

宏观

需求偏弱，生产尚可

——2023年11月经济数据点评兼论利率影响

2023年12月17日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- **市场启示：终端需求偏弱，生产尚可，债券收益率中期下行概率加大。**11月社零低于预期且两年平均增速明显滑落，固定资产投资增速平稳但两年平均增速有所下降，地产投资偏弱，唯有工增表现平稳。结合11月PMI、通胀、实体经济信贷等数据，显示国内经济复苏力度偏弱，库存周期出现波动，通胀较弱导致实际利率居高不下。中央经济工作会议再次强调明年要围绕推动高质量发展，突出重点，把握关键，扎实做好经济工作。在巩固和增强经济回升向好态势的目标下，政策布局偏积极。货币政策强调灵活适度，精准有效，明年一季度降准降息概率较大。债券收益率中期下行概率加大。
- **11月社零同比增长10.1%，高于前值，低于预期值，主要受上年同期低基数的支撑。从两年平均看，社零增速大幅下滑至1.8%（前值3.5%）。**分类别看，场景类、出行类消费本月表现分化；地产链相关消费跌幅再度扩大；生活必需类消费增速均较上月下降；多数升级类消费增速回落。
- **房地产投资和商品房销售增速跌幅扩大。**11月房地产开发投资完成额以及商品房销售面积累计分别增长-9.4%（前值-9.3%）、-8.0%（前值-7.8%）；新开工面积累计增长-21.2%（前值-23.2%），跌幅继续收窄；房屋竣工面积累计增速17.9%（前值19.0%）；施工面积累计增长-7.2%（前值-7.3%）；房地产开发资金来源降幅趋缓。
- **基建投资增速平稳，逆周期调节作用显现。**11月基础设施投资累计同比增长5.8%，比10月回落0.1个百分点，两年平均增速7.3%（前值7.3%）。
- **制造业投资增速略加快，两年平均增速仍回落。**11月制造业投资累计增速6.3%（前值6.2%），两年平均增速7.8%（前值7.9%）。民间投资累计同比-0.5%（前值-0.5%）。分行业看，消费品类制造业投资增速分化；化学原料及化学制品制造业的投资较为韧性；有色金属冶炼及压延加工业投资累计增速10.9%（前值9.8%）。多数装备制造业投资增速较上月回落。
- **工业生产恢复向好。**11月规模以上工业增加值同比增长6.6%（前值4.6%），两年平均增长4.4%（前值4.8%）。11月工业企业产销率为97.4%，8月以来维持在这一水平。分行业看，消费品工业中农副食品加工业、食品制造业增速较上月回落，医药制造业跌幅收窄；工业品制造业表现较好；原材料制造业中，黑色金属冶炼及压延加工业及有色金属冶炼及压延加工业均弱于上月。多数装备制造业表现好于上月。
- **风险提示：**地缘政治风险扩大化；国内长期问题制约短期信心。

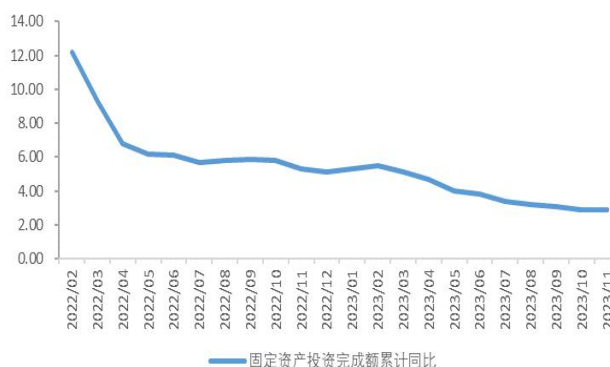


11月工增高于预期，投资持平预期，社零低于预期。具体看，11月规模以上工业增加值同比增长6.6%（前值4.6%，预期值5.7%）；全国固定资产投资累计同比增长2.9%（前值2.9%，预期值2.9%），其中制造业投资累计同比增长6.3%（前值6.2%，预期值6.2%），全口径基础设施投资累计同比增长8.0%（前值8.3%，预期值7.8%），基础设施（不含电力）累计同比增长5.8%（前值5.9%）；全国房地产开发投资累计同比增长-9.4%（前值-9.3%，预期值-9.4%）；社会消费品零售总额当月同比增长10.1%（前值7.6%，预期值12.6%）。

图1：工业增加值当月增速（%）



图2：固定资产投资累计增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021年为两年复合平均增速

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021年为两年复合平均增速

图3：制造业、基建、房地产投资累计增速（%）

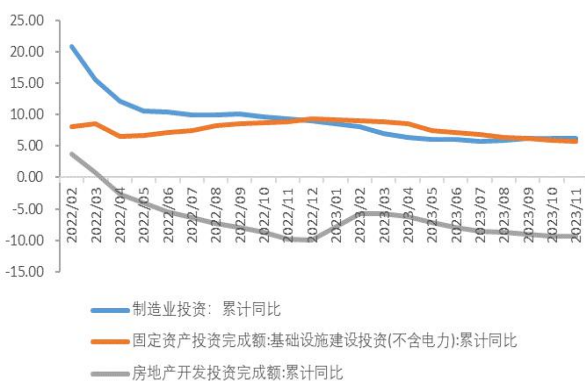


图4：社会消费品零售总额当月增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021年为两年复合平均增速

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所
注：2021年为两年复合平均增速

11月社零同比增长10.1%，高于前值，低于预期值，主要受上年同期低基数的支撑。从两年平均看，

社零增速大幅下滑至 1.8%（前值 3.5%）。分类别看，第一，场景类、出行类消费本月表现分化。餐饮收入两年平均增速 7.4%（前值 3.7%）；体育娱乐用品两年平均增速 3.2%（前值 13.1%）；化妆品类两年平均增速下跌 4.1%（前值-1.3%）。第二，地产链相关消费跌幅再度扩大。家用电器和音像器材类零售额增长 2.7%，两年平均增长-7.8%（前值-3.0%）；家具类零售额增长 2.2%，两年平均增长-1.0%（前值-2.5%）；建筑及装潢材料类零售额增长-10.4%，两年平均增长-10.2%（前值-6.8%）。第三，生活必需类消费增速均较上月下降。中西药品类增速虽不及上月，但表现平稳；日用品类两年平均增速大幅下降 3.0%（前值 1.1%）；粮油食品类两年平均增速降至 4.2%（前值 6.3%）。第四，多数升级类消费增速回落。从两年平均表现看，金银珠宝类两年平均增速 1.5%（前值 3.6%）；通讯器材类两年平均增速-1.9%（前值 2.2%）；汽车类两年平均增速 4.8%（前值 7.6%）。

表 1：按类型分社会消费品零售总额当月增速（%）

指标名称	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	比上年同期	比上期
粮油、食品类	1.0	-0.7	5.4	5.5	4.5	8.3	4.4	4.4	0.5	0.0
饮料类	-3.4	-0.7	3.6	3.1	0.8	8.0	6.2	6.3	12.5	0.1
烟酒类	14.9	8.6	9.6	7.2	4.3	23.1	15.4	16.2	18.2	0.8
服装鞋帽针 纺织品类	32.4	17.6	6.9	2.3	4.5	9.9	7.5	22.0	37.6	14.5
化妆品类	24.3	11.7	4.8	-4.1	9.7	1.6	1.1	-3.5	1.1	-4.6
金银珠宝类	44.7	24.4	7.8	-10.0	7.2	7.7	10.4	10.7	17.7	0.3
日用品类	10.1	9.4	-2.2	-1.0	1.5	0.7	4.4	3.5	12.6	-0.9
体育、娱乐用 品类	25.7	14.3	9.2	2.6	-0.7	10.7	25.7	16.0	24.2	-9.7
家用电器和 音像器材类	4.7	0.1	4.5	-5.5	-2.9	-2.3	9.6	2.7	20.0	-6.9
中西药品类	3.7	7.1	6.6	3.7	3.7	4.5	8.2	7.1	-1.2	-1.1
文化办公用 品类	-4.9	-1.2	-9.9	-13.1	-8.4	-13.6	7.7	-8.2	-6.5	-15.9
家具类	3.4	5.0	1.2	0.1	4.8	0.5	1.7	2.2	6.2	0.5
通讯器材类	14.6	27.4	6.6	3.0	8.5	0.4	14.6	16.8	34.4	2.2
石油及制品 类	13.5	4.1	-2.2	-0.6	6.0	8.9	5.4	7.2	8.8	1.8
建筑及装潢 材料类	-11.2	-14.6	-6.8	-11.2	-11.4	-8.2	-4.8	-10.4	-0.4	-5.6
汽车类	38.0	24.2	-1.1	-1.5	1.1	2.8	11.4	14.7	18.9	3.3

数据来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

投资方面，11月固定资产投资累计增长 2.9%（前值 2.9%），符合预期。其中，基建投资表现平稳；制

制造业投资增速加快；房地产投资跌幅继续扩大。

房地产投资和商品房销售增速跌幅继续扩大。11月房地产开发投资完成额以及商品房销售面积累计分别增长-9.4%（前值-9.3%）、-8.0%（前值-7.8%）；新开工面积累计增长-21.2%（前值-23.2%），跌幅继续收窄；房屋竣工面积累计增速17.9%（前值19.0%）；施工面积累计增长-7.2%（前值-7.3%）；房地产开发资金来源下跌速度趋缓，累计增长-13.4%（前值-13.8%）。其中来自国内贷款的部分累计增长-9.8%（前值-11.0%），来自个人按揭贷款的部分为-8.1%（前值-7.6%），自筹资金累计增长-20.3%（前值-21.4%）。

基建投资增速平稳，逆周期调节作用显现。11月，基础设施投资累计同比增长5.8%，比10月回落0.1个百分点，两年平均增速7.3%（前值7.3%）。

制造业投资增速略加快，两年平均增速微幅回落。11月制造业投资累计增速6.3%（前值6.2%），两年平均增速7.8%（前值7.9%）。民间投资累计同比-0.5%（前值-0.5%）。分行业看，消费品类制造业投资增速分化，农副食品加工业投资累计增速较上月回落0.2个百分点，食品制造业投资累计增速较上月加快1.2个百分点，纺织业投资累计增速降幅较上月收窄0.3个百分点。化学原料及化学制品制造业的投资较为韧性，累计增速13.3%（前值13.4%）。有色金属冶炼及压延加工业投资累计增速10.9%（前值9.8%）。多数装备制造业投资增速较上月回落，通用设备制造业、电气机械及器材制造业投资增速分别较上月回落1.8个百分点、2.0个百分点。

表 2：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	比上年同期	比上期
农副食品加工业	5.8	8.1	6.4	7.0	6.8	6.5	7.1	6.9	-9.0	-0.2
食品制造业	0.0	0.5	1.4	2.0	2.8	7.5	8.9	10.1	-4.8	1.2
纺织业	-7.7	-3.6	-2.0	-2.3	-1.5	-2.2	-1.2	-0.9	-6.3	0.3
化学原料及化学制品制造业	15.5	15.9	13.9	13.7	13.2	13.5	13.4	13.3	-6.4	-0.1
医药制造业	1.2	-0.6	1.7	0.6	0.6	-0.2	0.9	1.9	-4.3	1.0
有色金属冶炼及压延加工业	8.3	6.5	14.2	10.2	8.5	9.9	9.8	10.9	-3.3	1.1
金属制品业	1.8	0.8	0.0	-1.1	-0.4	1.7	3.2	3.0	-8.8	-0.2
通用设备制造业	5.6	4.5	3.7	4.6	4.8	5.1	5.2	3.4	-11.1	-1.8
专用设备制造业	8.6	8.6	7.7	6.4	7.5	8.2	10.7	10.4	-2.4	-0.3
汽车制造业	18.5	17.9	20.0	19.2	19.1	20.4	18.7	17.9	5.6	-0.8

铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-8.2	-1.3	2.8	-0.6	-0.8	3.1	1.8	2.7	-0.5	0.9
电气机械及器材制造业	42.1	38.9	38.9	39.1	38.6	38.1	36.6	34.6	-6.8	-2.0
计算机、通信和其他电子设备制造业	14.2	10.5	9.4	9.8	9.5	10.2	9.6	9.2	-10.7	-0.4

数据来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

工业生产恢复向好。11月，规模以上工业增加值同比增长6.6%（前值4.6%），两年平均增长4.4%（前值4.8%）。11月工业企业产销率为97.4%，8月以来维持在这一水平。分行业看，消费品工业中农副食品加工业、食品制造业增速较上月回落，医药制造业回落8.1%（前值-10.4%）。工业品制造业表现较好，其中，橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业表现好于上月，化学原料及化学制品制造业连续三个月回落。原材料制造业中，黑色金属冶炼及压延加工业及有色金属冶炼及压延加工业均弱于上月。多数装备制造业表现好于上月。

表3：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	比上年同期	比上期
农副食品加工业	-1.3	2.2	3.0	3.1	1.2	0.7	-0.5	2.4	-1.2
食品制造业	0.1	3.1	0.0	2.5	6.4	4.7	3.8	5.8	-0.9
酒、饮料和精制茶制造业	0.0	0.2	-3.1	-2.9	2.7	3.4	4.8	5.5	1.4
纺织业	-1.8	-0.4	-0.3	1.4	0.8	2.0	2.1	6.8	0.1
化学原料及化学制品制造业	3.9	9.9	9.8	14.8	13.4	12.1	9.6	-1.2	-2.5
医药制造业	-4.4	-2.1	-3.5	-6.2	-7.7	-10.4	-8.1	-4.9	2.3
橡胶和塑料制品业	2.5	3.0	3.6	5.4	6.0	6.0	7.4	10.8	1.4
非金属矿物制品业	-2.6	-0.4	-3.4	-1.6	-1.7	-1.1	-0.6	-2.2	0.5
黑色金属冶炼及压延加工业	3.1	7.8	15.6	14.5	9.9	7.3	5.1	-4.3	-2.2
有色金属冶炼及压延加工业	7.1	9.1	8.9	8.8	8.4	12.5	10.2	0.8	-2.3
金属制品业	-0.1	2.4	1.4	1.4	3.7	5.5	6.0	6.3	0.5
通用设备制造业	6.1	-0.2	-1.4	-0.8	0.0	-0.1	0.8	1.7	0.9
专用设备制造业	3.9	3.4	1.5	-0.5	1.6	2.7	1.9	-0.4	-0.8

汽车制造业	23.8	8.8	6.2	9.9	9.0	10.8	20.7	15.8	9.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.6	4.7	1.0	3.1	2.6	9.6	12.7	15.6	3.1
电气机械及器材制造业	15.4	15.4	10.6	10.2	11.5	9.8	10.2	-2.2	0.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.0	1.2	0.7	5.8	4.5	4.8	10.6	11.7	5.8

数据来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

市场启示：终端需求偏弱，生产尚可，债券收益率中期下行概率加大。11月社零低于预期且两年平均增速明显滑落，固定资产投资增速平稳但两年平均增速有所下降，地产投资偏弱，唯有工增表现平稳。结合11月PMI、通胀、实体经济信贷等数据，显示国内经济复苏力度偏弱，库存周期出现波动，通胀较弱导致实际利率居高不下。中央经济工作会议再次强调明年要围绕推动高质量发展，突出重点，把握关键，扎实做好经济工作。在巩固和增强经济回升向好态势的目标下，政策布局偏积极。货币政策强调灵活适度，精准有效，明年一季度降准降息概率较大。债券收益率中期下行概率加大。

风险提示：地缘政治风险扩大化；国内长期问题制约短期信心。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

