

2023年11月经济增长数据解读

温和复苏

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

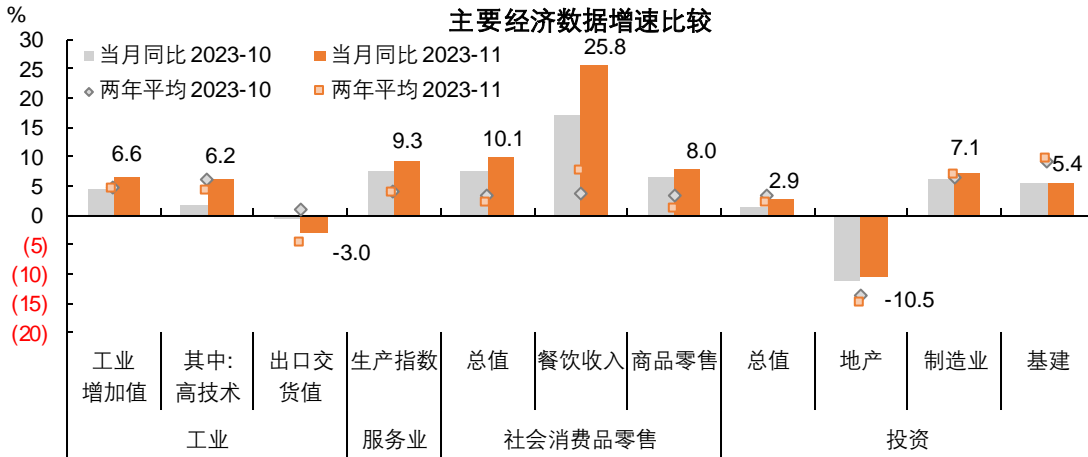


平安观点：

- 2023年11月，主要经济增长数据同比增速大多保持恢复势头。**11月工业增加值、服务业生产、社会消费品零售总额、固定资产投资等同比增速均较10月提升。考虑到去年同期国内疫情防控政策优化，低基数的推升不容忽视。以两年平均增速看，11月社零、房地产投资增速回落较为明显。
- 制造业生产延续复苏，投资增速也有提升。**11月工业增加值同比增长6.6%，较上月提升2个百分点；作为主体部分的制造业增加值同比增速较上月提升1.5个百分点至6.7%。制造业投资11月同比增长7.1%，较10月提升0.9个百分点。结合环比增速观察，11月工业增加值环比增长5.5%，升幅强于疫情前的2015至2018年同期，但较2019至2021年同期有一定差距；制造业投资环比增长4%，与2020至2021年同期环比基本相当，并强于疫情前表现。
- 基建投资增速小幅回落，年末有望明显提升。**11月基建投资同比增速为5.4%，较上月回落0.2个百分点。因增发国债尚未落地，11月基建项目和资金或处于空窗期。12月12日，发改委表示将下达增发国债的第一批项目清单，要求加快资金拨付使用，尽快形成实物工作量。预计12月基建投资增速将明显提升。
- 房地产投资跌幅略有收窄。**1) 11月房地产投资当月同比增速略回升0.8个百分点至-10.5%。原因在于：一方面，去年同期低基数存在支撑。11月房地产投资环比增速弱于2018至2021年同期均值。另一方面，房企融资政策支持力度增强，资金端边际改善。11月央行等三部门召开座谈会支持房企融资，房地产开发资金同比增速较上月提升6.5个百分点至-10.5%，其中国内贷款同比增速自上月的-9.6%升至7.1%。2) **新开工表现亮眼，持续性有待观察。**11月新开工面积当月同比增速达4.8%，由负转正。不过，作为新开工领先指标的百城土地成交尚未走向趋势性恢复，且商品房库存继续累积（11月商品住宅待售面积累计同比增速为20.4%，较10月提升0.7个百分点），新开工改善的后劲还待观察。
- 居民消费方面，出行及服务消费相对强劲。**11月社会消费品零售总额同比增速较上月提升2.5个百分点至10.1%。剔除去年同期基数影响，餐饮收入恢复势头仍强劲，商品零售恢复偏弱。**服务消费提振接触性服务业生产表现。**11月住宿和餐饮业，交通运输仓储和邮政业，批发和零售业生产指数同比分别增长30.6%、15.1%、11.9%，均强于服务业生产指数总体，且较上月提速。**我们认为，2024年中国服务消费有进一步复苏的基础。**一方面，从海外经验看，防疫放开后服务消费增速恢复、以及服务消费占比回升或至少持续2年。另一方面，中国服务消费本身处于长期增长通道，复苏空间或更广阔。疫情前的2014-2019年，中国服务性消费在居民消费中的占比逐年提升。2023年前三季度，服务消费在总体消费中的比例为46.1%，仅略高于2019年的45.9%，更多是回补此前缺口。

1、2023年11月，主要经济增长数据同比增速大多保持恢复势头。11月工业增加值、服务业生产、社会消费品零售总额、固定资产投资等同比增速均较10月提升。考虑到去年同期国内疫情防控政策优化，低基数的推升不容忽视。以两年平均增速看，11月社会消费品零售总额、房地产投资增速回落较为明显，分别较10月下行1.7和1.5个百分点，至1.8%和-15.3%。国家统计局发布的11月社会消费品零售总额季调环比增速-0.06%，结束连续3个月的正增长。

图表1 2023年11月中国主要经济增长数据比较



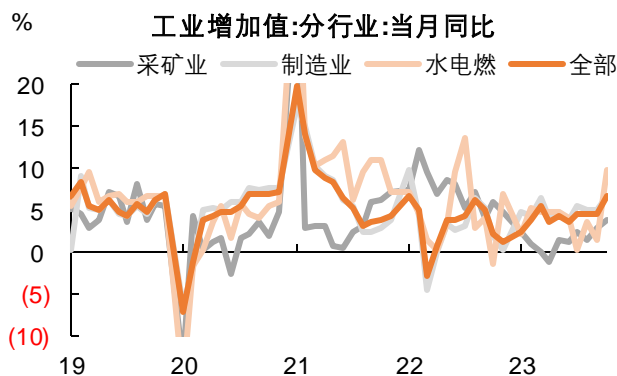
资料来源: wind, 平安证券研究所

2、制造业生产延续复苏，投资增速也有提升。

2023年11月，工业增加值同比增长6.6%，较上月提升2个百分点；其中，作为主体部分的制造业增加值同比增速较上月提升1.5个百分点至6.7%。制造业投资11月同比增长7.1%，较10月6.2%的增速提升。

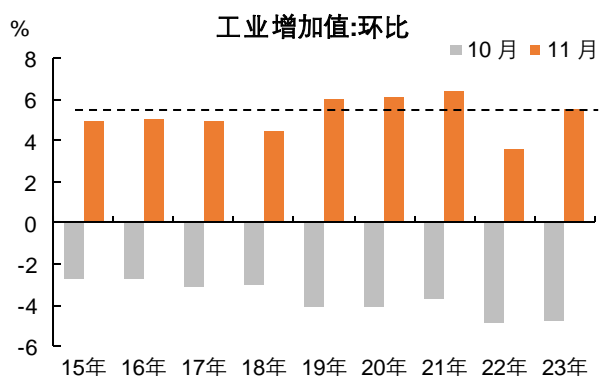
需要强调的是，去年同期国内疫情散发对工业生产存在一定冲击，需结合环比增速相对于历史季节性的变化，剔除基数影响观察其恢复情况。从环比增速看，工业生产和制造业投资表现尚可。其中，11月工业增加值环比增长5.5%，升幅强于疫情前的2015至2018年同期，但较2019至2021年同期有一定差距；11月制造业投资环比增长4%，与2020至2021年同期环比基本相当，并强于疫情前表现。

图表2 2023年11月工业增加值同比增速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

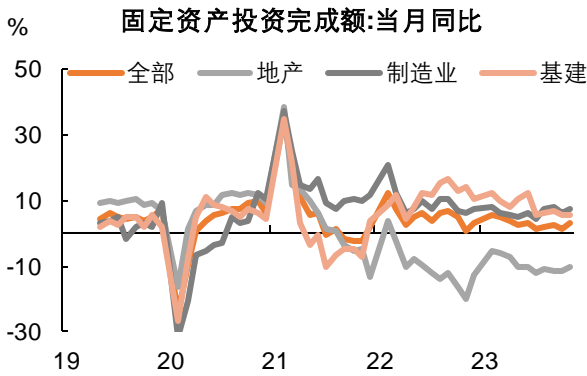
图表3 2023年11月工业增加值环比强于15-18年同期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

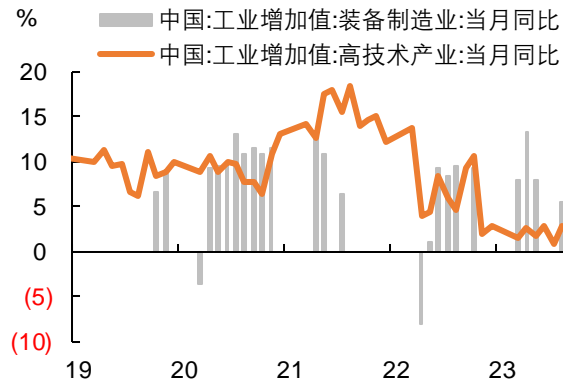
结构上：1) 装备制造业是工业生产和投资的主要支撑，据国家统计局新闻发布会解读，11月装备制造业增加值同比增长9.8%，比上月加快3.6个百分点，连续4个月回升。以前10个月完整数据计算，装备制造业投资增速达到12.3%，对制造业投资的贡献率接近9成。不过，11月除铁路船舶等运输设备制造外，装备制造业的主要行业的投资增速放缓，对制造业投资的支撑边际有所弱化。2) 消费制造行业生产总体稳定，投资有所回补。11月食品制造、医药制造和纺织业的投资增速提升。3) 原材料行业生产承压。11月工业增加值增速回落2个百分点以上的是黑色金属加工、有色金属加工、化学原料及制品三个行业，均属原材料板块。

图表4 2023年11月制造业投资增速边际改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2023年11月，装备制造业工业增加值增速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 2023年11月已公布的工业增加值、固定资产完成额分行业数据

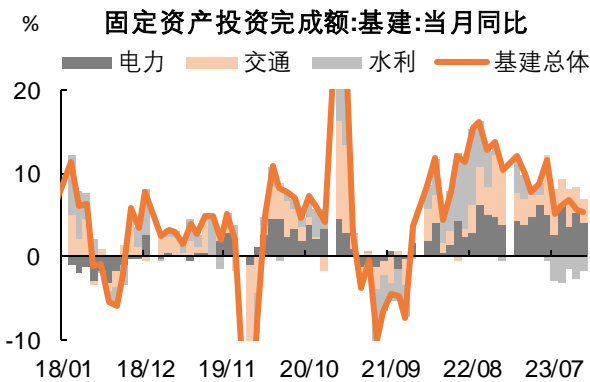
分类	工业增加值:同比%	2023-11	2023-10	相比上月	固定资产投资完成额			
					2023-11	2023-10	2023-09	相比上月
工业		6.6	4.6	2.0	2.9	2.9	3.1	0.0
采矿业		3.9	2.9	1.0	-0.2	-1.3	-1.0	1.1
制造业		6.7	5.1	1.6	9.0	9.0	9.0	0.0
水电燃气		9.9	1.5	8.4	1.3	1.4	1.6	-0.1
采矿业	煤炭开采洗选	5.2	3.3	1.9	24.4	25.0	25.0	0.6
采矿业	石油和天然气开采	1.8	0.4	1.4	6.3	6.2	6.2	0.1
原材料	黑色金属加工	5.1	7.3	-2.2	13.3	13.4	13.5	-0.1
原材料	有色金属加工	10.2	12.5	-2.3	10.9	9.8	9.9	1.1
原材料	非金属矿物制品	-0.6	-1.1	0.5	3.0	3.2	1.7	-0.2
原材料	化学原料及制品	9.6	12.1	-2.5	3.4	5.2	5.1	-1.8
原材料	橡胶塑料	7.4	6.0	1.4	10.4	10.7	8.2	-0.3
装备制造	金属制品	6.0	5.5	0.5	17.9	18.7	20.4	-0.8
装备制造	通用设备	0.8	-0.1	0.9	2.7	1.8	3.1	0.9
装备制造	专用设备	1.9	2.7	-0.8	34.6	36.6	38.1	-2.0
装备制造	运输设备	12.7	9.6	3.1	9.2	9.6	10.2	-0.4
装备制造	电气机械	10.2	9.8	0.4	6.9	7.1	6.5	-0.2
装备制造	计算机通信电子	10.6	4.8	5.8	10.1	8.9	7.5	1.2
装备制造	汽车制造	20.7	10.8	9.9	1.9	0.9	-0.2	1.0
消费制造	医药制造	-8.1	-10.4	2.3	1.9	0.9	-0.2	1.0
消费制造	农副食品加工	-0.5	0.7	-1.2	-0.9	-1.2	-2.2	0.3
消费制造	食品制造	3.8	4.7	-0.9	0.3	0.4	0.7	-0.1
消费制造	酒饮料茶	4.8	3.4	1.4	10.8	11.1	11.6	-0.3
消费制造	纺织	2.1	2.0	0.1	-1.1	-0.8	-0.1	0.3
					1.8	1.6	2.3	0.2
					-2.3	-1.3	-0.4	1.0
					1.5	1.2	1.7	0.3

资料来源: wind, 平安证券研究所

3、基建投资增速小幅回落，年末有望明显提升。

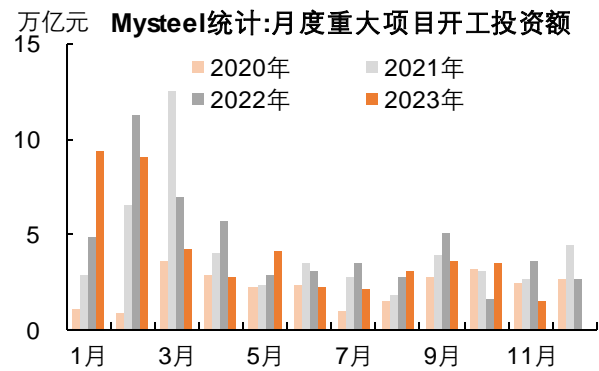
2023年11月基建投资同比增速为5.4%，较上月回落0.2个百分点。据MySteel统计，11月新开工的基建重大项目投资额环比明显回落，较去年同期低58%。11月增发国债尚未落地，基建项目和资金或处于空窗期。**我们预计，12月基建投资增速将明显提升。**12月12日发改委表示，将根据增发国债项目实施工作机制确定的项目和国债金额，有关部门下达2023年增发国债第一批项目清单，要求各地加快项目前期工作，加快资金拨付使用，尽快形成实物工作量。

图表7 11月基建投资同比增速小幅回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 11月基建重大项目开工投资额弱于20-22年同期



资料来源:MySteel, 平安证券研究所

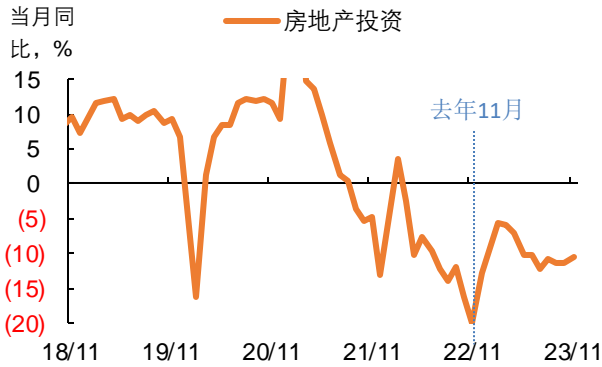
4、房地产投资跌幅略有收窄，存在低基数推动，房企融资改善也有支撑。

11月房地产投资增速略有改善。2023年11月，房地产投资当月同比增速略回升0.8个百分点至-10.5%，其中存在去年同期低基数的支撑。从环比表现看，11月房地产投资环比增速为-1.8%，弱于2018至2021年同期1.2%的均值，仅强于2022年同期的-2.7%。

政策推动房企融资边际改善。11月17日，央行、金融监管总局、证监会联合召开座谈会，提出对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷，继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资，支持房地产企业通过资本市场合理股权融资等措施。据经济观察报等媒体报道，会议还涉及对银行房地产贷款“三个不低于”的讨论。11月末，多家银行召集房企召开座谈会，了解企业困难和融资诉求。在此背景下，**1)**11月房地产开发资金同比增速较上月提升6.5个百分点至-10.5%，其中国内贷款同比增速自上月的-9.6%升至7.1%，自筹资金同比增速较上月收窄7.7个百分点至10%。**2)**据克而瑞统计，11月80家典型房企的融资总量环比增加41.7%，房企债券发行规模环比增加264%，边际改善较为明显。

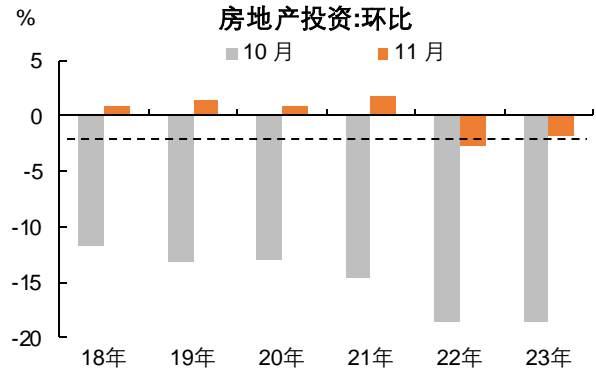
11月新开工表现亮眼，持续性有待观察。2023年11月，房地产新开工面积当月同比增速达4.8%，由负转正；竣工面积当月同比增速12.3%，较上月回落1个百分点；存量房屋施工面积累计同比增速小幅提升0.1个百分点至-7.2%。商品房销售方面，11月新房销售单月同比增速为-10.2%，较10月跌幅收窄0.7个百分点。不过，新开工改善的持续性还待观察。**1)**以百城土地成交情况看，11月百城土地成交面积、成交价款（移动平均6个月）同比跌幅分别为34.3%和31.7%，尚未走向趋势性恢复，考虑到二者在历史上对房屋新开工面积具备领先性，新开工改善的后劲还待观察。**2)**商品库存继续累积，可能抑制新开工恢复弹性。11月商品住宅待售面积累计同比增速为20.4%，较10月提升0.7个百分点。

图表9 2023年11月房地产投资增速略有改善



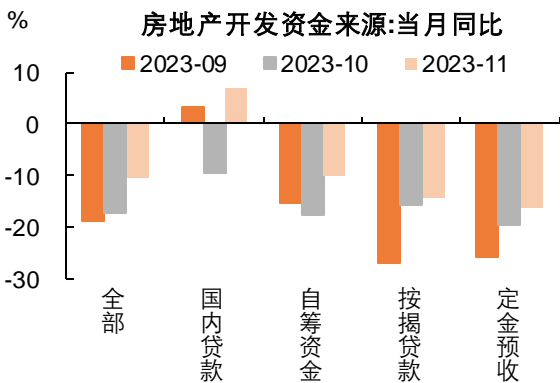
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2023年11月地产投资环比增速略强于去年同期



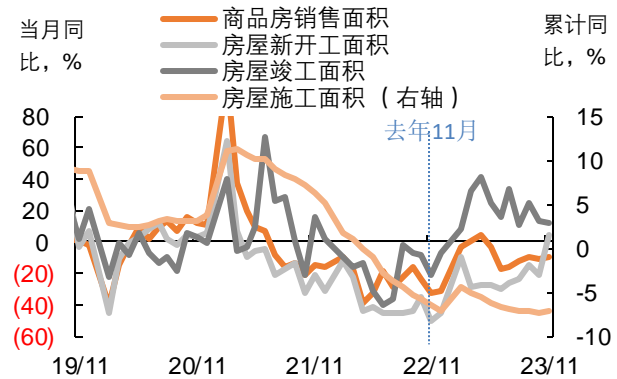
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 2023年11月房企国内贷款、自筹资金边际改善



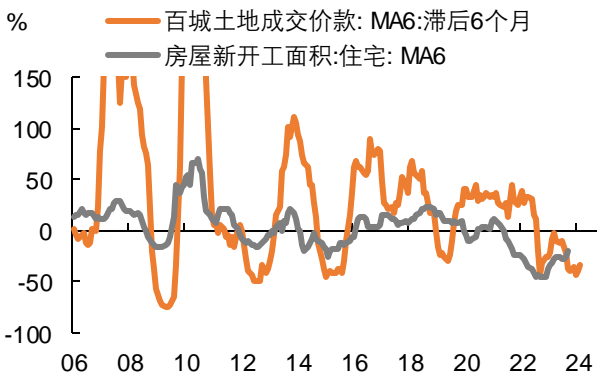
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 2023年11月新开工面积单月同比增速提升



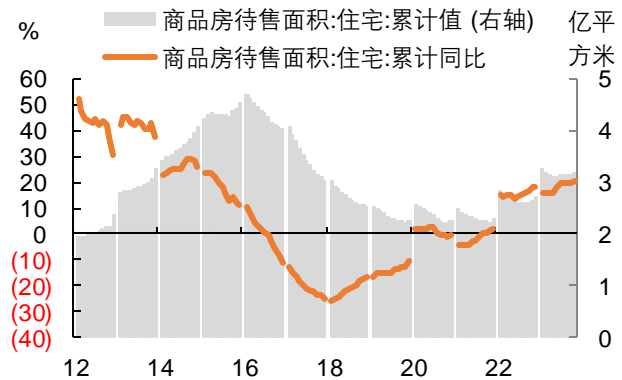
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 以百城土地成交看, 新开工改善持续性待观察



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表14 前11个月商品房住宅待售面积同比增长20.4%

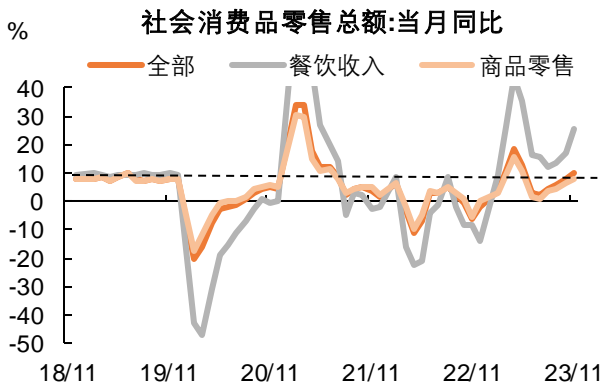


资料来源: wind, 平安证券研究所

5、出行、服务相关消费较快增长，对第三产业形成支撑。

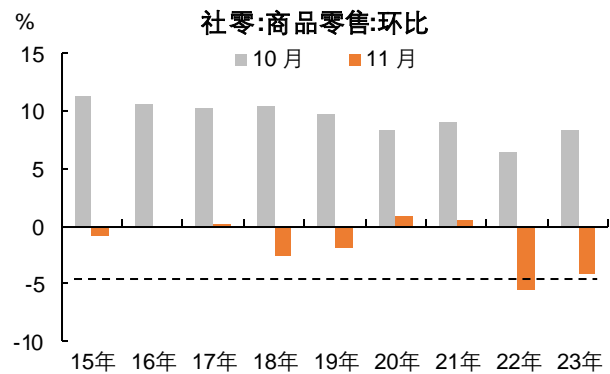
11月社会消费品零售总额同比增速较上月提升2.5个百分点至10.1%；其中，商品零售增速提升1.5个百分点至8%，餐饮收入增速提升8.7个百分点至25.8%。为剔除去年同期低基数的影响，我们观察社零分项的环比表现：**1) 餐饮收入恢复势头仍强劲**，环比上涨16.3%，系2015年以来同期最高点；**2) 商品零售恢复偏弱**，环比增速为-4.2%，仅略强于2022年同期的-5.5%，系2015年以来同期次低点。从限额以上企业数据看，11月服装鞋帽等纺织品、汽车、石油及制品等出行相关消费对限额以上商品零售的拉动进一步增强，分别较10月提升1.3、0.6和0.1个百分点；地产相关的商品消费表现仍偏弱，家电及音像器材对限额以上商品零售的拉动较上月回落0.3个百分点，家具类消费持平于低位，建筑装饰材料类对限额以上商品零售的拖累增大0.1个百分点。

图表15 2023年11月社零同比增速继续回升



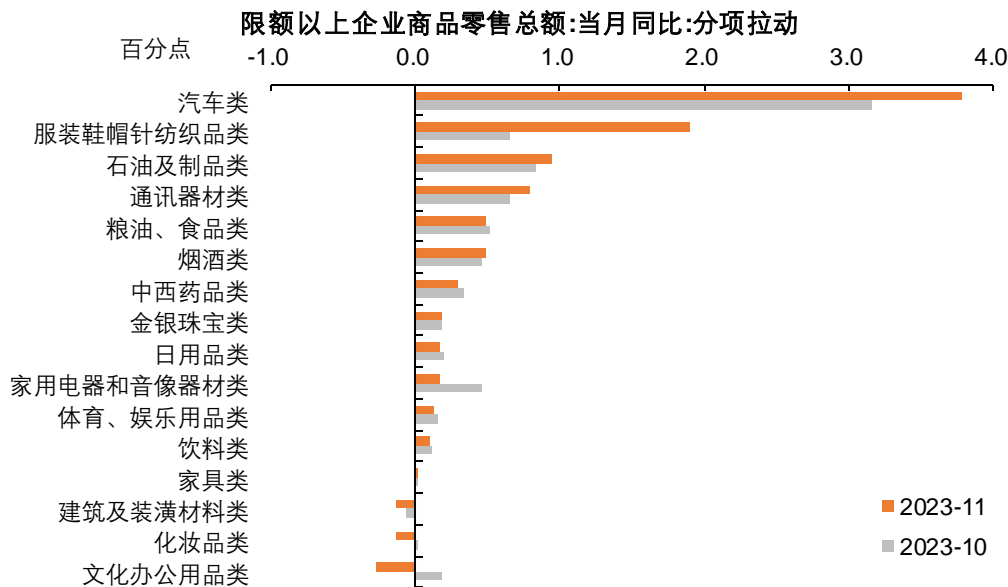
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 2023年11月商品零售环比弱于15-21年同期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 2023年11月，限额以上汽车类、服装鞋帽零售增速相比上月显著好转

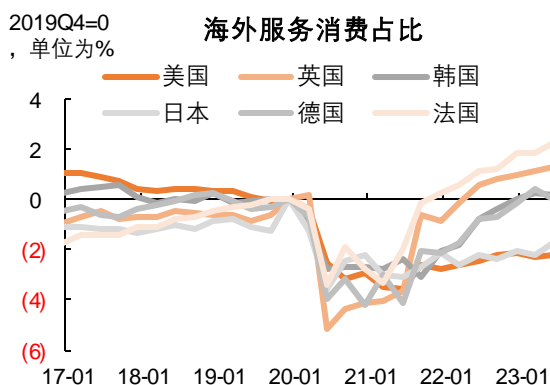


资料来源: wind, 平安证券研究所

服务消费恢复势头较好，提振接触性服务业生产表现。11月服务零售额累计同比增长19.5%，比10月加快0.5个百分点。11月全国服务业生产指数同比增长9.3%，比上月加快1.6个百分点。其中，住宿和餐饮业，交通运输仓储和邮政业，批发和零售业生产指数同比分别增长30.6%、15.1%、11.9%，分别比上月加快9.3、1.9和1.9个百分点。此外，信息传输软件和信息技术服务业生产指数11月增长13.3%，增速较10月提升2.4个百分点。

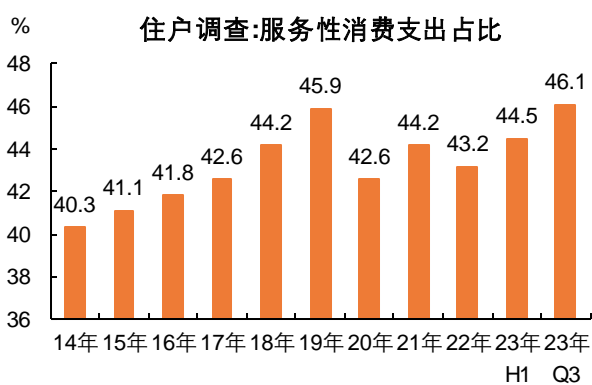
我们认为，2024年中国服务消费有进一步复苏的基础。一方面，从海外经验看，防疫放开后服务消费增速恢复、以及服务消费占比回升或至少持续2年。据OECD数据，我们观察美国、英国、德国、法国、日本和韩国等六大经济体，其服务消费同比增速至少连续8个季度高于2017年-2019年的年均复合增长水平，且服务消费占比也基本处于持续回升状态，其中英国和法国的服务消费占比显著高于疫情前水平。另一方面，中国服务消费本身处于长期增长通道，复苏空间或更广阔。2023年以来，中国服务消费的复苏以“恢复性”为主要特征，2023年前三季度，服务消费在总体消费中的比例为46.1%，仅略高于2019年的45.9%，更多是回补此前的缺口。在疫情前的2014-2019年，中国服务性消费在居民消费中的占比逐年提升，期间年均复合增速约11.1%，较总体消费增速高2.8个百分点左右。

图表18 疫情防控优化后，海外服务消费占比持续回升，部分国家突破2019年水平



资料来源: OECD, 平安证券研究所

图表19 2014至2019年，中国居民服务性消费比重持续提升



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，海外经济衰退程度超预期，房地产企业信用风险蔓延等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层