



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

政策强化，经济巩固

——2023年11月经济数据点评

日期： 2023年12月19日

分析师： 胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师： 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《经济稳中趋暖仍是市场主流预期》
——2023年12月14日
- 《经济、政策预期双平稳》
——2023年11月28日
- 《汇率 POLL：预期稳定》
——2023年11月19日

■ 主要观点

经济回升向好趋势延续

11月经济延续了平稳改善的趋势，投资企稳，工业生产与消费均明显加快。作为经济成效综合体现的工业增长进一步提升表明中国经济整体运行的韧性。而作为经济第一增长动力的投资下滑在地产拖累下仍然保持了平稳。由于当前投资增长主要靠制造业和基建，有助于固定资本形成总额的上升。万亿国债的发行与使用也将有拉动后续基建的有效增长。地产虽仍偏弱，但边际改善面在扩大，伴随房地产市场调整优化政策措施落地见效，房地产投资有望逐步趋稳。在电商大促以及去年偏低的基数下，11月消费增速一举超过10%，但复苏力度还是低于市场预期。整体来看，根据中央经济工作会议的要求，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，以巩固和增强经济回升向好态势。

市场延续波动中回暖态势

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。在政策激励和经济韧性影响下，中国经济运行延续平稳态势不变，随着政策效应逐渐呈现，经济和资本市场运行或将演绎双回暖格局。

政策强化，经济巩固

我们认为经济的平稳向好，以及去年四季度相对较低的基数，均有助于经济全年增长目标的实现。我们认为，从当前的数据表现来看，经济内在动力仍需加强，以巩固当前经济恢复向好的趋势，托底经济政策仍需维持，积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。中国经济信心正在恢复。中国货币环境宽松格局不会改变，降息或降准未来仍然可期待。

■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：11 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产明显提速	3
2.2 汽车生产加快增长	4
2.3 国债增发有望助力基建	4
2.4 地产跌势有所缓解	5
2.5 消费继续反弹.....	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 经济回升向好趋势延续	7
3.2 市场延续波动中回暖态势	7
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 政策强化，经济巩固.....	8
5 风险提示：	8

图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本期经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：11 月份宏观数据公布

工业生产明显加快。11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.6%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，11 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.87%。1—11 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.3%。

固定资产投资企稳。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%。其中，制造业投资增长 6.3%，增速比 1—10 月份加快 0.1 个百分点。从环比看，11 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.26%。1—11 月份，民间固定资产投资 235267 亿元，同比下降 0.5%。

消费继续加快恢复。11 月份，社会消费品零售总额 42505 亿元，同比增长 10.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 38191 亿元，增长 9.6%。

表 1：本期经济数据增速（%）

	本期值	前值	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	6.6	4.6	5.7
固定资产投资（不含农户，累计）	2.9	2.9	2.9
社会消费品零售（当月）	10.1	7.6	12.6

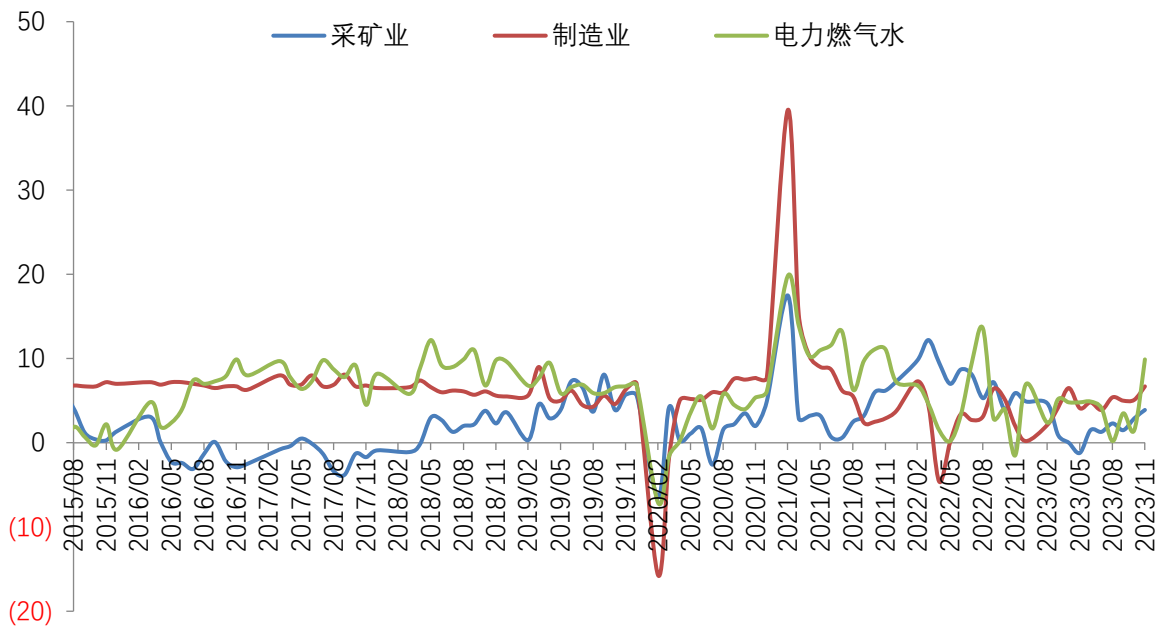
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产明显提速

11 月工业生产继续加快，较上月回升 2 个百分点，并大幅超出市场预期。分三大门类看，11 月份，采矿业增加值同比增长 3.9%，制造业增长 6.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.9%。三大门类产业整体均有所回升，其中公共事业回升幅度较大。从产量的增速来看，原煤、原油均有所增长，带动了采矿业的回升；制造业方面，化纤、钢材、水泥、工业机器人、汽车、计算机、手机均有不同程度的回升，汽车尤为显著；天然气、发电量均明显回升，带动了公共事业生产的加快。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

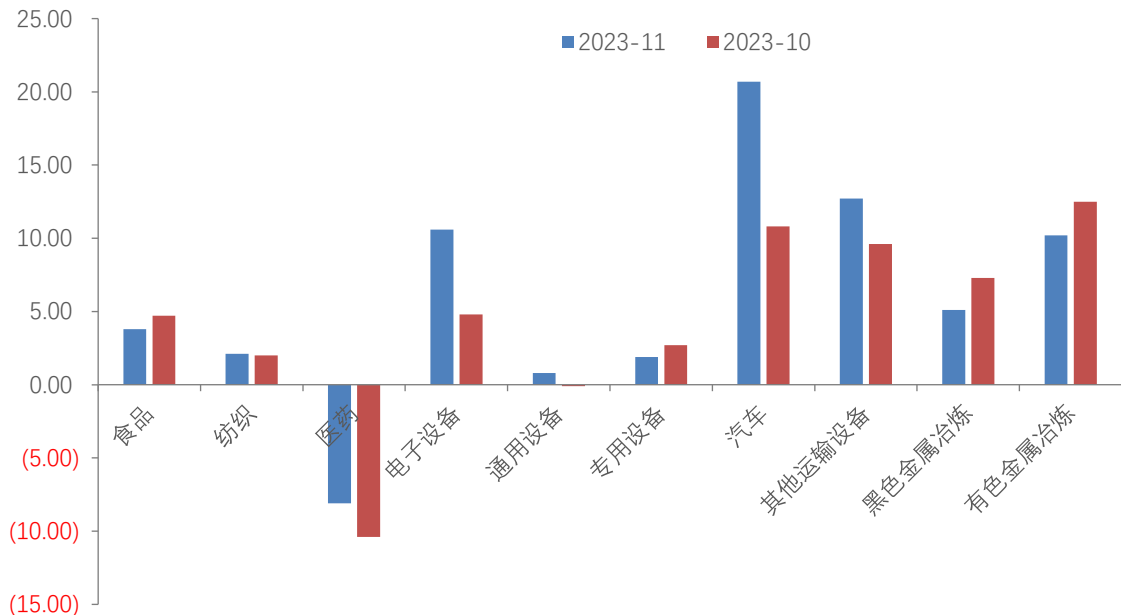


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 汽车生产加快增长

分行业看，纺织、医药、电子设备、通用设备、汽车、其他运输设备均有不同程度回升，其中汽车增长显著。而食品、专用设备、黑色金属冶炼、有色金属冶炼增长则有所回落。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

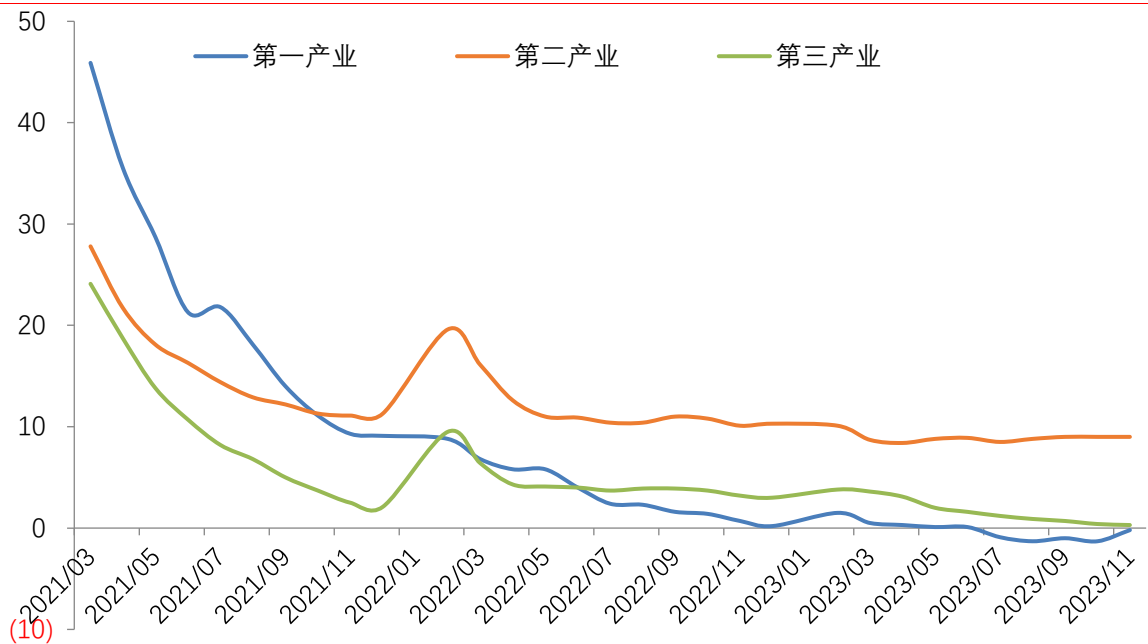
2.3 国债增发有望助力基建

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%，止跌企稳。其中，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%。第一产业投资跌幅收窄，转正在即，第二产业投资增长持平上月，第三产业投资增长略有回落。

分项来看，基建投资继续小幅回落，1 万亿新增国债即将发行，并且预计在 2023 年使用 5000 亿元，主要投向支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，也将有助于拉动基建投资的后续增长。本月制造业投资小幅回升，制造业投资呈现止跌企稳的走势，未来增长也有望趋稳。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）

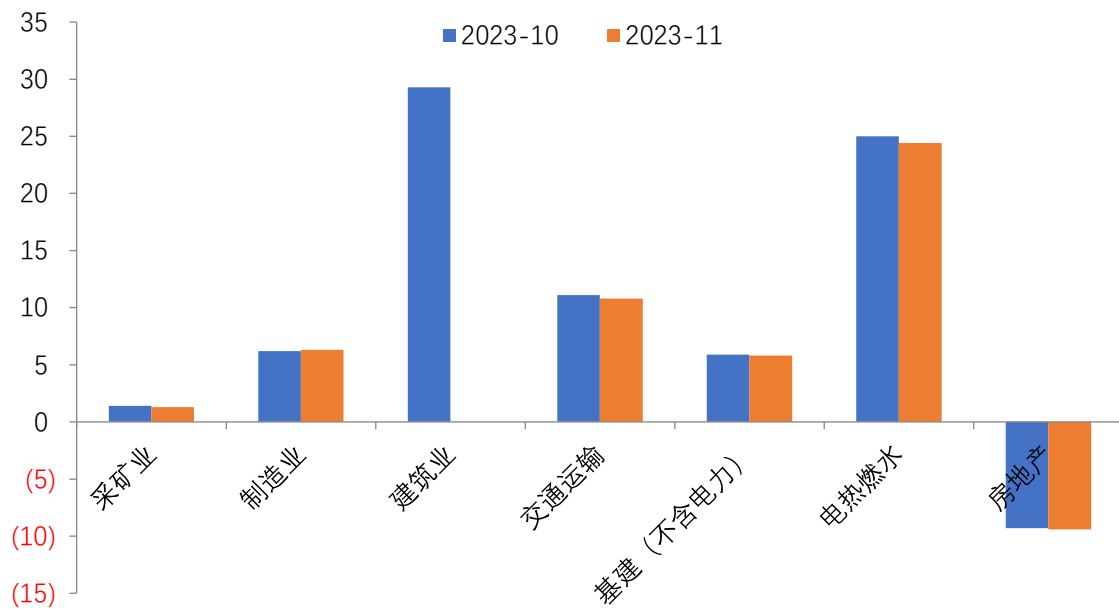


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 地产跌势有所缓解

1—11 月份，全国房地产开发投资 104045 亿元，同比下降 9.4%，跌幅虽仍在扩大，但下跌的势头已有所缓解。分项来看，地产销售面积继续跌幅扩大，需求仍然偏弱；供给端新开工、施工方面均有所改善，跌幅有所收窄。从房企开发资金的来源来看，房地产资金也有所改善，各项资金中自筹资金以及国内贷款继续呈现出跌幅收窄的态势。我们认为，虽然地产数据整体仍偏弱，但边际改善面扩大，伴随房地产市场调整优化政策措施落地见效，房地产投资有望逐步趋稳。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

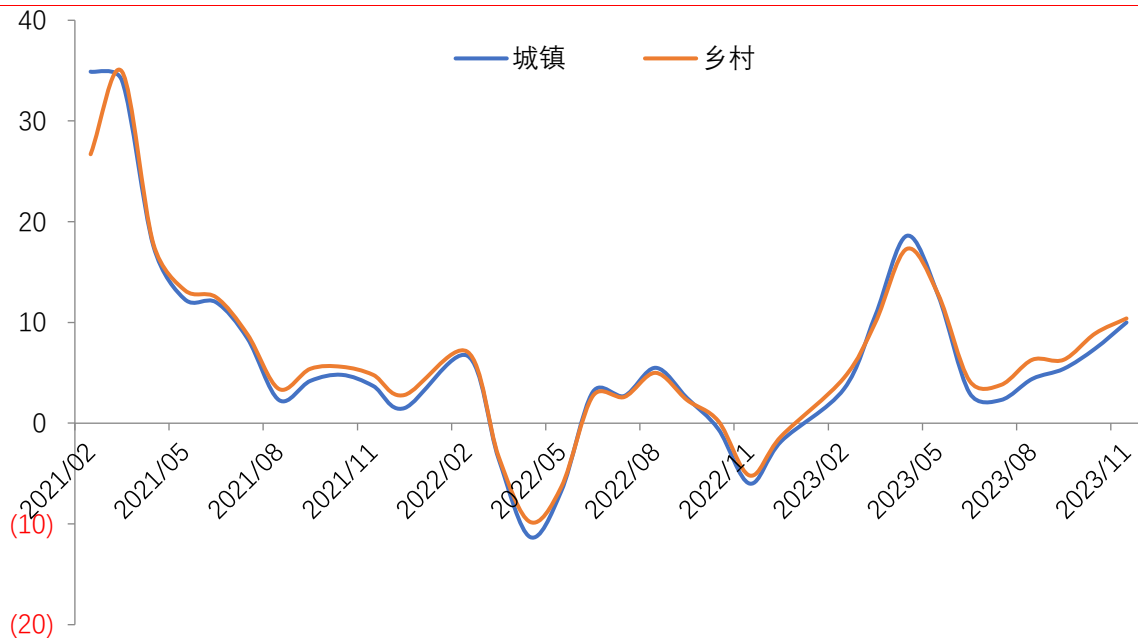


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 消费继续反弹

11 月份，社会消费品零售总额 42505 亿元，同比增长 10.1%，消费继续加快反弹，或受到促销以及去年低基数的影响。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 10.0%；乡村消费品零售额增长 10.4%。城乡消费均明显加快。

图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



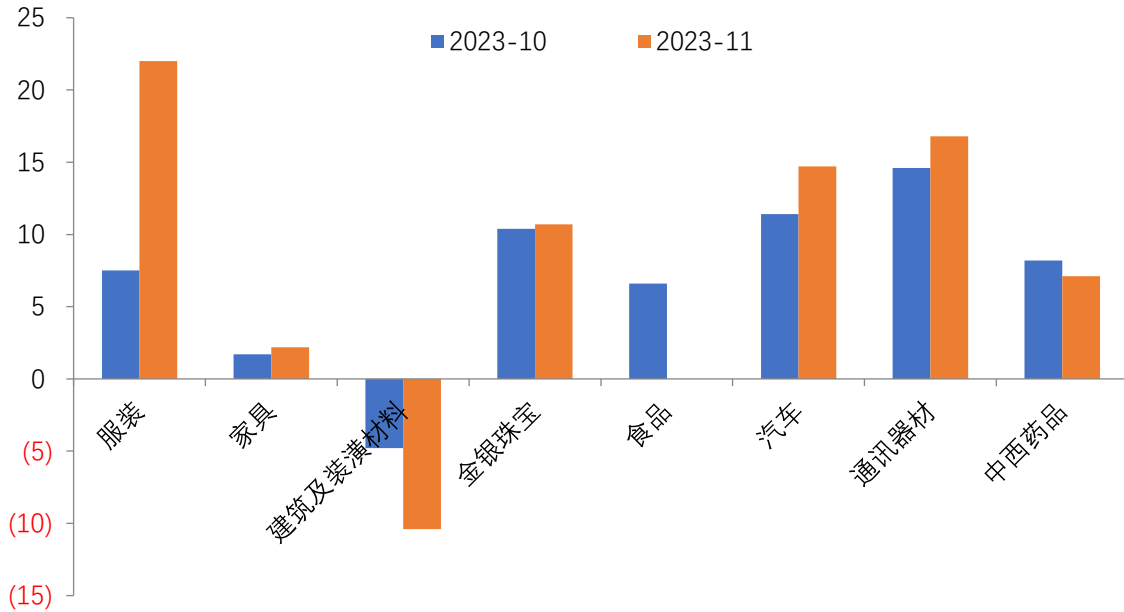
资料来源：Wind，上海证券研究所

在电商大促以及去年偏低的基数下，11 月消费增速一举超过 10%。主要商品消费中服装、家具、金银珠宝、汽车、通讯器材

请务必阅读尾页重要声明

均有不同程度的增长，建材降幅扩大，药品消费也有所下降。餐饮消费仍然强劲，增速突破 20%，表现持续好于商品消费。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 经济回升向好趋势延续

11 月经济延续了平稳改善的趋势，投资企稳，工业生产与消费均明显加快。作为经济成效综合体现的工业增长进一步提升表明中国经济整体运行的韧性。而作为经济第一增长动力的投资下滑在地产拖累下仍然保持了平稳。由于当前投资增长主要靠制造业和基建，有助于固定资本形成总额的上升。万亿国债的发行与使用也将有拉动后续基建的有效增长。地产虽仍偏弱，但边际改善面在扩大，伴随房地产市场调整优化政策措施落地见效，房地产投资有望逐步趋稳。在电商大促以及去年偏低的基数下，11 月消费增速一举超过 10%，但复苏力度还是低于市场预期。整体来看，根据中央经济工作会议的要求，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，以巩固和增强经济回升向好态势。

3.2 市场延续波动中回暖态势

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。在政策激励和经济韧性影响下，中国经济运行延续平稳态势不变，随着政策效应逐渐呈现，经济和资本市场运行或将演绎双回暖格局。

4 事件预测：趋势判断

4.1 政策强化，经济巩固

我们认为经济的平稳向好，以及去年四季度相对较低的基数，均有助于经济全年增长目标的实现。我们认为，从当前的数据表现来看，经济内在动力仍需加强，以巩固当前经济恢复向好的趋势，托底经济政策仍需维持，积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。中国经济信心正在恢复。中国货币环境宽松格局不会改变，降息或降准未来仍然可期待。

5 风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储政策超预期变动，均将对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。