

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

如何理解“部分行业产能过剩”？

2023年12月16日

摘要:

中央经济工作会议提出“部分行业产能过剩”。我们可以通过11月经济数据看出一些端倪。后续可以期待更多政策抓手。

- **工业增加值环比创历史新高。**11月工业增加值同比增长6.6%，比上月加快2.0个百分点，高于万得一致预期的5.7%。从环比来看，11月工业增加值环比增长0.87%，录得2011年有记录以来的同期最高值，说明工业增加值增速上升不只是基数效应的影响，国内生产活动较为旺盛。三大力量对工业生产形成支撑：一是汽车制造，二是出口链生产改善，三是公共事业。但另一方面，受到价格的影响，中上游行业生产出现收缩。
- **基建、地产投资增速回落，制造业投资表现亮眼。**11月基建投资增速回落。一方面，基建投资增速下滑与基数有关；另一方面，资金接续、施工节奏等问题也对基建投资造成影响。制造业投资同比增速加快。3月开始私营工业企业利润降幅不断收窄。我们认为，利润的好转使得民营企业资本开支趋稳。房地产数据仍然低迷，政策继续加力。11月70城二手房价格环比下滑0.8%，降幅较上月扩大，在房价持续下跌的环境下，居民选择延迟购房。12月14日，北京和上海陆续出台地产需求侧的政策。政策呵护加码，有助于提振市场信心，更好满足刚性及改善性住房需求。
- **商品消费走弱，社零两年增速下滑。**11月社零两年同比增速连续两个月回落。体育娱乐用品、化妆品、家用电器零售等可选消费转弱，服务消费表现较好。
- **当前经济“供大于求”的问题较为突出。**纵览本月的各项经济数据，代表供给端的工业增加值高于预期，而代表需求端的固定资产投资、社零均低于预期。这对应了中央经济工作会议提出的“部分行业产能过剩”，也与11月偏弱的物价、金融数据互相印证。我们预计，改善产能过剩的总体思路是“先立后破”，后续可期待更多政策抓手。政策抓手可能包括：(1) 一是明年财政进一步发力，我们预计明年年初预算赤字3%左右，另外安排1万亿不计入赤字的特别国债。(2) 二是“三大工程”，可以期待央行考虑启动PSL、或是其他专项借款工具支持“三大工程”建设。(3) 三是促进消费和投资良性循环的政策。消费领域包括数字消费、绿色消费、健康消费等新型消费，以及智能家居、文旅旅游、体育赛事、国货“潮品”等。投资端，通稿提到“推动大规模设备更新和消费品以旧换新”，可见政策更侧重高质量发展下的制造业投资。

风险因素：政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、工业增加值环比创历史同期新高.....	3
二、基建、地产投资增速回落，制造业投资表现亮眼.....	5
三、商品消费走弱，社零两年增速下滑.....	7
四、如何理解“部分行业产能过剩”？.....	8
风险因素.....	9

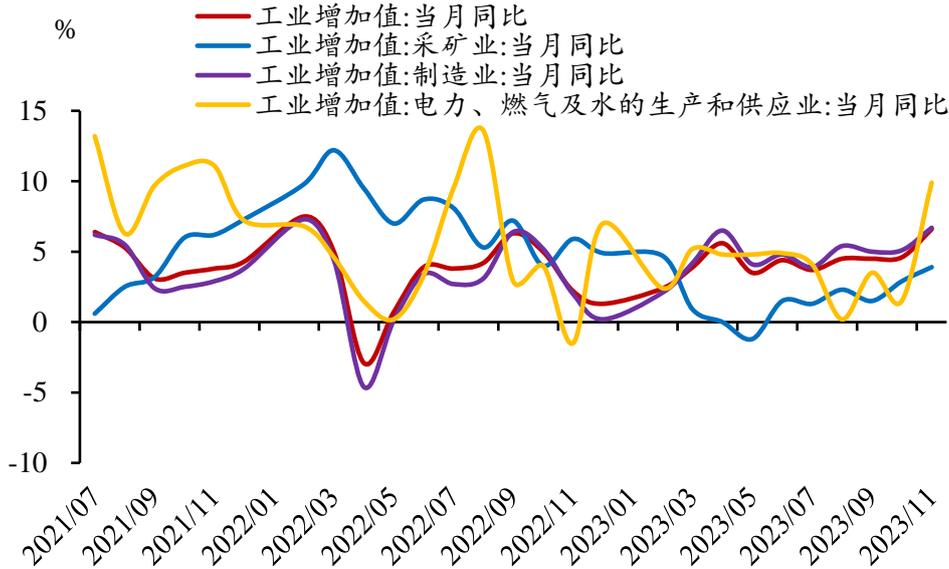
图 目 录

图 1：工业增加值同比增速.....	3
图 2：分行业工业增加值同比增速.....	4
图 3：11 月机电产品出口回暖.....	4
图 4：12 月以来中国大宗商品价格指数延续下降趋势.....	5
图 5：石油沥青装置开工率下滑.....	6
图 6：各行业制造业投资.....	6
图 7：二手房房价环比回落.....	7
图 8：各类消费增速.....	8
图 9：月度 GDP 指数.....	9

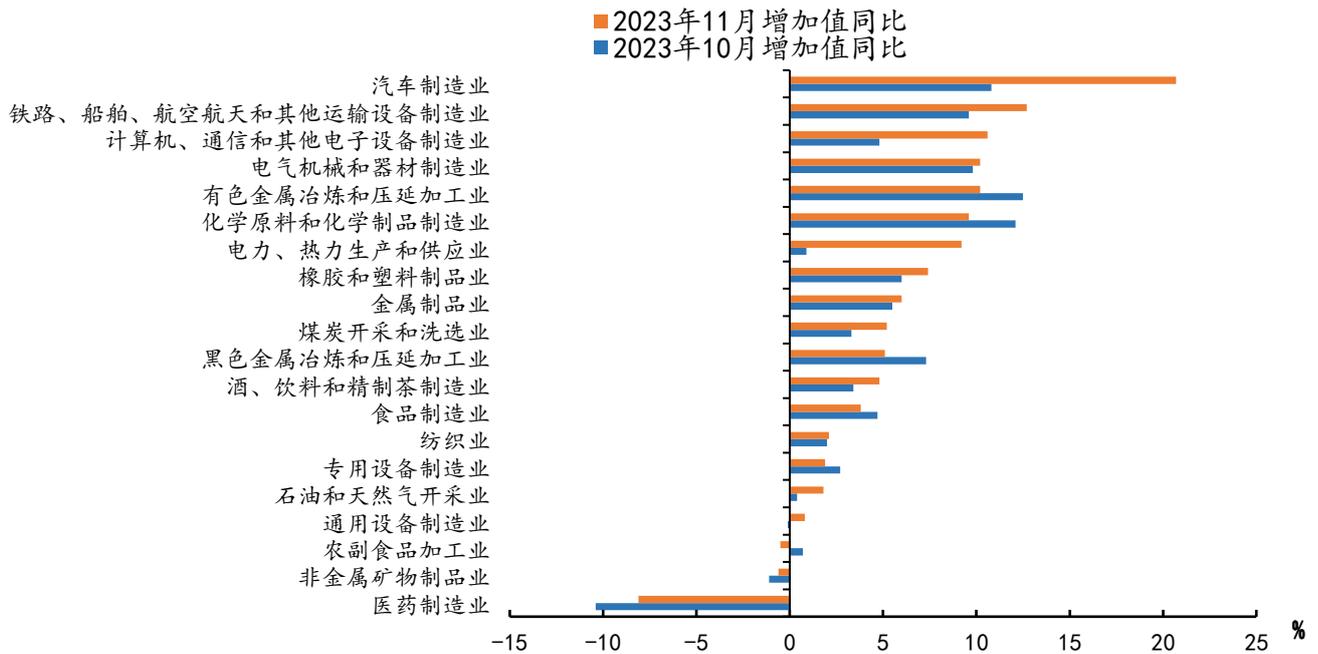
一、工业增加值环比创历史同期新高

工业增加值同比增速较上月加快。11月工业增加值同比增长6.6%，比上月加快2.0个百分点，高于万得一致预期的5.7%。工业增加值增速加快与去年同期基数偏低有关，但从环比来看，11月工业增加值环比增长0.87%，高于10月的0.39%，录得2011年有记录以来的同期最高值，说明工业增加值增速上升不只是基数效应的影响，国内生产活动较为旺盛。采矿业、制造业、公用事业增加值增速均较10月上升，采矿业增加值同比增长3.9%，较上期回升1.0个百分点；制造业增加值同比上升6.7%，较上期上升1.6个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.9%，增速较上期上升8.4个百分点。

图1：工业增加值同比增速

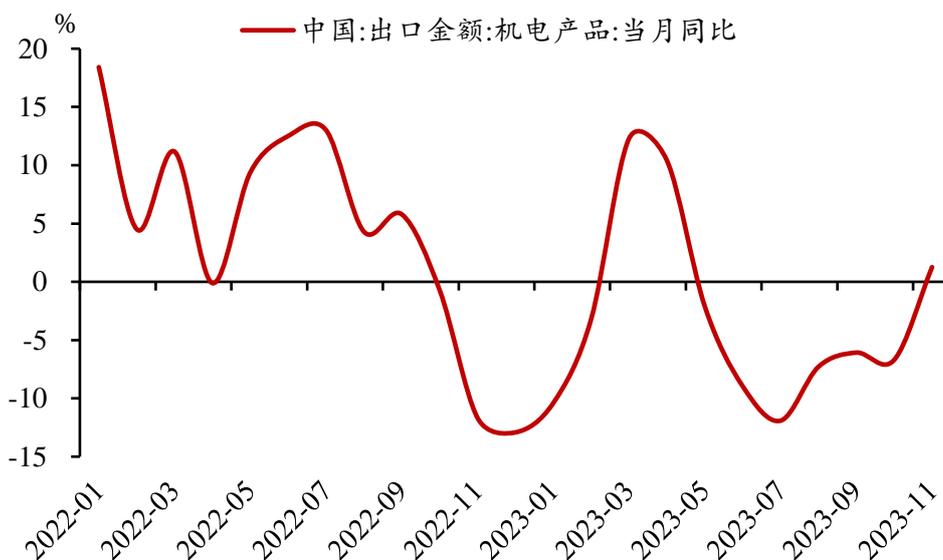


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 2：分行业工业增加值同比增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三大力量对工业生产形成支撑：一是汽车制造，汽车制造增加值11月同比增长20.7%，较10月加快9.9个百分点。11月新能源车产量首次超过100万辆，同比上升33.1%。二是出口链生产改善，11月机电产品出口金额由上月的-6.7%回升至+1.3%，计算机通信、电气机械等相关行业生产回暖。我们判断，11月高技术产业工业增加值同比回升至6.2%（10月为1.8%），也与之相关。三是公共事业，今年11月多地启动提前供暖。

图 3：11月机电产品出口回暖


资料来源:万得, 信达证券研发中心

中上游行业生产出现收缩。11月代表中上游价格的PPI生产资料环比下降0.3%，8月以来环比首次转负。我们认为，价格的下滑降低了企业的生产积极性。12月以来中国大宗商品价格指数延续下降趋势，可能会继续对中

上游生产活动产生抑制。

图 4：12 月以来中国大宗商品价格指数延续下降趋势

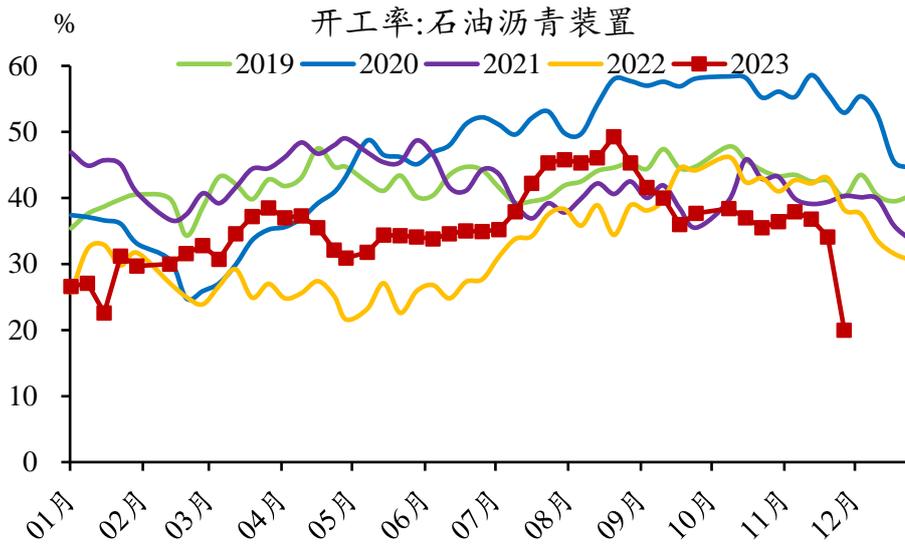


资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、基建、地产投资增速回落，制造业投资表现亮眼

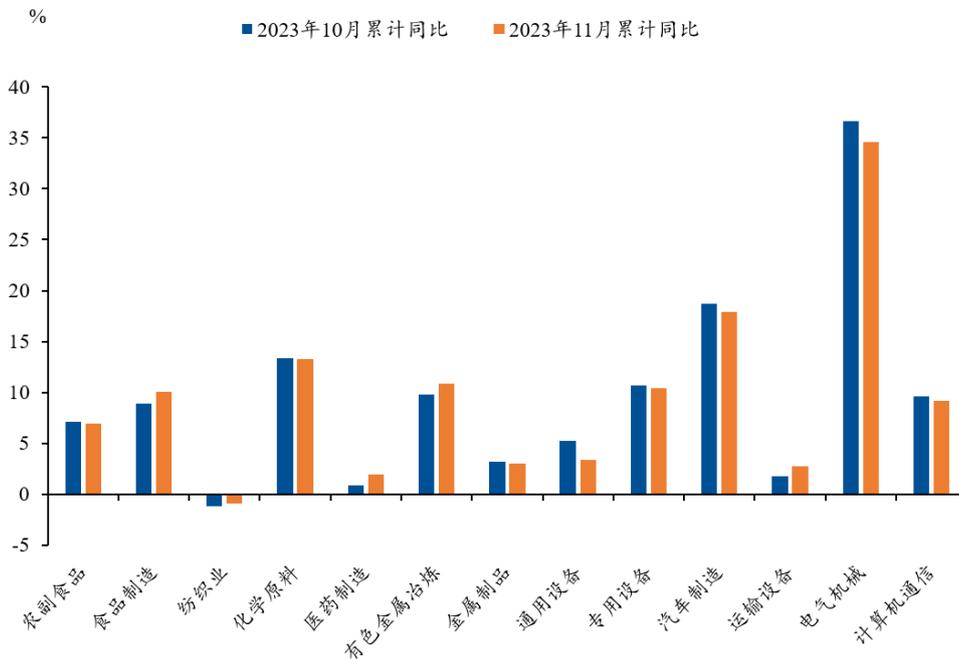
1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）460814 亿元，同比增长 2.9%，与 1-10 月份持平，低于一致预期的 3.0%。

11 月基建投资增速回落。1-11 月广义基建投资增长 8.0%，1-10 月为 8.3%。一方面，基建投资增速下滑与基数有关，去年 11 月基建投资同比为 11.7%，增速较高。另一方面，资金接续、施工节奏等问题也对基建投资造成影响。11 月铁路运输、道路运输、水利管理业投资增速均下滑。另外，12 月沥青开工超季节性回落，12 月 13 日降至 20% 的历史低位，年末基建投资可能面临一定下行压力，需要继续观察。根据统计局的消息，近期增发的国债项目清单陆续下达，随着资金加快拨付使用，实物工作量加快形成，有利于释放基础设施领域的潜力和空间，促进下阶段基础设施投资保持平稳较快增长。

图 5: 石油沥青装置开工率下滑


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

制造业投资同比增速加快。1-11月制造业投资累计同比增长为6.3%，较1-10月回升0.1个百分点。3月开始私营工业企业利润降幅不断收窄，10月累计降幅收窄至-1.9%。我们认为，利润的好转使得民营企业资本开支趋稳。分行业来看，食品制造、医药制造、有色金属冶炼的投资增速均有上升。政策对科技创新产业支持力度较大，高技术制造业投资维持在10.5%的较高增速。

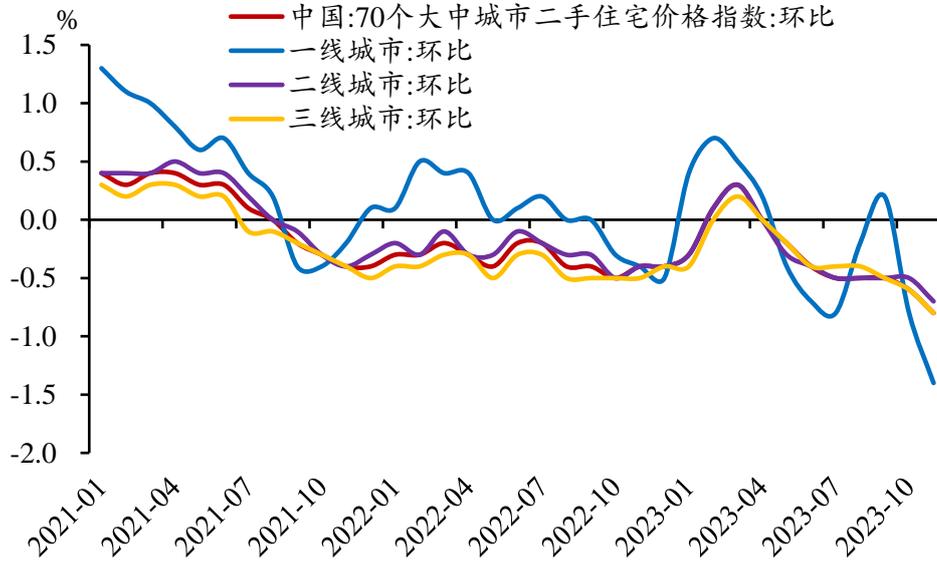
图 6: 各行业制造业投资


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

房地产数据仍然低迷，政策继续加力。2023年1-11月，商品房销售面积同比下降8.0%，降幅较1-10月扩大0.2个百分点。11月70城二手房价格环比下滑0.8%，降幅较上月扩大0.2个百分点，一、二、三线城市分别下降1.4%、0.7%、0.8%，在房价持续下跌的环境下，居民选择延迟购房。投资端，2023年1-11月，全国房地产开发投资同比下降9.4%，降幅较1-10月扩大0.1个百分点。12月14日，北京和上海陆续出台地产需求侧的政

策，优化普通住宅认定标准、下调首套及二套房贷款首付比例下限、延长房贷期限等。政策呵护加码，有助于提振市场信心，更好满足刚性及改善性住房需求。

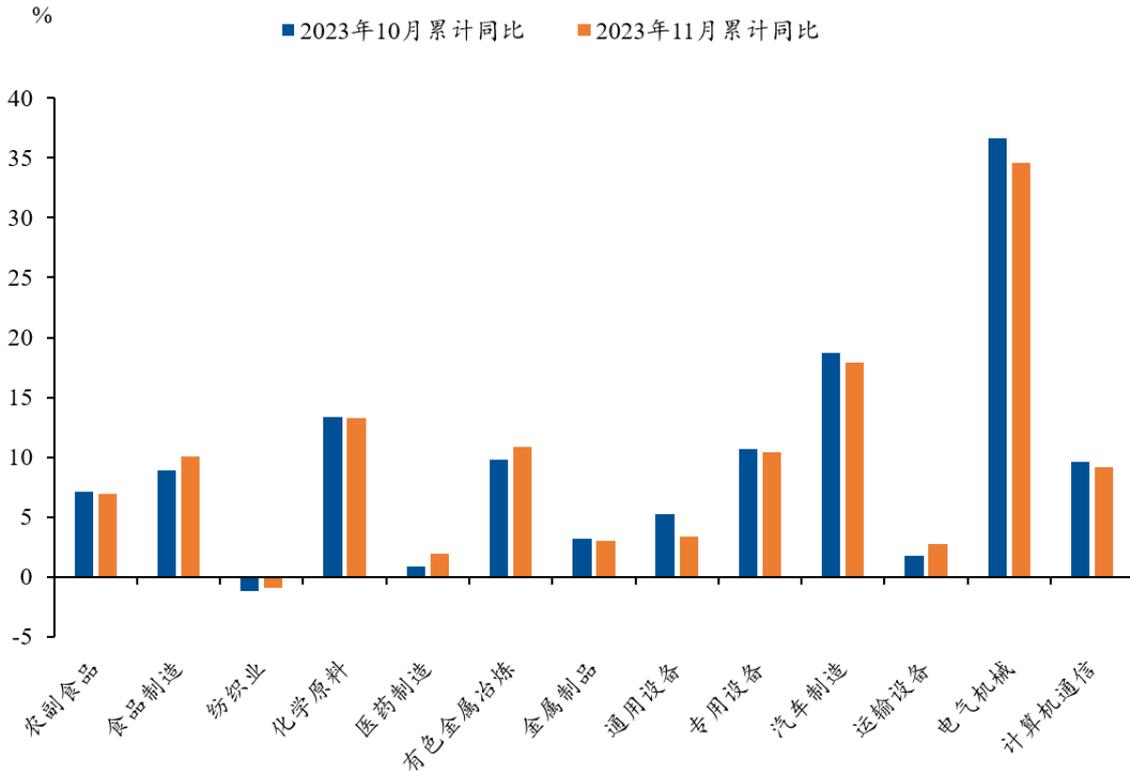
图 7：二手房房价环比回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、商品消费走弱，社零两年增速下滑

11月社零两年增速下滑。11月份，社会消费品零售总额同比增长10.1%，比上月加快2.5个百分点，低于万得一致预期的12.6%。11月社零增速上行受到基数影响，使用两年平均增速剔除基数效应，11月社零两年同比增长1.8%，10月为上升3.5%，连续两个月回落。

图 8：各类消费增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

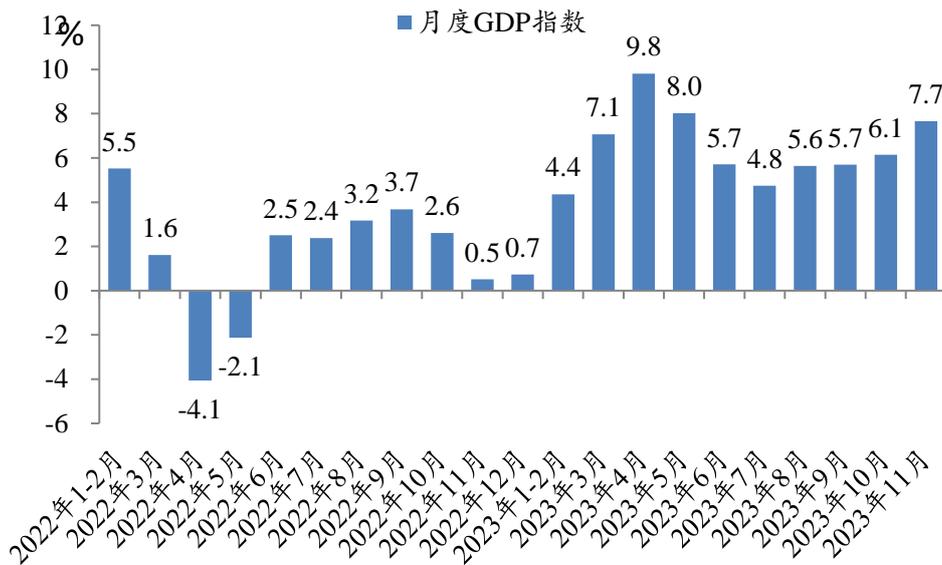
从两年平均增速来看, 可选消费转弱。11月体育娱乐用品、化妆品、家用电器零售两年同比增速下滑, 反映居民消费信心偏弱。中西药零售保持较高增速, 主要与近期流感频发有关。

服务消费表现亮眼。11月餐饮收入的两年平均增速较上月提高3.6个百分点至7.3%。11月服务业生产指数同比增速为9.3%, 较上月提高1.6个百分点, 我们预计服务消费将在四季度对GDP起到较强的拉动作用。

四、如何理解“部分行业产能过剩”？

当前经济“供大于求”的特征浮出水面, 对应中央经济工作会议提出的“部分行业产能过剩”。纵览本月的各项经济数据, 代表供给端的工业增加值高于预期, 而代表需求端的固定资产投资、社零均低于预期。这对应了前段时间中央经济工作会议提出的“部分行业产能过剩”, 也与11月偏弱的物价、金融数据互相印证。

我们认为, “供大于求”是导致宏观指标与微观感受背离的原因之一。我们计算的生产法月度GDP数据显示, 11月单月GDP增速可能在7.7%左右。由此推算, 四季度的GDP增速可能在5.6%左右, 而全年的GDP增速有望达到5.4%。然而微观层面, 需求偏弱、微观主体信心不足的问题依然存在, 资本市场情绪也较为低迷。

图 9：月度 GDP 指数


资料来源:万得, 信达证券研发中心

我们预计，改善产能过剩的总体思路是“先立后破”，后续可期待更多政策抓手。根据中央经济工作会议的部署，我们认为，总体思路要坚持“先立后破”的原则，先培育增量、发展新动能，后优化存量、去化旧动能。政策抓手可能包括：（1）一是明年财政进一步发力，我们预计明年年初预算赤字 3%左右，另外安排 1 万亿不计入赤字的特别国债。尽管表现上赤字率有区别，但实际资金支持力度均保持在与今年相比不减少的水平。（2）二是“三大工程”的建设短期内有利于稳定地产投资，对冲地产行业的周期性下行压力，长期而言是房地产市场向新发展模式转型的重要方向。我们认为，可以期待央行考虑启动 PSL、或是其他专项借款工具支持“三大工程”建设。（3）三是促进消费和投资良性循环的政策。消费领域包括数字消费、绿色消费、健康消费等新型消费，以及智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等。投资端，通稿提到“推动大规模设备更新和消费品以旧换新”，可见政策更侧重高质量发展下的制造业投资。

风险因素

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。