



11 月经济数据喜忧参半， 需财政发力



【财新网】(专栏作家 彭文生) 11 月数据可谓喜忧参半。比较好的一方面是房地产投资跌幅收窄, 近期稳地产的政策初见成效, 同时供给约束减弱, 高新技术行业继续表现亮眼, 支撑制造业投资向好。消费受到疫情扰动和“双十一”活动前移影响而增速回落, 不过“学习效应”可能缓解疫情对消费的压制。比较令人担忧的是, 年轻人就业压力继续上升, 同时基建投资超预期回落, 需要财政政策发力。中央经济工作会议已经部署了 2022 年的就业优先政策, 在“六保”中突出“三保”, 一方面仍需财政政策发力, 另一方面也需要适度纠偏一些具有收缩效应的政策。中央经济工作会议也重提“以经济建设为中心”, 近期多个部委与省份纷纷表示将落实稳增长政策, 接下来我们将可能看到政策力度加大。

从需求端来, 1-11 月固定资产投资累计同比+5.2%(1-10 月为 6.1%), 符合预期, 对应两年增速为 3.9%, 持平 1-10 月。其中到位资金改善, 开工施工修复, 销售和拿地降幅收窄, 房地产开发投资当月复合增速与上月持平于 3.0%, 同比从-5.5%收窄至-4.8%。在按揭、发债松动等支持下, 房地产开发资金来源复合增速连续第二个月反弹至 4.4%, 其中按揭和自筹复合增速大幅上升至 14.4%和 10.7%, 国内贷款复合增速跌幅收窄。到位资金缓解, 新开工和施工当月同比及复合增速降幅均收窄, 竣工增速转正。销售亦改善, 销售面积与金额当月复合增速降幅从-5.0%和-2.1%收窄至-1.8%和-0.4%。拿地情绪也边际改善, 土地购置面积复合增速降幅小幅收窄, 成交价款的复合增速大幅提速至 23.5%, 反映拿地仍集中在热点区域。

制造业投资中改善幅度较大的是高新技术行业，医药，通信设备、计算机和其他电子设备两个行业固定资产投资两年复合增速分别较 10 月改善 13ppt、12.2ppt，合计拉动制造业投资两年复合增速改善 1.4ppt。展望未来，随着供给侧冲击减弱，以及稳增长政策的落地，我们预计，制造业投资在强劲出口的滞后拉动和原材料行业技改投资的拉动下或仍能在未来几个月保持较高增速的态势。

消费受到疫情扰动和“双十一”活动前移影响而增速回落，“学习效应”可能缓解疫情对消费的压制。11 月社会消费品零售总额同比增长 3.9%，两年复合增速 4.4%，较 10 月复合增速下滑 0.2 个百分点。“双十一”活动前移至 10 月下旬开启，拖累 11 月线上商品消费复合增速大幅下滑 6.3 个百分点至 9.3%。10 月中旬-11 月中旬的本土疫情反弹，对居民线下活动有所压制，11 月餐饮收入两年复合增速较 10 月下滑了 3.1 个百分点。值得注意的是，11 月本土疫情规模大，但对消费的影响相对有限，线下商品消费（不含汽车）复合增速较 10 月改善了 1.7 个百分点至 3.7%，食品、饮料、药品、文化办公等必需品消费均有改善。我们认为，和 7 月变异病毒初入中国时相比，当前无论是防疫政策还是居民心态，都在“学习效应”下逐渐适应常态化的疫情防控，疫情对经济活动和消费预期的压制都在缓解。

但基建投资超预期回落。前 11 月广义基建投资同比增速由前值的 0.7% 转负至 -0.2%，11 月单月跌幅为 -7.3%（前值为 -4.8%），从两年复合平均

增速看，基建累计和当月同比增速也是由正转负。传统基建跌幅走阔，是拖累广义基建增长的主因。其中，11月公用事业投资增速跌幅收敛，从前月的-7.2%收敛至-1.4%，11月中下旬以来，光伏装机重要原料硅片价格持续小幅回落，或有助提高企业光伏装机的动力；但传统基建中，11月交通运输业、水利环境和公共设施管理业投资增速分别回落至-9.5%和-8.0%。

展望未来，从12月至今的高频数据看，虽然今年多地自11月中旬开始水泥厂陆续错峰停窑，但目前水泥库容比仍处于同期偏高位置，而高炉和电炉开工率与去年同期的差距也在走阔，我们预计12月基建投资仍难有正增长。11月新增财政存款同比多减5424亿元，除了与财政税收缓缴政策有关，或也一定程度显示财政支出加快，而同期城投债务净融资也达2800多亿元，考虑到资金使用时滞，具体形成项目工作量或在明年初。但整体上从对冲经济下行压力和稳就业的角度看，传统基建发力仍需要财政加大支出强度、加快支出进度。

从供给端来看，供给约束缓解，叠加强劲出口拉动工业增加值。11月工业增加值同比+3.8%，对应两年复合增速为5.4%，环比改善0.2ppt。主要受到两个因素驱动：1) 电力供应限制进一步缓解，中下游行业生产普遍维持了10月的改善状态。11月电力、热力的生产和供应增加值同比+10.1%，对应两年复合增速为7.6%，环比改善0.5ppt。2) 出口拉动作用持续。11月出口交货值同比+12.6%，较10月改善1.0ppt。从行业来看，高新技术行业等新动能改善幅度较大，例如：医药，电气机械和器材，

通信设备、计算机和其他电子设备三个行业工业增加值两年复合增速分别较 10 月改善 0.3ppt、2.3ppt、2.0ppt，合计拉动工业增加值两年复合增速改善 0.3ppt，是 11 月工业增加值改善的主要驱动因素。

年轻人的就业压力进一步加大。11 月全国调查失业率为 5.0%，同比仍下降 0.2ppt，但是环比上升 0.1ppt，环比变动小幅高于季节性。就业作为一个滞后变量，或反映了前期疫情、限电限产、教培新规、房地产下行等因素的叠加影响。就业结构中新增动能较弱，具体表现为：1) 单月城镇新增就业为 77 万人，继续低于历史均值（84 万）。2) 虽然存量人群失业率较低，但是新增人群（尤其是青年人）失业率较高。25-59 岁失业率为 4.3%，不仅低于 2020 年 11 月的 4.7%，而且低于 2018-2019 年同期；而 16-24 岁失业率为 14.3%（环比上升 0.1ppt），不仅高于 2018-2019 年同期，也高于 2020 年 11 月的 12.8%。教培新规有利于教育行业的健康稳定发展，不过短期内可能加大了年轻人的就业摩擦。教育机构是大学毕业生最主要的就业去向之一，据麦可思研究院数据，2020 届 17%的本科生进入教育业。根据教育部数据，2022 届高校毕业生规模预计 1076 万人，创历史新高 同比增加 167 万人 就业压力值得关注

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31285

