

## 内需相对疲软仍是经济运行主要矛盾

### ——2023年11月经济数据点评

#### 核心观点

11月经济运行总体表现依然相对平稳。投资方面，房地产投资仍大，基建投资保持平稳，制造业投资上行；进出口方面，基数影响下出口同比增速转正，进口同比不及预期，反映内需仍然较弱；消费方面，虽然11月社零同比再次提升，但主要系去年同期低基数作用，环比看，11月社零环比与历年同月相对依然较低，结合11月核心通胀环比明显弱于季节性，显示消费动能仍需进一步修复。

12月8日召开的中央经济工作会议在总体的经济政策基调上依然强调要加大宏观调控力度，并特别指出明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。往后看，经济的进一步企稳复苏仍需稳增长政策持续发力。预计2023年全年GDP增速录得+5.2%左右。

#### (1) 11月社零同比上升，消费动能仍不算强

2023年11月，社零同比录得+10.1%，较上月+2.5PCTS,连续第4个月回升。社零同比回升的同时，从环比看，11月消费动能并不算强。11月社零环比为-0.06%，仍然是除去年外，2011年以来同月最低值。

总体来看，11月社零同比虽然较10月上行，但受到去年11月基数下降的影响较大（去年10月和11月社零同比分别为-0.5%和-5.9%，社零环比为-0.27%，为历年同月最低），从11月社零环比和历年同月对比看，11月消费动能并不算强，消费继续向上修复的空间依然较大。数值上看，因去年12月基数抬升，预计12月社零同比增速较11月略降，预计2023年社零年度同比增速录得+8.0%左右。

#### (2) 11月制造业投资增速较10月上行

2023年11月，制造业投资增速+7.1%，较10月+0.9PCTS，带动11月固投总体增速+4.6PCTS。

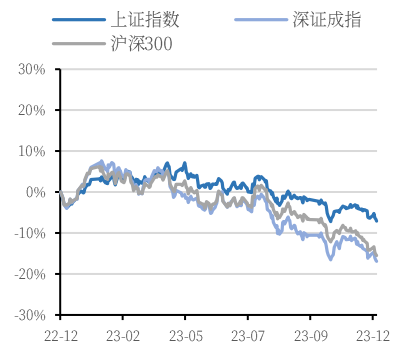
11月制造业投资增速较10月上行，排在近60个月的第17位（2021年为两年复合增速）。虽然当前制造业面临产需两弱的局面，一方面体现了宏观政策逆周期调节的效力，另一方面也反映出我国制造业产业升级的趋势。今年前11个月高技术制造业投资增速为+10.5%，明显高于前11个月制造业投资整体增速的+6.3%。从具体的行业看，医药制造、航空航天等新兴产业1-11月投资累计增速较1-10月上行，汽车制造业、电气机械及器材制造业等行业投资增速亦维持高位。

往后看，12月议息会议后，美联储加息周期已经结束进一步明确，再次加息概率已经较小。美国经济的软着陆和国际关系改善之下，后续外需有望逐步修复，结合中央经济工作会议中关于稳内需的诸多政策陆续出台，制造业整体需求有望逐步企稳，工业企业投资信心有望进一步恢复。预计全年制造业增速有望录得+6.0%以上。

#### 主要数据

上证指数	2942.5568
沪深300	3341.5517
深证成指	9385.3332

#### 主要指数走势图



#### 作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S06401220900025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

#### 相关研究报告

政府债继续支撑社融增量，市场主体预期有待进一步修复—2023-12-15
鸽派超预期，鲍威尔表示降息已逐渐进入视野—2023-12-14
金融市场分析周报—2023-12-13

### (3) 11月房地产投资仍然疲软

2023年11月，房地产投资增速-10.6%，较10月略微缩窄，带动11月固投增速-2.4PCTS。

2023年11月：房企投资意愿和居民购房意愿依然较低，房地产开发投资降幅仍然达10%以上，商品房销售额和销售面积降幅依然分别达8%以上和10%以上；房屋施工面积因新开工面积同比增速由负转正而实现了2022年3月以来的首次转正，但主要系去年11月基数较低；房企融资同比降幅较上月缩窄，主要系房企国内贷款同比由上月的负值转为正值，体现了金融支持房地产业企稳的政策效果。11月房企来自居民的定金及预收款以及个人按揭贷款同比降幅依然达16%和14%以上，降幅缩窄相对有限。

11月房地产投资数据难言改善。往后看，增量稳增长政策的效果仍需继续观察，预计全年房地产投资增速录得-10.0%左右。

### (4) 11月基建投资增速略降

2023年11月，基建投资同比+5.4%，较10月-0.2PCTS，增速虽然下行，但仍然排在近60个月月度同比增速的第27位（2021年为两年复合增速），由于11月单月基建投资增速低于1-10月，1-11月基建投资增速录得+8.0%，较1-10月下滑0.3PCTS。截至目前，年内专项债剩余额虽然已用完，但今年Q3新增专项债发行1.16万亿元，明显高于去年同期的1370亿元。考虑到Q3发行的专项债对应项目在Q4落地，以及5000亿元安排在今年使用的特别国债的发力，预计12月基建仍有韧性，对固投形成稳定支撑。

### (5) 2023年11月工业生产持续筑底恢复态势，同比增速与上月持平

2023年11月，规模以上工业增加值同比+6.6%，大幅超出市场预期（+5.69%），较10月份同比增速上行2.0PCTS；环比+0.87%，较10月环比增速上行0.48PCTS，2023年1-11月规模以上工业增加值累计同比增长4.3%，较1-10月份累计同比增速上行0.2PCTS。同比和环比增幅均大幅改善，表明我国工业生产恢复持续向好。分三大门类看，采矿业增加值同+3.9%（前值+2.9%），制造业+6.7%（前值+5.1%），公用事业同比+9.9%（前值+1.5%），三大门类同比增速均较10月有所上行，其中公用事业同比增速大幅增长8.4PCTS。供需两端同步走弱的情况下，11月工业增加值同比数据却大幅超出预期，究其原因除了季节性因素带动公用事业同比大幅上涨以外，我国产业升级发展带动高附加值制造业逆势上行也是重要因素。从子行业表现来看，本月汽车制造业、电子设备制造业和运输设备制造业表现亮眼，成为支撑工业运行的重要支柱。

往后看，美联储12月议息会议上已经作出本轮加息终结的表态，鲍威尔直言“降息问题已经进入视野”，并且强调了紧缩太久的风险，并称通胀回落到长期目标2%之前，美联储即会启动降息，以免紧缩过度。这表明美联储已经在提前平衡经济衰退和通胀回落的进展，明年美联储的决策重心或从控制通胀转回经济增长。在美国经济软着陆以及国际关系改善的图景下，外需仍有望对工业生产起到一定支撑。正如中央经济工作会议给出的判断，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。而更好激发内需，正是疏通国内大循环堵点所在，也是工业生产回升的关键动能。

风险提示：海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

**图1 月度经济数据情况**

	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11
社零(当月同比)	+10.1%	+7.6%	+5.5%	+4.6%	+2.5%	+3.1%	+12.7%	+8.4%	+10.6%	+3.5%	+1.8%	+5.9%
社零:商品零售(当月同比)	+8.0%	+6.5%	+4.6%	+3.7%	+1.0%	+1.7%	+10.5%	+5.9%	+9.1%	+2.9%	+0.1%	+5.6%
社零:餐饮(当月同比)	+25.8%	+17.1%	+13.8%	+12.4%	+5.8%	+16.1%	+35.1%	+13.8%	+26.3%	+9.2%	+14.1%	+8.4%
固投(累计同比)	+2.9%	+2.9%	+3.1%	+3.2%	+3.4%	+3.8%	+4.0%	+4.7%	+5.1%	+5.5%	+5.1%	+5.3%
制造业投资(累计同比)	+3.3%	+3.2%	+3.2%	+3.9%	+3.7%	+6.0%	+6.0%	+6.4%	+7.0%	+8.1%	+9.1%	+9.3%
基建投资(累计同比)	+8.0%	+8.3%	+8.6%	+9.0%	+9.4%	+10.7%	+9.9%	+9.8%	+10.8%	+12.2%	+11.5%	+11.7%
房地产开发投资(累计同比)	-9.4%	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-9.8%
固投(当月同比)	+2.9%	+1.2%	+2.4%	+1.8%	+1.2%	+3.1%	+1.6%	+3.7%	+4.7%	+5.5%	+3.1%	+0.7%
制造业投资(当月同比)	+7.1%	+6.2%	+7.9%	+7.1%	+4.3%	+6.0%	+5.1%	+3.3%	+6.2%	+8.1%	+7.4%	+6.2%
基建投资(当月同比)	+3.4%	+5.6%	+6.8%	+6.2%	+3.3%	+12.3%	+10.3%	+7.9%	+9.9%	+12.2%	+10.4%	+3.9%
房地产开发投资(当月同比)	-10.6%	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-19.9%
出口金额(美元,当月同比)	+0.5%	+6.4%	+6.2%	+8.8%	+14.5%	+12.40%	+7.5%	+8.5%	+4.8%	+6.8%	+9.9%	+8.7%
进口金额(美元,当月同比)	-0.6%	+3.0%	+6.3%	+7.3%	+12.4%	+6.80%	+4.5%	+7.9%	+1.4%	+10.2%	+7.5%	+10.6%
工业增加值(当月同比)	+6.6%	+4.6%	+4.5%	+4.5%	+3.7%	+4.40%	+3.5%	+3.6%	+3.9%	+2.4%	+1.3%	+2.2%
服务业生产指数(当月同比)	+9.3%	+7.7%	+6.9%	+6.8%	+5.7%	+6.80%	+11.7%	+13.5%	+9.2%	+5.5%	+0.8%	+1.9%
制造业PMI(%)	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0
非制造业PMI(%)	50.2	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7
建筑业PMI(%)	55	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4
服务业PMI(%)	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1

资料来源: wind, 中航证券研究所

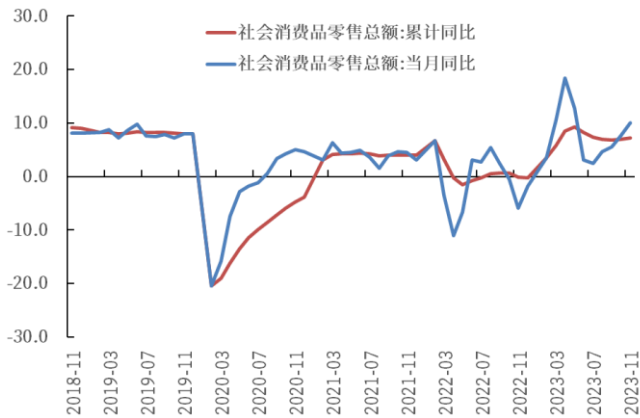
## 一、11月社零同比上升，消费动能仍不算强

2023年11月，社零同比录得+10.1%，较上月+2.5PCTS,连续第4个月回升。社零同比回升的同时，从环比看，11月消费动能并不算强。11月社零环比为-0.06%，仍然是除去年外，2011年以来同月最低值。

分大类看，11月商品零售同比+8.0%（10月+6.5%）、餐饮收入同比+25.8%（10月+17.1%），限额以上社零同比+10.0%（10月+8.7%）。从限额以上商品零售的具体商品类别角度，2023年11月：汽车类同比增速较上月上行，录得+14.7%，对10月限额以上商品零售增速的带动为+3.8PCTS；11月石油制品类消费同比增速录得+7.2%，较上月+1.8PCTS，对11月限额以上商品零售增速的带动为+0.9PCTS。11月原油价格同比跌幅较10月扩大的情况下石油制品类消费同比涨幅较10月提升，我们认为主要系去年11月交通出行明显走弱、对石油制品类的消费金额基数较低；必选消费品（粮油、饮料、烟酒、化妆品、日用品及中西药品）中，粮油食品、饮料和烟酒类消费同比增速较上月上行，日用品类和化妆品类消费同比增速较上月下行，化妆品类消费同比增速由上月的正值转为负值；可选消费品中，服装鞋帽类消费同比增速最高，录得+22.0%，较上月+14.5PCTS，主因去年11月基数下降，建筑装潢及材料类同比增速最低，录得-10.4%，较上月-5.6%，主要受商品房销售疲软拖累。

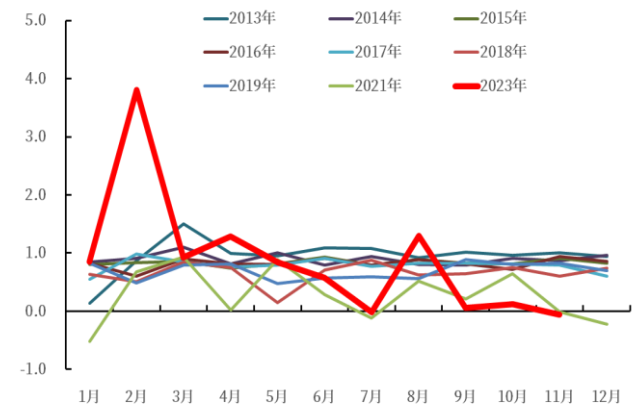
总体来看，11月社零同比虽然较10月上行，但受到去年11月基数下降的影响较大（去年10月和11月社零同比分别为-0.5%和-5.9%，社零环比为-0.27%，为历年同月最低），从11月社零环比和历年同月对比看，11月消费动能并不算强，消费继续向上修复的空间依然较大。数值上看，因去年12月基数抬升，预计12月社零同比增速较11月略降，预计2023年社零年度同比增速录得+8.0%左右。

图2 社零同比继续回升 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021 年为两年复合增速)

图3 11月社零环比与历年11月相比不算强 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11
限额以上企业商品零售总额	9.00%	7.90%	4.70%	2.50%	-0.50%	1.40%	11.10%	17.30%	8.50%	1.50%	1.50%	-0.20%
汽车类	3.84%	3.23%	0.85%	0.34%	-0.46%	-0.33%	6.57%	9.57%	3.32%	-2.65%	-3.32%	1.13%
服装鞋帽、针、纺织品类	1.88%	0.64%	0.73%	0.32%	0.17%	0.52%	1.38%	2.47%	1.32%	0.50%	0.42%	-1.24%
石油及制品类	0.91%	0.81%	1.24%	0.90%	-0.09%	-0.29%	0.64%	2.20%	1.35%	1.46%	1.23%	-0.39%
通讯器材类	0.82%	0.68%	0.02%	0.27%	0.10%	0.32%	0.94%	0.50%	0.07%	-0.35%	-0.31%	-0.22%
粮油、食品类	0.49%	0.52%	0.97%	0.49%	0.59%	0.55%	-0.09%	0.13%	0.51%	1.11%	0.98%	1.07%
烟酒类	0.49%	0.47%	0.76%	0.13%	0.21%	0.26%	0.25%	0.45%	0.27%	0.24%	0.19%	-0.23%
中西药品类	0.29%	0.33%	0.18%	0.14%	0.14%	0.24%	0.31%	0.18%	0.49%	0.71%	0.87%	1.17%
金银珠宝类	0.19%	0.19%	0.14%	0.15%	-0.19%	0.13%	0.45%	0.68%	0.59%	0.15%	0.09%	-0.39%
日用品类	0.18%	0.20%	0.03%	0.07%	-0.04%	-0.11%	0.45%	0.48%	0.36%	0.19%	0.17%	-0.50%
家用电器和音像器材类	0.17%	0.46%	-0.11%	-0.15%	-0.33%	0.32%	0.01%	0.26%	-0.08%	-0.09%	-0.10%	-0.96%
饮料类	0.11%	0.11%	0.15%	0.02%	0.06%	0.07%	-0.01%	-0.07%	-0.09%	0.10%	0.08%	0.09%
家具类	0.02%	0.02%	0.00%	0.05%	0.00%	0.01%	0.05%	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%	-0.07%
建筑及装潢材料类	-0.12%	-0.06%	-0.09%	-0.13%	-0.12%	-0.07%	-0.18%	-0.14%	-0.06%	-0.01%	-0.01%	-0.12%
化妆品类	-0.14%	0.03%	0.04%	0.22%	-0.08%	0.13%	0.30%	0.52%	0.26%	0.09%	0.07%	-0.91%
文化办公用品类	-0.29%	0.19%	-0.43%	-0.25%	-0.36%	-0.32%	-0.03%	-0.13%	-0.05%	-0.03%	-0.03%	-0.01%

资料来源: wind, 中航证券研究所

## 二、制造业当月投资增速抬升，支撑11月固投上行

2023年11月，固投同比+2.9%，较上月+1.7PCTS，与1-10月固投累计增速持平，带动1-11月固投累计增速与1-10月持平。2023年11月，制造业投资同比+7.1%（较10月+0.9PCTS），基建投资同比+5.4%（较10月-0.2PCTS），房地产投资同比-10.6%（较10月+0.7PCTS）。11月，基建投资涨幅下降，房地产投资跌幅略缩窄，制造业投资增速上行，是11月固投增速较10月上行的主要支撑力量。

### (1) 11月制造业投资增速较10月上行

2023年11月，制造业投资增速+7.1%，较10月+0.9PCTS，带动11月固投总体增速+4.6PCTS。

从具体的行业看，1-11月，除纺织业外，各制造业子行业投资同比增速均为正。已公布数据的制造业子行业投资1-11月累计同比增速与1-10月同比增速相比，增速上



升和下降的行业分别有 5 个 8 个。具体来看，纺织业 1-11 月投资同比跌幅较 1-10 月缩窄；医药制造、食品制造等 5 个行业 1-11 月投资同比增速较 1-10 月上升；电气机械、汽车制造等 7 个行业投资同比涨幅较 1-10 月回落。

11 月制造业投资增速较 10 月上行，排在近 60 个月的第 17 位（2021 年为两年复合增速）。虽然当前制造业面临产需两弱的局面，一方面体现了宏观政策逆周期调节的效力，另一方面也反映出我国制造业产业升级的趋势。今年前 11 个月高技术制造业投资增速为+10.5%，明显高于前 11 个月制造业投资整体增速的+6.3%。从具体的行业看，医药制造、航空航天等新兴产业 1-11 月投资累计增速较 1-10 月上行，汽车制造业、电气机械及器材制造业等行业投资增速亦维持高位。

往后看，12 月议息会议后，美联储加息周期已经结束进一步明确，再次加息概率已经较小。美国经济的软着陆和国际关系改善之下，后续外需有望逐步修复，结合中央经济工作会议中关于稳内需的诸多政策陆续出台，制造业整体需求有望逐步企稳，工业企业投资信心有望进一步恢复。预计全年制造业增速有望录得+6.0%以上。

### (2) 11 月房地产投资仍然疲软

2023 年 11 月，房地产投资增速-10.6%，较 10 月略微缩窄，带动 11 月固投增速-2.4PCTS。2023 年 11 月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-11.3%、-13.1%和-12.0%，分别较 10 月+1.3PCTS、-18.2PCTS 和+2.1PCTS，占比最大的住宅投资额降幅在连续 3 个月扩大后，较上月缩窄。

房屋销售方面，2023 年 11 月商品房销售额和销售面积同比分别为-8.6%和-10.3%，分别较上月-0.6PCTS 和+0.7PCTS。房地产施工方面，2023 年 11 月房屋施工面积同比+3.7%（较 10 月+29.2PCTS），其中新开工面积同比+4.9%（较 10 月+26.0PCTS）、竣工面积同比+12.2%（较 10 月-1.1PCTS）。

房地产开发资金方面，2023 年 11 月房企开发到位资金同比-10.5%（较 10 月+6.6PCTS），其中国内贷款同比+7.1%（较 10 月+16.7PCTS）、自筹资金同比-10.0%（较 10 月+7.7PCTS）、定金及预收款同比-16.1%（较 10 月+3.6PCTS）、个人按揭贷款同比-14.2%（较 10 月+1.5%）。

2023 年 11 月：房企投资意愿和居民购房意愿依然较低，房地产开发投资降幅仍然达 10%以上，商品房销售额和销售面积降幅依然分别达 8%以上和 10%以上；房屋施工面积因新开工面积同比增速由负转正而实现了 2022 年 3 月以来的首次转正，但主要系去年 11 月基数较低；房企融资同比降幅较上月缩窄，主要系房企国内贷款同比由上月的负值转为正值，体现了金融支持房地产业企稳的政策效果。11 月房企来自居民的定金及预收款以及个人按揭贷款同比降幅依然达 16%和 14%以上，降幅缩窄相对有限。

11 月房地产投资数据难言改善。往后看，增量稳增长政策的效果仍需继续观察，预计全年房地产投资增速录得-10.0%左右。

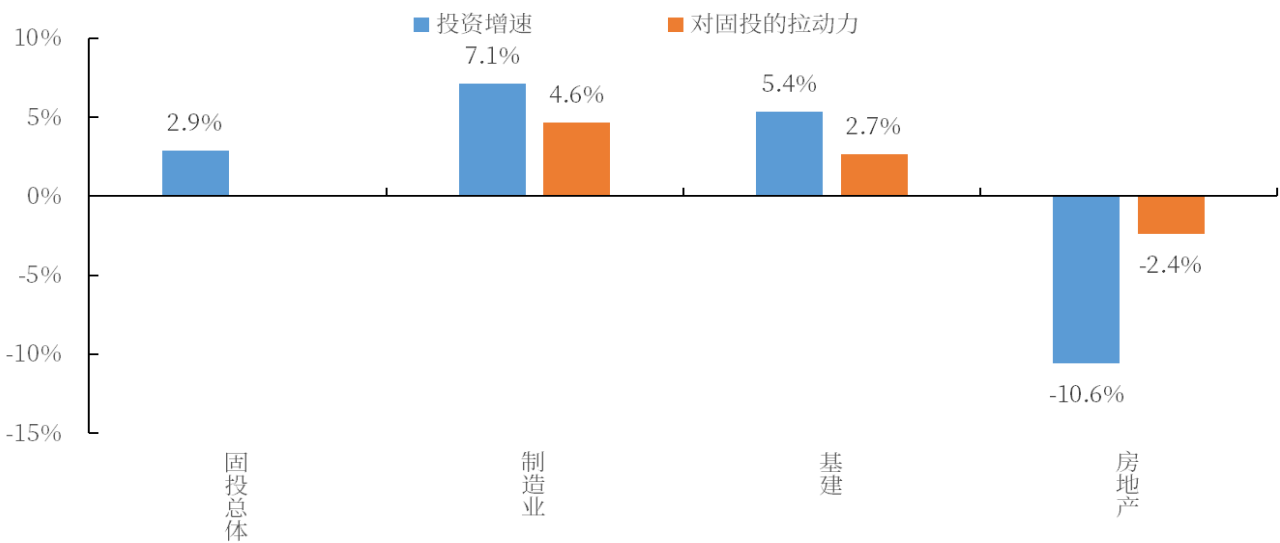
### (3) 11 月基建投资增速略降

2023 年 11 月，基建投资同比+5.4%，较 10 月-0.2PCTS，增速虽然下行，但仍然排在近 60 个月月度同比增速的第 27 位（2021 年为两年复合增速），由于 11 月单月基

建投资增速低于1-10月，1-11月基建投资增速录得+8.0%，较1-10月下滑0.3PCTS。分三大基建类别看，电力热力燃气及水的生产和供应投资1-11月同比录得+24.4%，较1-10月下行0.6PCTS，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资1-11月同比录得+10.8%，较前1-10月-0.3PCTS，水利环境和公共设施管理投资1-11月同比录得-1.1%，较前1-10月-0.3PCTS。

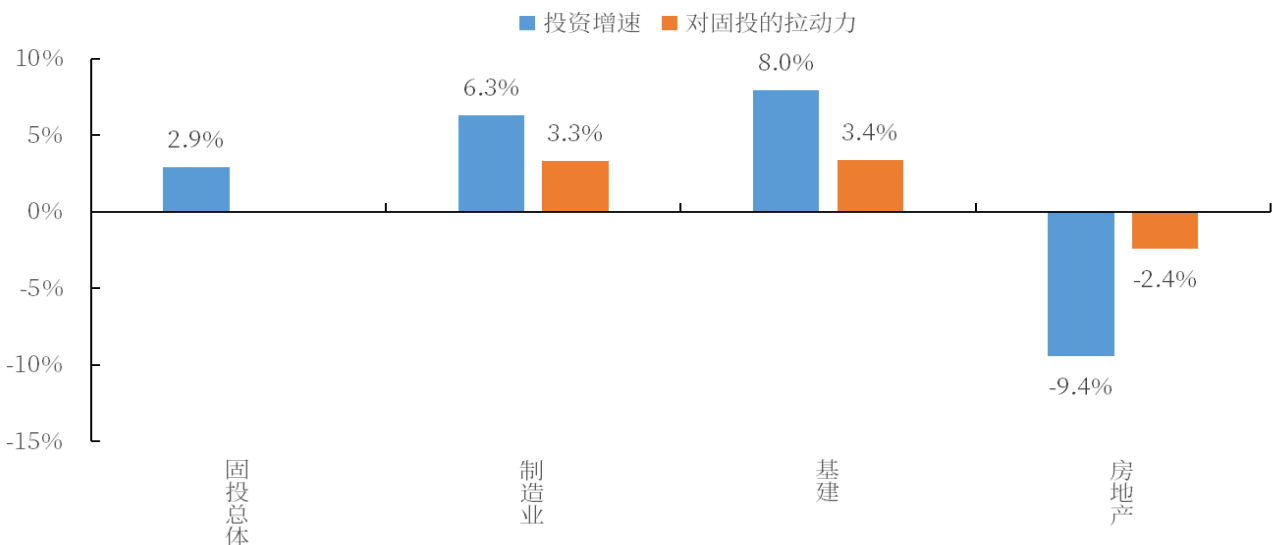
截至目前，年内专项债剩余限额虽然已用完，但今年Q3新增专项债发行1.16万亿元，明显高于去年同期的1370亿元。考虑到Q3发行的专项债对应项目在Q4落地，以及5000亿元安排在今年使用的特别国债的发力，预计12月基建仍有韧性，对固投形成稳定支撑。

图5 2023年前11个月固投及主要分项投资增速及拉动力



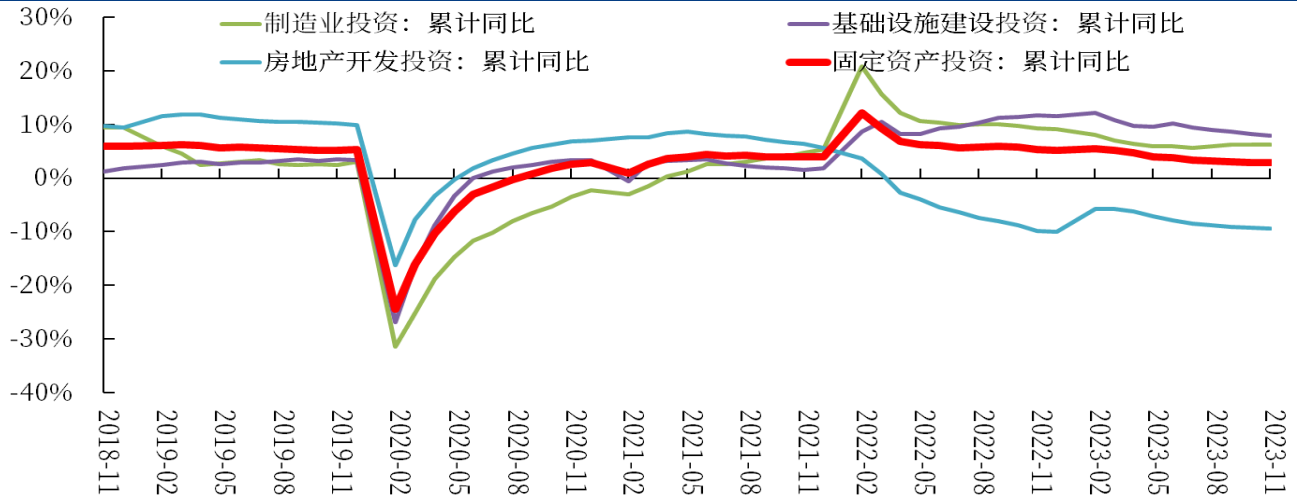
资料来源：wind，中航证券研究所

图6 2023年11月固投及主要分项投资增速及拉动力



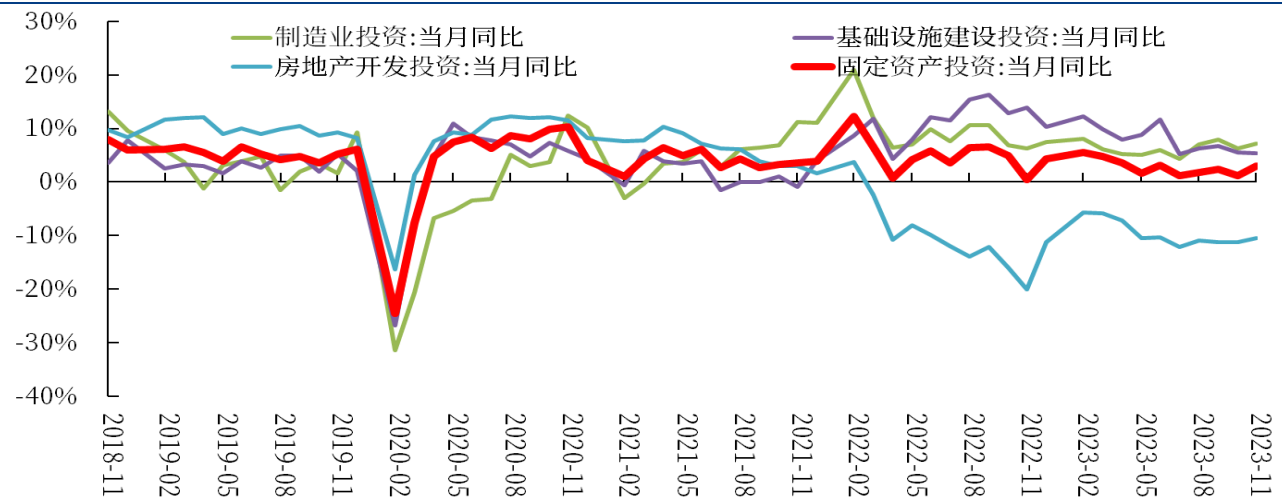
资料来源：wind，中航证券研究所

图7 固投及主要分项累计同比走势



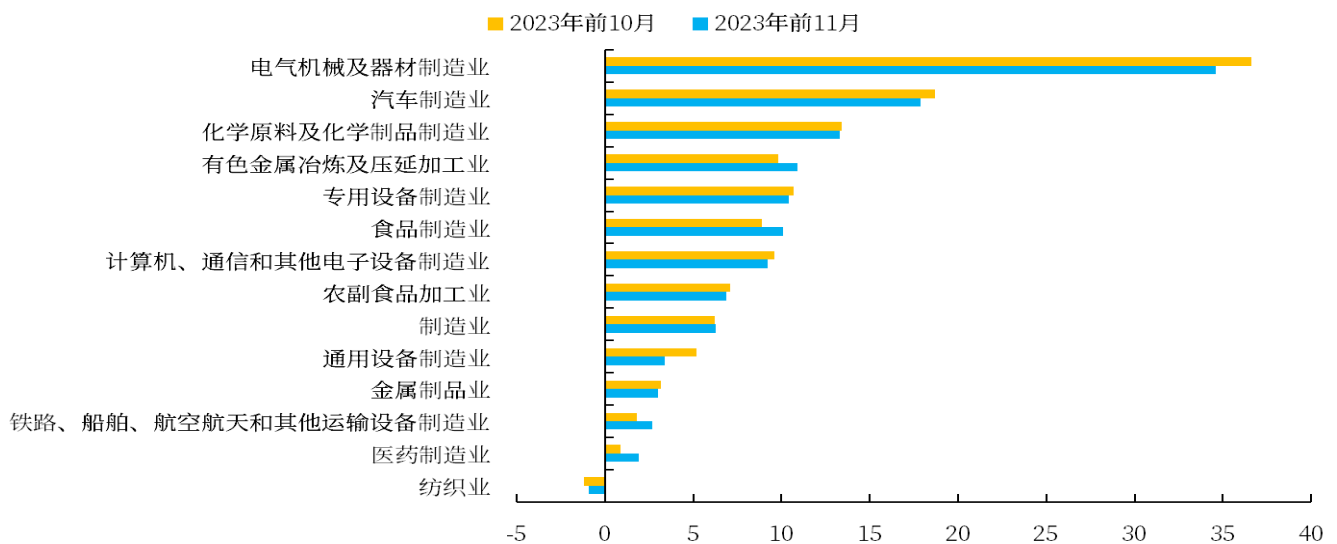
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图8 固投及主要分项当月同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

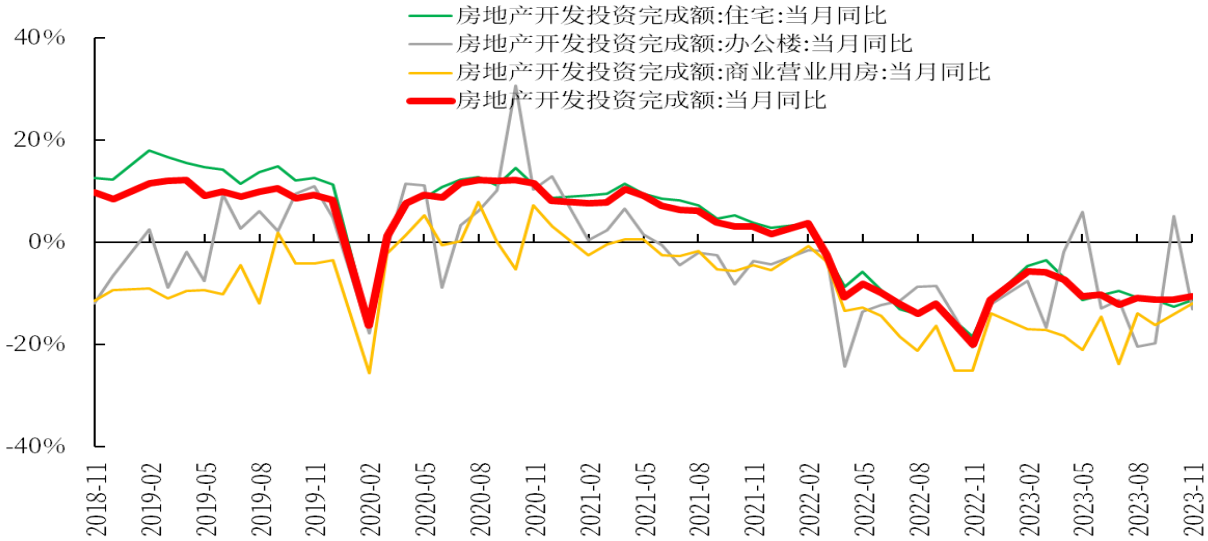
图9 制造业分行业累计投资增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

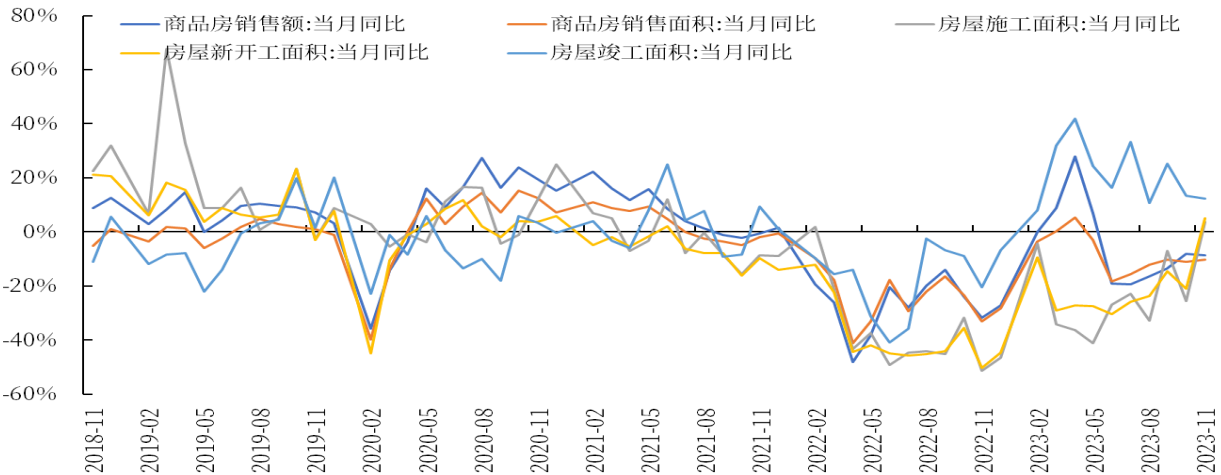


图10 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



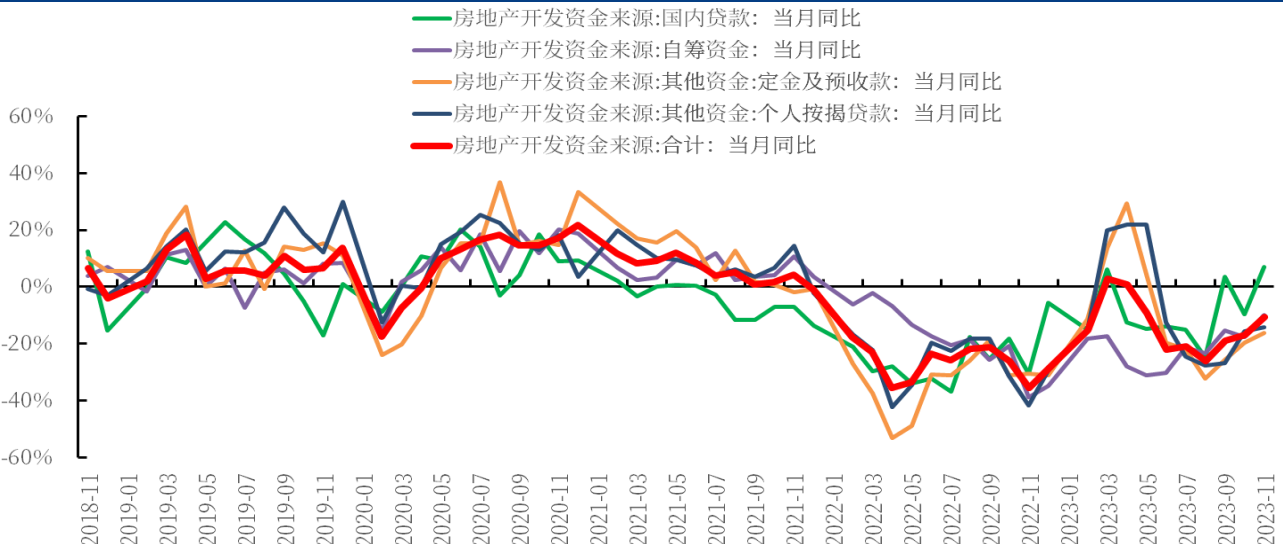
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图11 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图12 房地产开发资金到位情况走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

### 三、2023年11月工业生产持续向好，同比增幅超预期

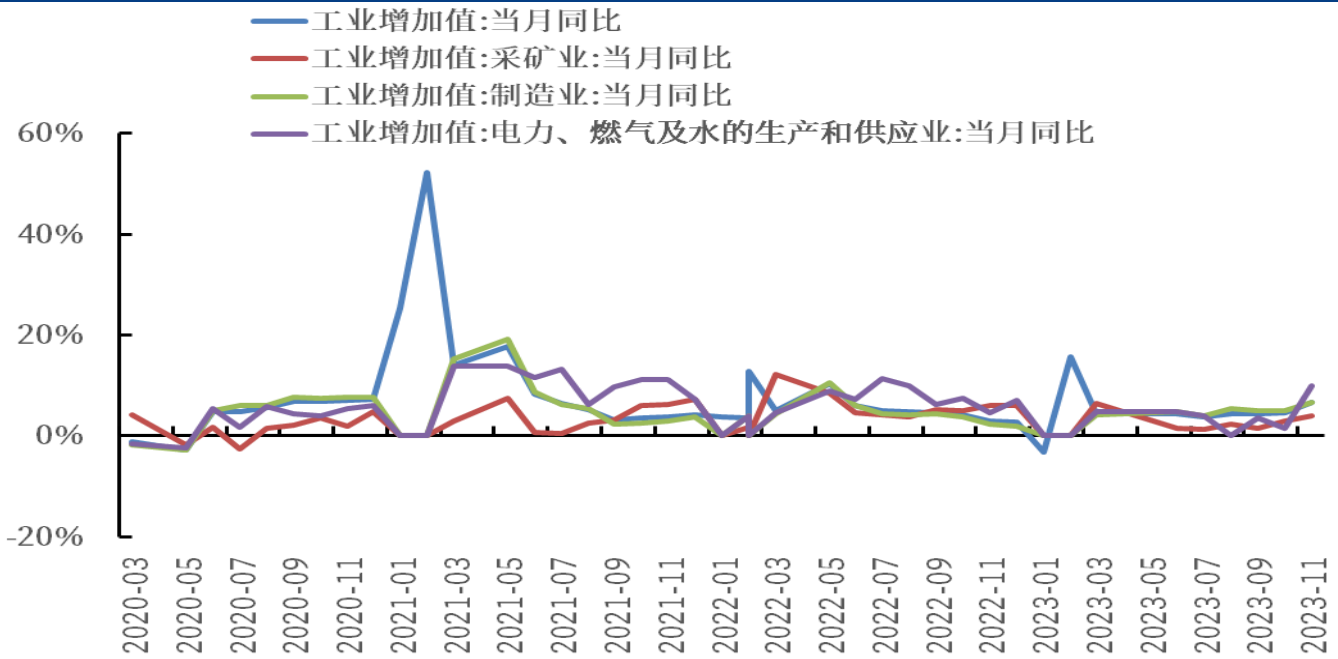
2023年11月，规模以上工业增加值同比+6.6%，大幅超出市场预期（+5.69%），较10月份同比增速上行2.0PCTS；环比+0.87%，较10月环比增速上行0.48PCTS，2023年1-11月规模以上工业增加值累计同比增长4.3%，较1-10月份累计同比增速上行0.2PCTS。同比和环比增幅均大幅改善，表明我国工业生产恢复持续向好。分三大门类看，采矿业增加值同+3.9%（前值+2.9%），制造业+6.7%（前值+5.1%），公用事业同比+9.9%（前值+1.5%），三大门类同比增速均较10月有所上行，其中公用事业同比增速大幅增长8.4PCTS。

从子行业来看，已公布当月增加值增速的17个子行业中，与10月相比，有11个子行业同比增速改善，其中改善幅度超过1PCTS的包括汽车制造业（+9.9PCTS）、电力、热力的生产和供应业（+8.3PCTS）、计算机、通信和其他电子设备制造业（+5.8PCTS）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（+3.1PCTS）、医药制造业（+2.3PCTS）和橡胶和塑料制品业（+1.4PCTS）。6个同比增速下行的子行业中，下行幅度超过2PCTS的子行业包括有黑色金属冶炼及压延加工业（-2.6PCTS）、有色金属冶炼及压延加工业（-2.3PCTS）和化学原料及化学制品制造业（-2.5PCTS）其余子行业同比增速降幅均未超过2PCTS，显示我国当前工业生产当前持续向好。

11月工业增加值同比增幅超出市场预期。11月工业生产的先行指标走弱，制造业PMI录得49.4%，较上月-0.1PCTS；新订单指数同样录得49.4%，连续两月位于荣枯线之下，出口恢复不及预期，都表明我国当前生产端回升动能偏弱。价格端数据明显偏弱表明我国经济当前总需求恢复不及预期，11月CPI同比降幅扩大至0.5%，环比下降0.5%，明显低于季节性；PPI同比降幅扩大至3%，环比下降0.3%，时隔三个月再度转负。产需两端同步走弱的情况下，11月工业增加值同比数据却大幅超出预期，究其原因除了季节性因素带动公用事业同比大幅上涨以外，我国产业升级发展带动高附加值制造业逆势上行也是重要因素。从子行业表现来看，本月汽车制造业、电子设备制造业和运输设备制造业表现亮眼，成为支撑工业运行的重要支柱。

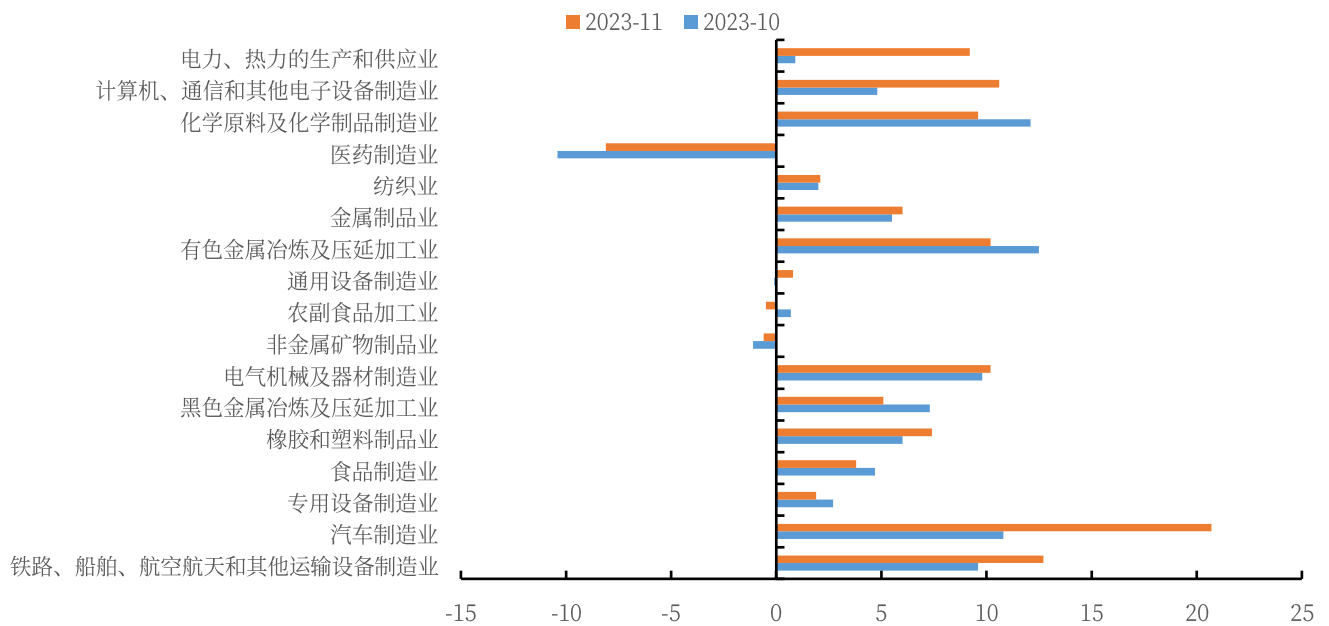
往后看，美联储12月议息会议上已经作出本轮加息终结的表态，鲍威尔直言“降息问题已经进入视野”，并且强调了紧缩太久的风险，并称通胀回落到长期目标2%之前，美联储即会启动降息，以免紧缩过度。这表明美联储已经在提前平衡经济衰退和通胀回落的进展，明年美联储的决策重心或从控制通胀转回经济增长。在美国经济软着陆以及国际关系改善的图景下，外需仍有望对工业生产起到一定支撑。正如中央经济工作会议给出的判断，进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点。而更好激发内需，正是疏通国内大循环堵点所在，也是工业生产回升的关键动能。

图13 工业增加值分行业同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图14 11月行业增加值同比增速表现 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637