

2025年12月15日

11月经济增速继续放缓且低于预期

——宏观数据观察

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758786

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

事件要点：

11月份，社会消费品零售总额同比增长1.3%，预期2.8%，前值2.9%，较前值下降1.6个百分点。全国规模以上工业增加值同比增长4.8%，预期5.0%，前值4.9%，较前值下降0.1%，略低于市场预期。1-11月固定资产投资-2.6%，预期-2.3%，前值-1.7%，降幅扩大0.9%且低于预期；其中，11月基建投资当月同比-9.7%，前值-8.9%，降幅较前值扩大0.8%；制造业投资当月同比-4.5%，前值-6.7%，降幅较前值缩窄2.2%；房地产开发投资当月同比增长-31.4%，降幅较上月扩大8.1%，商品房销售面积同比增长-17.9%，降幅较前值缩窄1.7%，商品房销售额同比增长-26.1%，降幅较前值扩大1.0%。

摘要：

- **11月经济增速继续放缓且低于预期。**中国11月消费同比增长1.3%、工业增加值同比增长4.8%、1-11月固定资产投资下降2.6%，11月经内需济数据整体继续放缓，其中投资降幅继续扩大且低于市场预期，消费增速继续回落但大幅低于市场预期，工业生产短期小幅放缓。目前需求端，短期投资端继续放缓。目前房地产政策刺激出台力度不大，房地产市场继续放缓筑底，房地产投资端由于严控增量政策仍旧偏弱；地方化债约束传统基建的项目储备和资金情况，基建投资继续放缓；制造业投资由于关税不确定性或部分影响企业投资意愿，大规模设备更新改造政策资金支持或也边际有所退坡以及反内卷抑制投资而继续放缓。国内商品需求整体放缓且不及市场预期。供给端，短期由于国外需求订单下降、工业企业开工率上升速度放缓，工业生产整体有所放缓。短期国内商品供需端呈需求偏弱供给仍旧偏充裕，但是“反内卷”政策预期持续深入，对内需型大宗商品价格仍有一定的支撑。此次公布数据大幅低于市场预期，短期利空内需型大宗商品市场；从政策方面来看，政策层面强调继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，在外部冲击减弱的情况下，四季度继续出台增量刺激政策的可能性在降低；但“反内卷”工作进入实质性推进阶段，中长期利好国内市场的回暖。海外方面由于美国贸易政策整体缓和，对经济的影响减弱，以及供给端的扰动增强，有色、能源等外需型商品价格继续表现出现较大分化，有色偏强、能化偏弱；贵金属由于美联储继续降息，对贵金属支撑增强。
- **工业生产增速小幅下降。**11月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.8%，预期5.0%，前值4.9%，较前值下降0.1%，略低于市场预期；主要由于外需订单放缓，工业企业开工率上升幅度放缓，工业生产增速小幅回落且略低于预期。分三大门类看，11月份，采矿

业增加值同比增长6.3%，制造业增长4.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.3%。由于发改委提出煤炭保供稳价，煤炭等采矿业生产有所加快；制造业由于国外需求订单放缓以及抢出口效应减弱，制造业等工业生产增速有所放缓；但是汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，以及计算机、通信和其他电子设备制造业等高端制造同比录得11.9%、11.9%和9.2%的大幅增长，增速仍旧较快。四季度随着美国补库需求有所减弱，国内工业生产增速整体可能继续回落但有望整体保持较高增速。

- **国内消费增速同比回落且不及市场预期。**11月份，社会消费品零售总额同比增长1.3%，预期2.8%，前值2.9%，较前值下降1.6个百分点。一方面消费品以旧换新政策退坡以及受到“以旧换新”政策效应边际走弱；另一方面汽车等去年下半年就受到政策提振的品类今年面临较高基数；此外，受今年“双11”促销前置的影响，短期社零向下压力整体加大。目前社零总额受以旧换新政策退坡影响增速进一步放缓，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、通讯器材、体育、娱乐用品类商品零售额分别增长-19.4%、-3.8%、-8.3%、20.6%，增速继续回落；但是服务类消费增长在服务消费政策支持下进一步加快，1-11月服务零售额累计同比5.4%，较前值上升0.1%。目前来看，短期消费品以旧换新政策持续退坡以及边际效用减弱，商品消费增速预计将继续回落；后期随着国内服务消费刺激政策继续落地显效以及居民财富效应的回升，国内整体消费将继续保持恢复回升态势。
- **固定资产投资增速降幅扩大。**1-11月固定资产投资-2.6%，预期-2.3%，前值-1.7%，降幅扩大0.9%且低于预期。其中，基建和房地产投资增速降幅均进一步扩大。
- **房地产销售降幅持稳但投资进一步走弱。**11月房地产开发投资当月同比增长-31.4%，降幅较上月扩大8.1%，商品房销售面积同比增长-17.9%，降幅较前值缩窄1.7个百分点，商品房销售额同比增长-26.1%，降幅较前值扩大1个百分点，主要由于去年“9.24地产新政”形成的高基数效应以及年内地产刺激政策较为温和所致。目前房地产增量政策出台较为谨慎，住房市场成交活跃度下降；投资由于需要严控增量以及销售端偏弱、整体降幅进一步扩大且仍旧偏弱。房地产开发资金来源方面，11月当月同比增长-32.6%，降幅扩大11.3%，资金来源压力仍旧较大。房地产新开工面积同比增长-27.7%，降幅较前值缩窄1.5%；施工面积累计同比增长-9.6%，降幅较上月扩大0.2%；竣工面积同比增长-25.4%，降幅较上月缩窄2.5%。目前房地产资金来源方面，由于销售端增速同比降幅整体扩大，销售回款增速整体大幅下降；新开工、施工端和竣工受房企资金问题仍旧较重、企业拿地情况不佳以及严控增量政策等原因整体仍然偏弱，而且由于去年基数较高，同比数据仍旧较低。目前房地产市场整体继续摸底调整，房地产景气度继续下降。

- **基建投资增速降幅扩大。**11月基建投资当月同比-9.7%，前值-8.9%，降幅较前值扩大0.8%。考虑到光伏抢装机行情结束后的持续回落，地方化债约束传统基建的项目储备和资金情况，基建投资增速整体继续回落。
- **制造业投资增速降幅有所收窄。**制造业投资当月同比-4.5%，前值-6.7%，降幅较前值收窄2.2%，由于去年基数效应较高以及反内卷导致的投资意愿下降而整体继续放缓。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高技术产业投资依旧保持较高增速；但是关税不确定性或部分影响企业投资意愿得拖尾效应，大规模设备更新改造政策资金支持也边际有所退坡，短期对制造业投资的影响仍旧还在。目前5000亿新型政策性金融工具接力支持，预计制造业投资增速或将有所支撑。未来一方面随着国家的“反内卷”且推动落后产能有序退出，制造业企业利润有望逐步筑底回暖以及大规模设备更新政策继续施行落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；另一方面，由于四季度美国补库需求可能放缓，短期制造业投资动力有所减弱。
- **对大宗商品的影响。**目前需求端，短期投资端继续放缓。目前房地产政策刺激出台力度不大，房地产市场继续放缓筑底，房地产投资端由于严控增量政策仍旧偏弱；地方化债约束传统基建的项目储备和资金情况，基建投资继续放缓；制造业投资由于关税不确定性或部分影响企业投资意愿，大规模设备更新改造政策资金支持也边际有所退坡以及反内卷抑制投资而继续放缓。国内商品需求整体放缓且不及市场预期。供给端，短期由于国外需求订单下降、工业企业开工率上升速度放缓，工业生产整体有所放缓。短期国内商品供需端呈需求偏弱供给仍旧偏充裕，但是“反内卷”政策持续深入，对内需型大宗商品价格仍有一定的支撑。此次公布数据大幅低于市场预期，短期利空内需型大宗商品市场；从政策方面来看，政策层面强调继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，在外部冲击减弱的情况下，四季度继续出台增量刺激政策的可能性在降低；但“反内卷”工作进入实质性推进阶段，中长期利好国内市场的回暖。海外方面由于美国贸易政策整体缓和，对经济的影响减弱，以及供给端的扰动增强，有色、能源等外需型商品价格继续表现出现较大分化，有色偏强、能化偏弱；贵金属由于美联储继续降息，对贵金属支撑增强。

图1 工业增加值当月同比增速数据



资料来源：东海期货研究所，Wind，同花顺 iFinD

图2 固定资产投资累计同比数据



资料来源：东海期货研究所，Wind，同花顺 iFinD

图3 制造业投资当月同比数据



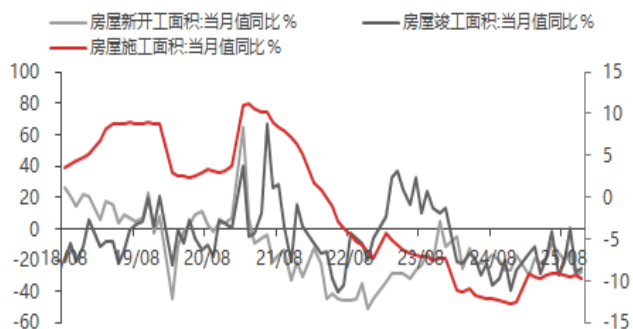
资料来源：东海期货研究所，Wind，同花顺 iFinD

图4 基建投资当月同比数据



资料来源：东海期货研究所，Wind，同花顺 iFinD

图5 房屋新开工/施工/竣工数据



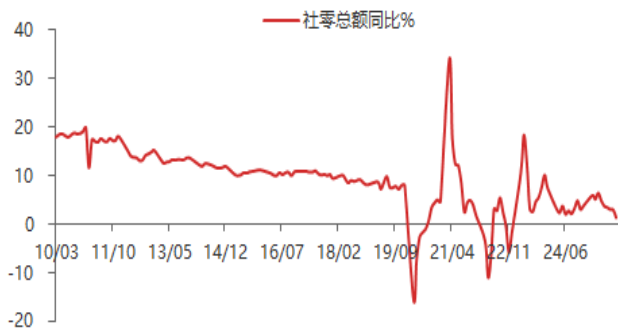
资料来源：东海期货研究所，Wind，同花顺 iFinD

图6 房地产开发投资及销售数据



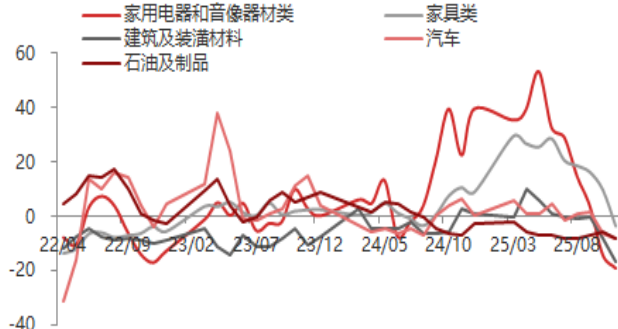
资料来源：东海期货研究所，Wind，同花顺 iFinD

图7 社会消费零售总额同比



资料来源：东海期货研究所，Wind，同花顺 iFinD

图8 消费分项数据



资料来源：东海期货研究所，Wind，同花顺 iFinD

以上文中涉及数据来自：Wind、同花顺 iFind，东海期货研究所整理。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn