

2023年12月15日

供需恢复放缓，动能有待增强

—— 1-11月宏观经济数据分析

投资要点：

► 生产供给放缓

工业生产有所恢复。11月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%(预期5.7%，前值4.6%)，环比增长0.87%(前值0.39%)。从两年复合增速来看，11月规模以上工业增加值增长4.38%(前值4.80%)。工业增加值当月同比增速大幅回升，是低基数与生产恢复共同作用的结果。

服务业增势放缓。11月份，全国服务业生产指数同比增长9.3%(前值7.7%)。从两年复合增速来看，服务业生产指数增长3.87%(前值3.93%)。11月份，服务业商务活动指数为49.3%(前值50.1%)。受国庆假期的高基数影响，服务业商务活动指数今年首次降至50%线以下。

► 需求边际走弱

固定资产投资保持平稳：1-11月份，全国固定资产投资(不含农户)同比增长2.9%(预期2.9%，前值2.9%)。环比增长0.26%(前值0.12%)。具体来看：(1)1-11月，可比口径下，全国房地产开发投资同比下降9.4%(前值-9.3%)。施工和新开工面积降幅边际收窄，竣工面积延续回落。(2)1-11月，全口径基建投资同比增速为7.96%，较前值回落0.31个百分点。(3)1-11月制造业投资增长6.3%(前值6.2%)。其中，电气机械和器材制造业、汽车制造业同比增长较快，分别达到了34.6%和17.9%。

消费品零售边际回落。11月，社会消费品零售总额同比增长10.1%(预期12.6%，前值7.6%)，环比增长-0.06%(前值0.12%)。从两年复合增速来看，11月社会消费品零售增长1.79%(前值3.47%)。环比增速和两年复合增速均有所回落，显示社零当月同比增速回升，主因是去年同期低基数影响。

► 经济回升动能有待增强

总体而言，11月经济回升斜率有所放缓，供需均边际走弱。生产侧方面，工业和服务业生产同比增速回升，两年复合增速回落，剔除基数影响后，生产有所放缓。需求侧方面，固定资产投资增速总体持平；但是社零环比回落，两年符合增速亦有所下降。

往后看，虽然经济仍在修复通道之中，但是现阶段的回升动能有待进一步增强，政策发力的必要性正在增加。

风险提示

经济出现超预期波动。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 工业生产有所恢复.....	3
2. 服务业增势放缓.....	4
3. 固定资产投资保持平稳.....	4
4. 消费品零售边际回落.....	6
5. 失业率总体稳定.....	7
6. 经济回升动能有待增强.....	7
7. 风险提示.....	8

图表目录

图 1 11 月工业增加值同比增长 6.6%.....	3
图 2 11 月全国服务业生产指数同比增长 9.3%.....	4
图 3 11 月，服务业商务活动指数为 49.3%.....	4
图 4 1-11 月，固定资产投资同比增长 2.9%.....	5
图 5 1-11 月，民间投资同比增速-0.5%.....	5
图 6 1-11 月，商品房销售额同比下降 5.2%.....	5
图 7 1-11 月，商品房施工面积同比下降 7.2%.....	5
图 8 11 月社会消费品零售总额同比增长 10.1%.....	6
图 9 11 月基本生活消费增速小幅回升 (%).....	6
图 10 11 月汽车消费增速持续回升.....	7
图 11 11 月石油制品消费增速边际回升.....	7
图 12 11 月全国城镇调查失业率为 5.0%.....	7
图 13 11 月外地户籍人口持续回落 (%).....	7

1. 工业生产有所恢复

11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%(预期 5.7%，前值 4.6%)，环比增长 0.87%(前值 0.39%)。从两年复合增速来看，11 月规模以上工业增加值增长 4.38%(前值 4.80%)。1-11 月规上工业增加值累计同比增长 4.3%(前值 4.1%)。11 月工业增加值同比增速大幅回升，是低基数与生产恢复共同作用的结果：两年复合增速回落，指向低基数是主要原因；环比增速回升，显示低基数之外，工业生产也有超季节性恢复。

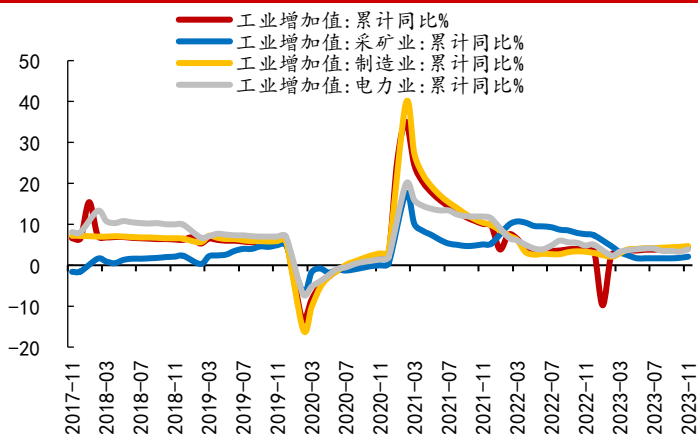
分经济类型看，11 月份，国有企业、外商以及私营企业均有明显回升。其中，国有控股企业增加值同比增长 7.3%(前值 4.9%)；股份制企业增长 7.2%(前值 5.6%)；外商及港澳台商投资企业同比增长 4.4% (前值 0.9%)；私营企业增长 5.2%(前值 3.9%)。

分三大门类看，11 月，采矿业增加值当月同比增长 3.9% (前值 2.9%)；制造业增加值当月同比增长 6.7% (前值 5.1%)；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长 9.9% (前值 1.5%)。

分行业看，11 月份，41 个大类行业中有 28 个行业增加值保持同比增长，增长行业数量较前月持平。上游能源开采回升，金属采炼回落。煤炭开采和洗选业增长 5.2% (前值 3.3%)；石油和天然气开采业增长 1.8% (前值 0.4%)；非金属矿物制品业回落 0.6% (前值-1.1%)；黑色金属冶炼和压延加工业增长 5.1% (前值 7.3%)；有色金属冶炼和压延加工业增长 10.2% (前值 12.5%)。中下游主要制造业生产有所加快，通用设备制造业增长 0.8% (前值-0.1%)；专用设备制造业增速为 1.9% (前值 2.7%)，汽车制造业增速加快 9.9 个百分点至 20.7% (前值 10.8%)，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 12.7% (前值 9.6%)；计算机、通信和其他电子设备制造业增长 10.6% (前值 4.8%)。

分产品看，11 月份，620 种产品中有 367 种产品产量同比增长，较前值减少了 4 个。其中，钢材 11044 万吨，同比增长 4.2% (前值 3%)；水泥 18979 万吨，增长 1.6% (前值-4%)；十种有色金属 650 万吨，增长 7.1% (前值 8.2%)；乙烯 269 万吨，增长 4.8% (前值 5.6%)；汽车 295.3 万辆，增长 23.6% (前值 8.5%)；新能源汽车 100.6 万辆，增长 35.6% (前值 27.9%)；原油加工量 5953 万吨，增长 0.2% (前值 9.1%)；发电量 7310 亿千瓦时，增长 8.4% (前值 5.2%)。

图 1 11 月工业增加值同比增长 6.6%



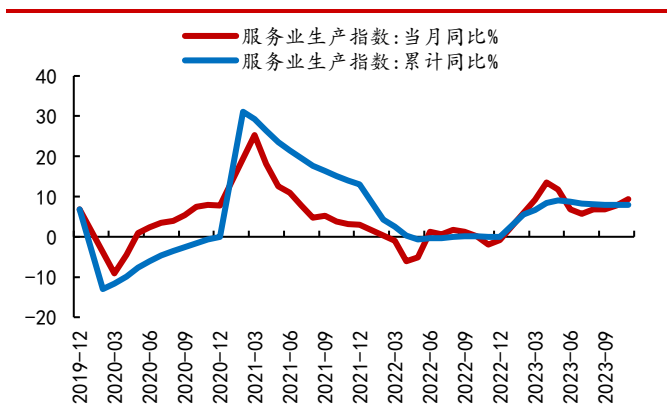
资料来源：WIND、华西证券研究所

2. 服务业增势放缓

11 月份，全国服务业生产指数同比增长 9.3%（前值 7.7%）。从两年复合增速来看，服务业生产指数增长 3.87%（前值 3.93%）。分行业看，住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业，批发和零售业生产指数同比分别增长 30.6%、15.1%、13.3%、11.9%，分别比上月加快 9.3、1.9、2.4 和 1.9 个百分点。1-11 月份，全国服务业生产指数同比增长 8.0%（前值 7.9%）。

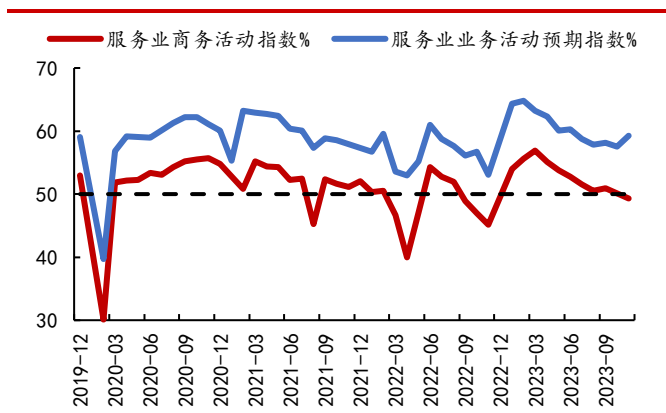
11 月份，服务业商务活动指数为 49.3%（前值 50.1%）。受上月国庆假期的高基数影响，服务业商务活动指数今年首次降至 50% 线以下。其中，水上运输、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 59.3%（前值 57.5%）。

图 2 11 月全国服务业生产指数同比增长 9.3%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 3 11 月，服务业商务活动指数为 49.3%



资料来源：WIND、华西证券研究所

3. 固定资产投资保持平稳

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%（预期 2.9%，前值 2.9%）。从环比看，11 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.26%（前值 0.10%）。1-11 月份，民间固定资产投资 235267 亿元，同比下降 0.5%（前值-0.5%）。分产业看，第一产业投资同比下降 0.2%（前值-1.3%）；第二产业投资增长 9.0%（前值 9.0%）；第三产业投资增长 0.3%（前值 0.4%）。

从基建投资、制造业投资和房地产投资三大领域具体来看：

(1) 房地产：1-11 月，全国房地产开发投资完成额为 104045 亿元，可比口径下同下降 9.4%（前值-9.3%）。施工和新开工面积降幅有所收窄，施工面积同比下降 7.2%（前值-7.3%）；新开工面积下降 21.2%（前值-23.2%）；竣工面积增速延续回落，下降至 17.9%（前值 19.0%）。

1-11 月份，商品房销售面积 100509 万平方米，可比口径下同下降 8.0%（前值-7.8%）。商品房销售额 105318 亿元，可比口径下同下降 5.2%（前值-4.9%）。

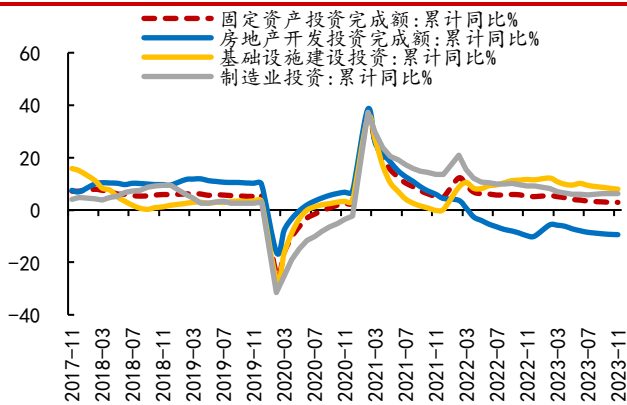
11 月末，商品房待售面积 65385 万平方米，同比增长 18.0%（前值 18.1%）。其中，住宅待售面积增长 20.4%（前值 19.7%）。

1-11 月份，房地产开发企业到位资金 117044 亿元，同比下降 13.4%（前值-13.8%），降幅有所收窄。其中，国内贷款 14227 亿元，下降 9.8%（前值-11.0%）；利用外资 42 亿元，下降 35.1%（前值-40.3%）；自筹资金 38505 亿元，下降 20.3%（前值-21.4%）；定金及预收款 39583 亿元，下降 10.9%（前值-10.4%）；个人按揭贷款 19982 亿元，下降 8.1%（前值-7.6%）。

(2) 基建：1-11 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.8%，较前值回落 0.1 个百分点；全口径基建投资同比增速为 7.96%，较前值回落 0.31 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 21.5%（前值 24.8%），水利管理业投资增长 5.2%（前值 5.7%），道路运输业投资下降 0.2%（前值 0.7%），公共设施管理业投资下降 2.5%（前值-2.2%）。

(3) 制造业：1-11 月制造业投资增长 6.3%（前值 6.2%）。分行业来看，电气机械和器材制造业、汽车制造业、化学原料和化学制品制造业增速较快，分别为 34.6%、17.9%、13.3%（前值分别为 36.6%、18.7%、13.4%）。纺织业投资同比下降 0.9%（前值-1.7%），是主要行业中唯一下降的；食品制造业，同比增长 10.1%（前值 8.9%），增速回升幅度最大。

图 4 1-11 月，固定资产投资同比增长 2.9%



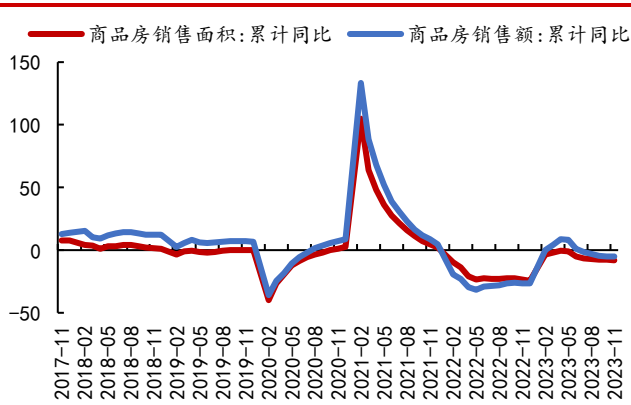
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 5 1-11 月，民间投资同比增速-0.5%



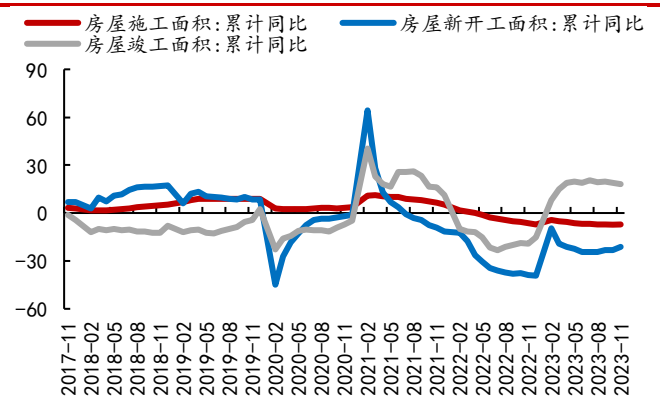
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 6 1-11 月，商品房销售额同比下降 5.2%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 7 1-11 月，商品房施工面积同比下降 7.2%



资料来源：WIND、华西证券研究所

4. 消费品零售边际回落

11月，社会消费品零售总额 42505 亿元，同比增长 10.1% (预期 12.6%，前值 7.6%)，环比增长 -0.06% (前值 0.07%)。1-11 月份，社会消费品零售总额 427945 亿元，同比增长 7.2% (前值 6.9%)。从两年复合增速来看，11 月社会消费品零售增长 1.79% (前值 3.47%)。

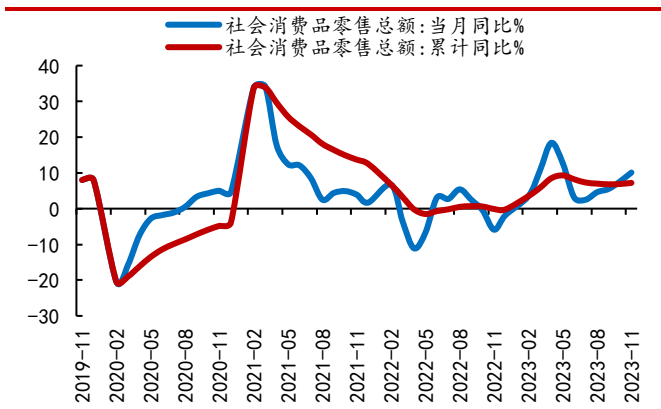
按经营单位所在地分，11 月份，城镇消费品零售额 36530 亿元，同比增长 10.0% (前值 7.4%)；乡村消费品零售额 5975 亿元，增长 10.4% (前值 8.9%)。

11 月，商品零售 36925 亿元，同比增长 8.0% (前值 6.5%)。1—11 月份，商品零售 380460 亿元，同比增长 5.9% (前值 5.6%)。限上商品零售类别中，11 月，服装、鞋帽、针纺织品类，通讯器材类，烟酒类，体育、娱乐用品类，汽车类以及金银珠宝类消费同比增速达到了 2 位数以上，分别增长 22%，16.8%，16.2%，16.0%，14.7% 以及 10.7% (前值 7.5%，14.6%，15.4%，25.7%，11.4% 以及 10.4%)。

11 月，餐饮收入 5580 亿元，增长 25.8% (前值 17.1%)。1-11 月份，餐饮收入 47485 亿元，增长 19.4% (前值 18.5%)。

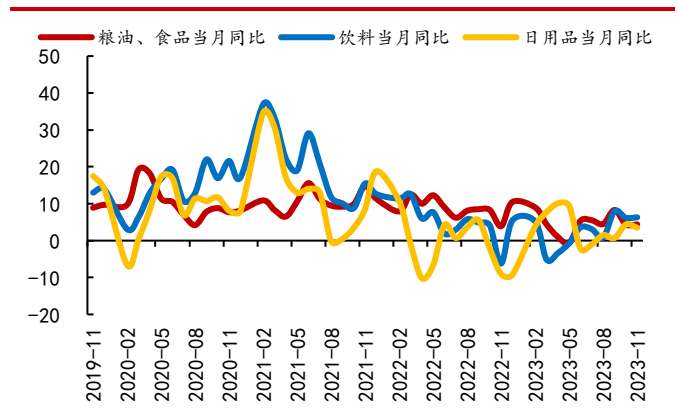
11 月，全国网上零售额 139571 亿元，同比增长 11.0% (前值 11.2%)。其中，实物商品网上零售额 117709 亿元，增长 8.3% (前值 8.4%)，占社会消费品零售总额的比重为 27.5% (前值 26.7%)。

图 8 11 月社会消费品零售总额同比增长 10.1%



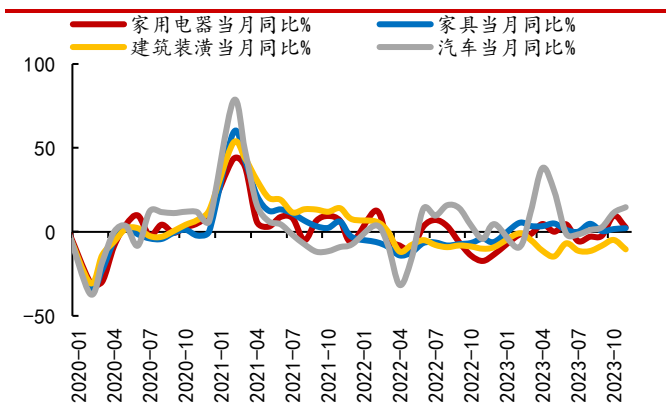
资料来源: WIND、华西证券研究所

图 9 11 月基本生活消费增速小幅回升 (%)



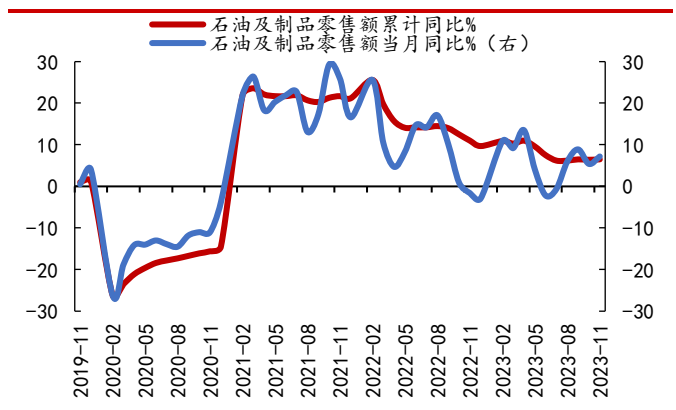
资料来源: WIND、华西证券研究所

图 10 11 月汽车消费增速持续回升



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 11 11 月石油制品消费增速边际回升

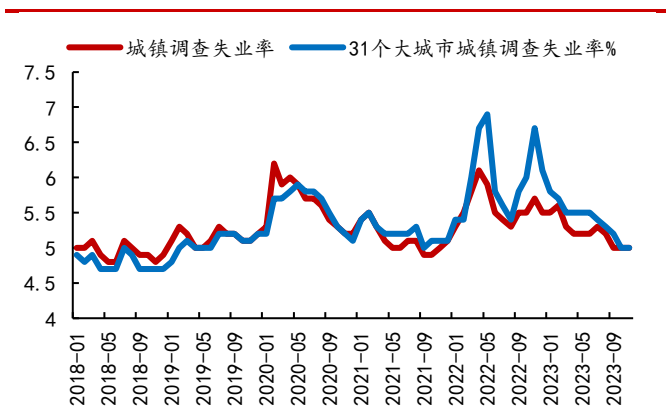


资料来源：WIND、华西证券研究所

5. 失业率总体稳定

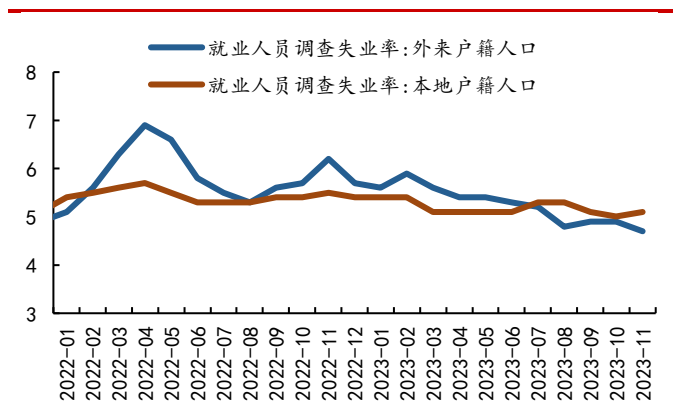
11 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，与前值持平。31 个大城市城镇调查失业率为 5.0%，与前值持平。本地户籍劳动力调查失业率为 5.1%，较前值回升 0.1 个百分点；外来户籍劳动力调查失业率为 4.7%，较前值回落 0.2 个百分点。

图 12 11 月全国城镇调查失业率为 5.0%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 13 11 月外地户籍人口持续回落 (%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

6. 经济回升动能有待增强

总体而言，11 月经济回升斜率有所放缓，供需均边际走弱。生产侧方面，工业和服务业生产同比增速回升，两年复合增速回落，剔除基数影响后，生产有所放缓。需求侧方面，固定资产投资增速总体持平；但是社零环比回落，两年符合增速亦有所下降。

往后看，中央经济会议明确指出，进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。往后看，虽然经济仍在修复通道之中，但是现阶段的回升动能有待进一步增强，政策发力的必要性正在增加。

7. 风险提示

经济出现超预期波动。

分析师简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。