



经济透视

中国 11 月整体宏观经济修复表现平稳

2023 年 12 月 15 日

分析员:姚少华博士

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshahua@abci.com.hk

- 中国 11 月主要宏观数据同比增速大多出现明显回升,主要因为去年同期因疫情原因导致的低基数。如果排除去年的低基数效应,中国经济的修复在 11 月只能说表现平稳。房地产市场的低迷以及整体物价水平出现下跌是经济复苏的主要障碍
- 11 月零售销售同比增长 10.1%, 高于 10 月 7.6% 的增幅。11 月工业增加值同比增长 6.6%, 亦高于 10 月 4.6% 的增速。城镇固定资产投资在今年首 11 个月同比增长 2.9%, 与首 10 个月的增速相同。从季调环比增速来看, 11 月单月城镇固定资产投资、零售销售以及工业增加值环比分别增长 0.26%、-0.06% 及 0.87%, 而 10 月份分别环比增长 0.12%、0.12% 以及 0.39%
- 整体来说, 11 月份的宏观数据显示中国经济复苏仍在继续, 但复苏动力不算强劲。所以宏观政策将继续以稳增长作为重点, 特别要关注房地产行业的疲弱。中央经济工作会议提出要积极稳妥化解房地产风险, 一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求, 促进房地产市场平稳健康发展。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”。为舒缓近期商业银行较紧的资金流动性, 以及为增发 1 万亿特别国债创造良好的发行条件, 今日中国人民银行进行 14500 亿元一年期 MLF 平价续做, 对冲今日到期的 6500 亿元一年期 MLF。人民银行通过 MLF 净投放 8000 亿元人民币, 为纪录以来新高。加上本次, 央行已经连续 13 个月超额续做 MLF。展望未来, 随着政策效应的持续释放, 经济修复动能有望继续转强, 加上去年第 4 季较低的基数, 我们预期今年第 4 季 GDP 同比增速有可能达到 5.5% 左右, 全年 GDP 预计增长 5.3%

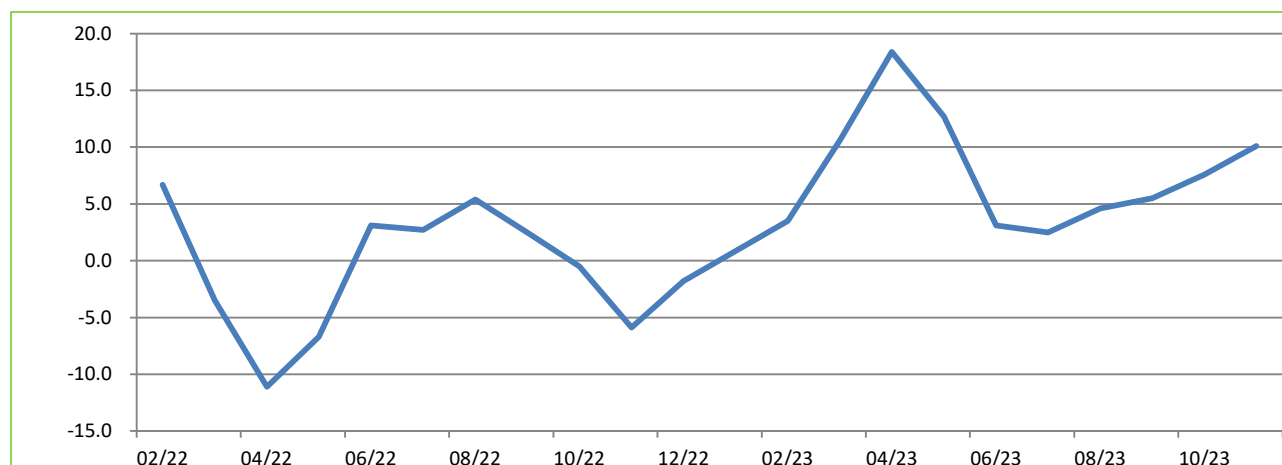
受益于去年同期因疫情原因导致的低基数, 中国 11 月主要宏观数据同比增速大多出现明显回升。但排除基数效应, 中国经济的修复在 11 月只能说表现平稳。当前房地产市场的低迷以及整体物价水平出现下跌是经济复苏的主要障碍。有见于经济的回升不算强劲, 下一阶段的宏观政策仍要坚持中央经济工作会议提出的坚持稳中求进、以进促稳、先立后破的总基调。

11 月零售销售同比增长 10.1%¹, 虽然大幅高于 10 月 7.6% 的增幅, 但低于市场预期的 12.5% 增幅 (图 1)。11 月工业增加值同比增速由 10 月的 4.6% 上升至 6.6%, 亦高于市场预期的 5.7% (图 2)。城镇固定资产投资在今年首 11 个月同比增长 2.9%, 与首 10 个月的增速相同, 略低于市场预期的 3.0% 的增速 (图 3)。分领域看, 首 11 个月基建投资增长 5.8%, 制造业投资增长 6.3%, 但房地产开发投资下降 9.4%。从季调环比增速来看, 11 月单月城镇固定资产投资、零售销售以及工业增加值环比分别增长 0.26%、-0.06% 及 0.87%, 而 10 月份分别环比增长 0.12%、0.12% 以及 0.39%。11 月单月城镇固定资产投资与工业增加值环比均实现增长并较 10 月增速加快, 但零售销售出现环比下跌, 说明 11 月单月消费表现较疲弱。

¹除另有指明外, 本报告列示的变动比率均为按年变化

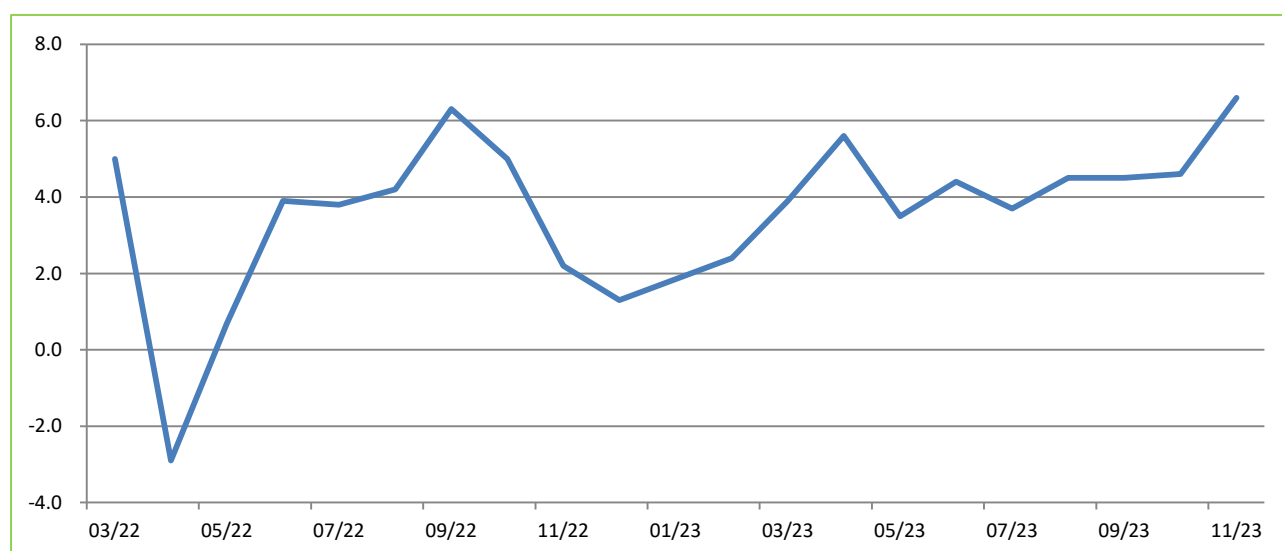


图 1：中国零售销售增长（%）



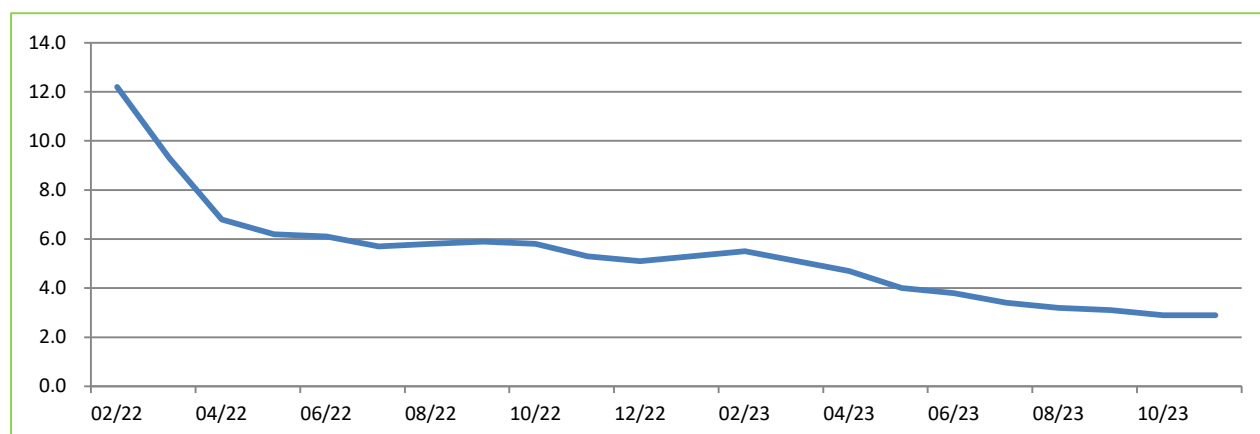
来源：国家统计局，农银国际证券

图 2：中国工业增加值实质增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券

图 3：中国城镇固定资产投资年初至今增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券



11 月的宏观数据有以下方面的关注点。首先，高技术产业增长强劲。11 月份，规模以上高技术制造业增加值同比增长 6.2%，比 10 个月加快 4.4 个百分点。其中，半导体器件专用设备制造、智能车载设备制造等行业增加值分别增长 36.1%和 92.2%。其次，新能源新材料产品较快增长。11 月份，新能源汽车、太阳能电池等新能源产品产量同比分别增长 35.6%和 44.5%，太阳能工业用超白玻璃、单晶硅等绿色材料产品产量分别增长 30%以上。

其次，受益于出口增速转正以及工业企业盈利状态改善，11 月工业增加值同比与环比增速均较 10 月加快。分行业看，11 月份同比增速较快的三个行业为汽车制造业（20.7%）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（12.7%）以及计算机、通信和其他电子设备制造业（10.6%）。分产品产量看，11 月份发电机组同比增长 57.8%，太阳能电池同比增长 44.5%，新能源汽车同比增长 35.6%，太阳能发电量同比增长 35.4%，集成电路同比增长 27.9%，上述产品产量增幅排名居前。总体上工业活动景气高的行业主要集中在电力、新能源汽车以及芯片制造业等领域。

第三，汽车行业在 11 月份增长强劲。11 月份汽车行业工业增加值同比增长 20.7%，较 10 月份 10.8%的增幅大幅上升。11 月份汽车产量增长 23.6%，亦较 10 月 8.5%的增速大幅上扬。11 月汽车零售销售增长 14.7%，而 10 月增长 11.4%。11 月份新能源汽车产量继续增加，11 月份新能源汽车产量同比增长 35.6%，环比增长 8.5%。

第四，11 月内需表现较疲弱。在去年 11 月较低基数下（整体投资仅增长 0.5%），根据我们的估算，今年 11 月单月整体投资同比仅增长 2.9%。特别是房地产投资表现尤为疲软，11 月单月房地产投资下跌 10.6%。虽然 11 月零售销售同比录得较快增长，但排除低基数效应，11 月零售销售环比下跌 0.06%，相比之下，10 月份环比上涨 0.12%。尤其是与房地产相关的零售销售尤其疲弱，11 月建筑与装潢材料类同比下跌 10.4%，跌幅较 10 月的 4.8%进一步加深。

第五，11 月份房地产行业整体仍未反弹。除房地产投资继续下跌外，房地产销售仍未改善。11 月单月房地产销售面积及金额分别下跌 10.3%和 8.6%，而 10 月分别下跌 11.0%和 8.1%。前 11 个月房地产的施工面积、新开工面积跌幅仍较大。前 11 个月施工面积同比下降 7.2%，前 11 个月新开工面积同比下降 21.2%。从资金来源看，前 11 个月房地产开发资金来源同比下降 13.4%。今日公布的 70 个大中城市新建商品住宅价格在 11 月同比下跌 0.7%，环比下跌 0.4%。

整体来说，11 月份的宏观数据显示中国经济复苏仍在继续，但复苏动力不算强劲。中央经济工作会议指出当前经济发展面临一些困难和挑战，主要包括有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。会议要求，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策。所以宏观政策将继续以稳增长作为重点，特别要关注房地产行业的疲弱。中央经济工作会议提出要积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。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”。为舒缓近期商业银行较紧的资金流动性，以及为增发 1 万亿特别国债创造良好的发行条件，今日中国人民银行进行 14500 亿元一年期 MLF 平价续做，对冲今日到期的 6500 亿元一年期 MLF。人民银行通过 MLF 净投放 8000 亿元人民币，为纪录以来新高。加上本次，央行已经连续 13 个月超额续做 MLF。展望未来，随着政策效应的持续释放，经济修复动能有望继续转强，加上去年第 4 季较低的基数，我们预期第 4 季 GDP 同比增速有可能达到 5.5%左右，全年 GDP 预计增长 5.3%。



权益披露

分析员，姚少华，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间的年复合增长率为 8.4%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183