

工业生产加快，经济仍在持续修复中

摘要

- **基数叠加政策助力工业生产加快，后续仍有望保持活跃。**1-11月，全国规上工业增加值同比增长4.3%，11月单月规上工业增加值同比上升6.6%，环比增长0.87%，超过市场预期，三大门类的增加值增速都有所回升。41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长；620种产品中有367种产品产量同比增长，数量较10月回落。预计政策端对于工业生产的支持力度仍大，相关供热行业需求上行或带动煤炭等产品生产，加之工业库存仍在低位运行，后续工业生产有望保持活跃，但气温下降可能对部分传统工业开工有所影响。
- **狭义基建投资单月增速回升，政策仍利好。**1-11月狭义基建投资同比增长5.8%，增速回落0.4个百分点，其中，铁路运输业投资增速继续维持两位数增长。11月单月，狭义基建投资同比增长4.95%，较10月回升1.24个百分点，12月后，石油沥青装置开工率回落，加上天气转冷，基建淡季到来，但国债增发仍将对基建投资形成支撑，预计后续基建投资增速较稳健。
- **房地产投资当月同比降幅缩窄，政策持续释放。**1-11月，全国房地产开发投资同比下降9.4%，降幅继续扩大0.1个百分点，较整体固定资产投资增速低12.3个百分点。从开发和销售数据看，竣工端仍然好于开发，但开发降幅有所收窄，销售数据仍然较弱。后续在政策持续作用下，预计房地产市场信心将逐渐修复。
- **房地产投资当月同比降幅缩窄，政策持续释放。**1-11月，制造业投资增长6.3%，增速回升0.1个百分点，在13个主要行业中，有5个行业增速较1-10月有所回升，另外8个行业增速下滑。1-11月，高技术产业投资增长10.5%，仍处于高位，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.5%、10.6%。11月单月，制造业投资同比增长7.1%，增速较10月回升0.9个百分点，在政策和预期的多因素拉动下，预计后续制造业投资仍将平稳增长。
- **社消增速单月增速回升明显，基数原因较大。**1-11月，社消总额同比增长7.2%，增速较前值回升0.3个百分点。11月单月，社消总额同比增长10.1%，增速继续较前值回升2.5个百分点，限额以上单位16个商品类别中13类零售额同比保持正增长，其中化妆品类、文化办公品类和建筑及装潢材料类消费的单月同比增速为负值。后续随着居民信心的逐渐增强，预计消费保持稳健增长。
- **风险提示：**国内复苏不及预期，消费增长不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

相关研究

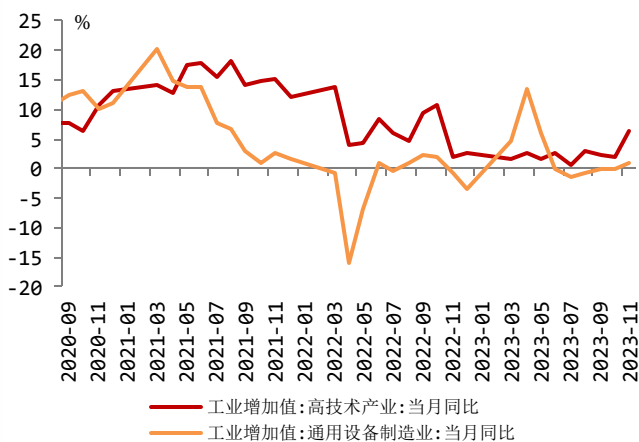
1. 地产政策继续优化，美联储放“鸽” (2023-12-15)
2. 居民贷款表现好转，政策提速或支持后续数据——11月社融数据点评 (2023-12-14)
3. 改善预期，唱响光明论——2023年中央经济工作会议点评 (2023-12-13)
4. 猪、油共振走低，CPI继续探底——11月通胀数据点评 (2023-12-10)
5. 国际金价表现强势，海外扰动因素多 (2023-12-08)
6. 出、进口优势转换，机电产品表现较亮眼——11月贸易数据点评 (2023-12-08)
7. 央行重磅表态，美联储褐皮书发布 (2023-12-03)
8. 仍在荣枯线下，新动能需求支撑较好——11月PMI数据点评 (2023-12-01)
9. 云涌之时，风起之势——2024年宏观经济与政策展望 (2023-11-26)
10. 金融工作进入密集落地期，汇率波动引关注 (2023-11-24)

1 基数叠加政策助力工业生产加快，后续仍有望保持活跃

1-11月，全国规模以上工业增加值同比增长4.3%，高于1-10月增速0.2个百分点，企业生产活动保持活跃。采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值分别增长2.1%、4.7%和3.9%，分别较1-10月增速回升0.3、0.2和0.6个百分点。单月来看，11月规模以上工业增加值同比实际增长6.6%，与较10月增速大幅上升2.0个百分点，环比增长0.87%，高于市场预期，除基数原因之外，一方面因为四季度增发国债逐渐落地，相关项目开工加快，另一方面随着气温回落，煤炭等需求上升。分三大门类看，11月份，电力、燃气及水的生产和供应业领涨，同比增长9.9%，较10月增速大幅回升8.4个百分点；其次是制造业，同比增长6.7%，较10月增速上升1.6个百分点，其中装备制造业增加值同比增长9.8%，高技术制造业增加值增长6.2%，较10月均有所加快；采矿业同比增长3.9%，较10月增速上升1.0个百分点。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。其中，汽车制造业增速最快，为20.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长12.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.6%，电气机械和器材制造业、有色金属冶炼和压延加工业的增速都在10%以上，但医药制造业、非金属矿物制品业和农副食品加工业同比增速回落。分产品看，10月份，620种产品中有367种产品产量同比增长，其中新能源汽车同比增长35.6%，增速较10月继续升高；钢材产量同比较10月回升1.2个百分点至4.2%；而水泥产量同比由下降4.0%转为上涨1.6%。11月份，工业企业产品销售率为97.4%，同比上升0.5个百分点，较10月份持平，出口交货值为12580亿元，同比名义下降3.0%，较10月降幅扩大2.5个百分点。1-10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额61154.2亿元，同比下降7.8%，降幅比1-9月份继续收窄。

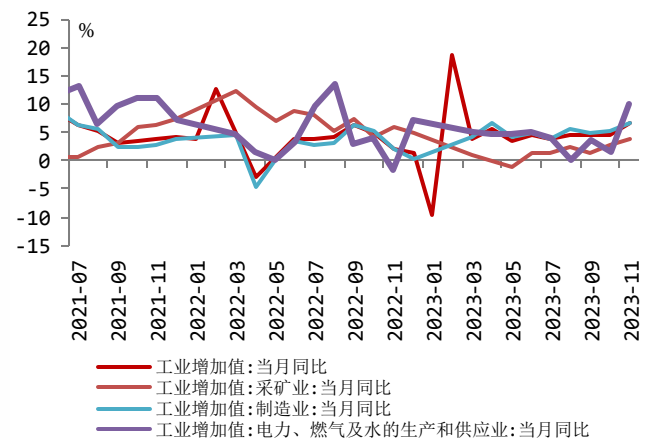
11月受到政策提振，工业生产有所加快，但当前内外需仍显示出不足，11月份我国制造业PMI为49.4%，较上月回落0.1个百分点，连续两个月处于收缩区间，新订单指数回落至49.4%，内外需都有所放缓，但生产指数仍保持扩张，为50.7%，小幅回落0.2个百分点。12月，预计政策端对于工业生产的支持力度仍大，相关供热行业需求上行或带动煤炭等产品生产，加之工业库存仍在低位运行，后续工业生产有望保持活跃，但气温下降可能对部分传统工业开工有所影响。

图 1：高技术产业增加值增速回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：三大门类增加值增速变化分化



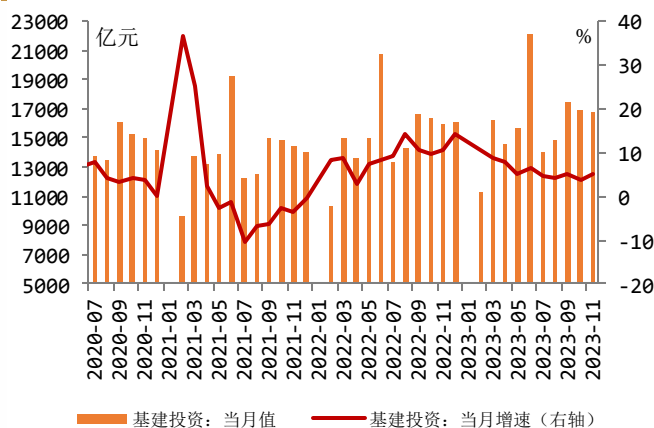
数据来源: wind、西南证券整理

2 狭义基建投资单月增速回升，政策仍利好

2023年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%，增速与前值持平。其中，民间固定资产投资235267亿元，同比下降0.5%，同样增速与前值持平。分产业看，第一产业投资9647亿元，同比下降0.2%；第二产业投资146959亿元，增长9.0%；第三产业投资304207亿元，增长0.3%。第一产业增速较1-10月有所回升，二次产业增速持平，三次产业增速有所回落。分地区看，东部地区投资同比增长4.5%，中部地区投资与去年同期持平，西部地区投资下降0.2%，东北地区投资下降2.4%。从环比看，11月份固定资产投资（不含农户）增长0.26%，增速较10月份回升0.16个百分点。

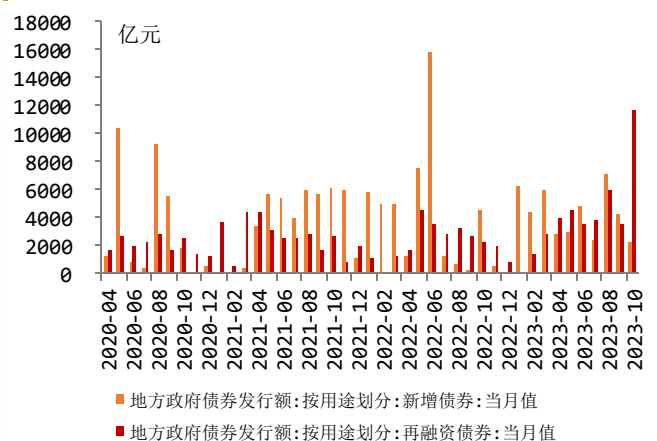
广义基建投资单月增速回落、狭义基建投资单月同比增速回升。1-11月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长5.8%，增速较1-10月回落0.4个百分点，高于整体固定资产投资增速2.9个百分点，差距有所缩窄。其中，铁路运输业投资增长21.5%，水利管理业投资增长5.2%，增速分别较前值回落3.3和0.5个百分点，铁路运输业投资仍维持两位数增长。根据中国国家铁路集团有限公司数据，1-11月，全国铁路固定资产投资完成6407亿元，同比增长7.4%，其中11月完成681亿元，同比增长9.13%。近期，有关部门下达2023年增发国债第一批项目清单，包括灾后恢复重建和提升防灾减灾能力、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设、重点自然灾害综合防治体系建设工程领域项目，涉及灌溉、水利项目较多，仍将支撑只有水利管理业投资增速。1-11月，公共设施管理业投资和道路运输业投资分别下降2.5%和0.2%，较1-10月增速分别减慢0.3和0.2个百分点。11月单月，狭义基建投资同比增长4.95%，增速较10月回升1.24个百分点。从石油沥青开工的高频数据看，12月后，石油沥青装置开工率略回落，天气明显转冷，基建淡季到来，但国债增发仍将对基建投资形成支撑，预计后续基建投资增速较稳健。1-11月，广义基建投资同比上升7.96%，较1-10月增速回落0.31个百分点，11月单月广义基建投资同比上升5.37%，较10月增速回落0.21个百分点。

图3：狭义基建投资增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图4：专项债发行速度较平稳

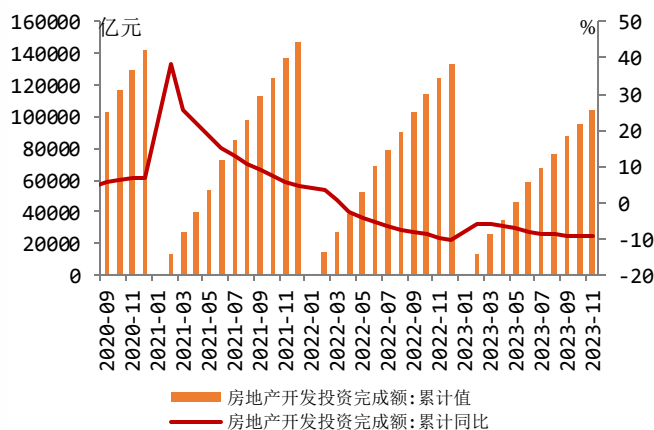


数据来源：wind、西南证券整理

3 房地产投资当月同比降幅缩窄，政策持续释放

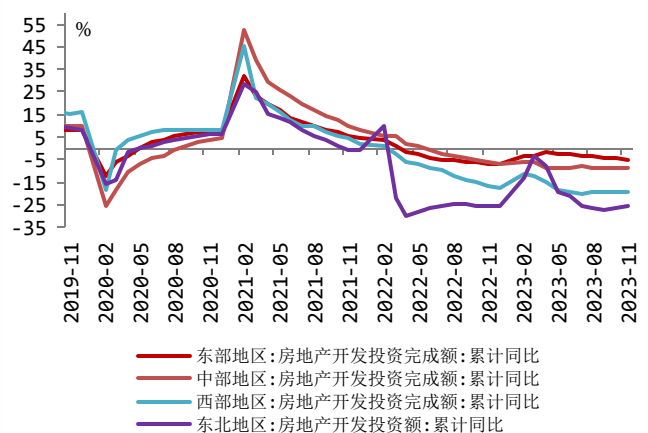
1-11月，全国房地产开发投资104045亿元，同比下降9.4%，增速较1-10月继续回落0.1个百分点，但略超过市场预期，较整体固定资产投资增速低12.3个百分点，差距较前值有所扩大。其中，住宅投资78852亿元，下降9.0%，增速较前值继续回落0.2个百分点。从开发和销售数据看，新开工数据好转，竣工数据仍明显好于开发数据，销售数据仍然较弱。1-11月份，房地产开发企业房屋施工面积831345万平方米，同比下降7.2%，降幅较前值缩窄0.1个百分点。其中，住宅施工面积585309万平方米，下降7.6%，降幅同样缩窄0.1个百分点。房屋新开工面积87456万平方米，下降21.2%，降幅较前值明显缩窄2个百分点。其中，住宅新开工面积63737万平方米，下降21.5%，增速回升2.1个百分点。房屋竣工面积65237万平方米，增长17.9%，增速回落1.1个百分点。其中，住宅竣工面积47581万平方米，增长18.5%，增速回落0.8个百分点。1-11月份，商品房销售面积100509万平方米，同比下降8.0%，增速较1-10月继续回落0.2个百分点，其中住宅销售面积下降7.3%，增速回落0.5个百分点。商品房销售额105318亿元，下降5.2%，增速较前值回落0.4个百分点，其中住宅销售额下降4.3%，增速回落0.6个百分点。11月末，商品房待售面积65385万平方米，同比增长18.0%，增速较10月末回升0.1个百分点。1-11月份，房地产开发企业到位资金117044亿元，同比下降13.4%，降幅较前值缩窄0.4个百分点，也是连续6个月后增速首次回升。11份，房地产开发景气指数为93.42，连续15个月在非景气区间，但较10月回升0.02点，也是自今年4月后首次回升。单月看，11月份的房地产开发投资、新开工和施工面积，销售面积和金额环比10月份都有所回升。12月14日，北京市住建委等五部门联合发布《关于调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策的通知》，调整普通住房标准并优化个人住房贷款政策。同日消息称，上海也将自12月15日起调整普通住房标准和优化差别化住房信贷政策。后续在政策持续作用下，预计房地产市场信心将逐渐修复。

图 5：房地产开发投资增速降幅扩大



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：不同地区房地产开发投资情况

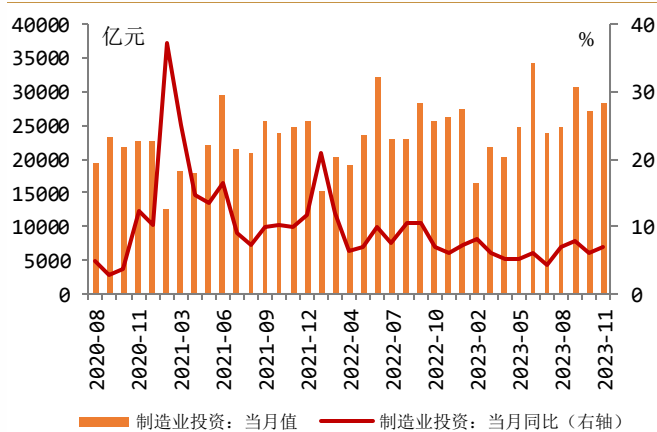


数据来源：wind、西南证券整理

4 制造业投资单月增速回升，高技术制造业韧性较强

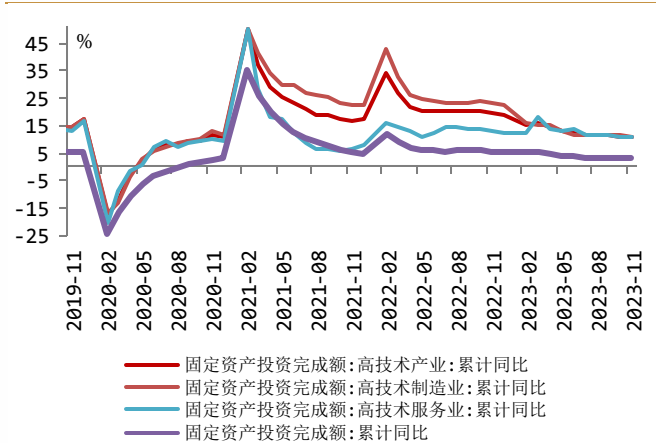
1-11月，制造业投资增长6.3%，增速较1-10月回升0.1个百分点，较整体固定资产投资增速高3.4个百分点，差距有所扩大。从行业看，13个主要行业中，有5个行业增速较1-10月有所回升，另外8个行业增速有所下滑，其中，食品制造业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、专用设备制造业、汽车制造业，电气机械和器材制造业投资增速在1-11月超过两位数，从增速变化看，食品制造业、纺织业投资增速分别为10.1%和-0.9%，较1-10月分别回升1.2和0.3个百分点，通用设备制造业和专用设备制造业的增速有所回落，分别为3.4%和10.4%，较前值增速回落1.8和0.3个百分点。1-11月，高技术产业投资同比增长10.5%，增速较1-10月回落0.6个百分点，但仍维持在两位数高速增长，比全部固定资产投资增速高7.6个百分点。其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.5%、10.6%，增速分别较1-10月回落0.8和回升0.1个百分点。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长16.2%、14.8%；高技术服务业中，专业技术服务业、科技成果转化服务业投资分别增长34.4%、33.6%。11月份，固定资产投资（不含农户）环比增长0.26%。11月单月，制造业投资增长7.1%，增速较10月回升0.9个百分点。11月份制造业采购经理指数较10月回落0.1个百分点至49.4%，低于市场预期，连续两个月位于收缩区间。制造业供需两端景气度均下行，需求端仍在收缩区间，生产端保持扩张。11月份，由于部分制造业进入生产淡季，地产市场低迷运行，海外需求进一步收缩，制造业PMI连续两个月收缩。后续金融机构将继续助力化解地产风险。另外，增发国债实物工作量有望在四季度逐渐落地，经济形势有望回暖，12月制造业PMI或回升。

图7：制造业投资增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图8：高技术制造业增速仍较高



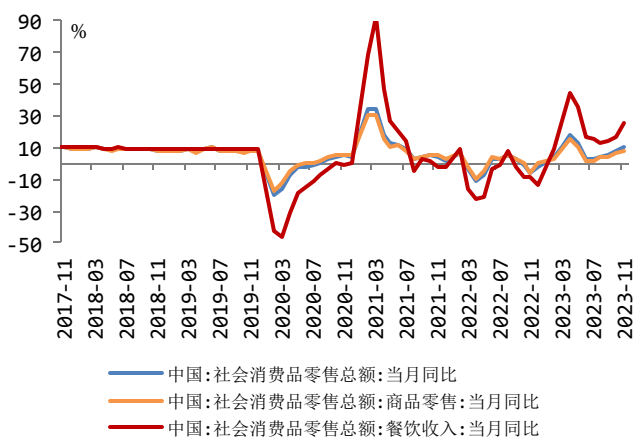
数据来源：wind、西南证券整理

5 社消增速单月增速回升明显，基数原因较大

社融累计增速回升，但不及预期，实物商品网上零售占比上升。1-11 月份，社会消费品零售总额 427945 亿元，同比增长 7.2%。较 1-10 月增速回升 0.3 个百分点，但不及市场预期。其中，除汽车以外的消费品零售额 384665 亿元，增长 7.3%。按消费类型看，1-11 月份，商品零售 380460 亿元，同比增长 5.9%，增速较 1-10 月回升 0.3 个百分点；餐饮收入 47485 亿元，增长 19.4%，增速较前值回升 0.9 个百分点，基数作用下延续高位增长态势。按消费方式分，1-11 月份，全国网上零售额 139571 亿元，同比增长 11.0%，增速较 1-10 月回升 0.2 个百分点。其中，实物商品网上零售额 117709 亿元，增长 8.3%，增速较 1-10 月回落 0.1 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 27.5%，在线上购物节的影响下，占比较前值继续回升 0.8 个百分点；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 12.0%、9.2%、7.5%。按商品类别分，基本生活类商品销售稳定增长，限额以上单位服装鞋帽针纺织品类、粮油食品类商品零售额分别增长 11.5%、5.1%；升级类商品销售较快增长，限额以上单位金银珠宝类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额分别增长 11.9%、10.7%、4.7%。

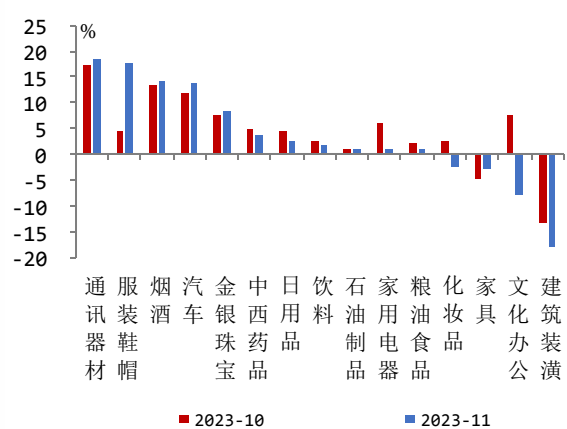
单月来看，社会消费品零售总额 42505 亿元，同比增长 10.1%，增速较 10 月回升 2.5 个百分点，同比增速回升与基数回落关系较大，11 月环比减少 0.06%；除汽车以外的消费品零售额 38191 亿元，增长 9.6%，增速回升 2.4 个百分点。从消费类型看，11 月份，商品零售 36925 亿元，同比增长 8.0%，增速较 10 月明显回升 1.5 个百分点；餐饮收入 5580 亿元，增长 25.8%，在基数较低的作用下，增速明显回升 8.7 个百分点。从商品类别看，11 月份限额以上单位 16 个商品类别中 13 类零售额同比保持正增长，比 10 月份减少 2 类，其中化妆品类、文化办公用品类和建筑及装潢材料类消费的单月同比增速为负值。具体来看，基本生活类商品增长较稳健，限额以上单位粮油食品类同比增长 4.4%，增速与前值持平；日用品增速较 10 月回落 0.9 个百分点至 3.5%。但升级类商品销售增速大多回落，限额以上金银珠宝类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额分别增 10.7%、16%、和-3.5%，增速较前值分别上升 0.3、回落 9.7 和 4.6 个百分点。汽车类消费同比增长 14.7%，增速回升 3.3 个百分点。总的来看，在基数和购物节等因素下，11 月消费增速有所提升，但是环比改善势头减弱。后续随着居民信心的逐渐增强，预计消费保持稳健增长。

图 9：社零总额增速回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费月度同比增速对比



数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
