

宏观数据点评

消费修复进入平稳期，新动能亟待加速培育——11月经济增长数据点评

2023年12月20日

【事项】

- ◆ 据国家统计局发布数据，2023年11月工业增加值同比增长6.6%，较10月提高2.0个百分点；2023年1-11月全国固定资产投资同比增长2.9%，较1-10月持平；2023年11月社会消费品零售总额同比增长10.1%，较10月份提高2.5个百分点。

【评论】

- ◆ **消费增速趋稳，经济增长模式或将转向消费和投资双引擎驱动。**11月社会消费品零售总额环比降低0.06%，年底消费季电商数据低迷也反映消费进一步增长面临阻力。预计在“形成消费和投资相互促进的良性循环”要求下，今年底明年初投资有望进入发力期，形成消费和投资相互促进的良性循环，共同承担稳增长任务。
- ◆ **工业生产恢复加快，供需错位问题仍待解决。**工业增加值同比增速进一步回升，但从供需关系上看，11月产品销售率97.4%，较前值持平，回升势头有所放缓。11月份制造业PMI数据显示，生产指数为50.7%，连续6个月位于扩张区间；新订单指数49.4%，连续2个月位于收缩区间。
- ◆ **地产继续探底，拖累投资增速。**制造业投资方面，政策持续支持叠加工业企业去库存周期接近尾声，制造业投资增速稳步上行。基建投资方面，地方专项债资金到位叠加特别国债下发，基建项目资金充足，明年一季度或迎来爆发期。房地产投资方面，领先指标预示短期下行压力仍大，同时房地产市场预期仍未扭转，楼市需求偏弱，库存升至历史高位。往后看，“三大工程”或为房地产未来发展方向，短期在“先立后破”要求下，托底政策大概率保持。
- ◆ **消费持续稳步复苏可期。**商品消费在低基数效应下增速继续回升，服务消费规模继续扩大，成为当前经济主要增长极。往后看，消费逐步从疫后恢复转向持续扩大，增速趋于平缓，且居民对未来经济和收入预期偏谨慎，预防性储蓄意愿仍强，或导致居民边际消费倾向的改善仍偏慢，后续社零修复不宜高估。

【风险提示】

- ◆ 地缘政治冲突恶化风险
- ◆ 海外经济体衰退风险外溢



挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

联系人：李嘉文

电话：021-23586458

相关研究

《盘活存量资金或为后续货币政策关键——11月货币数据点评》

2023.12.18

《加息周期结束，市场交易联储转向——美联储12月议息会议点评》

2023.12.15

《制造业PMI延续收缩，市场需求不足待解决——11月PMI数据点评》

2023.12.04

《节假日因素致PMI波动，经济企稳向好趋势不变——10月PMI数据点评》

2023.11.02

1. 消费投资良性循环待疏通，经济修复亟需新增长极
2. 工业增加值：新能源车产业链维持高景气
3. 投资：地产探底、制造业基建托底格局未变
 - 3.1 新能源和汽车行业带动下，制造业投资保持韧性
 - 3.2 基建仍在蓄势，发力期或者明年一季度
 - 3.3 房地产投资仍处于调整期
4. 消费：低基数效应下录得高速增长

正文目录

1. 消费投资良性循环待疏通，经济修复亟需新增长极.....	3
2. 工业增加值：新能源车产业链维持高景气.....	4
3. 投资：地产探底、制造业基建托底格局未变.....	5
3.1 新能源和汽车行业带动下，制造业投资保持韧性.....	5
3.2 基建仍在蓄势，发力期或者明年一季度.....	6
3.3 房地产投资仍处于调整期.....	7
4. 消费：低基数效应下录得高增长.....	8

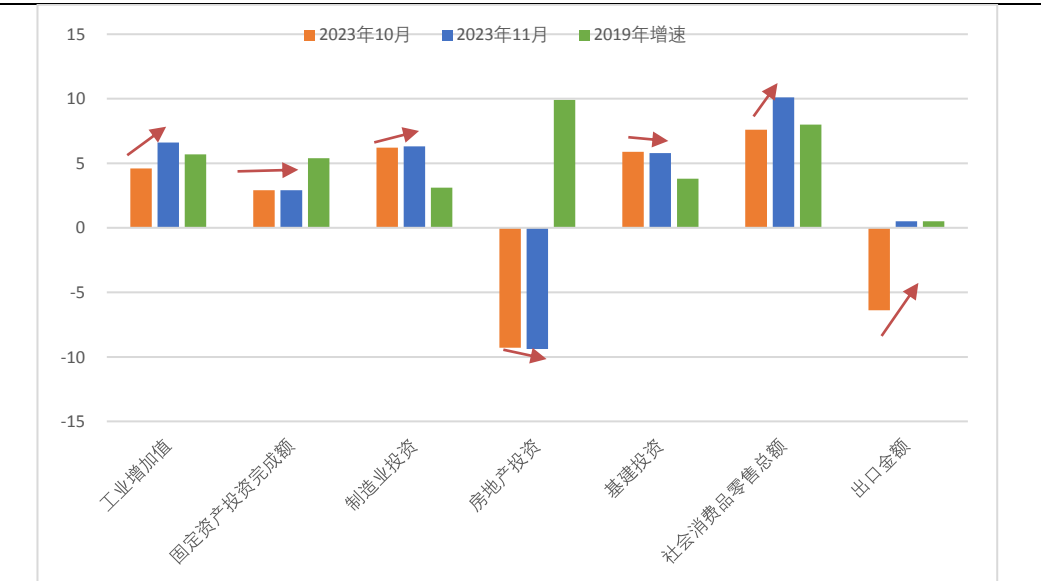
图表目录

图表 1：主要经济动能变化情况.....	3
图表 2：工业增加值同比增速回升.....	4
图表 4：11月主要工业产品产量同比增速（%）.....	4
图表 4：固定资产投资三大类.....	5
图表 5：1-11月细分行业制造业投资累计同比增速（%）.....	6
图表 6：2023年专项债基本发行完毕.....	6
图表 7：国有土地出让收入持续下降.....	6
图表 8：竣工面积与新开工面积分化.....	7
图表 9：商品房库存升至高位.....	7
图表 10：领先指标预示房地产投资仍有下行压力.....	7
图表 11：各线城市住宅价格全面下行.....	7
图表 12：社零增速平稳回升.....	8
图表 13：企业消费和地产链是当前薄弱环节.....	8

1. 消费投资良性循环待疏通，经济修复亟需新增长极

社零环比转负，消费由“填坑”模式转向“爬坡过坎”模式，后续增速或趋于平稳。11月社会消费品零售总额环比降低0.06%，年底消费季电商数据低迷也反映消费进一步增长面临阻力，根据星图数据显示，“双十一”期间综合电商平台、直播电商平台累积销售额为11386亿元，同比增长2.08%。随着四季度低基数效应逐步消退，后续消费增速回落是大概率事件，对经济的支持减弱。

图表 1：主要经济动能变化情况



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

“形成消费和投资相互促进的良性循环”要求下，今年底明年初投资有望进入发力期。今年三季度最终消费支出对经济增长贡献率提升，达到94.8%，拉动GDP增长4.6个百分点，是经济修复的最主要动能。后续随着消费增速回归平稳，亟待投资加大发力，形成消费和投资相互促进的良性循环，共同承担稳增长任务。

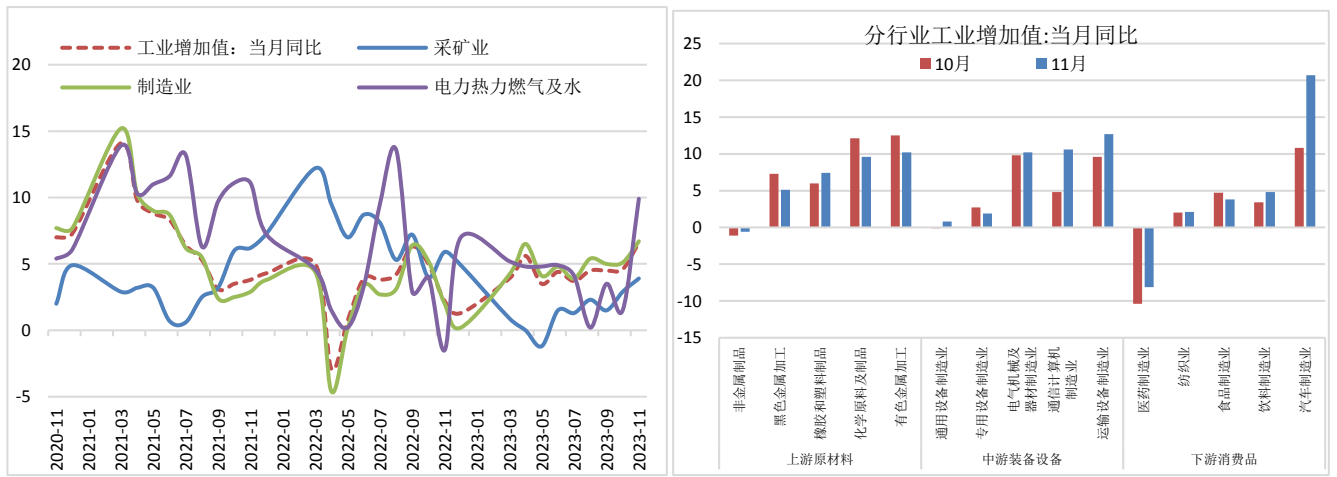
跨周期调节思路下，完成今年经济增速目标压力不大，或把更多的政策空间留给明年。今年政府工作报告设定年内GDP增长5%左右的目标，前三季度实际GDP同比增长5.2%，四季度在去年低基数效应下，大概率超额完成年初制定目标。近期，多家国际组织和金融机构上调了中国经济的预期，如经合组织调高到5.2%，国际货币基金组织调高到5.4%。我们认为，明年初增长压力相对较大，前期特别国债等政策有望加速生效，投资增速反弹可期。

2. 工业增加值：新能源车产业链维持高景气

上游行业受益于大宗商品价格回升，工业增加值增速领先。11月份工业增加值同比增长6.6%，增速较上月高2.0个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业增加值分别同比增长3.9%、6.7%、9.9%，较10月份提高1.0、1.6、8.4个百分点。分行业看，汽车制造业增加值同比增长20.7%，在所有行业中领先。主要工业产品产量方面，发电设备、太阳能发电量、风力发电量、新能源汽车等同比增长超过30%。

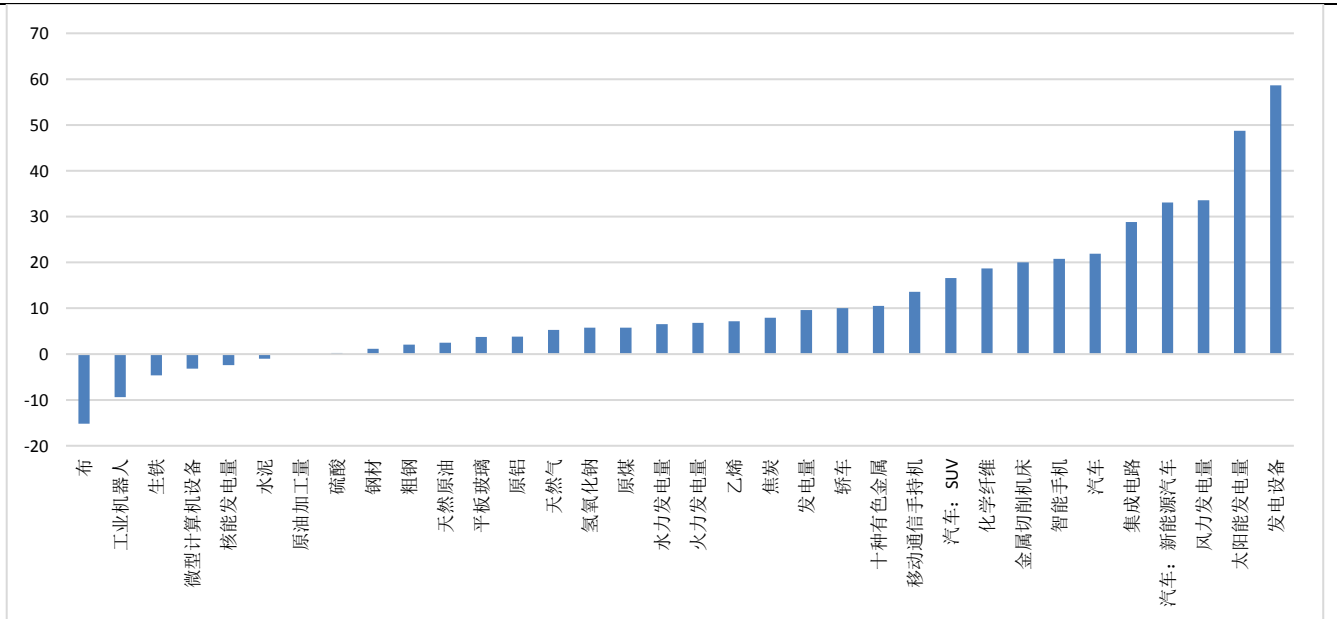
部分行业产能过剩压力较大，工业增加值后续增速取决于需求端恢复情况。11月产品销售率97.4%，较前值持平，回升势头有所放缓。11月份制造业PMI数据显示，生产指数为50.7%，连续6个月位于扩张区间；新订单指数49.4%，连续2个月位于收缩区间，反映当前供需错配问题仍待解决。

图表 2：工业增加值同比增速回升



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 11 月

图表 3：11 月主要工业产品产量同比增速 (%)

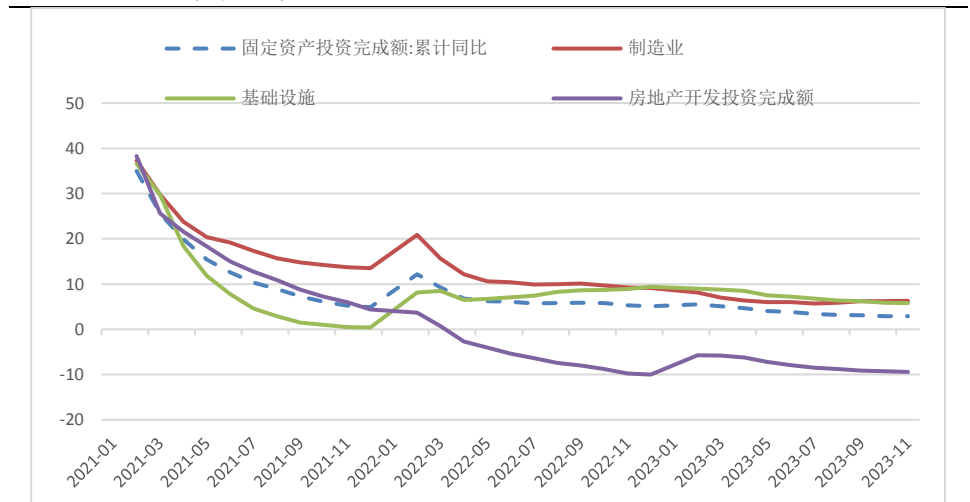


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

3. 投资：地产探底、制造业基建托底格局未变

1-11 月固定资产投资三大支柱中，制造业投资同比增长 6.3%，增速较 1-10 月份提高 0.1 个百分点；不含电力的基础设施投资同比增 5.8%，增速较 1-10 月份降低 0.1 个百分点；房地产投资同比下降 9.4%，降幅较 1-10 月扩大 0.1 个百分点。

图表 4：固定资产投资三大类



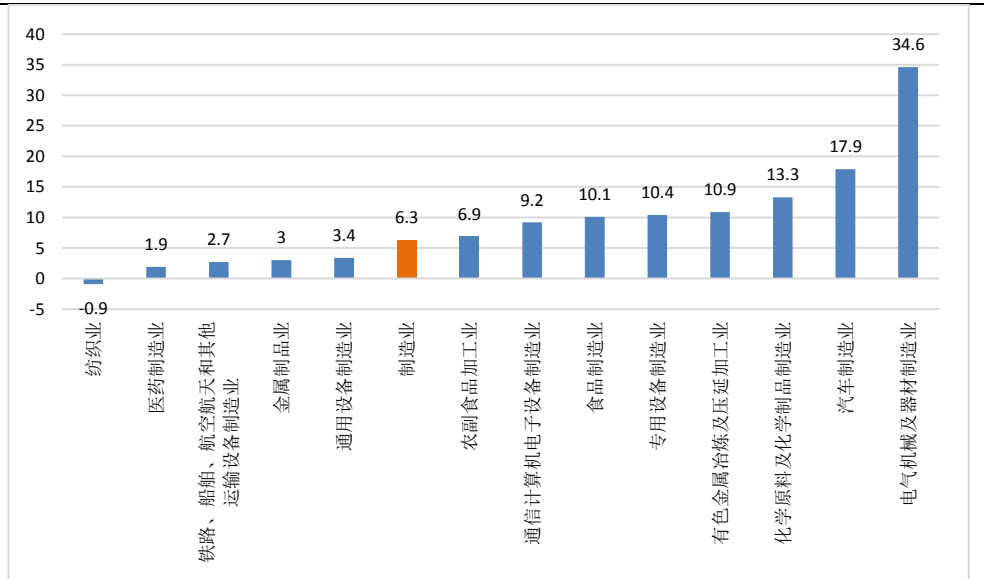
资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年11月

3.1 新能源和汽车行业带动下，制造业投资保持韧性

新能源、汽车产业链保持高增长。受益于产业政策支持，国内高技术制造业录得高增长，1-11 月高技术制造业投资同比增长 10.5%，其中航空、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%。此外，国内外新能源、汽车等相关行业需求上行，相关领域制造业投资同比持续高增，如电气机械及器材制造业（主要为新能源设备、电池）同比增长 34.6%，汽车制造业同比增长 17.9%，增速在各行业中领先。

往后看，政策持续支持叠加工业企业去库存周期接近尾声，制造业投资增速有望进一步回升。国内工业企业利润、PPI、产成品存货分别于 2023 年 2 月、6 月、7 月见底，后续工业企业经营效益趋于改善，制造业投资意愿增强，我们预计年内制造业投资增速将呈回升趋势。

图表 5: 1-11 月细分行业制造业投资累计同比增速 (%)



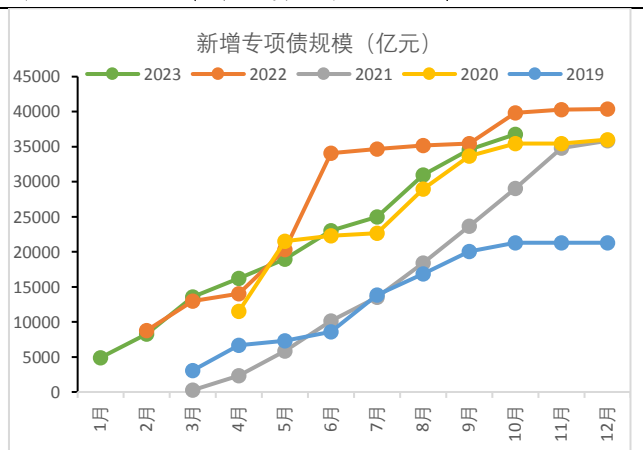
资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所

3.2 基建仍在蓄势, 发力期或者明年一季度

地方专项债资金到位叠加特别国债下发, 基建项目资金充足。一方面, 2023 年下半年以来, 专项债发行明显提速, 截至 10 月末, 新增专项债已发行 36782 亿元, 按照全年 3.8 万亿元的新增专项债限额计算, 发行进度已超过 95%, 基建项目资金相对充裕。另一方面, 万亿国债增发继续对基建增速形成支撑。预计随着财政资金加快投入使用, 将带动基建增速明显回升, 考虑到年底项目开工概率偏低, 基建大幅发力期可能在明年一季度。

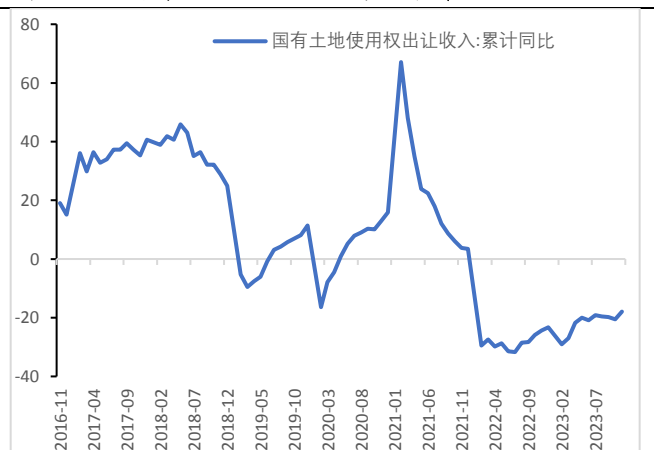
土地市场低迷和地方化债推进均对基建投资增速形成一定的制约, 基建增速反弹幅度不宜高估。地方政府是基建项目的主要推手, 其资金高度依赖国有土地出让收入, 2023 年 1-11 月, 国有土地使用权出让收入累计同比下降 17.9%, 较峰值水平大幅缩水, 影响地方财政对基建的支持力度。此外, 随着一揽子化债方案出台, 在剥离政府融资职能的大趋势下, 城投新增融资用于政府投资的规模将明显受限, 对基建的支持亦减弱。

图表 6: 2023 年专项债基本发行完毕



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023-10

图表 7: 国有土地出让收入持续下降

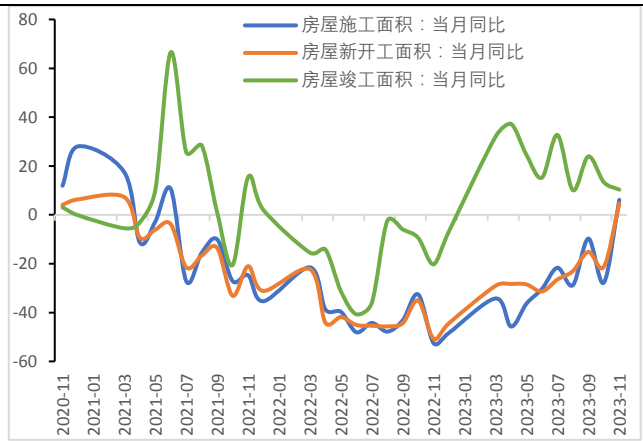


资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023-11

3.3 房地产投资仍处于调整期

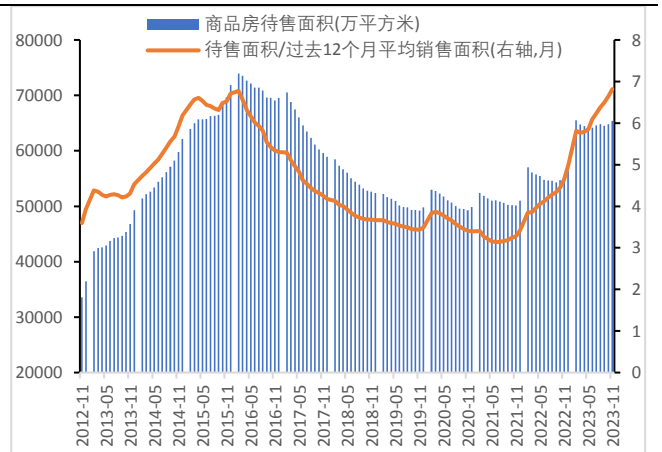
楼市继续被动补库存。11 月份房屋施工、新开工、竣工面积同比增速分别为 6.12%、4.67%、10.30%，2021 年二季度以来，竣工面积同比增速持续高于施工面积和新开工面积，反映当前房地产投资主要为存量项目贡献，增量需求有限，房企开发新项目意愿偏弱。同时，房地产市场消化库存能力不足，进一步拉长商品房库存去化周期。11 月份商品房待售面积 65385 万平方米，较去年同期提高 10182 万平方米，按过去 12 个月的平均销售速度，库存去化周期为 6.8 个月，创有记录以来新高。

图表 8：竣工面积与新开工面积分化



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-11

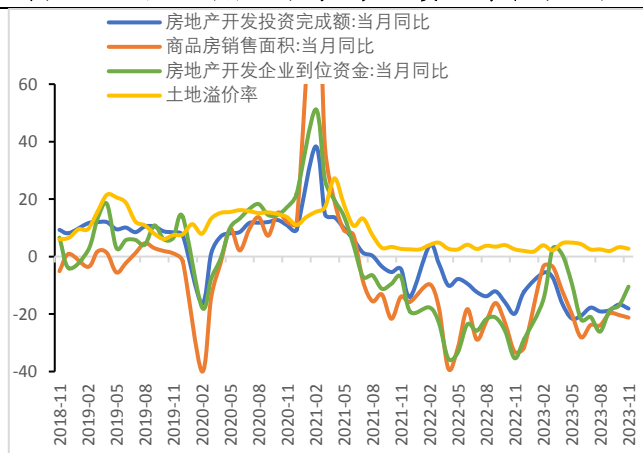
图表 9：商品房库存升至高位



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-11

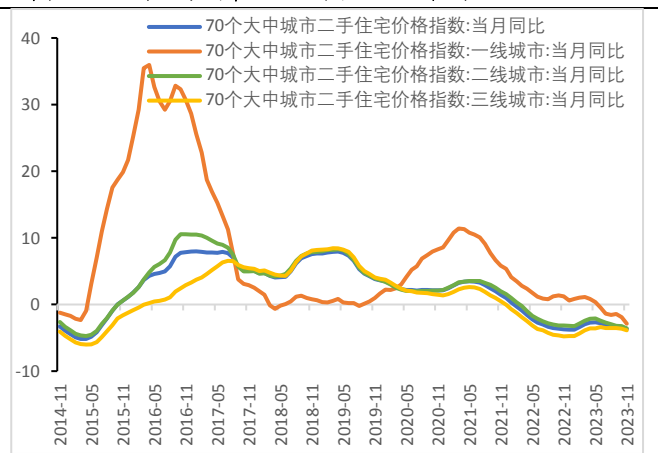
从领先指标看，房地产投资拐点未至，短期下行压力仍较大。一是商品房市场量价齐跌，11 月当月，商品房销售面积、销售额同比减少 21.3%、16.9%；70 个大中城市二手住宅价格指数同比下降 3.7%，一线、二线、三线城市住宅价格不同程度下行。二是土地交易市场继续低迷，11 月份 100 大中城市成交土地溢价率为 2.7%，处于历史较低水平。三是房地产开发企业信贷需求偏弱，11 月份房地产开发企业到位资金同比降低 10.5%。根据历史经验，楼市、土地市场、房企信贷领先于房地产投资，其相关指标读数偏低，预示房地产投资拐点未至。

图表 10：领先指标预示房地产投资仍有下行压力



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-11

图表 11：各线城市住宅价格全面下行



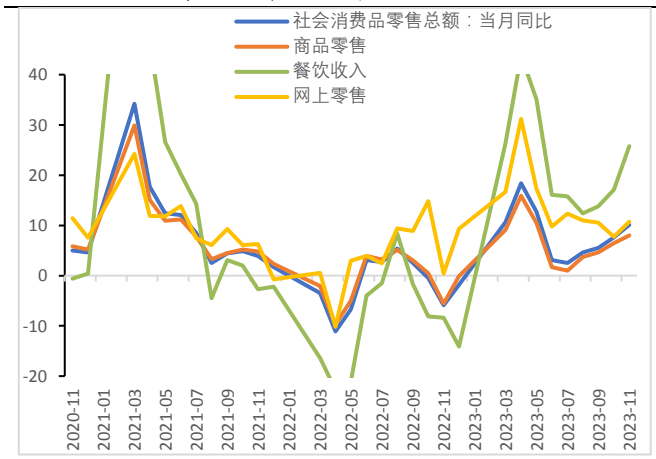
资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-11

“三大工程”或为房地产未来发展方向，短期在“先立后破”要求下，托底政策大概率保持。中央经济工作会议明确提出，“加快推进保障性住房建设、‘平急两用’公共基础设施建设、城中村改造等‘三大工程’。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式”，预计在房地产预期短期难扭转的背景下，“三大工程”将是主要发力点。

4. 消费：低基数效应下录得高增长

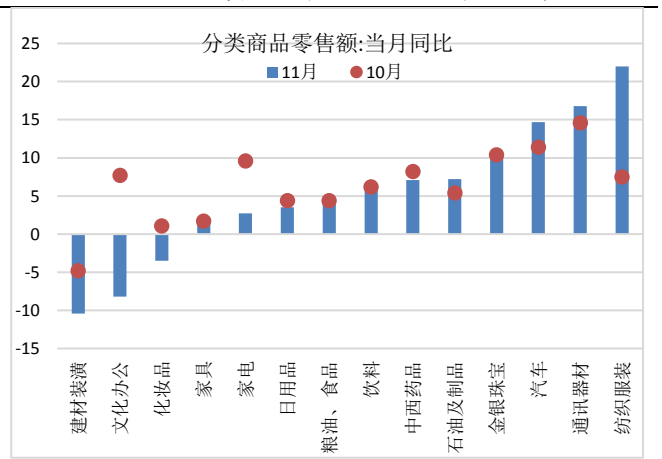
商品消费在低基数效应下增速继续回升。11月社会消费品零售总额同比增长10.1%，较10月份高2.5个百分点。其中，商品零售同比增长8.0%，较10月份高1.5个百分点；餐饮收入同比增长25.8%，较10月份高8.7个百分点。分行业看，建筑及装潢材料类、文化办公用品类、化妆品类零售额同比下降，其余商品同比增长，反映当前地产链需求和居民改善类需求有待提振。

图表 12：社零增速平稳回升



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023-11

图表 13：企业消费和地产链是当前薄弱环节



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023-11

服务消费是经济增长的重要支撑。今年以来经济社会全面恢复常态化运行，在一系列促消费政策作用下居民消费需求得到释放，服务消费规模继续扩大。1-11月份，服务零售额同比增长19.5%，比1-10月份加快0.5个百分点。

往后看，消费逐步从疫后恢复转向持续扩大，增速趋于平缓。今年底明年初，低基数效应将对社零增速保持高增长形成有利支撑；同时失业率整体下行，11月录得5.0%，也有利于形成“居民就业-收入-消费良性循环”。但从边际消费倾向看，11月社零环比录得负增长，居民对未来经济和收入预期偏谨慎，预防性储蓄意愿仍强，或导致居民边际消费倾向的改善仍偏慢，后续社零修复不宜高估。

【风险提示】

地缘政治冲突恶化风险
海外经济体衰退风险外溢

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。