

总量研究

供给约束放松，经济企稳回升

——2021年11月经济数据预测

要点

核心观点：

四季度，预计固投、消费、出口同比表现增速，会因为基数垫高继续下滑。但在宏观调控政策继续发力和外需韧性较强的背景下，预计经济两年复合增速将在四季度回升，新动能恢复情况可能会好于市场预期。11月24日国常会提出经济出现新的下行压力，11月18日企业家座谈会重提“六稳六保”，意味着宏观调控中稳增长权重再次提升，政策将对经济持呵护态度，一方面财政政策将持续发力，另一方面房地产融资、限产限电政策也已经出现了适度纠偏。

11月，保供稳价作用显现，能耗双控影响减弱，上游利润占比回落，企业盈利增速步入下行区间，制造业扩张明显改善，房地产投资下滑速度将放缓，基建投资动能有望反弹，出口韧性十足。通胀方面，PMI原材料、出厂价格指数快速回落，预计PPI见顶回落，CPI加快上行。流动性方面，政策纠偏及预期引导下，信贷投放边际改善，叠加专项债等直接融资提速，预计社融增速将小幅反弹。

11月核心数据预测：

实体：社零方面，居民出行小幅改善，猪价菜价回升，但服务业PMI小幅回落、汽车销售低迷，预计11月社零单月同比增速3.2%。固投方面，制造业和基建投资有望维持复苏态势，房地产投资下滑速度有望放缓，预计11月份固定资产投资累计同比增速5.4%。出口方面，虽然运价有所回落，但港口反馈11月圣诞货品出口旺盛，预计11月出口单月增速22%。

生产：供给约束缓解，但持续性可能不强。9月以来，能耗双控约束下，各地限电限产动作不断，供给约束成为工业生产的主要制约。进入11月，一系列稳价保供措施发力下，供给约束明显缓解，企业产能加速释放，但我们认为对未来工业生产的反弹持续性可能不及市场预期，目前就业活动与需求仍显疲弱。综上，我们预计11月规模以上工业增加值同比增速3.6%。

盈利：上游利润占比回落，盈利增速步入下行区间。价格方面，预计11月PPI见顶回落，但短期仍会维持相对高位；量方面，预计短期工业生产会反弹，但持续性可能不强。总体来看，我们预计盈利增速将步入下行区间，但结构上会趋于均衡，预计11月工业企业利润单月同比增速16.5%。

通胀：PPI见顶回落，CPI加快上行。CPI方面，预计11月环比小幅收敛，低基数推升CPI同比上行至2.4%。食品方面，受需求季节性回暖、养殖户压栏惜售等因素影响，猪肉价格持续回升；蔬菜供应形势好转，价格涨幅明显收敛。非食品方面，因国内疫情呈现多点散发，服务业恢复放缓；同时欧洲疫情形势加重，美国联合日韩等国释放原油储备，国际油价高位回落，对CPI的传导效应减弱。PPI方面，预计环比转负，同比回落至12.7%，开启下行通道。在保供稳价政策推动，煤炭价格自高位回落保持平稳。同时，受地产等下游需求持续走弱影响，11月水泥、化工、有色、黑色等高耗能行业价格普遍回落。

流动性：预计11月新增社会融资规模约2.78万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为10.2%，其中，社融口径的新增人民币贷款约为1.4万亿元。市场普遍预期，9-10月社融增速已经探明本轮紧信用周期的底部区域，11-12月社融增速将会呈现小幅反弹。此外，需要注意的是，融资监管政策的明显趋松有推动社融、信贷增速超预期的可能，实体需求持续低迷也存在推动社融、信贷增速低于预期的可能。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogage@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwah@ebsecn.com

联系人：刘星辰

021-52523880
liuxc@ebsecn.com

相关研报

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

理解三季度货币政策报告的两条主线——2021年三季度货币政策执行报告点评（2021-11-20）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构——2022年宏观年度策略报告（2021-11-02）

社融增速企稳，利率低位震荡——2021年10月金融数据点评（2021-11-10）

社融增速或将企稳，利率上行空间有限——2021年9月金融数据点评（2021-10-13）

美债交易逻辑已悄然变化——美联储观察系列二（2021-09-02）

降息宜早不宜迟——货币政策前瞻系列五（2021-08-19）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-28）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

目 录

一、11 月核心数据预测	3
二、实体：政策呵护下供给约束放松，经济企稳回升	3
三、生产：供给约束缓解，盈利分化缩窄	5
四、通胀：PPI 见顶回落，CPI 加快上行	5
五、流动性：预计社融增速小幅反弹	6

表目录

表 1：11 月核心数据预测	3
----------------------	---

一、11 月核心数据预测

11 月，保供稳价作用显现，能耗双控影响减弱，上游利润占比回落，企业盈利增速步入下行区间，制造业扩张明显改善，房地产投资下滑速度将放缓，基建投资动能有望反弹，出口韧性十足。通胀方面，PMI 原材料、出厂价格指数快速回落，预计 PPI 见顶回落，CPI 加快上行。流动性方面，政策纠偏及预期引导下，信贷投放边际改善，叠加专项债等直接融资提速，预计社融增速将小幅反弹。

表 1：11 月核心数据预测

数据口径			2020 年	2021 年						
			累计	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月预测
流动性	社融	存量同比 (%)	13.3	11.0	11.0	10.7	10.3	10.0	10.0	10.2
	信贷	新增 (社融口径, 万亿)	19.6	1.5	2.3	1.1	1.2	1.7	0.8	1.4
价格	CPI	单月同比 (%)	2.5	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.4
	PPI	单月同比 (%)	-1.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.7
实体	固投	累计同比 (%)	2.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.4
	社零	单月同比 (%)	-3.9	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.2
生产	出口	单月同比 (%)	3.6	27.9	32.2	19.3	25.6	28.1	27.1	22
	盈利	单月同比 (%)	2.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.6
			4.1	36.4	20.0	16.4	10.1	16.3	24.6	16.5

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

二、实体：政策呵护下供给约束放松，经济企稳回升

四季度，预计固投、消费、出口同比表现增速，会因为基数垫高继续下滑。但在宏观调控政策继续发力和外需韧性较强的背景下，预计经济两年复合增速将在四季度回升，新动能恢复情况可能会好于市场预期。11 月 24 日国常会提出经济出现新的下行压力，11 月 18 日企业家座谈会重提“六稳六保”，意味着宏观调控中稳增长权重再次提升，政策将对经济持呵护态度，一方面财政政策将持续发力，另一方面房地产融资、限产限电政策也已经出现了适度纠偏。

11 月社零增速，大概率因基数垫高出现回落，预计增速约为 3.2%，可选和必选消费表现继续突出。11 月，汽车销售继续下滑，去年基数垫高将对增速带来负向拖累，而居民出行小幅改善、CPI 温和上行、电商促销则带来正向拉动，预计社零数据单月同比增速约为 3.2%，单月两年平均增速相对 10 月小幅回落。考虑到电商“双 11”优惠力度较大，预计可选和必选消费表现将继续突出。

高频指标来看：(1) 线下出行方面，居民出行继续小幅改善。8 个大城市¹的地铁客运量同比增速-1%，比 10 月的-4%小幅改善，不过依然远低于二季度。11 月，全国疫情整体可控、但依然有小范围疫情散发，疫情对于服务业依然存在扰动。11 月服务业 PMI 录得 51.1%，比 10 月的 51.6%继续小幅下滑，但高于 8 月的 45.2%，依然处于扩张区间。(2) 汽车销售方面，11 月前三周主要厂商乘用车零售销量同比下降 18%，相对 10 月同期的-11%大幅下滑，市场销售仍然不理想。(3) 价格方面，11 月蔬菜、鲜果、猪肉价格继续上行，预计 CPI 将持续温和复苏，向上拉动名义社零增速。(4) 基数方面来看，去年四季度 11 月

¹ 广州、上海、重庆、成都、西安、武汉、南京、苏州

至 12 月，社零增速基数较高。即使是以 2019 年为基期，看两年复合，2019 年 11 月至 12 月的增速，也大幅高于 10 月。

预计 11 月份固定资产投资累计增速回落至 5.4%，在外需旺盛、供给约束放开的背景下，制造业增速有望高于市场预期。基建增速则会随着专项债发行继续反弹，房地产跌幅有望放缓。

1) 制造业投资：PMI 超预期回升，内外需双双回暖，恢复态势有望继续超市场预期。11 月，供给端约束明显改善，保供稳价作用显现，制造业 PMI 超预期回升。11 月制造业 PMI 为 50.1%，比上月回升 0.9 个百分点，升至临界点以上，生产、订单均出现回升。需求方面，11 月出口预计依然维持高位，基建则有望继续反弹；盈利方面，10 月下游企业盈利已经出现明显改善信号。在多个因素的支撑下，预计制造业投资将继续维持复苏态势，有望超市场预期。

2) 房地产投资：商品房销售增速低位企稳，开发商到位资金继续改善，预计投资下滑速度将放缓。11 月 30 大中城市商品房成交面积同比下滑 21%，相对 9 月低点的-30%继续小幅反弹。10 月开发商信贷政策也得到了适度纠偏，开发商到位资金增速已经企稳回升。随着销售增速和到位资金低位企稳，预计房地产投资下滑速度将放缓。

3) 基建投资：PMI 指标持续回升、专项债发行继续提速，基建投资动能有望反弹。11 月建筑业 PMI 为 59.1%，高于上月 2.2 个百分点，生产和市场需求均加快扩。11 月专项债发行继续加快，新增发行 5139 亿元，与 9 月及 10 月持平。但是，在 15 号文约束了城投公司的融资行为、财政部对于专项债项目考核趋严等因素的制约下，10 月基建反弹的力度较弱。11 月，预计基建依然能够维持扩张，但是反弹力度较弱。

4) 综上，预计 11 月份固定资产累计同比增速 5.4%，两年平均增速基本与 10 月持平。

PMI 领先指数回升、出口运价回落、圣诞货物出口旺盛，预计 11 月出口单月增速 22%，单月两年平均增速继续上行。不过，考虑到出口今年以来持续超市场预期，叠加随着 11 月新出口订单继续回升，预计市场对于出口的韧性已经有一定预期。

高频数据来看：（1）新 11 月新出口订单 PMI 继续回升，11 月新出口订单指数为 48.5%，高于上月 1.9 个百分点。（2）11 月上旬，虽然中港协监测沿海主要枢纽港口外贸货物吞吐量同比跌幅扩大，但中港协表示，回落的原因主要是恶劣天气临时停工。据港口反馈，11 月份圣诞货品出口旺盛，市场预计外贸集装箱出口将好于 10 月。（3）进出口运价小幅回落，但维持高位。11 月出口、进口集装箱运价指数同比增速，分别比 10 月下落了 27 个和 3 个百分点至 184%及 58%。综上，预计 11 月出口单月增速 22%，单月两年平均增速相对 10 月继续上行。

三、生产：供给约束缓解，盈利分化缩窄

生产：供给约束缓解，但反弹持续性不强。预计 11 月规上工业增加值同比增速 3.6%，相比于 2019 年同期两年复合平均增速为 5.3%。

9 月以来，能耗双控约束下，各地限电限产动作不断，供给约束成为工业生产的主要制约。11 月生产 PMI 为 52.0%，比上月回升 3.6 个百分点，回升至临界点以上。近期国家发改委等部门出台的一系列加强能源供应保障、稳定市场价格等政策措施成效显著，电力供应紧张情况有所缓解，制造业产能加快释放。

从高频数据来看，11 月中上旬粗钢产量环比下滑 1.3%，上游高炉开工率仍延续疲弱，但从南方八省日均耗煤来看，11 月中上旬数据已明显改善，中游 PTA 开工率、下游轮胎开工率也均企稳回升。

但我们认为，对未来工业生产的反弹持续性可能不及市场预期，目前就业活动与需求仍显疲弱。综上，我们预计 11 月规上工业增加值同比增速 3.6%，2019 年同期两年复合平均增速为 5.3%。

盈利：上游利润占比回落，企业盈利增速步入下行区间。预计 11 月规上工业企业利润同比增长 16.5%，相比于 2019 年同期两年复合平均增速为 16.0%。

10 月工业企业盈利增速反弹，主要受到了上游原材料价格大幅上涨的带动。进入 11 月，在国家发改委一系列保供稳价措施下，供给约束明显缓解，价格出现明显回落，对盈利驱动有所减弱；而在量的层面，由于 11 月工业企业生产活动有所改善，因而对企业盈利形成一定支撑。

但工业企业盈利增速快速上行的阶段或已过去，价格回落下，企业利润率也会呈现出明显下行趋势。从结构来看，10 月上游企业利润占比已见顶，预计 11 月上游利润占比会呈现出明显回落态势；而中下游企业盈利则受益于原材料价格的回落，经营压力或有所缓解，利润占比将逐步回升，上下游企业间盈利分化状况或得到明显改善。

四、通胀：PPI 见顶回落，CPI 加快上行

预计 11 月 CPI 同比上行至 2.4%，形成年内高点，略高于此前市场普遍预期的 2%。受低基数影响，加之猪价持续回升，推升本月 CPI 同比加快上行。往后看，CPI 同比大概率呈现窄幅波动，预计明年 CPI 高点不超过 3%，CPI 温和回升对

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_30407

