

## Macro Rapid Response

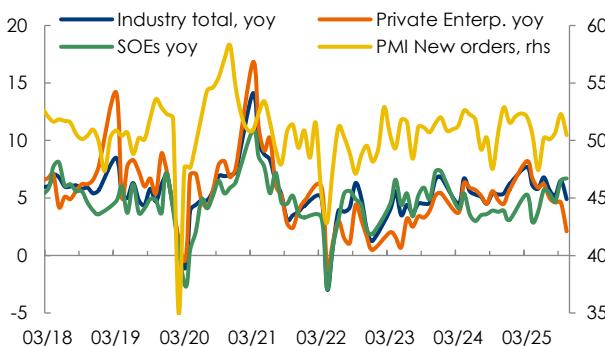
### Cina: dati di attività novembre 2025

I dati relativi al mese di novembre evidenziano che l'attività economica ha continuato a rallentare nel corso del 4° trimestre, più marcatamente dal lato della domanda, con gli investimenti fissi nominali in netta contrazione tendenziale su tutti i principali aggregati e un ulteriore indebolimento delle vendite al dettaglio. Dal lato dell'offerta, il rallentamento si estende alla produzione di servizi mentre il manifatturiero high-tech limita la decelerazione dell'industria.

La **produzione industriale** (fig. 1) è lievemente rallentata su base annua, **da 4,9% a/a in ottobre a 4,8% a/a in novembre**, contrariamente alle attese di consenso (Bloomberg: 5,0% a/a); la dinamica congiunturale è tuttavia migliorata da 0,2% m/m in ottobre a 0,4% m/m in novembre. Il rallentamento su base annua è imputabile alla frenata della produzione delle imprese statali (da 6,7% a/a in ottobre a 4,2% a/a in novembre) e alla moderazione di quella delle imprese straniere, mentre la produzione è accelerata tra le imprese private e nel settore manifatturiero ad altra tecnologia (da 7,2% a/a in ottobre a 8,4% a/a in novembre). L'andamento del fatturato delle imprese industriali derivante dalle vendite destinate all'estero è rimasto in marginale calo tendenziale (-0,1% a/a in ottobre da -2,1% a/a in novembre).

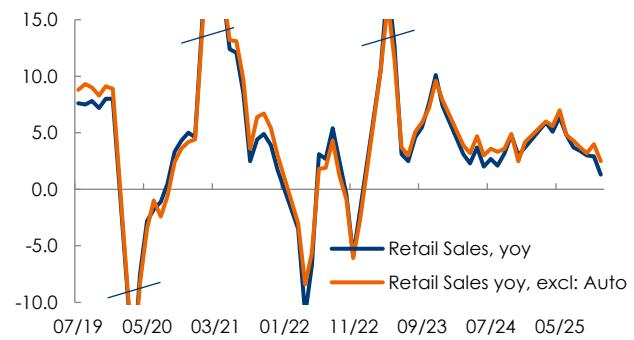
La decelerazione della **produzione di servizi**, **da 4,6% a/a in ottobre a 4,2% a/a in novembre**, è stata invece più marcata, in linea con l'andamento fiacco delle vendite al dettaglio. La dinamica tendenziale delle **vendite al dettaglio nominali** (fig. 2) è, infatti, ulteriormente rallentata **a 1,3% a/a in novembre da 2,9% a/a in ottobre**, ben al di sotto delle attese di consenso (Bloomberg: 2,9% a/a), segnando la quarta e più elevata contrazione dell'anno su base mensile (-0,4% m/m). L'andamento delle vendite nelle aree urbane (1,0% a/a) rimane più debole rispetto a quello delle aree rurali (2,8% a/a). Il rallentamento è principalmente imputabile all'esaurimento degli effetti positivi del programma di permuta - le vendite di elettrodomestici sono infatti scese del 19,4% a/a in novembre da -14,6% a/a in ottobre - ma ha riguardato tutti i comparti e in particolare i materiali per costruzione e decorazione (-17,0% a/a) e le vendite di automobili (-8,3% a/a in valore; +3,4% a/a in volume, in rallentamento da +8,8% a/a in ottobre). Mantengono, invece, una crescita ancora robusta i dispositivi di comunicazione (+20,6% a/a) e i beni e servizi culturali (11,7% a/a). Al netto delle auto, le vendite al dettaglio sono salite di un modesto 2,5% in novembre, in moderazione da 4,0% a/a in ottobre.

**Fig. 1 – Produzione industriale e ordini del settore manifatturiero**



Fonte: CEIC, S&Ps Global.

**Fig. 2 – Vendite al dettaglio nominali di beni**



Fonte: CEIC

La **fiducia dei consumatori**, che è pubblicata con un mese di ritardo, ha registrato un lieve calo in ottobre, pur con un marginale aumento della componente aspettativa (fig. 6). Il **mercato del lavoro** (fig. 8) ha dato alcuni segnali positivi. Il **tasso di disoccupazione urbana** è rimasto invariato a 5,1% in ottobre, in linea con il miglioramento delle ore lavorate; nei primi 10 mesi dell'anno i

15 dicembre 2025

Research Department

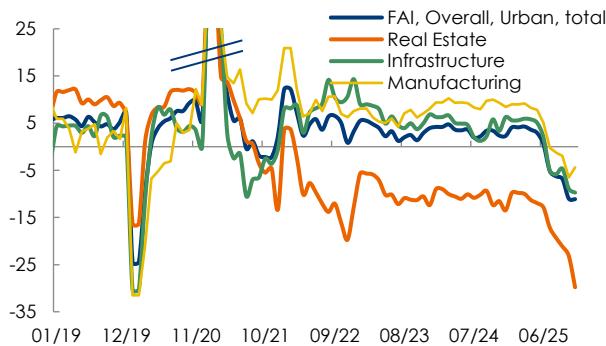
International Research Network

Silvia Guizzo

Economista – Asia Ex Giappone

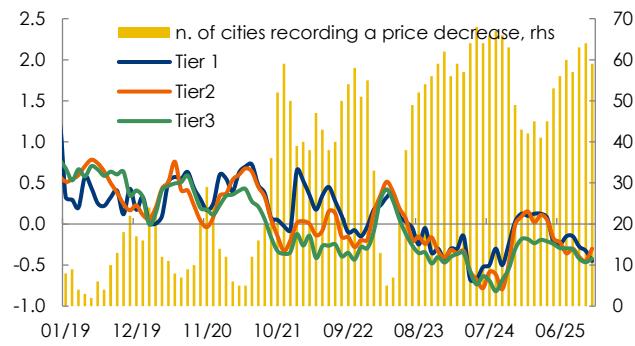
nuovi occupati risultano in crescita dello 0,9% rispetto allo stesso periodo del 2024 e i salari di entrata nei settori della nuova economia stanno lentamente risalendo dai minimi di giugno. Gli indici PMI hanno continuato, tuttavia, a puntare a una riduzione degli organici sia nel settore manifatturiero sia nei servizi in novembre.

**Fig. 3 – Investimenti fissi nominali\* (var. % a/a)**



Nota (\*): stima delle variazioni a/a dai dati cumulati. Fonte: CEIC

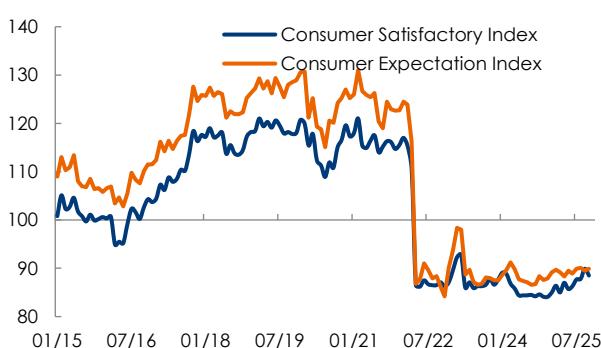
**Fig. 4 – Prezzi degli immobili residenziali\***



Nota: (\*) media delle var. % m/m su 70 maggiori città. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli **investimenti fissi nominali** sono scesi dell'2,6% a/a nei primi undici mesi del 2025, più delle attese di consenso (Bloomberg: -2,3 a/a), implicando una **contrazione dell'11,1% in novembre da -11,0% a/a in ottobre**. Il peggioramento ha riguardato soprattutto gli investimenti delle imprese pubbliche (-13,2% a/a) e quelli in infrastrutture (da -8,9% a/a in ottobre a -9,7% a/a in novembre) mentre la contrazione degli investimenti privati si è ridotta (da -15,8% a/a in ottobre a -12,8% a/a in novembre) in linea con l'andamento degli investimenti nel settore manifatturiero (fig. 3). La contrazione degli **investimenti nel settore immobiliare** si è, al contrario, ulteriormente intensificata (**da -23,1% a/a in ottobre a -29,8% a/a in novembre**) ed è stata accompagnata per l'ottavo mese consecutivo da un peggioramento dell'indice di clima, che si è riportato sui minimi della primavera del 2024, e da un calo dei prezzi degli immobili. Quest'ultimo, diffuso a tutti di tipi di città, è stato più accentuato nelle città di prima fascia sia per gli immobili di nuova costruzione (fig. 4) sia per quelli esistenti. La **crisi del settore immobiliare rimane quindi lontana da una stabilizzazione** e destinata a protrarsi perché i segnali provenienti dalla Conferenza centrale sul lavoro economico della scorsa settimana suggeriscono solo un **modesto sostegno aggiuntivo** dalla politica economica per il prossimo anno.

**Fig. 6 – Fiducia dei consumatori**



Fonte: CEIC

**Fig. 7 – Mercato del lavoro**



## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo SpA non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo SpA.

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking ([www.imi.intesasanpaolo.com](http://www.imi.intesasanpaolo.com)) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo SpA. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo SpA.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

**Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice****Macroeconomic Analysis**

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

[luca.mezzomo@intesasanpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasanpaolo.com)  
[alessio.tiberi@intesasanpaolo.com](mailto:alessio.tiberi@intesasanpaolo.com)**Macroeconomic Research**

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

[paolo.mameli@intesasanpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasanpaolo.com)  
[mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com)  
[allegra.fiore@intesasanpaolo.com](mailto:allegra.fiore@intesasanpaolo.com)  
[alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com](mailto:alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com)  
[andrea.volpi@intesasanpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasanpaolo.com)**Coordination International Research Network**

Giovanni Barone (Responsabile)

[giovanni.barone1@intesasanpaolo.com](mailto:giovanni.barone1@intesasanpaolo.com)**Macroeconomic Research**

Silvia Guizzo (Asia ex-Japan)

Debora Palmieri (Latin America and Sub-Saharan Africa)

Francesca Pascali (MENA and EE)

Antonio Pesce (CEE and SEE Countries and Quantitative Analysis)

Francesco Martinelli (Data Base and Quantitative Analysis)

[silvia.guizzo@intesasanpaolo.com](mailto:silvia.guizzo@intesasanpaolo.com)  
[debora.palmieri@intesasanpaolo.com](mailto:debora.palmieri@intesasanpaolo.com)  
[francesca.pascali@intesasanpaolo.com](mailto:francesca.pascali@intesasanpaolo.com)  
[antonio.pesce@intesasanpaolo.com](mailto:antonio.pesce@intesasanpaolo.com)  
[francesco.martinelli4@intesasanpaolo.com](mailto:francesco.martinelli4@intesasanpaolo.com)**Trade & Industry, Banking and Market Research**

Vincenzo Petrignano (Financial Markets)

Davidia Zucchelli (Banking)

[vincenzo.petrignano@intesasanpaolo.com](mailto:vincenzo.petrignano@intesasanpaolo.com)  
[davidia.zucchelli@intesasanpaolo.com](mailto:davidia.zucchelli@intesasanpaolo.com)