

需求与产出略好于预期

——11月经济数据点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

事件：

国家统计局12月15日公布2023年11月经济数据。就季节性调整后的数据来看，11月的需求端与产出端的数据均略好于预期，但也存在一定分化：消费进一步修复，制造业与狭义基建投资都有所回升，工业增加值与发电量环比上行，但地产消费与投资仍处于调整之中，出口交货值环比回落。展望未来，我们认为，在稳增长政策的不断落地、外需保持韧性、叠加地产上下游供给逐步出清提振制造业投资等多方面因素的作用下，经济环比增长有望继续保持动能。

事件点评

➤ 需求端：修复好于预期，消费与制造业投资回升

11月需求端修复好于预期，在结构上仍延续分化。季节性调整后，11月社会消费品零售环比有所回升，其中餐饮消费明显反弹，但商品消费有所回落；固定资产投资规模整体边际回落，结构上也延续分化，其中制造业投资与除电力外的基建投资环比回升，地产投资继续下行，但降幅有所收窄；地产销售也仍处于调整阶段。

➤ 生产端：工业生产好于预期，结构仍有分化

与需求端相一致，生产端修复整体好于预期，但也出现一些修复分化的迹象。剔除季节性因素的影响后，工业增加值环比明显反弹，发电量也显著回升，工业企业出口交货值则出现回落。

➤ 就业形势保持平稳

11月的城镇调查失业率、31大中城市调查失业率均为5.0%（前值5.0%），与上月持平。季节性调整后，城镇调查失业率较上月下降0.01个百分点，31大中城市调查失业率环比下降0.02个百分点，均与上月基本持平。

➤ 未来经济与政策展望

总体而言，11月的需求端与生产端数据均略好于市场预期。需要注意的是，需求端与生产端的数据在结构上都有一定分化。其中，消费动能进一步修复；固定资产投资则整体边际回落，主要受地产投资下滑的影响，此外制造业投资与除电力外的基建投资都有所回升。在生产端，工业增加值与发电量环比回升，但出口交货值出现回落。

我们认为11月经济数据的分化与波动属于经济复苏过程中的正常现象——考虑到本轮经济复苏是通过市场出清、供给创造需求推动的经济的逐步修复。此外，最近两个月，地产相关需求环比下滑速度较快，可能对短期经济构成了一定冲击，但这种幅度的下滑或不可持续，其对总需求的影响也会随着地产投资在GDP中占比的下降而进一步减弱。就目前的情况而言，今年经济目标的达成已有较大确定性。

展望未来，我们认为，在稳增长政策的不断落地、外需保持韧性、叠加地产上下游供给逐步出清提振制造业投资（《潜龙在渊——中国经济如何走向复苏？》）等多方面因素的作用下，经济环比增长有望继续保持动能。

风险提示：经济、政策与预期不一致，海外地缘政治事件超预期。

相关报告

- 1、《利率终点已到，明年降息预期明确：——美联储12月议息会议点评》2023.12.14
- 2、《通胀落地，12月美联储难再加息：——美国11月CPI数据点评》2023.12.13

1. 需求端：修复好于预期，消费与制造业投资回升

11月需求端修复好于预期，在结构上仍延续分化。季节性调整后，11月社会消费品零售环比有所回升，其中餐饮消费明显反弹，但商品消费有所回落；固定资产投资规模整体边际回落，结构上也延续分化，其中制造业投资与除电力外的基建投资环比回升，地产投资继续下行，但降幅有所收窄；地产销售也仍处于调整阶段。

首先，11月消费动能有所修复，其中餐饮消费明显回升，但商品消费有所回落。

11月社会消费品零售同比增长10.1%（前值7.6%），较上月进一步回升2.5个百分点，部分是受到去年低基数的支撑。

季节性调整后，11月社零环比上升0.4%（前值-0.6%），可能意味着消费动能有所修复。

图表1：社会消费品零售规模（季调）

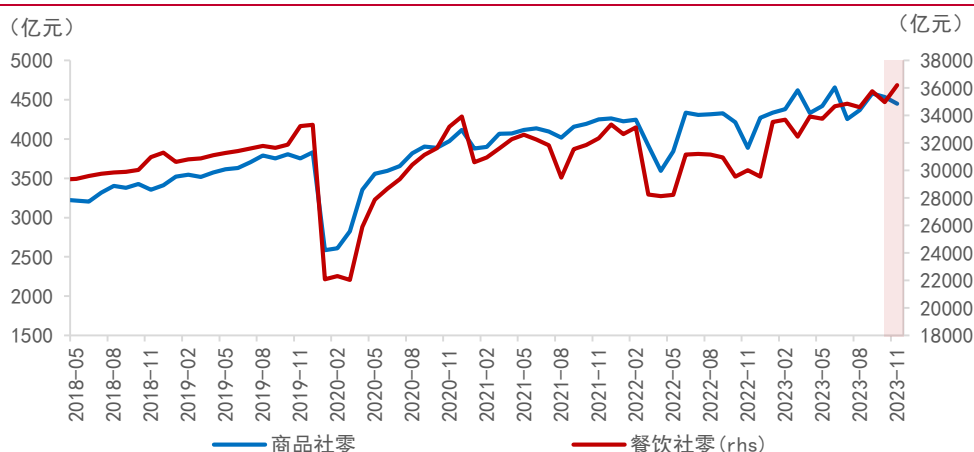


资料来源：Wind，国联证券研究所

分消费类别而言，11月商品消费回落，餐饮消费增长。

季节性调整后，商品消费进一步回落，餐饮消费则明显反弹。具体而言，11月商品消费环比下降1.4%（前值-0.7%），餐饮消费环比增长4.8%（前值-3.0%）。

图表2：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）



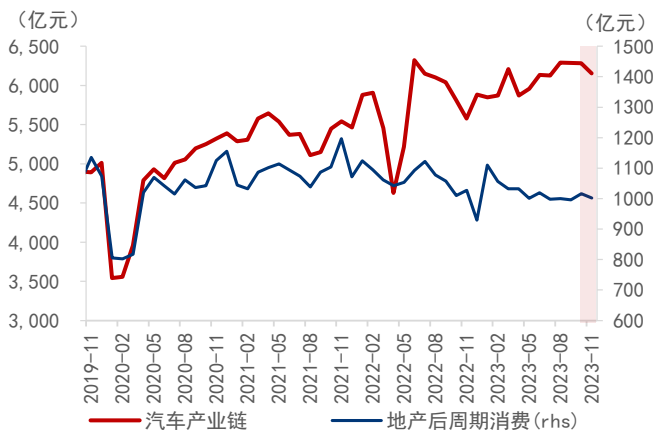
资料来源：Wind，国联证券研究所

分板块来看，11月各商品板块表现延续了此前分化的趋势，其中外出相关的商品消费是亮点。

具体而言，从限额以上的商品销售观察：

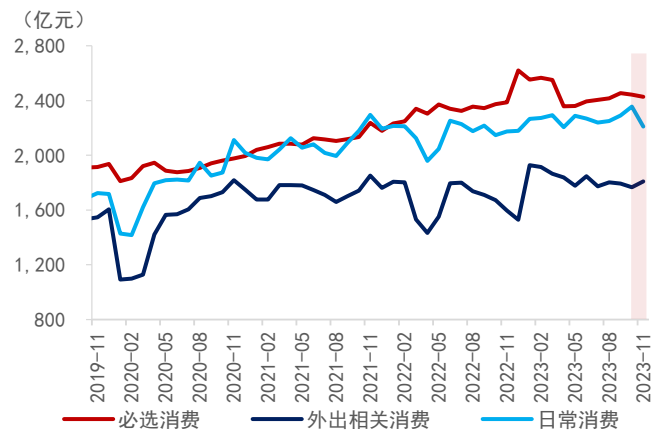
- 鞋帽服装、化妆品等与外出相关商品消费在此前两个月的连续下滑后明显反弹。外出相关消费在11月的季调环比增速为2.4%（前值-1.5%）。
- 家具家电等地产后周期商品消费在上月的反弹后有所回落。季节性调整后，其11月环比下降1.4%（前值+2.0%）。
- 日用品等日常商品消费也在此前3个月的持续上升后有所回落，季节性调整后，在11月环比下降6.1%（前值+2.8%）。
- 汽车消费有所下滑。季节性调整后，11月汽车消费环比下降2.1%（前值0.0%）。
- 粮油、食饮及药品等必选消费继续回落。季节性调整后，其11月环比增速为-0.6%（前值-0.5%）。

图表3: 汽车与地产后周期消费 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 其他板块的商品消费 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表5: 限额以上主要商品复合增速及其变化

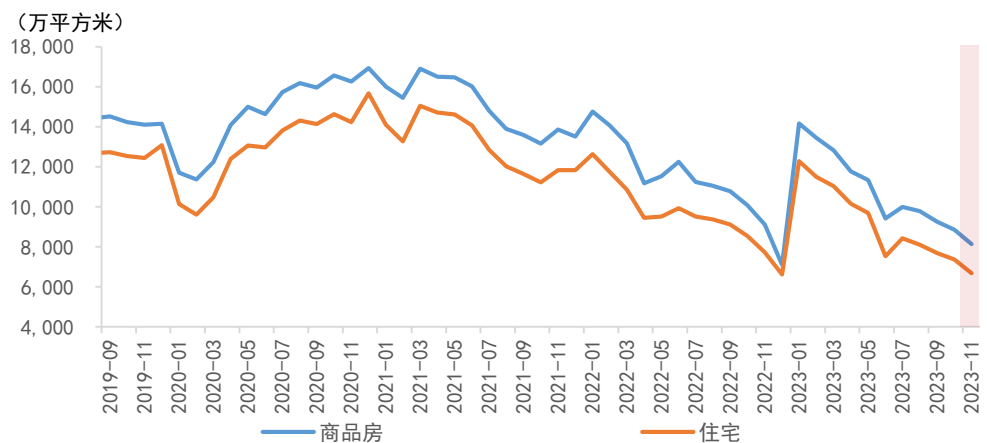
大类	限上主要分项	以 2019 为基期的复合增速		
		11月	10月	增速变化
外出相关消费	化妆品	9.4	6.7	2.6
日常消费	文化办公用品	5.0	3.6	1.4
必选消费	中西药品	9.7	8.5	1.2
地产后周期	建筑及装潢材料	0.3	-0.4	0.7
地产后周期	家具	0.6	-0.1	0.7
必选消费	饮料	7.9	7.9	0.0
必选消费	粮油、食品	7.8	8.0	-0.2
日常消费	体育、娱乐用品	6.0	6.5	-0.4
外出相关消费	金银珠宝	8.2	9.4	-1.1
汽车产业链	汽车	0.9	2.0	-1.2
汽车产业链	石油及制品	4.1	5.4	-1.3
日常消费	烟酒	8.2	9.6	-1.3
日常消费	日用品	2.5	4.0	-1.5
日常消费	通讯器材	6.1	8.7	-2.7
地产后周期	家电和音像器材	-1.2	1.4	-2.7
外出相关消费	服装鞋帽针纺织品	-0.5	2.5	-3.1
外出相关消费	服装类	-4.0	2.7	-6.6
日常消费	书报杂志	1.3	10.7	-9.4

资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 复合同比均以 2019 年为基期

其次，地产销售下滑延续。

从经过季节性调整的数据来看,11月商品房销售规模环比下降8.2%(前值-4.3%),其中住宅销售面积环比下降9.4%(前值-4.2%)。

图表6：商品房销售面积（季调）

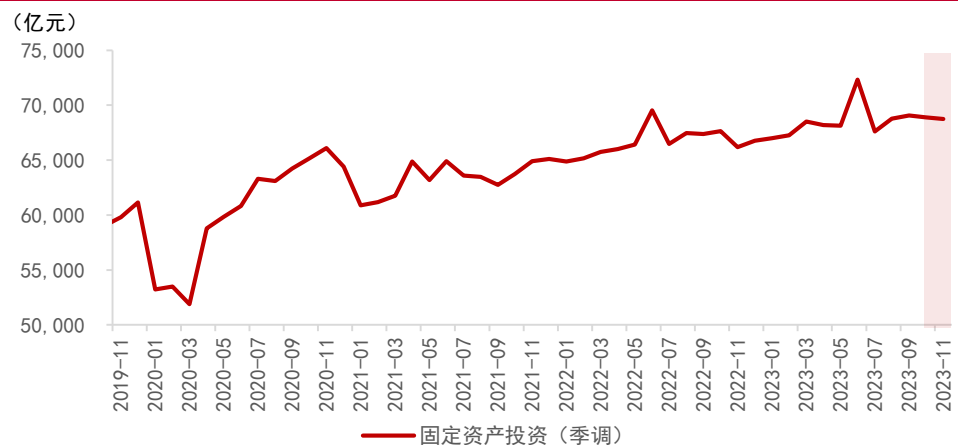


资料来源：Wind，国联证券研究所

最后，固定资产投资整体稍有放缓，结构延续分化。季节性调整后，制造业投资再度反弹；基建投资整体保持平稳，其中除电力外的基建投资明显回升；地产投资继续下行，但降幅有所收窄。

从经过季节性调整后的数据来看，11月固定资产投资环比下降0.2%(前值-0.3%)。

图表7：固定资产投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

从结构上来看：

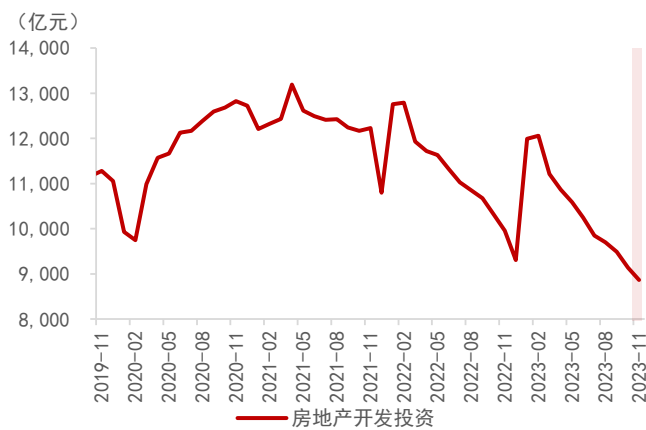
地产投资继续下行，但降幅有所收窄。季节性调整后，11月地产投资环比下降3.0%（前值-3.5%）。尽管当前地产相关政策持续放松，但我们认为，居民部门以及地产企业具有的较高地产库存或仍将对未来一段时间的地产投资造成拖累。12月15日的国务院新闻发布会上，国家统计局新闻发言人刘爱华也表示，“一些指标确实呈现

边际改善迹象…但…房地产目前仍然处于调整之中，这种短期的调整从长期来看也有利于房地产市场平稳健康发展”¹。

广义基建保持平稳，狭义基建明显回升。季节性调整后，11月基建投资环比下降-0.1%（前值0.0%），大体保持平稳。其中，除电力外的基建投资环比明显反弹，环比增长1.0%（前值-0.3%），这意味着11月基建或主要受电力以外的基建投资支撑。

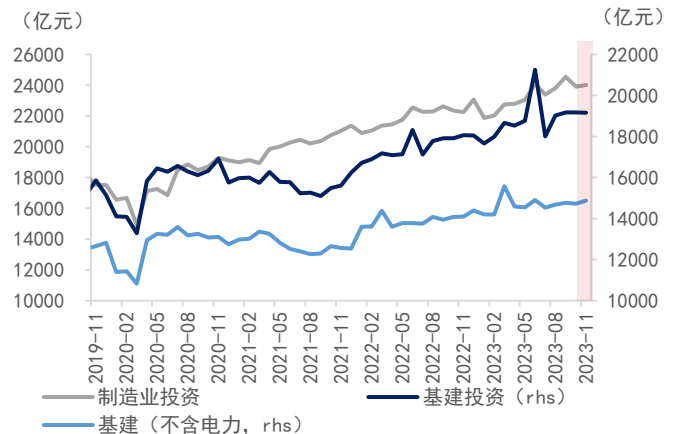
制造业投资再度反弹。今年上半年，制造业投资表现强势，季调环比持续回升直至7月出现回落，8、9月制造业投资出现明显反弹并在10月制造业环比回落，11月制造业投资再度反弹0.4%，且就绝对水平而言，也保持于历史相对高位。

图表8：房地产投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：基建与制造业投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

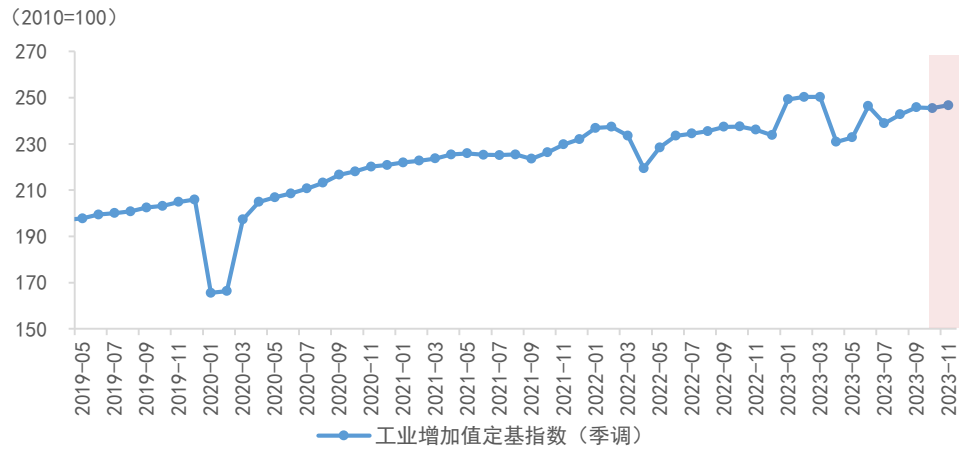
2. 生产端：工业生产好于预期，结构仍有分化

与需求端相一致，生产端修复整体好于预期，但也出现一些修复分化的迹象。剔除季节性因素的影响后，工业增加值环比明显反弹，发电量也显著回升，工业企业出口交货值则出现回落。

11月工业增加值同比增长6.6%，好于市场一致预期（5.7%）。季节性调整后，11月工业增加值环比回升0.5%（前值-0.1%），较上月明显反弹；发电量环比增长1.2%（前值0.0%），也较上月显著回升。

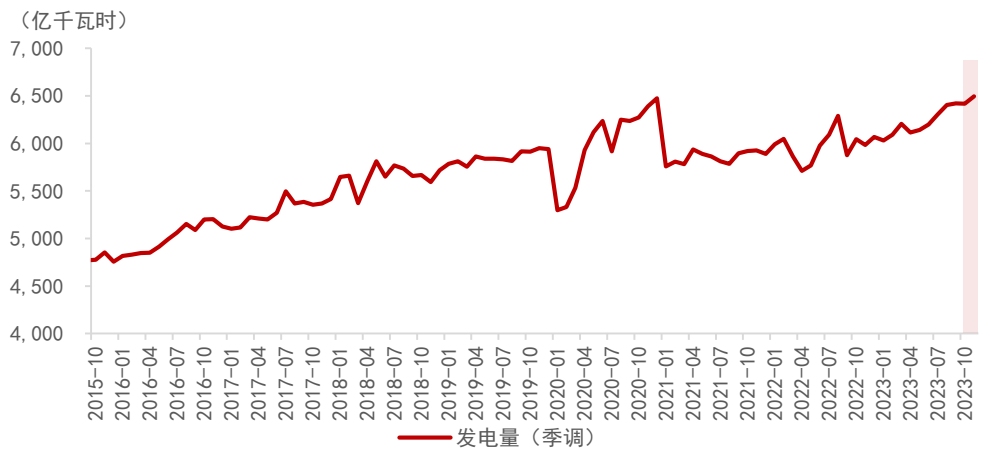
¹ <http://www.scio.gov.cn/live/2023/33073/tw/>

图表10: 工业增加值 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

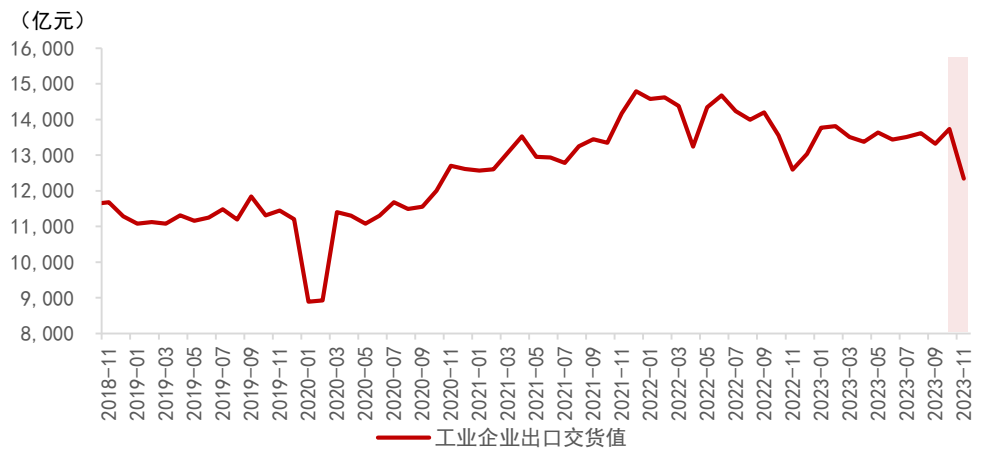
图表11: 发电量 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

与此同时, 需要注意的是, 11 月出口交货值环比出现回落。季节性调整后, 11 月工业企业出口交货值环比下降 10.1% (前值+3.0%)。这说明, 11 月在生产端可能存在明显的结构分化。

图表12: 出口交货值 (季调)



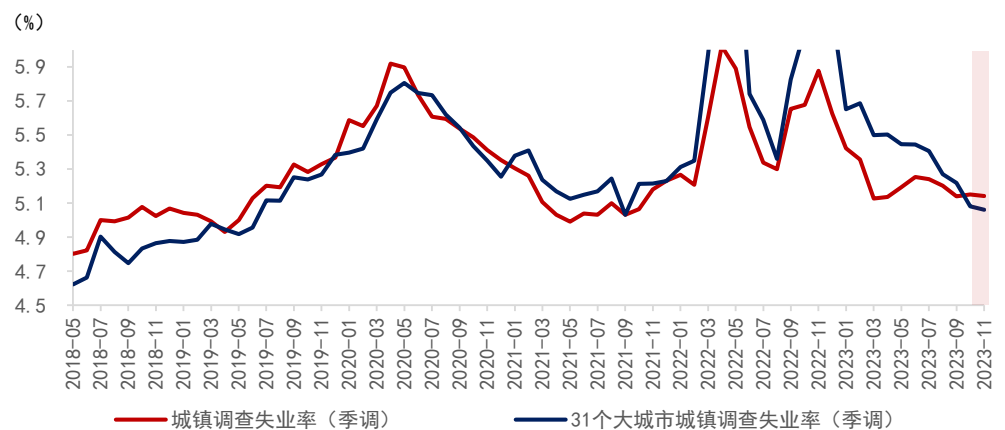
资料来源: Wind, 国联证券研究所

3. 就业形势保持平稳

11月的城镇调查失业率、31大中城市调查失业率均为5.0% (前值5.0%), 与上月持平。

季节性调整后, 城镇调查失业率较上月下降0.01个百分点, 31大中城市调查失业率环比下降0.02个百分点, 均与上月基本持平。

图表13: 调查失业率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

4. 未来经济与政策展望

总体而言, 11月的需求端与生产端数据均好于预期——11月PMI指数显示供给、需求相关分项可能都有回落的压力 (《短期回调不改中期经济复苏趋势——对11月

PMI 和 高频数据的思考及未来经济展望》)。

需要注意的是，需求端与生产端的数据在结构上都有一定分化。其中，消费动能进一步修复；固定资产投资则整体边际回落，主要受地产投资下滑的影响，此外制造业投资与除电力外的基建投资都有所回升。在生产端，工业增加值与发电量环比回升，但出口交货值出现回落。

我们认为 11 月经济数据的分化与波动属于经济复苏过程中的正常现象。本轮经济复苏是通过市场出清、供给创造需求推动的经济的逐步修复（《是时候强烈看多中国经济了——中国经济如何走向复苏（二）》），不是在政策强刺激下的急速回升，复苏的过程中出现分化和波动实属正常。此外，最近两个月，地产相关需求环比下滑速度较快，可能对短期经济构成了一定冲击，但这种幅度的下滑或不可持续，其对总需求的影响也会随着地产投资在 GDP 中占比的下降而进一步减弱。

就目前的情况而言，今年经济目标的达成已有较大确定性。

展望未来，我们认为，在稳增长政策的不断落地、外需保持韧性、叠加地产上下游供给逐步出清提振制造业投资（《潜龙在渊——中国经济如何走向复苏？》）等多方面因素的作用下，经济环比增长有望继续保持动能。

5. 风险提示

经济、政策与预期不一致，海外地缘政治事件超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼