

11月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023年12月15日

浦銀國際

数据点评

11月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱

社会消费品零售数据低于预期，且熨平基数效应后的两年复合增速持续下滑。社会消费品零售总额同比增速11月虽因为低基数效应加快至10.1%（10月：7.6%），仍低于市场预期（市场预期：12.5%）。两年复合增速继续下滑（11月：1.8%，10月：3.5%）。按行业分，服务业消费仍较为强劲，服务零售累计同比增速加快0.5个百分点到19.5%，餐饮零售增速（两年复合，下同）亦上升3.6个百分点到7.3%。虽然11月有“双十一”电商促销，但是今年的活动表现似乎较为逊色，连累商品零售增速下滑2.5个百分点到1%（图表1）。从商品细节来看，日用品，自选消费（除服装外）以及家用电器和装潢材料的销售均有所走弱。

固定资产投资累计同比增速持平在2.9%，终止了此前连续8个月的下滑，但仍弱于预期（3%）。制造业投资增速的加快帮助弥补房地产和基建投资的持续下滑（图表3）。

1. 房地产累计同比增速再下滑0.1个百分点到-9.4%。除新开工同比跌幅再度收窄之外，其余房地产数据均继续走弱。按销售面积和销售额来看，11月房地产销售的同比跌幅均有所扩大，而在10月按销售额计算的同比跌幅曾有所收窄。高频数据显示12月以来销售动能持续转弱（图表5）。这些均意味着8月底推出的一系列需求端政策放松成效有所减退，触发近期北京上海的房地产政策优化。

2. 基建投资增速下滑0.1个百分点到5.8%。在政策推动下，基建投资短期内仍有望止跌回升。但中期或受制于地方政府去杠杆而有所下滑（2023/2024E:5.9%/5.5%）。

3. 制造业投资增速连续三个月加速，加快0.1个百分点到6.3%。[中央经济工作会议](#)将建设现代化的产业体系摆在明年经济工作的第一位。在持续的政策支持和预计PPI和出口回升的情况下，我们认为制造业投资明年或继续回升（2023/2024E: 6.4%/7.5%）。

所幸工业生产总产值表现超出市场预期。工业生产总产值同比增速加快2个百分点到6.6%，不过两年复合增速且略微下滑（11月：4.4%，10月：4.8%）。在工业去库存周期结束后，我们相信工业生产整体上行的趋势将继续。然而如果内需持续走弱，工业上升周期也将受到影响。

全国失业率11月持平在5%。31大城市失业率亦持平在同一水平5%（图表6）。



扫码关注浦银国际研究

11月数据表明复苏动能有所减弱，主要由需求端导致，但供给端表现尚可。11月经济数据显示以信贷（图表7）、消费和投资为代表的内需再度回落。然而经济复苏亦有亮点，代表供给端的工业生产和制造业投资表现尚可，服务业表现亦不俗。三大指数今天（12月15日）上午小幅上涨，不过很可能和京沪二地优化房地产政策有关，再次反映市场和经济数据脱节。我们仍相信市场信心的持续改善或还取决于房地产和地方债务两大风险的化解、以及更为全面的经济复苏。

不均衡的复苏仍需持续政策支持：

- **财政政策**——[中央经济工作会议](#)（会议）提出“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。我们相信财政政策将成为新的一年稳增长防风险主力军，近期财政端政策或狠抓落实以帮助稳投资。我们预计财政赤字率被定在3.5%-3.8%的区间内，地方政府专项债额度也有可能小幅上升2000亿元，总额度达到4万亿元。拟财政政策例如抵押补充贷款也有望重启亦起到稳投资的作用。
- **货币政策**——或起到协同发力的配合作用。15号上午央行再次增量续作MLF贷款并维持利率不变，符合我们认为今年央行在货币政策上不大可能再降息或降准的[基本观点](#)。虽然我们相信2024年上半年的货币政策仍会维持宽松，并还有两次25个基点的降准（其中一次因为近期的经济压力以及春节前的流动性压力可能会被放在春节前），但是从三季度货币政策报告和会议通稿来看，货币政策的宽松定调较7月政治局会议有所收敛。出于息差压力，是否降息或取决于经济复苏情况。央行也将使用结构性工具帮助信贷需求的改善。
- **房地产政策**——会议对房地产政策的表述延续此前中央金融工作会议的提法，依然强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”以及“加快三大工程建设”。我们相信需求端政策短期内继续重落实。跟随广州和深圳的脚步，剩余两大一线城市——北京和上海近期也优化了购房政策。但明年一季度政策成效若不及预期则有望继续加码。供给端政策或加快落实11月以来制定的救助方案，无论是房企融资白名单还是银行房地产贷款的“三个不低于”。三大工程建设或为明年稳地产的重要一环（参见：[2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场](#)）。

然而中央经济工作会议对高质量发展和改革的侧重意味着政策支持或有不及预期的风险。[路透社](#)报道说中央打算将赤字率定在3%，远小于今年修订过的3.8%和我们预计的3.5%-3.8%。后续还需继续观望具体政策出台。接下来需要关注预计在明年一季度召开的三中全会（定调五年改革重点）以及三月的两会。

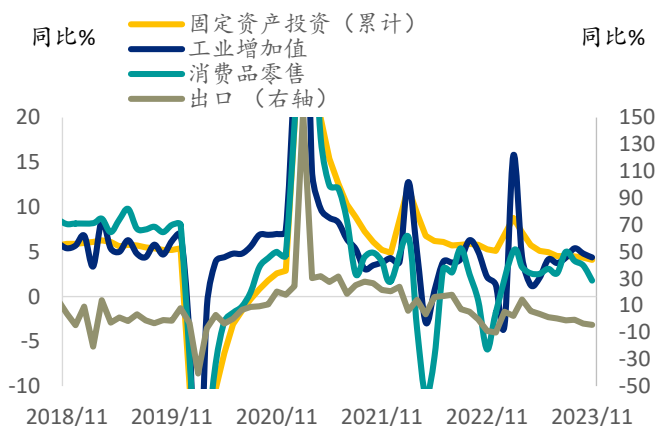
投资风险：房地产行业在政策刺激下迟迟不能企稳、房地产行业风险、稳增长政策支持和成效不及预期、地方政府债务风险。

图表 1: 餐饮零售增速 (两年复合平均) 再度下降, 主要受商品零售表现走弱影响

	23年11月				23年10月		23年1至11月		
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	19年同期 (%)	两年平均/19年同期 (%)	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	累计同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/19年同期 (%)
社会消费品零售总额	10.1	1.8	8.0	22.3	7.6	3.5	7.2	3.6	44.4
餐饮	25.8	7.3	9.7	75.7	17.1	3.7	19.4	7.0	74.5
商品零售	8.0	1.0	7.8	12.5	6.5	3.5	5.9	3.2	40.5
必需品									
日用品类	3.5	-3.0	17.5	-17.2	4.4	1.0	3.6	2.0	14.0
能源类	7.2	2.7	0.5	541.2	5.4	3.1	6.5	8.8	875.0
自选消费									
服装鞋帽针纺织品类	22.0	1.5	4.6	32.0	7.5	-0.3	11.5	2.9	95.0
化妆品类	-3.5	-4.1	16.8	-24.1	1.1	-1.3	4.7	0.8	6.3
金银珠宝类	10.7	1.5	-1.1	-133.2	10.4	3.6	11.9	6.4	NA
通讯器材类	16.8	-1.9	12.1	-15.7	14.6	2.2	6.6	1.7	19.4
汽车类	14.7	4.8	-1.8	-268.1	11.4	7.6	6.2	3.3	-295.5
住房相关									
家用电器和音像器材类	2.7	-7.8	9.7	-80.8	9.6	-3.0	0.6	-1.2	-20.3
家具类	2.2	-0.9	6.5	-14.6	1.7	-2.5	2.8	-2.45	-44.5
建筑及装潢材料类	-10.4	-10.2	-0.3	NA	-4.8	-6.8	-7.8	-6.8	-226.7

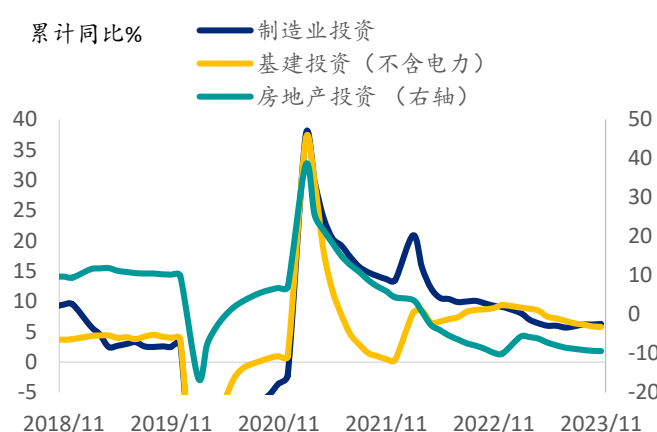
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 从两年复合平均角度看, 11月实体经济数据均下滑



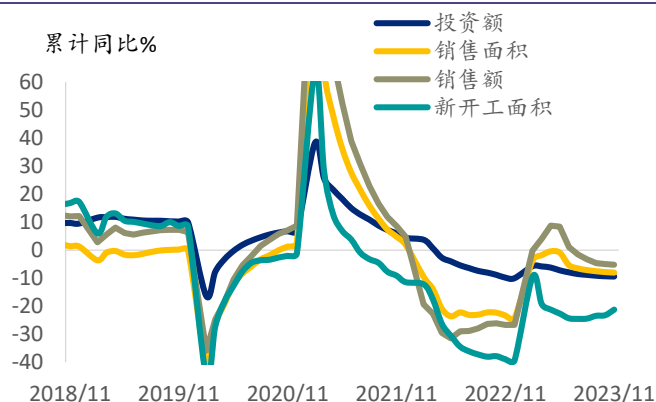
注: 为了平滑基数效应, 2023年使用两年复合增速
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 制造业投资增速的加快帮助弥补房地产和基建投资的持续下滑



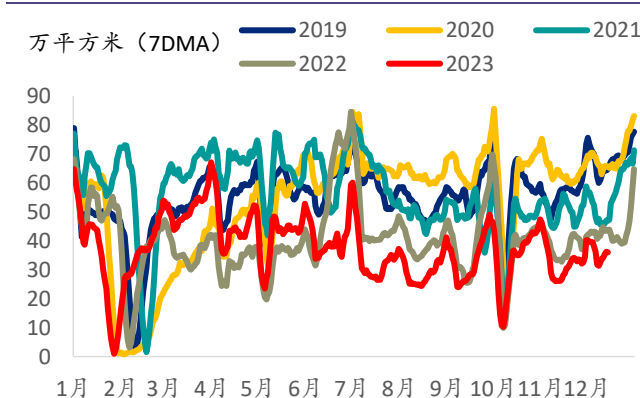
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 除新开工外, 其余房地产相关数据继续恶化



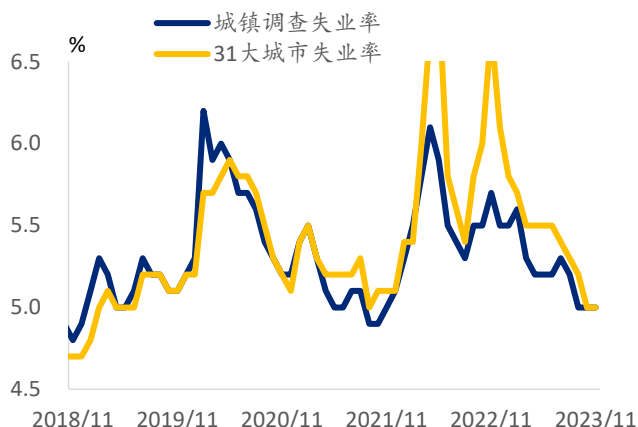
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 30大中城市房产销售显示销售动能 12月继续转弱



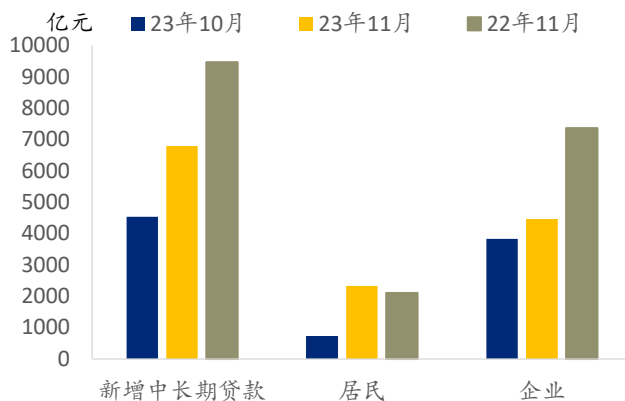
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 全国失业率 11 月持平



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 11 月中长期贷款仍较弱



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 近期相关报告列表

时间	标题
2023 年 12 月 13 日	中央经济工作会议解读: 高质量发展背景下的适度政策刺激
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望: 中美经济周期错位进入下半场
2023 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据点评: 不均衡复苏继续, 但动能略微下滑
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察: 渐入佳境
2023 年 10 月 18 日	三季度经济增速数据好于预期。政策或进入“边走边看”模式
2023 年 10 月 6 日	国庆黄金周数据点评: 旅游业表现继续推动消费复苏
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察: 中国政策成效初显, 美国降息预期大减
2023 年 9 月 15 日	央行再次降准, 实体经济数据大多好于预期, 政策接下来怎么走?
2023 年 9 月 13 日	城中村改造对经济的影响有多大?
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023 年 8 月 9 日	7 月通胀数据点评: 细节好于整体读数, 政策仍需继续发力
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读: 下半年货币政策怎么走?
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读: 将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布, 扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 11 日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号?
2023 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升, 人民币中期或升值
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

