

财政发力效果显现

——2023年11月经济数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：游勇

相关报告

要点

- 2023年12月15日，国家统计局公布11月经济数据。总体来看经济的内生动能有待进一步修复，结构上看不乏亮点，如原材料行业生产加快，社消中的餐饮收入明显反弹，以及固投中的基建和制造业投资改善等。经济数据的结构性亮点，是财政发力的滞后映射，以及服务业对经济的支撑。但出口和地产这两大传统经济动能尚未迎来趋势性好转，内生修复动能依旧偏弱，后续稳增长政策的诉求和必要性都较高。
- 生产方面，11月制造业生产整体走弱，采矿业生产的景气度相对较高。11月工业增加值同比增长6.6%，增速较10月提高2.0个百分点，不过两年平均同比增速从4.8%降至4.4%。三大门类中制造业拖累工业生产，其增加值两年平均同比增长4.3%，增速较10月回落0.8个百分点。采矿业和水电燃气供应业增加值两年平均同比分别为4.9%和4.0%，较10月增速分别回升1.4和1.3个百分点，采矿业增加值两年平均同比还是7月以来最高值。
- 主要工业品的生产，呈现出上游原材料和基建相关产品产量增长加快，而中游设备制造业生产回落的特征。两年平均同比口径下，11月产量增速进一步提高的工业品有集成电路、焦煤、焦炭、原煤、原油、平板玻璃；汽车、手机等生产景气度回落，产量两年平均同比分别为2.9%和5.5%，增速较10月分别回落1.7和3.0个百分点。水泥和平板玻璃产量两年平均同比已连续四个月回升，在财政加快支出的推动下，后续景气度有望延续改善。
- 低基数推动服务业生产指数同比回升，但两年平均同比回落。11月服务业生产指数同比增长9.3%，增速比10月快1.6个百分点。分行业看，住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业，批发和零售业生产指数同比分别增长30.6%、15.1%、13.3%、11.9%，较10月分别加快9.3、1.9、2.4和1.9个百分点。服务业生产指数同比回升，主要是基数效应贡献，11月其两年平均同比为3.5%，较10月进一步回落0.3个百分点。
- 消费方面，11月社零两年平均同比连续三个月走弱，餐饮收入大幅反弹。11月社会消费品零售总额同比增长10.1%，其中商品零售、餐饮收入分别同比增长8.0%和25.8%，三者较10月增速分别加快2.5、1.5和8.7个百分点。增速回升主因去年同期低基数，两年平均同比口径下，三者增速分别为1.8%、1.0%和7.3%，社零和商品零售增速分别较10月回落1.7和2.5个百分点，而餐饮收入增速大幅反弹3.6个百分点，这是3月以来的次高增速。
- 商品零售方面，主要产品销售额两年平均同比多数回落。汽车产业链、必选消费、场景消费、日常消费、地产后周期消费的销售两年平均同比分别为4.7%、4.1%、0.1%、-2.8%和-7.3%，增速较10月分别回落2.5、3.0、0.03、8.1和2.9个百分点。主要产品中，11月通讯器材销售额同比增长16.8%，但两年平均增长-1.9%，较10月回落4.1个百分点。考虑到全

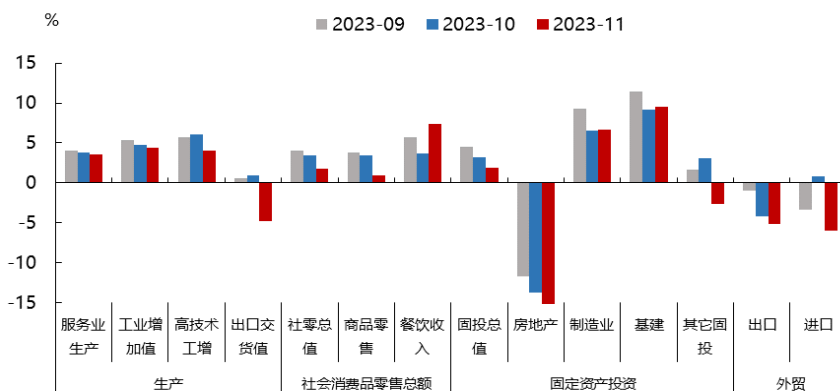
球消费电子产业链景气度回暖，预计通讯器材类的销售增速有望反弹。

- **固定资产投资方面，地产投资增速延续弱势，基建和制造业投资增速小幅反弹。**11月固定资产投资同比增长2.9%，增速较10月加快1.6个百分点。两年平均同比看，11月固定资产投资增长1.9%，增速较10月回落1.3个百分点。主要分项中，11月制造业投资与基建投资两年平均同比分别为6.6%和9.6%，分别较10月加快0.1和0.5个百分点。基建投资增速回升，和10月节日因素扰动退去，以及财政支出加快有关。随着财政持续发力，基建投资增速短期有望继续处于较高水平。
- **11月制造业投资同比增长7.1%，较10月回升0.9个百分点；两年平均同比增长6.6%，较10月回升0.1个百分点。**结构上看，仍然呈现高技术设备制造业支撑制造业整体投资的特征，不过11月部分原材料行业的拉动提升。11月电气机械、汽车制造业、计算机通信电子、通用设备和专用设备这5个制造业子行业共拉动制造业投资同比增长7.1%，和10月（7.2%）相比变化不大。化学原料及制品制造、有色金属冶炼业这两个行业，对制造业投资同比的拉动，较10月提高了0.4个百分点。
- **地产方面，11月地产销售小幅回落，仍处于磨底阶段。**11月地产销售面积和销售金额两年平均同比分别为-22.4%和-21.0%，继续走弱。本周包括北、上等在内的等多地，陆续出台地产放松政策，后续地产销售表现值得关注。地产投资端，11月房地产投资完成额同比下降10.6%，两年平均同比（-15.4%）较10月下滑1.7个百分点。11月施工、新开工面积、竣工面积两年平均同比，分别为-29.4%、-27.9%和-5.5%。新开工面积增速较10月进一步提高0.9个百分点，竣工面积和施工面积的两年平均同比，较10月分别下降7.1和1.0个百分点。新开工面积两年平均增速已经连续5个月回升，正如我们一直强调的，地产新开工面积增速的反弹将延续，地产前端投资对经济的拖累减弱。尽管10月以来竣工面积增速再度回落，但在“保交楼”以及其他调控优化政策不断出台的背景下，竣工面积增速有望改善。
- **总的来说，结合PMI、物价、金融数据等指标来看，11月中国经济复苏的斜率放缓，内生动能有必要进一步夯实。**中央经济工作会议指出当前经济面临的“有效需求不足”、“社会预期偏弱”等困难和挑战，货币和财政政策发力值得期待，房地产销售与融资端也有望继续出台新的政策。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

图表目录

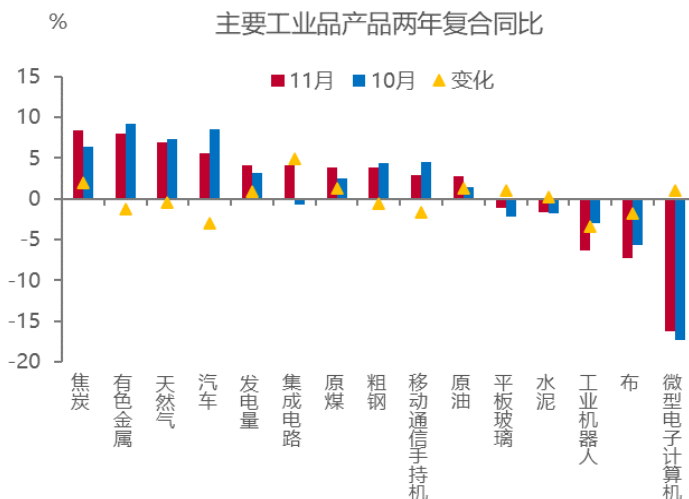
图表 1: 近期供需两端主要经济指标的两年平均同比.....	- 4 -
图表 2: 2023 年 10 月和 11 月主要工业品产量两年平均同比.....	- 4 -
图表 3: 社零及两大分项的同比走势.....	- 5 -
图表 4: 近期主要产业链商品零售额的同比.....	- 5 -
图表 5: 2023 年 11 月, 全口径基建投资同比回落.....	- 5 -
图表 6: 近期主要子行业对制造业投资同比的拉动.....	- 6 -
图表 7: 2023 年 9-11 月房地产主要指标表现.....	- 6 -
图表 8: 70 大中城市住宅价格仍在回落.....	- 6 -

图表 1: 近期供需两端主要经济指标的两年平均同比



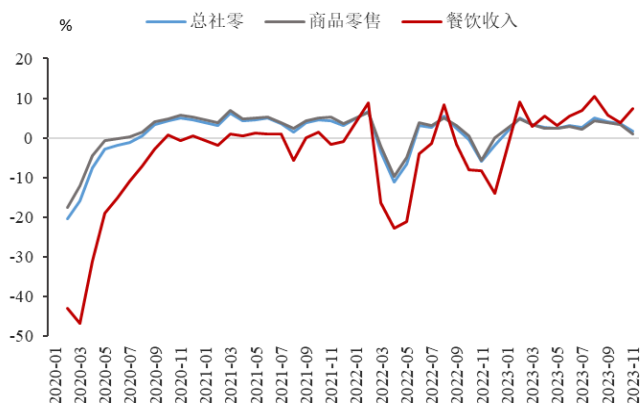
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 2023 年 10 月和 11 月主要工业品产量两年平均同比



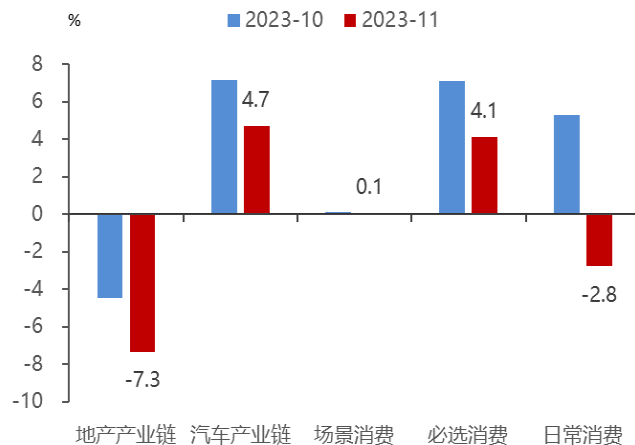
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 社零及两大分项的同比走势



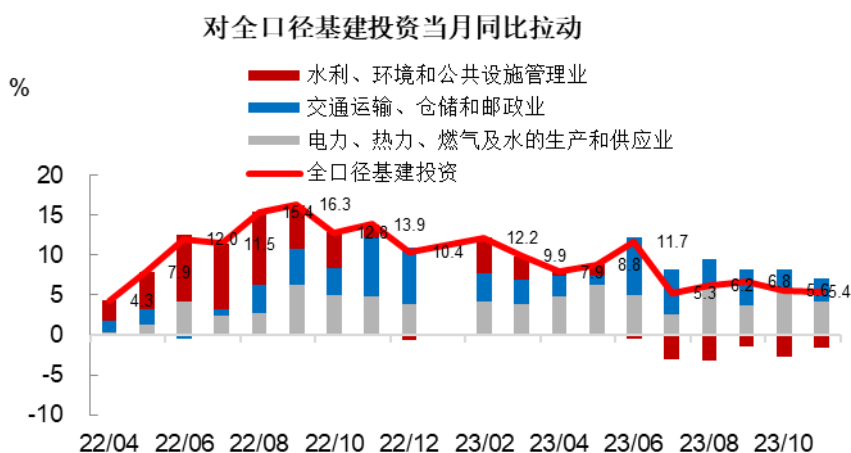
来源: WIND, 中泰证券研究所; 注, 图中线条为同比增速, 2021 年数据与 2023 年为两年平均同比数据。

图表 4: 近期主要产业链商品零售额的同比



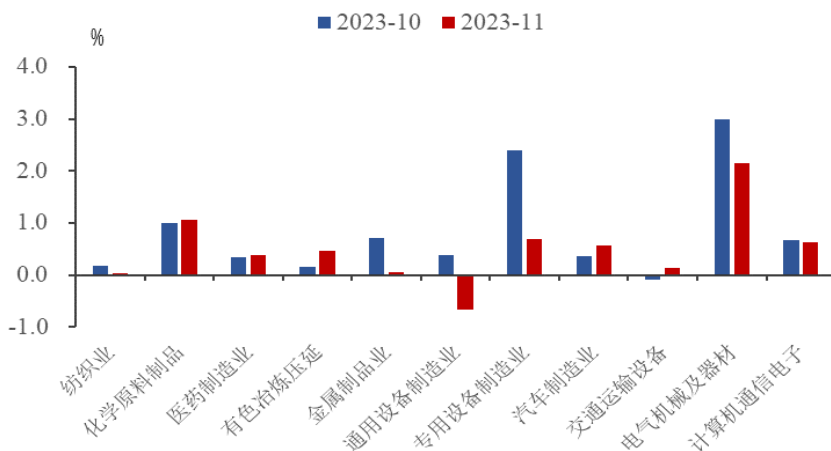
来源: WIND, 中泰证券研究所。注: 增速为两年平均同比增速。

图表 5: 2023 年 11 月, 全口径基建投资同比回落



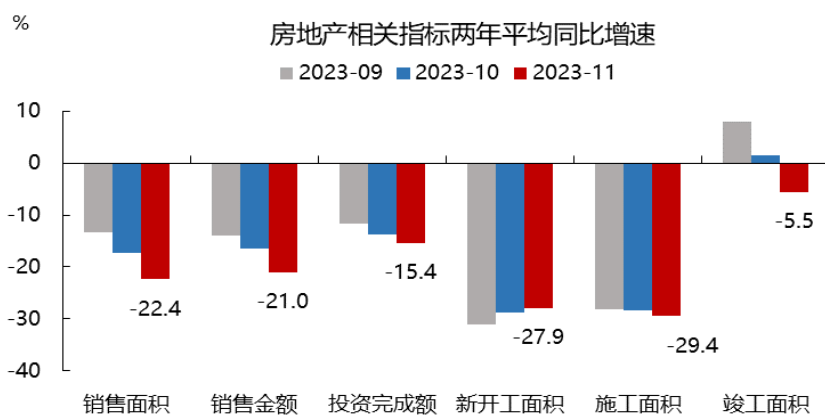
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 近期主要子行业对制造业投资同比的拉动



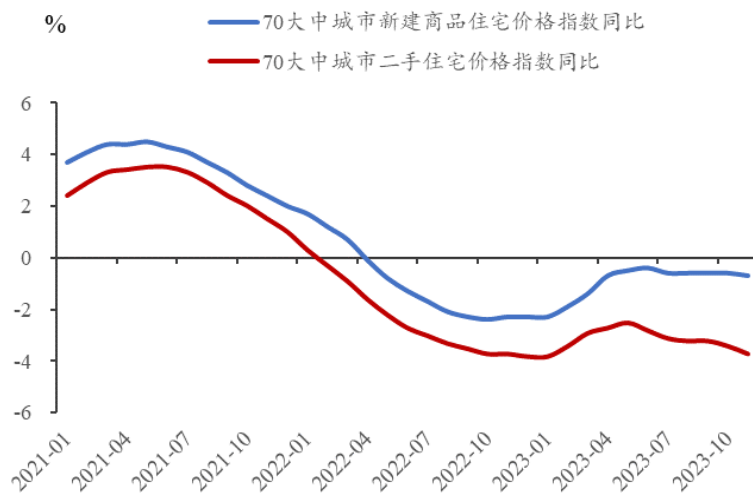
来源: WIND, 中泰证券研究所。注: 为显示美观, 部分行业名称采用缩写。

图表 7: 2023 年 9-11 月房地产主要指标表现



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 70 大中城市住宅价格仍在回落



来源：WIND，中泰证券研究所

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。