



# 格林大华期货研究院专题报告

宏观国债研究员：刘洋

从业资格证号：F3063825

交易咨询证号：Z0016580

联系方式：[liuyang18036@greendh.com](mailto:liuyang18036@greendh.com)

格林大华期货交易咨询业务资格：

证监许可【2011】1288号

成文时间：2025年12月15日星期一



更多精彩内容请关注格林大华期货官方微信

## 11月消费投资低于预期

### 摘要

1-11月份，全国固定资产投资同比下降2.6%，市场预期下降2.2%，1-10月份为同比下降1.7%。分类来看，1-11月份广义基建投资（含电力）同比增长0.1%，市场预期1.5%，1-10月增长1.5%。1-11月份制造业投资同比增长1.9%，市场预期增长0.6%，1-10月增长2.7%。1-11月份，全国房地产开发投资同比下降15.9%，市场预期同比下降15.4%，1-10月下降14.7%。

1-11月份，新建商品房销售面积同比下降7.8%，1-10月份同比下降6.8%；1-11月份新建商品房销售额同比下降11.1%，1-10月同比下降9.6%。11月份，70个大中城市中一线城市二手住宅销售价格环比下降1.1%，降幅环比扩大0.2个百分点，房价继续筑底过程中。

11月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，市场预期增长5.0%，10月同比增长4.9%。11月制造业增加值同比增长4.6%，创年内新低，10月份增长4.9%。11月高技术制造业增加值同比增长8.4%，10月增长7.2%，1-11月份增长9.2%，去年全年8.9%，高技术制造业继续保持较快增长。

中国11月以美元计价出口金额同比增长5.9%，预估为增长3.0%，前值同比下降1.1%；进口同比增长1.9%，预估为增长2.9%，前值同比增长1.0%。中国1-11月出口金额累计同比增长5.4%，去年全年增长5.8%。今年以来中国出口保持强劲增长，得益于出口的多元化和中国产品国际竞争力的持续提高。

11月份，社会消费品零售总额同比增长1.3%，市场预期2.9%，10月同比增长2.9%。按消费类型分，11月份，商品零售额同比增长1.0%，前值2.8%；餐饮收入增长3.2%，前值3.8%。11月份社会消费品零售总额环比减少0.42%，10月调整后环比增加0.12%，去年11月环比增加0.32%。因为去年下半年以旧换新政策推出后家电等产品增长较快、去年同期基数较高，以及今年部分省份部分品类补贴退坡，11月家电类同比降幅较大。11月建筑及装潢材料类和家具类的同比下降与房地产销售的同比回落有关。

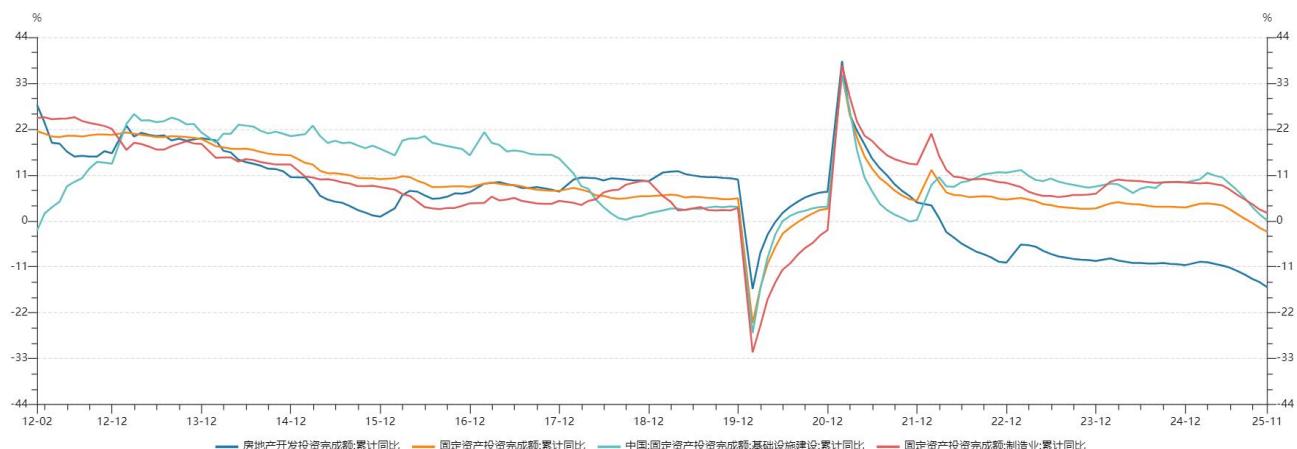
11月份，全国服务业生产指数同比增长4.2%，创年内低点，10月份同比增长4.6%。11月份，全国城镇调查失业率为5.1%，与上月持平，比上年同期高0.1个百分点。

11月固定资产投资增速和社零增长均低于市场预期。11月出口增速超市场预期。11月份，规模以上工业增加值同比增长低于市场预期，11月服务业生产指数同比增速较10月回落0.4个百分点。11月国内房地产销量同比和房价继续下行，12月上旬的数据也表现如此。截至今年10月底，5000亿元新型政策性金融工具已全部完成投放，11月的投资数据未表现出明显改观。中美在10月末元首会晤之后，不断拉长合作清单、压缩问题清单，相对稳定的国际环境有利于中国出口。出口信心稳定则有利民间投资增长。



12月15日国家统计局公布11月主要宏观经济数据。1-11月份，全国固定资产投资同比下降2.6%，市场预期下降2.2%，1-10月份为同比下降1.7%。分类来看，1-11月份广义基建投资（含电力）同比增长0.1%，市场预期1.5%，1-10月增长1.5%，2024年同比增长9.2%。1-11月份狭义基建投资（不含电力）同比下降1.1%，1-10月下降0.1%，2024年全年同比增长4.4%。1-11月份制造业投资同比增长1.9%，市场预期增长0.6%，1-10月增长2.7%，2024年同比增长9.2%。1-11月份，全国房地产开发投资同比下降15.9%，市场预期同比下降15.4%，1-10月下降14.7%，2024年同比下降10.6%。1-11月份民间固定资产投资同比下降5.3%，1-10月同比下降4.5%。从单月数据来看，11月制造业投资同比下降4.5%，前值同比下降6.7%；11月狭义基建投资（不含电力）同比下降9.7%，前值同比下降8.9%。11月份，全国固定资产投资环比下降1.03%，10月份修正后环比下降1.51%，国家统计局修正后的环比数据显示全国固定资产投资连续第十个月环比下降。11月固定资产投资降幅超过市场预期，新型政策性金融工具带动投资扩张的作用未明显体现。

图1 全国固定资产投资完成额累计同比



数据来源：Wind、格林大华研究院

1-11月份，新建商品房销售面积78702万平方米，同比下降7.8%，1-10月份同比下降6.8%；1-11月份新建商品房销售额75130亿元，下降11.1%，1-10月同比下降9.6%。11月全国新房销售面积和销售金额同比继续较大幅度下降。



今年一季度30大中城市的商品房日均成交面积23.6万平米，同比增长2.5%。二季度30大中城市的商品房日均成交面积26.5万平米，同比下降7.9%。三季度30大中城市商品房日均成交面积日均成交面积22万平米，同比下降8%。10月30大中城市的商品房日均成交面积24万平米，同比下降27%；11月日均成交面积26万平米，同比下降33%；12月1-14日均成交面积27万平米，同比下降35%。四季度日均成交面积绝对值并不低，同比下降幅度扩大是因为去年同期基数较高。全国商品房销售仍在磨底过程中。

11月份，70个大中城市中一线城市二手住宅销售价格环比下降1.1%，降幅比上月扩大0.2个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别下降1.3%、0.8%、1.2%和1.0%。二线城市二手住宅销售价格环比下降0.6%，降幅与上月相同。三线城市二手住宅销售价格环比下降0.6%，降幅收窄0.1个百分点。最新数据显示住宅销售价格仍在筑底过程中。

11月份，房地产开发企业到位资金6292亿元，同比下降32.6%，10月同比下降21.4%。其中11月自筹资金2209亿元，同比下降30.8%，10月下降17.7%；11月国内贷款来源989亿元，同比下降8.1%，10月同比下降7.3%；11月定金及预收款同比下降42.1%，前值25.7%，11月个人按揭贷款同比下降35.5%，前值30.1%。

11月房屋新开工面积同比下降28%，10月同比下降29%，1-11月份同比下降20.5%，2024年同比下降23.0%。11月房屋竣工面积同比下降25%，10月同比下降28%，1-11月份同比下降18%，2024年同比下降27.7%。1-11月份房屋施工面积累计同比下降9.6%，1-10月为同比下降9.4%，去年全年同比下降12.7%。

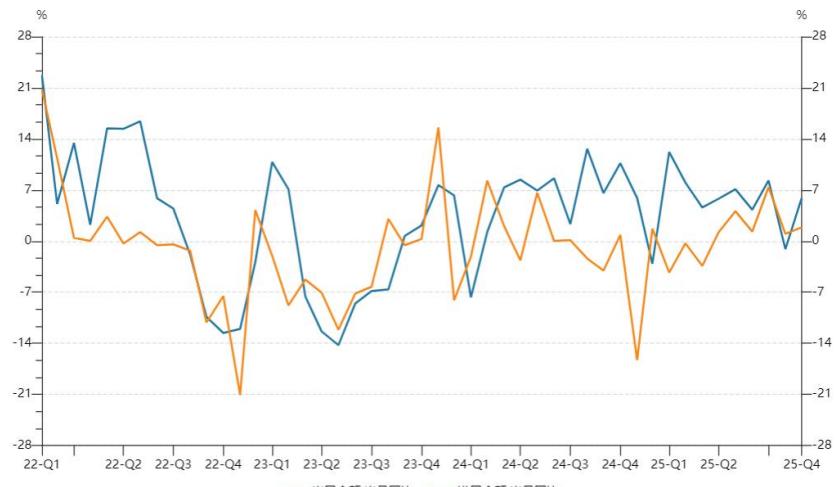
11月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，市场预期增长5.0%，10月同比增长4.9%，1-11月份规模以上工业增加值累计同比增长6.0%，2024年全年同比增长5.8%。分三大门类看，11月采矿业增加值同比增长6.3%（10月份增长4.5%，去年全年同比增长3.1%），制造业增长4.6%年内新低（10月份增长4.9%，去年全年同比增长6.1%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.3%（10月份增长5.4%，去年全年同比增长5.3%）。11月高技术制造业增加值同比增长8.4%，10月增长7.2%，1-11月份增长9.2%，去年全年8.9%，高技术制造业继续保持较快增长。11月份增长较快的行业有，汽车制造业增长11.9%（10月份16.8%，去年9.1%），铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长11.9%（10月份15.2%，去年10.9%），计算机、通信和其他电子设备制造业增长9.2%（10月份8.9%，去年11.8%），通用设备制造业增长7.5%（10月份6.9%，去年3.6%），煤炭开采和洗选业7.5%（10月份6.5%，去年2.6%），化学原料和化学



制品制造业增长6.7%（10月份7.1%，去年8.9%）。11月份，规模以上工业企业产品销售率为96.5%，较上年同期低0.6个百分点，较2019年11月的98.0%低1.5个百分点；今年10月份为96.4%（同比低0.9个百分点）。

中国11月以美元计价出口金额同比增长5.9%，预估为增长3.0%，前值同比下降1.1%；进口同比增长1.9%，预估为增长2.9%，前值同比增长1.0%；贸易顺差1116.8亿美元，前值贸易顺差900.7亿美元。中国1-11月出口金额累计同比增长5.4%，去年全年增长5.8%；1-11月进口金额累计同比下降0.6%，去年全年同比增长1.0%。11月份中国出口东盟同比增长8.2%，10月11%；（1-11月13.7%，去年全年12%）。11月中国出口欧盟同比增长14.8%，10月0.9%；（1-11月8.1%，去年全年3.0%）。11月中国出口美国同比下降28.6%，10月下降25.2%；（1-11月-18.9%，去年全年4.9%）。11月中国出口增长超预期，今年以来中国出口保持强劲增长得益于出口的多元化和中国产品国际竞争力的持续提高。

图2 中国进出口当月同比



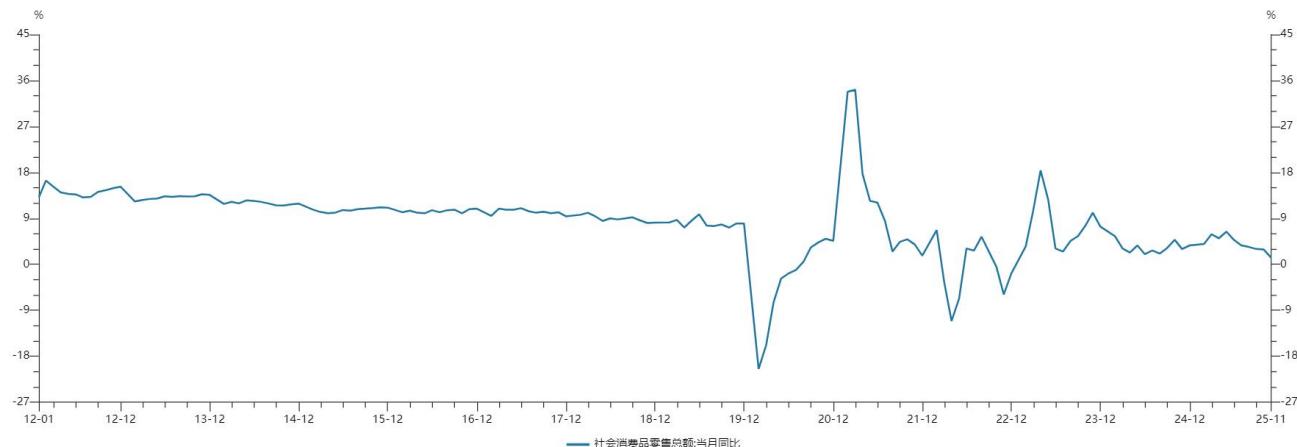
数据来源：Wind、格林大华研究院

11月份，社会消费品零售总额43898亿元，同比增长1.3%，市场预期2.9%，10月同比增长2.9%。按消费类型分，11月份，商品零售额37841亿元，同比增长1.0%，前值2.8%；餐饮收入6057亿元，增长3.2%，前值3.8%。11月份社会消费品零售总额环比减少0.42%，10月调整后环比增加0.12%，去年11月环比增加0.32%。1-11月份社会消费品零售总额同比增长4.0%，增速较1-10月4.3%回落0.3个百分点，去年全年增长3.5%。



11月限额以上单位商品零售额中同比增长较快的类别有，通讯器材类增长20.6%（前值23.2%），文化办公用品类增长11.7%（前值13.5%），金银珠宝类增长8.5%（前值37.6%），化妆品类增长6.1%（前值9.6%），粮油食品类商品零售额增长6.1%（前值9.1%）。11月限额以上单位商品零售额中同比下降较快的类别有，家用电器和音像器材类商品零售额同比下降19.4%（前值下降14.7%），建筑及装潢材料类同比下降17.0%（前值下降8.3%），汽车类同比下降8.3%（前值下降6.6%），石油及制品类同比下降8.0%（前值下降5.9%），家具类同比下降3.8%（前值9.6%），烟酒类同比下降3.4%（前值增长4.1%）。11月限额以上单位商品体育娱乐用品类零售额增长0.4%（前值10.1%），日用品类商品同比下降0.8%（前值7.4%）。因为去年下半年以旧换新政策推出后家电等产品增长较快、去年同期基数较高，以及今年部分省份部分品类补贴退坡，11月家电类同比降幅较大。建筑及装潢材料类和家具类的同比下降与房地产销售的同比回落有关。11月石油及制品类同比下降较多，与原油价格同比下降有关。

图3 社会消费品零售总额当月同比



数据来源：Wind、格林大华研究院

11月份，全国服务业生产指数同比增长4.2%，创年内低点，10月份同比增长4.6%。信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业生产指数增长较快，同比分别增长12.9%、8.4%、5.1%。1-11月份，全国服务业生产指数同比增长5.6%。2024年全年同比增长5.2%。

11月份，全国城镇调查失业率为5.1%，与上月持平，比上年同月高0.1个百分点。11月份31个大城市城镇调查失业率为5.1%，与上月持平，比上年同月高0.1个百分点。11月外来户籍劳



动力调查失业率为4.7%，与上月持平，比上年同期低0.1个百分点；外来农业户籍劳动力调查失业率为4.4%，比上月下降0.1个百分点，与上年同期持平。

11月固定资产投资增速和社会消费品零售总额增长均低于市场预期。11月出口增速超市场预期。11月份，规模以上工业增加值同比实际增长低于市场预期，11月服务业生产指数同比增速较10月回落0.4个百分点。11月国内房地产销量同比和房价继续下行，12月上旬的数据也表现如此。截至今年10月底，5000亿元新型政策性金融工具已全部完成投放，共支持2300多个项目，预计拉动项目总投资约7万亿元，但是10月和11月的投资数据未表现出明显改观。12月召开的中央经济工作会议指出明年继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度；推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模，优化实施‘两重’项目，优化地方政府专项债券用途管理，继续发挥新型政策性金融工具作用，有效激发民间投资活力；深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划，扩大优质商品和服务供给，优化‘两新’政策实施，清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力。12月13日中财办韩副主任表示，明年还将根据形势变化出台实施增量政策，要协同发挥存量政策和增量政策集成效应，推动经济稳中向好。中美在10月末元首会晤之后，不断拉长合作清单、压缩问题清单，相对稳定的国际环境有利于中国明年的出口。出口信心的稳定则有利民间投资的增长。

## 重要事项

本报告中的信息均源于公开资料，格林大华期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，格林大华期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为格林大华期货研究院所有，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，须注明出自为格林大华期货有限公司。