车零售额增速提高3.3pct至14.7%，显著高于社零10.1%的整体增速。
- ◆ **第四，消费环比走弱，但存在结构性亮点。**1) 乡村市场销售增速快于城镇，11月份，消费品零售额同比增速分别加快1.5pct、2.6pct至10.4%、10.0%。2) 促销活动加成下，1-11月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重再创历史新高，为27.5%，占比较前值提升0.8pct，其中吃、类、类同比分别增长12.0%、9.2%、7.5%。此外，实物商品网上零售增速快于实体店零售，1-11月二者增速分别加快0.8pct、0.6pct至8.3%、4.9%。3) 升级类商品和出行相关商品销售增势良好，金银珠宝类、通讯器材类、汽车类、石油类增速分别比10月份加快0.3pct、2.2pct、3.3pct、1.8pct至10.7%、16.8%、14.7%、7.2%。4) 服务零售持续显著强于商品零售，1—11月，服务零售额增长19.5%，较前值加快0.5pct。其中，11月份餐饮收入增速提高8.7pct至25.8%，限额以上住宿和餐饮业单位客房收入保持两位数增长，11月份全国电影票房收入同比增长近两倍。
- ◆ **第五，就业方面，11月城镇调查失业率以及31个大城市城镇调查失业率均维持5.0%，为2021年12月以来最低点，低于疫情前2019年同期的5.2%。**但就业人员周平均工作时间方面，11月为48.9小时，为历史最高，前值48.7小时。
- ◆ **第六，包括地产投资的民企较国企有较大压力，但扣除房地产的民间投资呈现高增长，制造业民间投资增速连续5个月回升。**1) 包括地产投资的民间固投资累计增速自2022年以来持续下降，并且自5月转为负增长，11月为-0.5%，与前值持平。民间固定投资占比持续下降，11月为历史最低位51.05%，前值51.47%。2) 国企固投增速持续下滑，1-11月为6.5%，前值6.7%。3) 1-11月扣除房地产投资的民间投资增长9.1%，与前期持平。民间项目投资（扣除房地产开发投资）增长9.1%。分行业看，电热燃水、科学研究和技术服务业、住宿和餐饮业民间投资增长较快，

分析师

罗云峰

 SAC执业证书编号：S0910523010001
 luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

 SAC执业证书编号：S0910523050002
 yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

 资产配置周报（2023-12-10）-做多价值
 2023.12.10

11月进出口数据点评 2023.12.7

 ESG市场跟踪双周报
 （2023.11.20-2023.12.03）-FCA发布反洗钱
 和可持续投资产品规则 2023.12.3

 资产配置周报（2023-12-3）-宽基轮动，四
 月累计跑赢沪深300逾7% 2023.12.3

 10月全社会债务数据综述-股债双牛
 2023.12.2


分别增长 18.5%、15.5%和 11.6%；基础设施民间投资增长 14.2%，增速高于全部基础设施投资 8.4 个百分点；制造业民间投资增长 9.2%，增速连续 5 个月回升。

- ◆ **第七，房地产投资降幅自 3 月以来持续扩大，整体而言，房地产投资仍存在较大压力。**1 至 11 月房地产销售面积、销售额跌幅进一步扩大，新开工面积跌幅低位企稳，待售面积增速小幅下降。反映行业景气度的国房景气指数继 10 月创 2016 年 2 月有数据以来新低后小幅改善。
- ◆ **投资建议：**
- ◆ **整体而言，11 月经济数据继续改善，超出预期，目前本轮恢复周期已经延续了 4 个月（8-11 月）。**
- ◆ **最新公布的金融数据显示，11 月金融机构负债增速出现大幅反弹，明显高于实体部门，这可能是 11 月下旬以来资金面持续偏紧的核心原因。**从现有数据估计资金面的边际松弛可能要等到 1 月份，届时金融机构负债增速有望回落至实体部门下方。但在现有情况下，进一步边际收敛的空间也已经非常有限。另一方面，一万亿新增国债的供给冲击接近尾声，实体部门负债增速上行的空间已经所剩无几。
- ◆ **做多价值的胜率和赔率都处于高位。债券风险不高，维持 2.6%+ 债收益率中枢的判断不变，维持区间在 2.5-2.7% 之间的判断不变。**
- ◆ **风险提示：政策超预期放松，经济恢复不及预期。**

目录

一、生产端：装备制造业引领修复，智能车载设备几乎翻倍	4
二、消费：环比走弱，汽车消费强	5
三、固定资产投资：整体乏力，地产仍为主要拖累，制造业逆势改善	7
四、投资建议	9
五、风险提示	9

图表目录

图 1：基数走低，工业增加值环比改善	4
图 2：出口交货值增速再度转弱	5
图 3：11 月社零增速继续改善	6
图 4：31 个大城市城镇调查失业率保持低位	6
图 5：各产业固定资产投资增速	8
图 6：民间投资占比续创新低	8

一、生产端：装备制造业引领修复，智能车载设备几乎翻倍

在基数走低前提下，11月工业增加值同比增6.6%，前值4.6%，预期值5.7%；环比季调0.87%，前值0.39%。出口对工业生产的拖累再度加大，11月出口交货值增速为-3.0%，前值-0.5%。

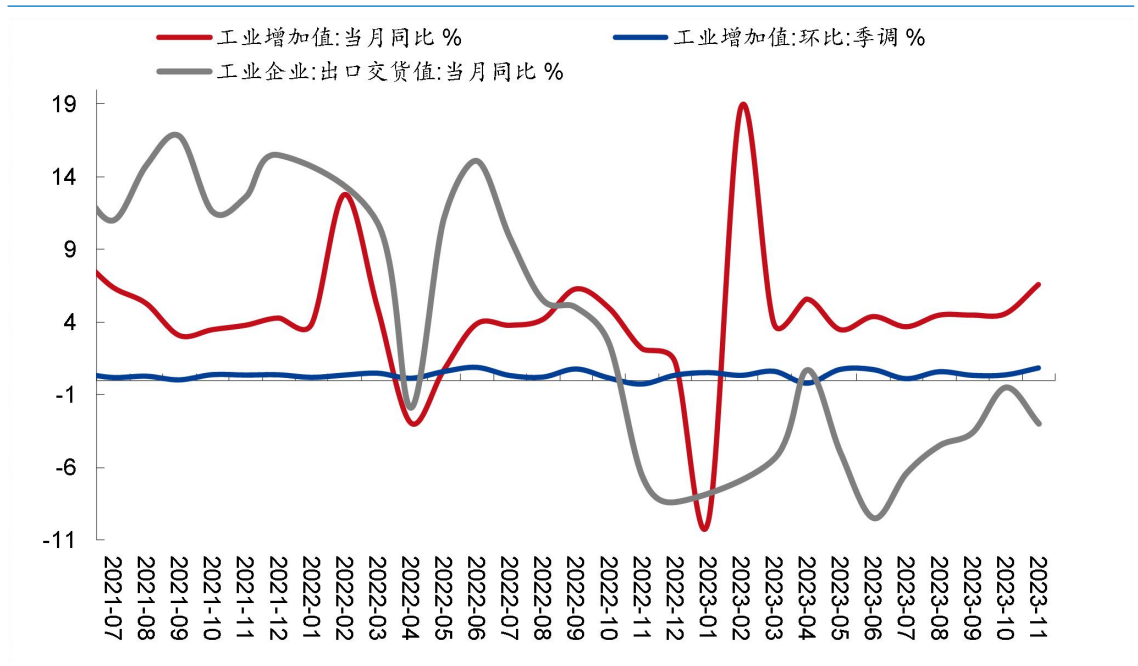
分门类看，装备制造业、高技术制造业等政策发力重点领先其他行业。11月制造业、装备制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业的工业增加值同比增速分别变动1.6pct、3.6pct、4.4pct、1.0pct、8.4pct至6.7%、9.8%、6.2%、3.9%、9.9%。

1) 装备制造业支撑作用增强，11月装备制造业对全部规上工业增长贡献率达50.7%，较上月提高5.6pct。8个装备大类行业中，汽车和电气行业高位加快，增加值同比增长20.7%、10.2%，分别较上月加快9.9pct、0.4pct；铁路船舶、电子行业增速均超10%，分别较上月加快3.1pct、5.8pct；通用设备行业由降转增，11月增长0.8%，上月为下降0.1%。

2) 高技术制造业明显回升4.4pct至6.2%。在航天强国建设推动下，11月航空航天器及设备制造业增加值同比增长22.0%；电子及通信设备制造业增长11.8%，其中智能车载设备制造、半导体器件专用设备制造、电子电路制造、智能无人飞行器制造等行业分别增长92.2%、36.1%、20.4%、18.2%；11月电子工业专用设备、碳纤维及其复合材料、服务机器人、集成电路等产品产量分别增长149.5%、50.2%、33.3%、27.9%。

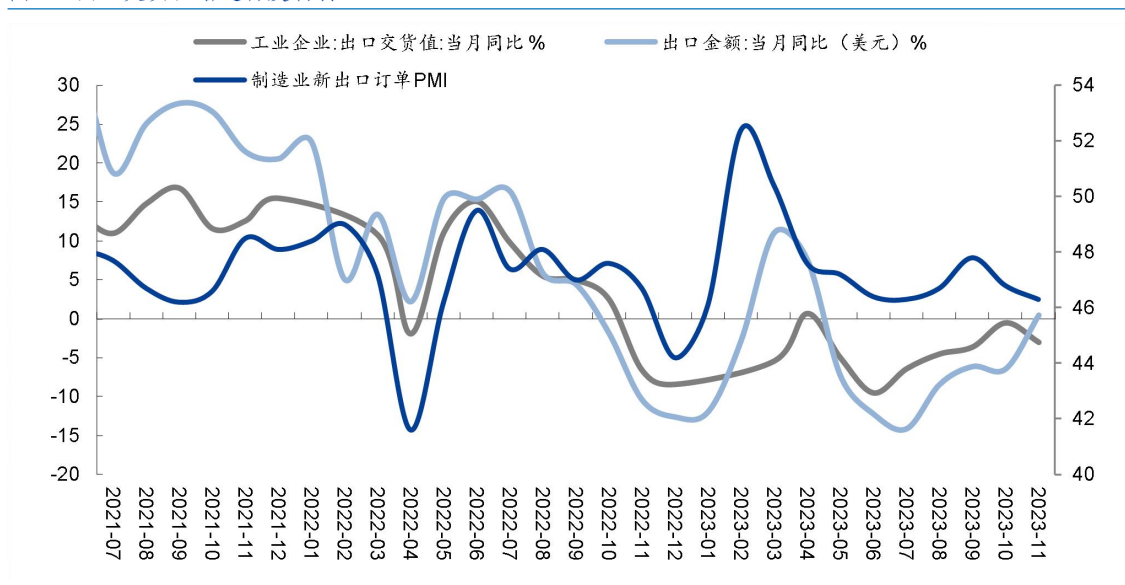
3) 新动能产品生产保持高速增长。11月，新能源汽车、太阳能电池、汽车用锂离子动力电池等“新三样”相关产品产量同比分别增长35.6%、44.5%、38.7%，全国“新三样”产品出口同比高速增长。

图 1：基数走低，工业增加值环比改善



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：出口交货值增速再度转弱



资料来源: Wind, 华金证券研究所

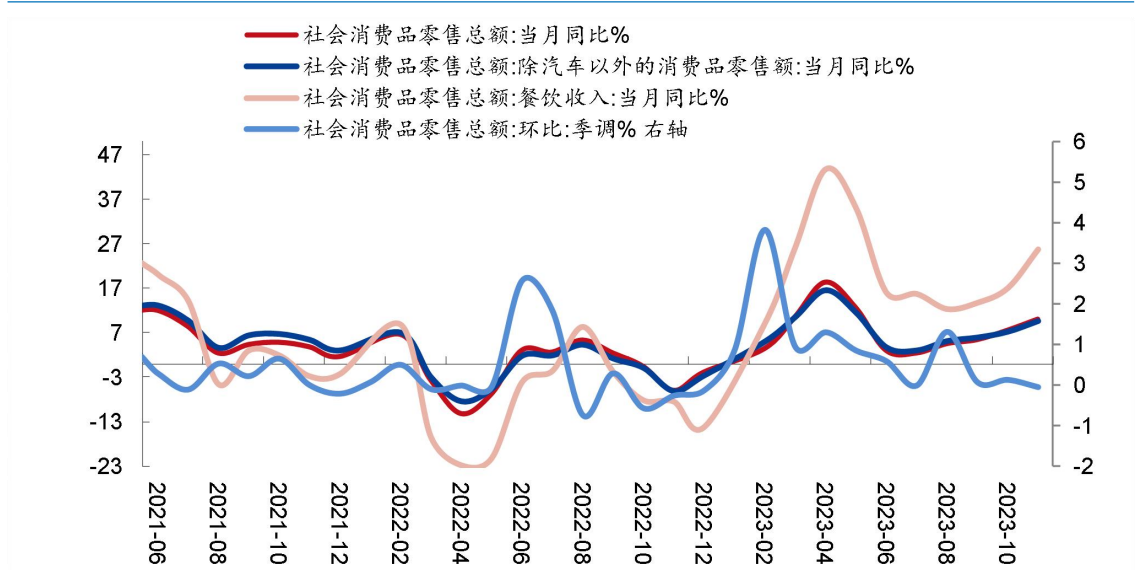
二、消费：环比走弱，汽车消费强

去年同期疫情导致低基数背景下，社零同比增速继续反弹，但环比走弱。11月社零增速为10.1%，前值为7.6%，预期值12.3%；季调环比-0.06%，前值0.12%；其中，汽车以外的消费品零售额增速继续提升2.4pct至9.6%；扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增长11.2%，比10月份加快2.8pct。

具体来看，1)乡村市场销售增速快于城镇，11月份，消费品零售额同比增速分别加快1.5pct、2.6pct至10.4%、10.0%。2)促销活动加成下，1-11月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重续创历史新高，为27.5%，占比较前值提升0.8pct，其中吃、类、类同比分别增长12.0%、9.2%、7.5%。此外，实物商品网上零售增速快于实体店零售，1-11月二者增速分别加快0.8pct、0.6pct至8.3%、4.9%。3)升级类商品和出行相关商品销售增势良好，金银珠宝类、通讯器材类、汽车类、石油类增速分别比10月份加快0.3pct、2.2pct、3.3pct、1.8pct至10.7%、16.8%、14.7%、7.2%。4)服务零售持续显著强于商品零售，1—11月，服务零售额增长19.5%，较前值加快0.5pct。其中，11月份餐饮收入增速提高8.7pct至25.8%，限额以上住宿和餐饮业单位客房收入保持两位数增长，11月份全国电影票房收入同比增长近两倍。

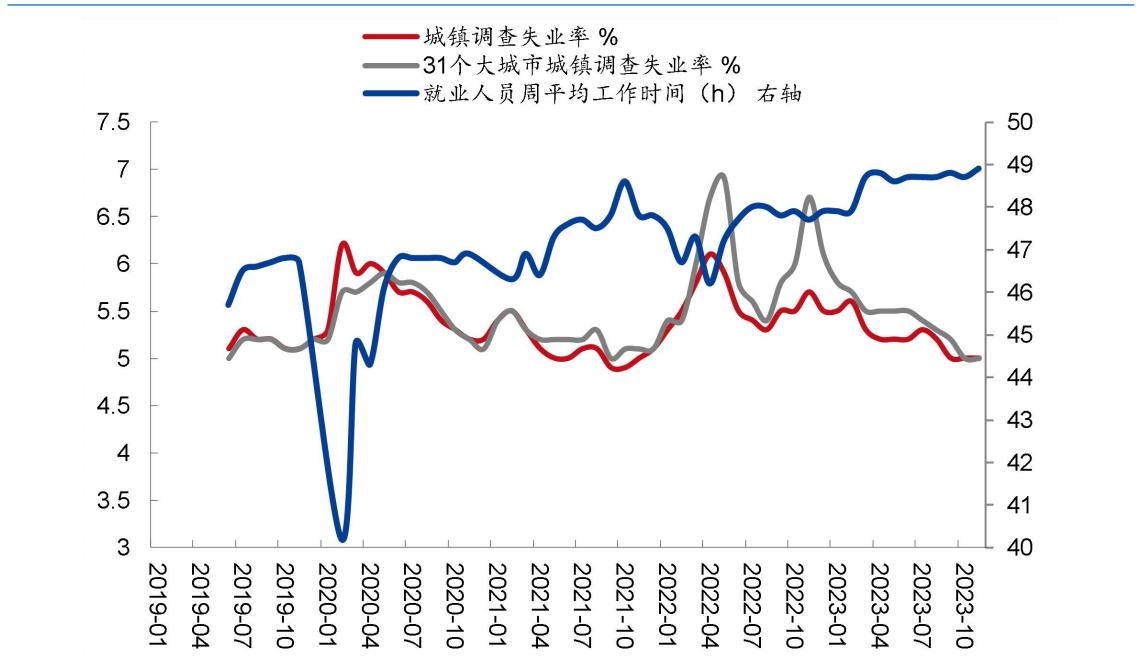
就业方面，11月城镇调查失业率以及31个大城市城镇调查失业率均维持5.0%，为2021年12月以来最低点，低于疫情前2019年同期的5.2%。但就业人员周平均工作时间方面，11月为48.9小时，为历史最高，前值48.7小时。

图 3: 11 月社零增速继续改善



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 31 个大城市城镇调查失业率保持低位



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、固定资产投资：整体乏力，地产仍为主要拖累，制造业逆势改善

2023年以来，固定资产投资增速持续下降，1至11月为2.9%，与上月持平，为2021年以来最低点，预期值2.85%。其中1-11月基建投资（不含电力）、制造业投资、房地产开发投资同比增速分别较上月变动-0.1pct、0.1pct、-0.1pct至5.8%、6.3%、-9.4%。

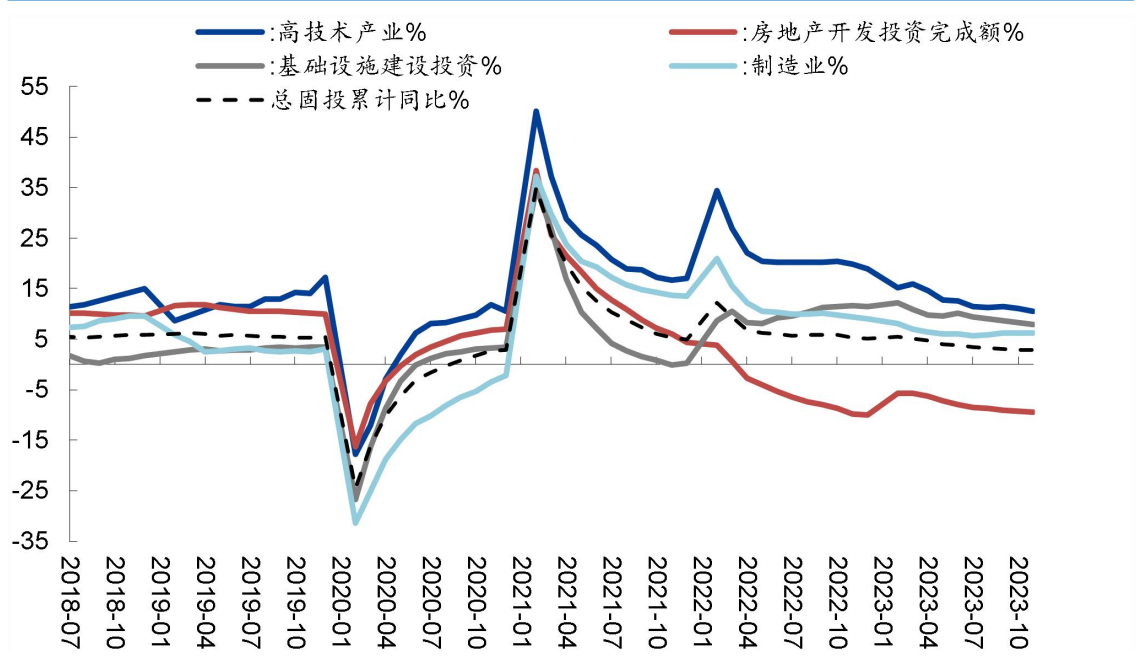
基建投资方面，在增发国债支持灾后重建和提升防灾减灾救灾能力相关项目带动下，基础设施投资平稳增长。1—11月份增长5.8%，仍高于总体投资增速。其中，水上运输业投资增长22.0%，铁路运输业投资增长21.5%，水利管理业投资增长5.2%。

房地产投资方面，其降幅自3月以来持续扩大，整体而言，房地产投资仍存在较大压力。具体指标方面喜忧参半，1至11月房地产销售面积、销售额跌幅进一步扩大，新开工面积跌幅低位企稳，待售面积增速小幅下降。反映行业景气度的国房景气指数继10月创2016年2月有数据以来新低后小幅改善。

制造业投资方面，8月以来，增速扭转2022年四季度以来持续下降的趋势。其中，电气机械、仪器仪表制造业、汽车制造业增速保持领先，增速分别为34.6%、21.5%、17.9%。高技术产业固投增速继续回落0.6pct至10.5%。

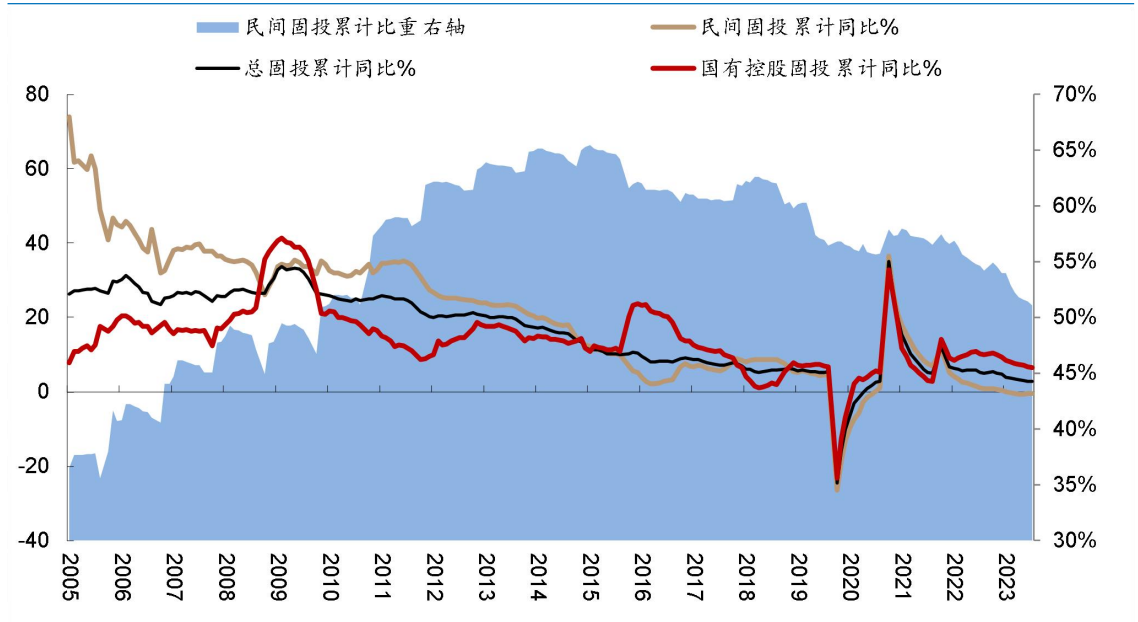
分企业性质来看，包括地产投资的民企较国企有较大压力，但扣除房地产的民间投资呈现高增长，制造业民间投资增速连续5个月回升。1) 包括地产投资的民间固投资累计增速自2022年以来持续下降，并且自5月转为负增长，11月为-0.5%，与前值持平。民间固定投资占比持续下降，11月为历史最低位51.05%，前值51.47%。2) 国企固投增速持续下滑，1-11月为6.5%，前值6.7%。3) 1-11月扣除房地产投资的民间投资增长9.1%，与前期持平。民间项目投资（扣除房地产开发投资）增长9.1%。分行业看，电热燃水、科学研究和技术服务业、住宿和餐饮业民间投资增长较快，分别增长18.5%、15.5%和11.6%；基础设施民间投资增长14.2%，增速高于全部基础设施投资8.4个百分点；制造业民间投资增长9.2%，增速连续5个月回升。

图 5: 各产业固定资产投资增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 民间投资占比续创新低



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、投资建议

整体而言，11 月经济数据继续改善，超出预期，目前本轮恢复周期已经延续了 4 个月（8-11 月）。

最新公布的金融数据显示，11 月金融机构负债增速出现大幅反弹，明显高于实体部门，这可能是 11 月下旬以来资金面持续偏紧的核心原因。从现有数据估计资金面的边际松弛可能要等到 1 月份，届时金融机构负债增速有望回落至实体部门下方。但在现有情况下，进一步边际收敛的空间也已经非常有限。另一方面，一万亿新增国债的供给冲击接近尾声，实体部门负债增速上行的空间已经所剩无几。

做多价值的胜率和赔率都处于高位。债券风险不高，维持 2.6%+ 债收益率中枢的判断不变，维持区间在 2.5-2.7% 之间的判断不变。

五、风险提示

经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com