



2023年11月经济数据点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

“新动能”支撑作用强化

事件：

11月，工业增加值同比6.6%、前值4.6%；社零同比10.1%、前值7.6%；固定资产投资累计同比2.9%、前值2.9%。

核心观点：“新动能”支撑作用强化

11月经济动能走弱，主要指标中消费拖累较大。11月，工业增加值、基建投资、制造业投资好于预期，房地产和固定资产投资持平预期，社零当月同比10.1%、显著低于12.6%的预期值。两年复合看，工业增加值边际回落，三大投资中基建和制造业投资上升、地产投资降幅扩大，社零内部分化严重，商品消费大幅回落、餐饮消费显著反弹。

消费动能“冲高回落”，主要与前期需求集中释放有关，双十一销售回落也有一定干扰。今年三季度，场景修复带动居民消费倾向大幅改善。需求集中释放后，社零同比连续回落，11月商品消费受双十一销售回落的拖累较大。近两年双十一销售额在当月商品社零中占比达30%以上，今年全网销售额同比增长2.1%、较去年下滑11.6个百分点。

投资的支撑作用有所强化，“新动能”相关行业表现亮眼。11月，传统基建投资增速回落、新基建投资较快增长。制造业投资里中游设备投资保持高增，1-10月累计同比13.4%。12月中央经济工作会议，对“消费和投资相互促进”、“产业升级”等做出重要部署，新基建、先进制造业等仍是重要支持方向，未来增长动能有望进一步强化。

11月经济内生动能边际走弱，市场对于经济形势的分歧或再度加大。12月中央经济工作会议明确“以进促稳”、“先立后破”，产业升级的政策思路下新动能带动作用有望不断强化，不必对经济前景过于悲观。四季度以来，国债增发、发改委下达首批项目清单，地产“三大工程”等加速布局，对于传统动能亦有支撑作用，后续落地效果有望逐步显现。

常规跟踪：11月产需边际走弱，政策落地效果尚待显现

生产：基数贡献下，工业、服务业生产同比显著回升。11月，工业增加值当月同比6.6%、两年复合同比4.4%、较10月下降0.4个百分点。细分行业中，主要是上游生产边际改善，包括煤炭、金属、电热等，中下游生产边际走弱。服务业生产指数当月同比较上月提升1.6个百分点至9.3%，活动指数回落、预期指数边际上升。

投资：投资边际改善，传统领域拉动力减弱。11月，固定资产投资当月同比2.9%、较10月上升1.6个百分点。其中，基建投资当月同比5.4%、较10月回落0.2个百分点，行业中电燃水回落、水利持续拖累、交运边际上升。制造业投资增速回升，电机、设备制造主要行业仍保持较快增长。房地产投资降幅扩大，新开工微弱改善、竣工由涨转跌。

消费：社零增长不及预期，商品消费明显回落。11月社零当月同比仅1.8%、边际回落1.7个百分点，季调环比-0.06%、较上月下滑0.18个百分点。商品零售、餐饮收入增速分别较10月下降2.5、上升3.6个百分点至1%、7.3%。分品类看，服装鞋帽边际改善、家具降幅收窄，其余品类增速均有不同程度回落，可选消费整体降幅较大。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、核心观点：“新动能”支撑作用强化	3
2、常规跟踪：11月产需边际走弱，政策落地效果尚待显现	5
风险提示	8

图表目录

图表 1： 11月，主要经济指标实际与预期值	3
图表 2： 11月，主要经济指标两年复合当月同比	3
图表 3： 今年三季度居民消费倾向大幅改善	3
图表 4： 今年以来餐饮社零增速整体高于商品社零	3
图表 5： “双十一”销售在商品社零中占比达 30%以上	4
图表 6： 不同类型商品“双十一”销售情况	4
图表 7： 11月传统基建投资增速回落、新基建较快增长	4
图表 8： 中游设备制造投资保持快速增长	4
图表 9： 2023 年前三季度，新建 5G 基站数量高于往年	4
图表 10： 2023 年以来，新增光伏发电并网容量显著增长	4
图表 11： 11月，基数贡献下工业生产显著回升	5
图表 12： 11月，两年复合看多数行业生产出现回落	5
图表 13： 11月，服务业生产指数同比回升	5
图表 14： 11月，服务业活动指数小幅回落	5
图表 15： 11月，固定资产投资边际改善	6
图表 16： 11月，传统基建领域投资拉动力减弱	6
图表 17： 11月，制造业投资增速回升	6
图表 18： 11月，主要制造行业仍保持较高投资增速	6
图表 19： 11月，房地产投资降幅扩大	7
图表 20： 进入 12 月，商品房销售仍处于历史低位	7
图表 21： 11月，社零及商品增速回落、餐饮反弹	7
图表 22： 11月，可选消费呈现结构分化	7
图表 23： 11月，农村消费好于城镇	7
图表 24： 11月，网上消费增速提升	7
图表 25： 11月，城镇调查失业率持平上月	8
图表 26： 11月，外来户籍人口失业率下降	8

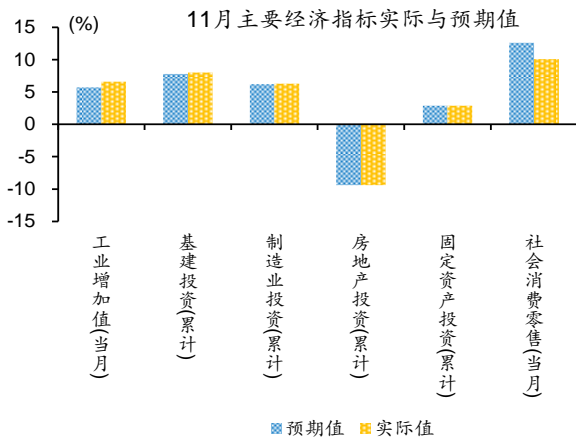


11月，工业增加值当月同比6.6%、预期5.7%、前值4.6%；社会消费品零售总额当月同比10.1%、预期12.6%、前值7.6%；固定资产投资累计同比2.9%、预期2.9%、前值2.9%。

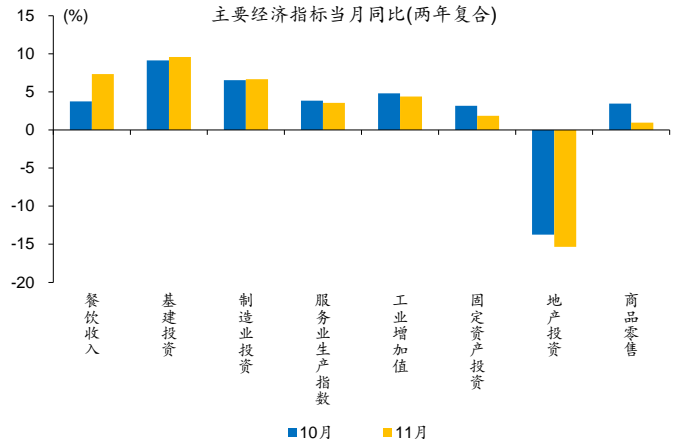
1、核心观点：“新动能”支撑作用强化

11月经济动能走弱，主要指标中消费拖累较大。11月，工业增加值、基建投资、制造业投资增速好于市场预期，房地产和固定资产投资增速持平预期值，社零当月同比10.1%、显著低于12.6%的预期值。两年复合看，前期表现亮眼的工业增加值边际回落，当月同比4.4%、较10月下降0.4个百分点；三大投资中，基建和制造业投资分别较上月回升0.4、0.1个百分点至9.6%、6.6%，地产投资降幅扩大1.6个百分点至-15.3%；社零内部分化严重，商品消费大幅回落2.5个百分点至1%、餐饮消费显著反弹3.6个百分点至7.3%。

图表1：11月，主要经济指标实际与预期值



图表2：11月，主要经济指标两年复合当月同比

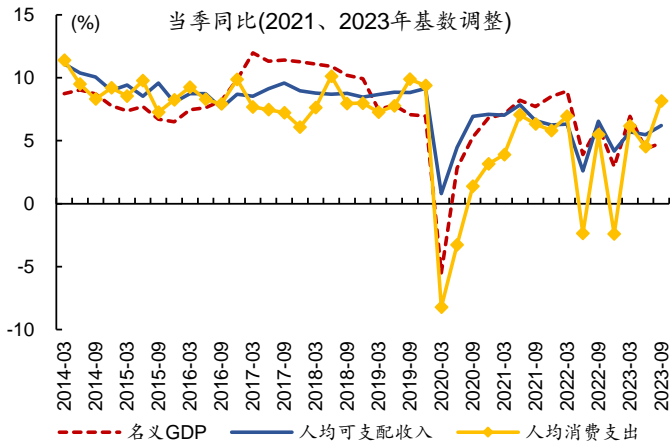


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

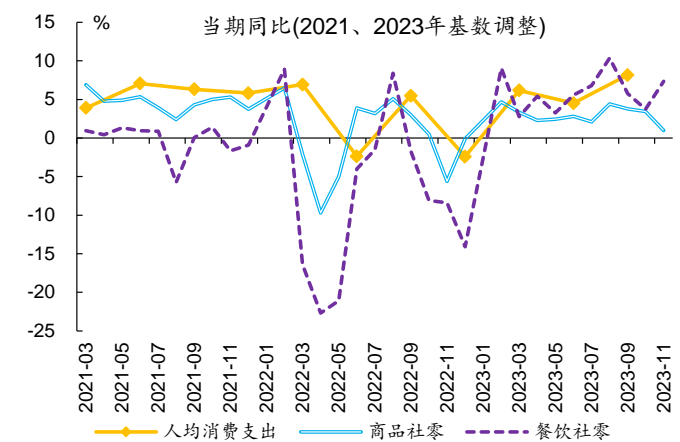
消费动能“冲高回落”，主要与前期需求集中释放有关，“双十一”销售回落也有一定干扰。今年三季度，场景修复带动居民消费倾向大幅改善，人均消费支出增速升至8.2%、显著高于6.2%的人均可支配收入增速（两年复合）。需求集中释放后，四季度以来消费动能转弱、社零当月同比（两年复合）从9月的4%降至11月的1.8%。“双十一”销售回落对11月社零也有一定干扰，近两年“双十一”全网销售额在当月商品社零中占比达30%以上。今年“双十一”全网销售额同比增长2.1%、较去年下滑11.6个百分点，其中包裹单价同比下降17%，是主要拖累原因，侧面反映出当前需求不足的问题较为突出。

图表3：今年三季度居民消费倾向大幅改善



来源：Wind、国金证券研究所

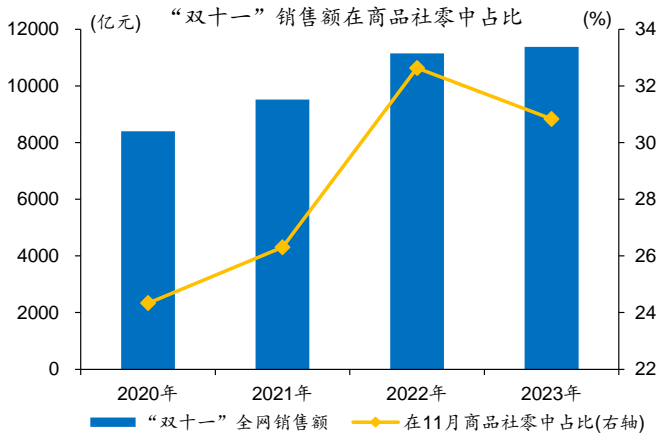
图表4：今年以来餐饮社零增速整体高于商品社零



来源：Wind、国金证券研究所

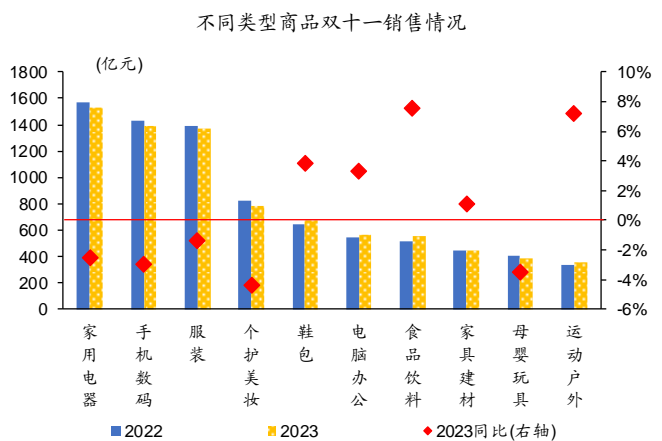


图表5：“双十一”销售在商品社零中占比达30%以上



来源：Wind、国金证券研究所

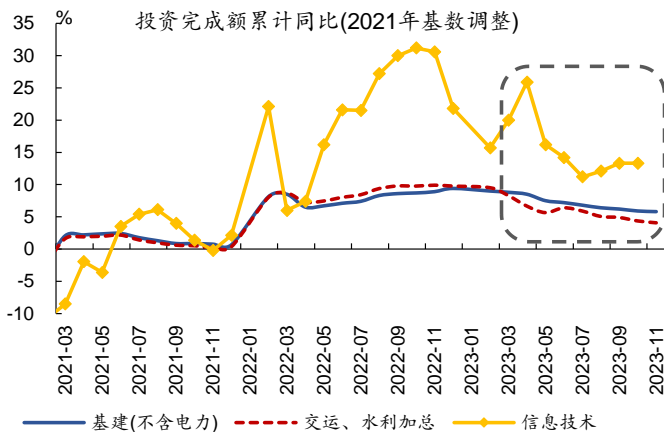
图表6：不同类型商品“双十一”销售情况



来源：Wind、国金证券研究所

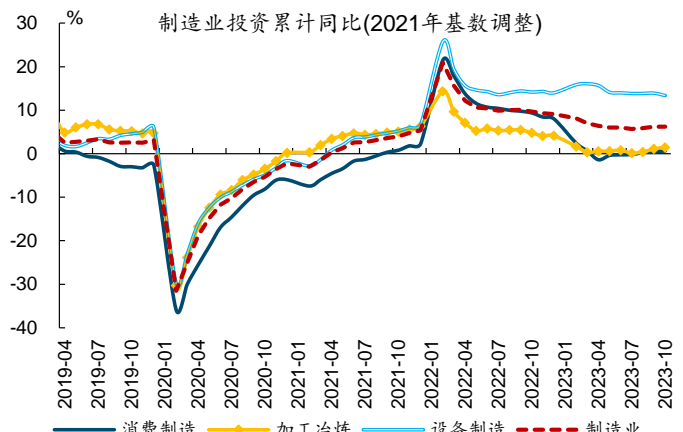
投资的支撑作用有所强化，“新动能”相关行业表现亮眼。11月，传统基建投资增速回落、新基建投资较快增长，带动窄口径基建投资当月同比回升1.2个百分点至5%。新增5G基站数量、光伏并网量均较去年同期明显增长。此外，制造业里中游设备投资保持高增，1-10月累计同比13.4%。12月中央经济工作会议，对“消费和投资相互促进”、“产业升级”等做出重要部署，新基建、先进制造业等仍是重要支持方向，未来增长动能有望进一步强化。

图表7：11月传统基建投资增速回落、新基建较快增长



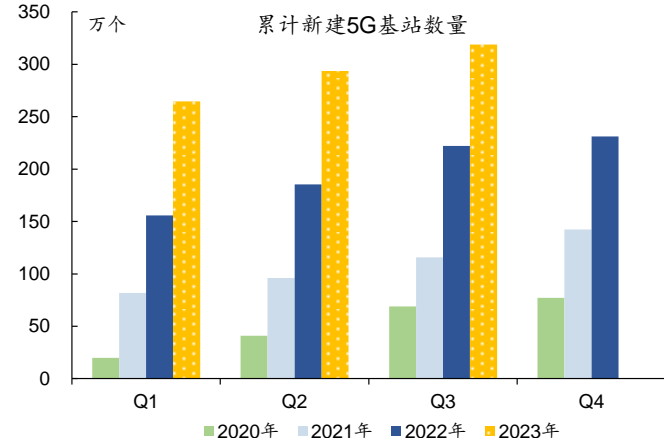
来源：Wind、国金证券研究所

图表8：中游设备制造业投资保持快速增长



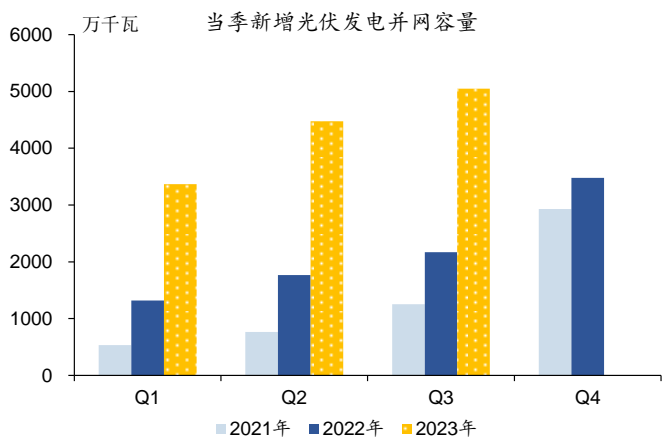
来源：Wind、国金证券研究所

图表9：2023年前三季度，新建5G基站数量高于往年



来源：Wind、国金证券研究所

图表10：2023年以来，新增光伏发电并网容量显著增长



来源：Wind、国金证券研究所

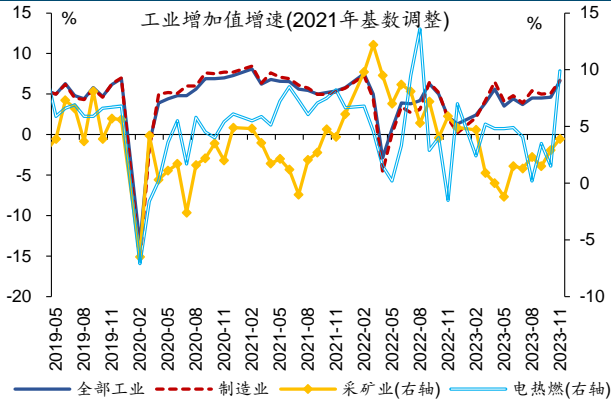


11月经济数据显示的内生动能边际走弱，市场对于经济形势的分歧或再度加大。12月政治局、中央经济工作会议明确“以进促稳”、“先立后破”，产业升级的政策思路下新动能带动作用有望不断强化，不必对经济前景过于悲观。四季度以来，万亿国债增发、发改委下达首批项目清单，地产“三大工程”等政策加速布局，对于传统动能亦有支撑作用，后续落地效果有望逐步显现。

2、常规跟踪：11月产需边际走弱，政策落地效果尚待显现

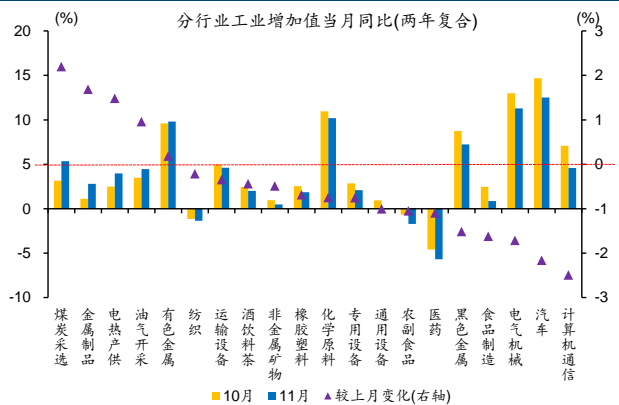
生产：基数贡献下，工业、服务业生产同比显著回升。11月，工业增加值当月同比6.6%、较10月大幅上升2个百分点，两年复合同比4.4%、较10月下降0.4个百分点。两年复合看，制造业、采矿业、电热燃生产当月同比6.7%、3.9%、9.9%，分别较10月下降0.8、上升1.4、上升1.3个百分点。细分行业中，主要是上游生产边际改善，包括煤炭、金属、电热等，中下游生产边际走弱。服务业生产指数当月同比较上月提升1.6个百分点至9.3%，活动指数回落、预期指数边际上升。

图表11：11月，基数贡献下工业生产显著回升



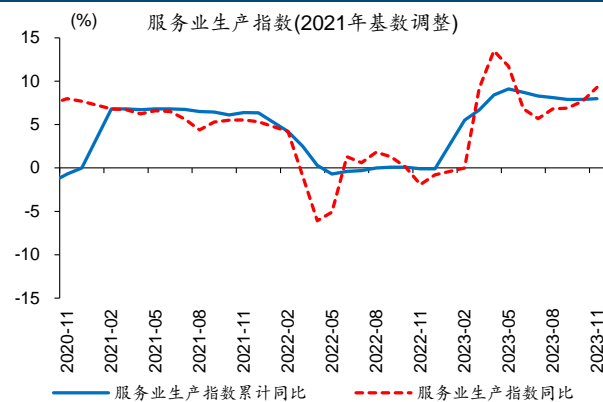
来源：Wind、国金证券研究所

图表12：11月，两年复合看多数行业生产出现回落



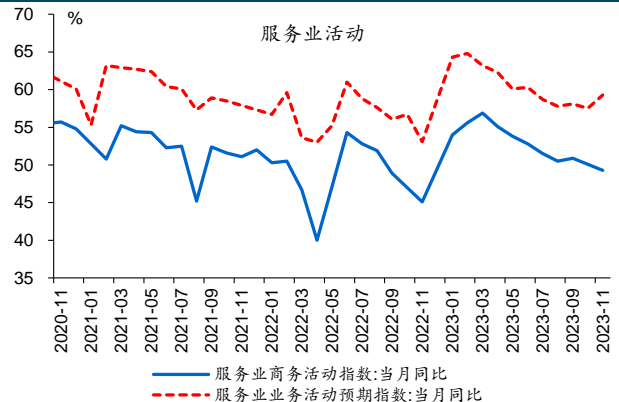
来源：Wind、国金证券研究所

图表13：11月，服务业生产指数同比回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表14：11月，服务业活动指数小幅回落

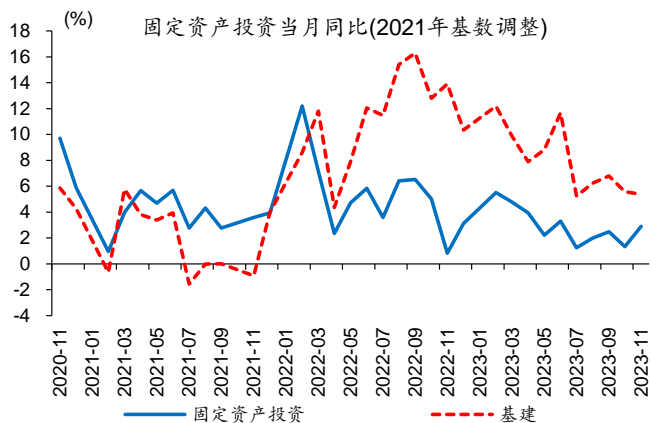


来源：Wind、国金证券研究所

投资：投资边际改善，传统领域拉动力减弱。11月，固定资产投资当月同比2.9%、较10月上升1.6个百分点，季调环比增长0.26%，较10月提升0.14个百分点。其中，基建投资当月同比5.4%、较10月回落0.2个百分点。行业中前期增长强势的电燃水投资边际回落、当月同比较10月回落5.2个百分点至19.8%，水利持续呈现拖累、降幅较10月收窄2.9个百分点至-3.8%，交运边际上升0.4个百分点至8.2%。

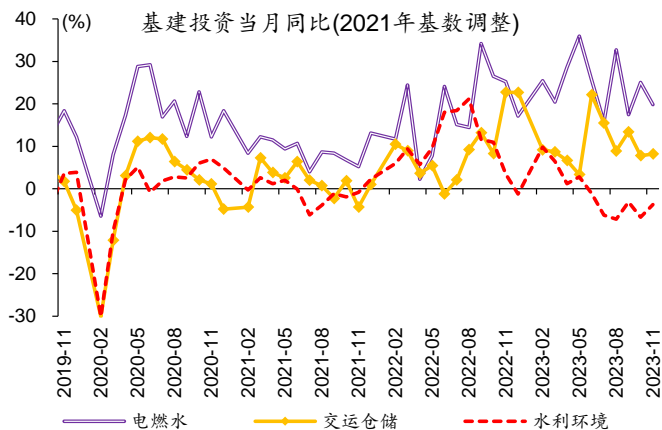


图表15: 11月, 固定资产投资边际改善



来源: Wind、国金证券研究所

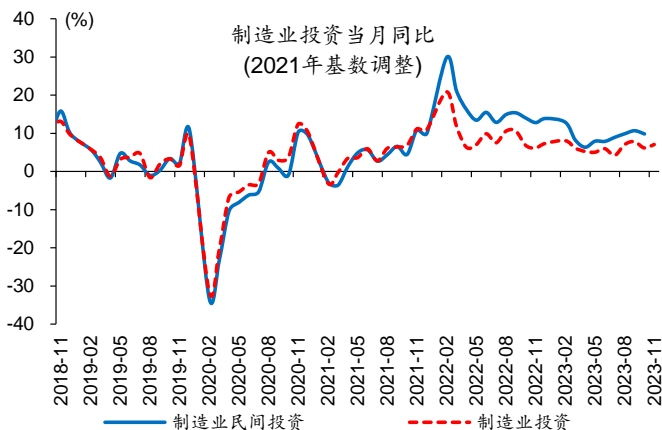
图表16: 11月, 传统基建领域投资拉动力减弱



来源: Wind、国金证券研究所

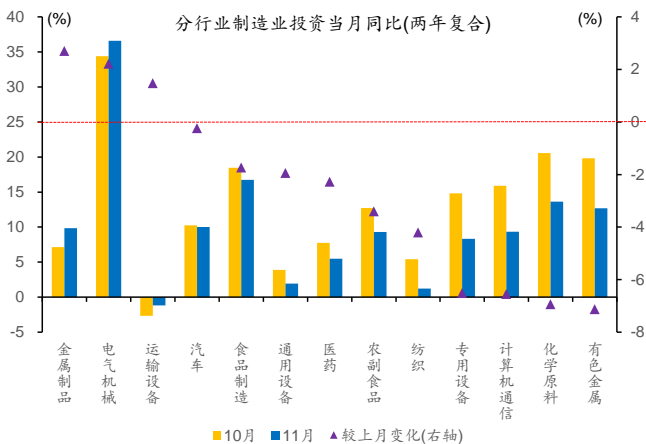
制造业投资增速回升, 主要行业仍保持较快增长。11月, 制造业投资当月同比7.1%、较10月上升0.9个百分点。两年复合看, 分行业中金属制品、电气机械、运输设备出现改善, 分别较10月回升2.7、2.2、1.5个百分点至9.8%、36.6%、-1.2%。专用设备、计算机通信、化学原料、有色金属投资增速仍保持较快增长, 但边际回落幅度较大, 分别较上月下降6.5、6.5、6.9、7.1个百分点至8.3%、9.3%、13.6%、12.7%。

图表17: 11月, 制造业投资增速回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 11月, 主要制造行业仍保持较高投资增速

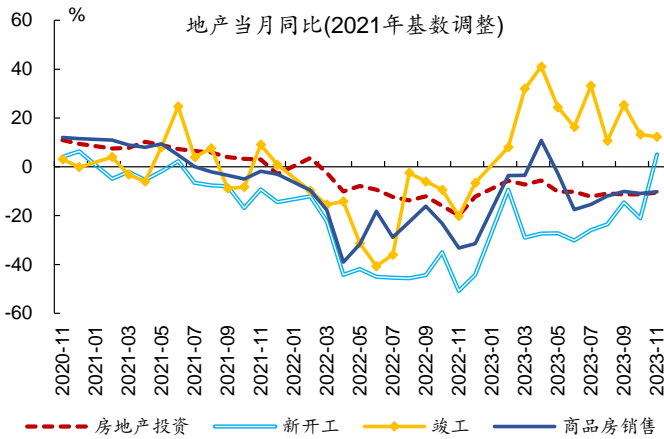


来源: Wind、国金证券研究所

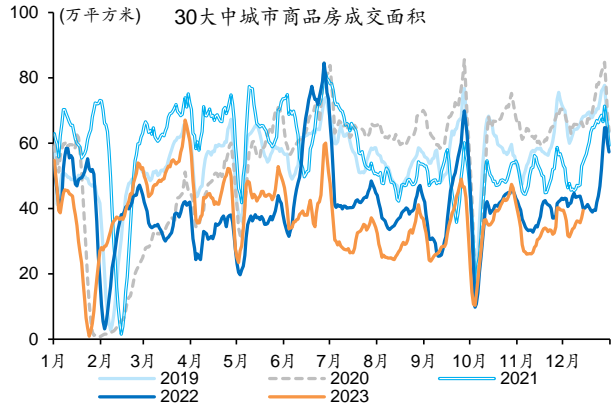
房地产投资降幅扩大, 新开工微弱改善、竣工由涨转跌。11月, 房地产投资当月同比-10.5%、两年复合同比-15.3%、降幅较10月扩大1.7个百分点。两年复合看, 新开工降幅微弱收窄0.3个百分点至28.1%, 前期明显回暖的竣工由涨转跌、当月同比下降6.6个百分点至-5.4%, 商品房销售降幅扩大5.3个百分点至22.6%。进入12月, 高频数据显示的商品房销售再度明显走弱, 各地政策优化的后续效果有待持续观察。



图表19: 11月, 房地产投资降幅扩大



图表20: 进入12月, 商品房销售仍处于历史低位

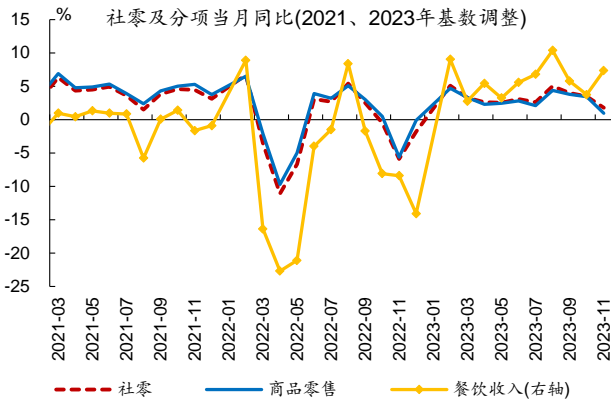


来源: Wind、国金证券研究所

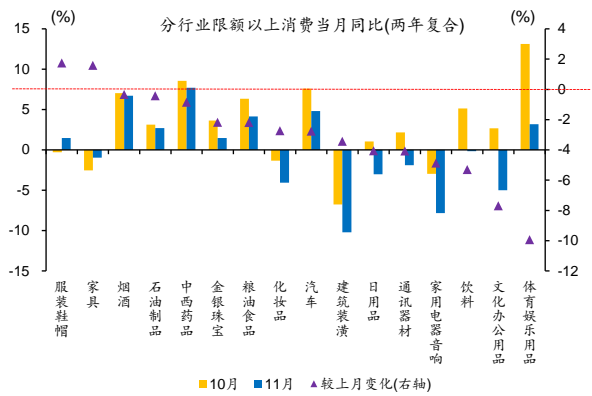
来源: Wind、国金证券研究所

消费:社零增长不及预期,商品消费明显回落。11月,社会消费品零售总额当月同比10.1%,低于市场预期2.5个百分点。两年复合看,11月社零当月同比仅1.8%、边际回落1.7个百分点,季调环比-0.06%、较上月下滑0.18个百分点。商品零售、餐饮收入增速分别较10月下降2.5、上升3.6个百分点至1%、7.3%。分品类看,服装鞋帽边际改善、家具降幅收窄,其余品类增速均有不同程度回落,可选消费整体降幅较大。

图表21: 11月, 社零及商品增速回落、餐饮反弹



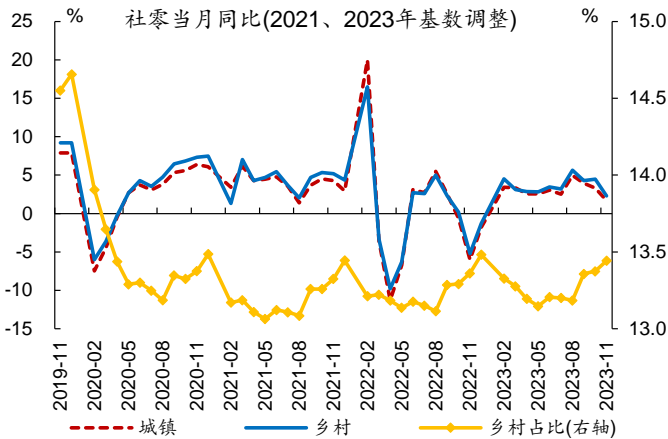
图表22: 11月, 可选消费呈现结构分化



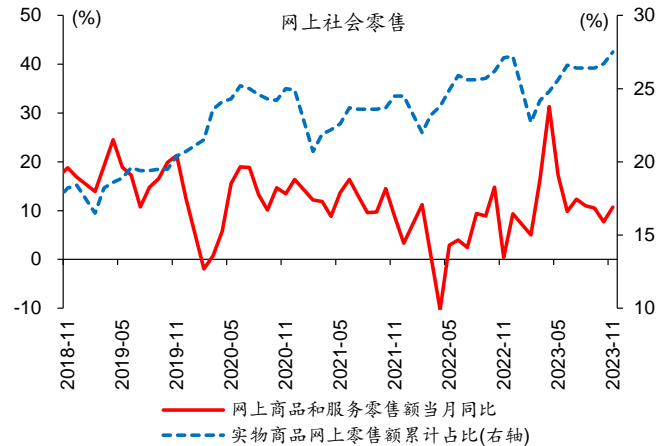
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 11月, 农村消费好于城镇



图表24: 11月, 网上消费增速提升



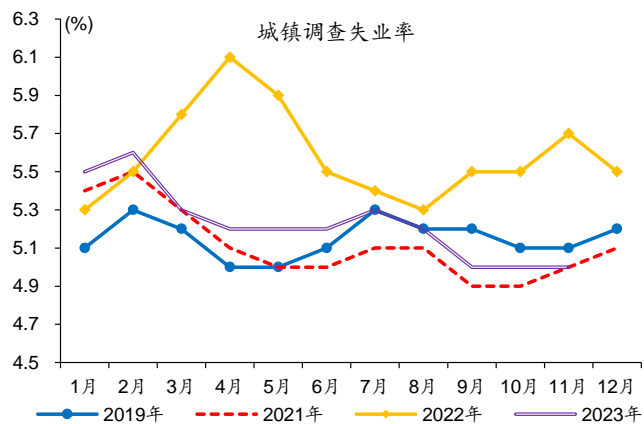
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所



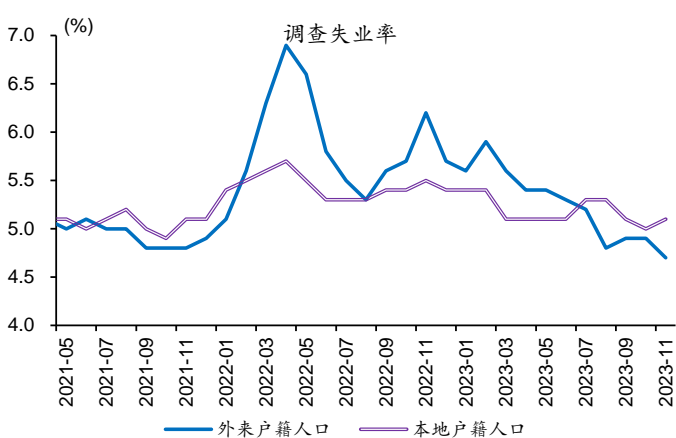
就业：城镇调查失业率整体平稳。11月，城镇调查失业率5.0%、持平上月。其中外来户籍人口就业进一步改善，失业率较上月回落0.2个百分点至4.7%。本地户籍人口失业率小幅反弹0.1个百分点至5.1%。

图表25：11月，城镇调查失业率持平上月



来源：Wind、国金证券研究所

图表26：11月，外来户籍人口失业率下降



来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究