

# 11月数据预测：先立后破格局形成，制造业持续引领

## 核心观点

11月经济数据已开始体现“先立后破”思想，通过能耗双控快速淘汰落后产能以实现“破”的过程已被纠偏，黑色、有色、建材、化工等行业开始恢复性生产。从“立”的角度出发，“新能源+”相关的制造业投资强度将进一步提高，预计11月制造业投资增速将达到17.6%。我们认为，随着“先立后破”格局逐渐形成，“新能源+”相关投资有望持续驱动我国经济增长。

### □ 负面因素渐消，工业逐步修复

11月工业生产积极改善，除钢铁限产持续外，其他制约工业生产的负面因素正边际改善。考虑到去年高基数因素，我们预计11月规模以上工业增加值同比增速为4.0%，相比2019年近两年复合增速为5.5%。从生产高频数据来看，11月工业生产景气较上月有所回升。从需求方面来看，11月外需对工业生产景气支持力度或强于内需。

### □ 预计11月固定资产投资累计同比增速回升至7.0%

预计1-11月固定资产投资同比增长7.0%，较前值回升0.9个百分点，其中地产、基建增速进一步回落，制造业投资增速保持增长。从11月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-5.3%、-1.8%和17.6%。

### □ 疫情扰动持续，消费恢复受阻

预计11月社会消费品零售总额同比增长3.9%，2019~2021两年复合增速4.5%，前值4.6%，较上月小幅回落。11月疫情持续影响消费恢复，但CPI回升对社零名义值形成一定支撑。双十一表现不佳，全网零售总额增速为12年来最低。

### □ 经济增速回落，失业小幅上探

预计11月全国城镇调查失业率为5.0%，较10月上升0.1个百分点，较2019年同期降低0.1个百分点，经济下行压力或逐渐向就业市场传导。

### □ CPI上涨，PPI回落，PPI-CPI剪刀差收窄

预计11月CPI环比+0.5%，同比+2.5%，继续小幅回升。受需求拉动，猪价大幅上涨，带动CPI食品项显著回升，而疫情的复发延缓了核心CPI的修复。预计11月PPI环比-0.5%，同比+12.4%，PPI-CPI剪刀差显著收窄。

### □ 出口短期保持韧性，内需承压拖累进口

价格因素、海外疫情反复等因素带动出口短期有韧性，预计11月以人民币计价当月出口同比增速12.7%，贸易顺差780亿美元。内需逐步回落决定了进口承压，预计11月以人民币计价进口增速为18.2%。

### □ 预计11月信贷新增1.6万亿，社融新增2.77万亿，增速分别为11.9%和10.2%

预计11月人民币信贷新增量1.6万亿，较去年同期多增1700亿元，对应增速持平于前值11.9%，核心在于表内票据、非银贷款的同比多增，企业、居民中长期贷款的企稳。预计11月社融新增量2.77万亿，较去年同期多增约6300亿元，增速较前值微升0.2个百分点至10.2%，社融增速进入上行通道，但速度较为缓慢，11月同比多增主要来自政府债券、企业债券及信贷。预计11月信贷投放量较大有助于稳定M2增速，预计M2增速持平前值于8.7%。预计11月M1增速较前值2.8%继续回落至2%，去年基数走高、经济基本面逐步下行、地产销售低迷均将继续对M1数据有所拖累。

**风险提示：中美摩擦超预期变化；新冠病毒变异导致疫苗失效**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

## 相关报告

- 1 《十月经济数据：制造业投资引领经济》2021.11.15
- 2 《10月数据预测：供需双弱，稳增长压力逐步增大》2021.11.01
- 3 《9月经济数据：经济下行至目标值以下》2021.10.18
- 4 《9月数据预测：GDP走弱但不至于失速》2021.10.01
- 5 《8月经济数据：消费增速回落，驱动股债双牛》2021.09.15

## 正文目录

1. 经济有所回暖，制造业投资驱动经济增长.....	3
2. 负面因素渐消，工业逐步修复 .....	3
3. 预计 11 月固定资产投资累计同比增速回升至 7.0%.....	4
3.1. 预计 1-11 月制造业投资累计同比增速回升至 14.6%.....	4
3.2. 基建边际修复，全年平稳增长.....	5
3.3. 地产投资增速逐渐下滑.....	6
4. 疫情扰动持续，消费恢复受阻 .....	8
5. 经济增速回落，失业小幅上探 .....	10
6. CPI 上涨，PPI 回落，PPI-CPI 剪刀差收窄 .....	10
6.1. 猪肉价格上涨，CPI 显著回升.....	10
6.2. 能源价格下跌，PPI 显著回落.....	11
7. 出口短期保持韧性，内需承压拖累进口 .....	11
8. 预计 11 月信贷新增 1.6 万亿，社融新增 2.77 万亿，增速分别为 11.9%和 10.2% .....	13
风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1：房地产投资平稳增长（%） .....	4
图 2：土地成交价格仍然居高不下 .....	4
图 3：制造业部分行业投资增速 .....	5
图 4：1-11 月专项债资金用于基建比例不足 5 成 .....	6
图 5：房地产投资平稳增长（%） .....	7
图 6：土地成交价格仍然居高不下 .....	7
图 7：时序进度看，2021 年供地相对较慢（截至 11 月 28 日） .....	8
图 8：地产销售稳定向好（套，截至 11 月 28 日） .....	8
图 9：11 月多地地铁周末客运量下降 .....	8
图 10：11 月民航旅客运输量大幅下降 .....	8
图 11：双十一全网销售总额增速下降 .....	9
图 12：预计 11 月全国城镇调查失业率为 5.0%，较 10 月上升 0.1 个百分点 .....	10
图 13：10 月主要港口集装箱吞吐量边际下降 .....	11
图 14：海运逐步畅通，CCFI 指数有所回落 .....	11
图 15：2021 年我国进口价格指数显著上行，反超出口价格指数.....	12
表 1：深圳、南京三轮集中供地情况对比 .....	7
表 2：11 月宏观经济数据预测 .....	15

## 1. 经济有所回暖，制造业投资驱动经济增长

11 月经济有所回暖，制造业投资驱动经济增长，“先立后破”格局逐渐形成。供给端，首先“一刀切”能耗双控被纠偏，制约工业生产的负面因素正边际改善，工业生产回归自然增长，甚至有一定补偿性修复；其次，“保供稳价”工作取得显著成效，缺煤缺电掣肘及成本上升压力在 11 月份明显缓解，企业开工意愿回升；再者，缺芯问题有所缓解，汽车产业链出现恢复性生产，预计工业增加值同比增速回升至 4.0%。需求端，11 月疫情持续影响消费恢复，但 CPI 回升对社零名义值形成一定支撑。地产、基建投资表现低迷，制造业投资增速表现强劲，预计仍主要受高技术制造业及相关设备制造业等行业支撑，整体上固定资产投资增速回升至 7.0%。

我们认为，“先立后破”格局逐渐形成，新能源体系“立”的过程中往往需要消耗能耗指标，通过能耗双控快速淘汰落后产能以实现“破”的过程已被纠偏。从“立”的角度出发，我们需要加大制造业投资力度，未来将形成由“新能源+”驱动的供需双旺格局。短期内，伴随地产投资持续回落，经济下行压力加大，稳增长将成宏观政策的重要目标，预计年底中央经济工作会议将释放较为积极的稳增长信号，明年一季度“四箭齐发”扩信用，经济有望逐步企稳。

## 2. 负面因素渐消，工业逐步修复

11 月工业生产积极改善，除钢铁限产持续外，其他制约工业生产的负面因素正边际改善，有望持续修复，如能耗“双控”、汽车缺芯、上游原材料价格高企挤压中下游企业等。考虑到去年高基数因素，我们预计 11 月规模以上工业增加值同比增速为 4.0%，相比 2019 年近两年复合增速为 5.5%。

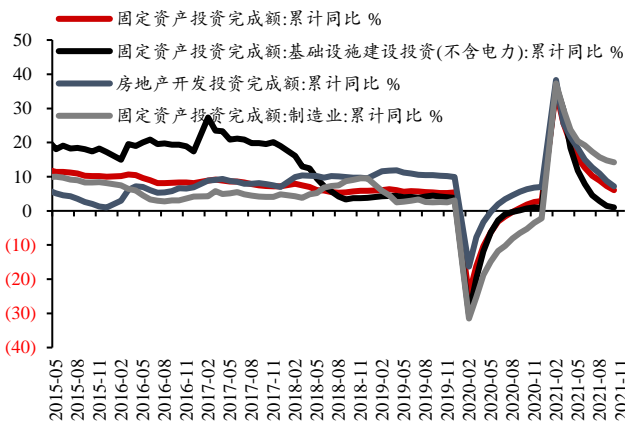
从生产高频数据来看，11 月工业生产景气较上月有所回升。在煤炭保供稳价政策下，全国主要港口煤炭调入量大幅提升，电力紧张压力大幅缓解。在能耗双控有所纠偏，使工业生产有所修复。从高频数据上看，除焦炉、高炉开工率环比走弱外，汽车全钢胎、半钢胎开工率、PTA 产量、粗钢产量环比皆有所回升。

11 月外需对工业生产景气支持力度或强于内需。在外需方向，11 月新出口订单指数回升 1.9 个百分点至 48.5%，主要由汽车、电气机械器材等行业带动，或与全球范围内的“新能源+”建设有关。11 月海外主要经济体持续复苏，美国、欧洲、日本的制造业 PMI 均出现了不同程度的回升，我们认为，全球范围内的“新能源+”建设或已启动，对于我国相关制造业投资形成较强支撑。在内需方面，11 月消费、投资仍然偏弱，30 大中城市商品房成交面积、乘用车零售同比较 10 月进一步放缓，地产调控或有边际调整，财政后置对当前基建投资支撑较为有限。在疫情清零政策取向，疫情反弹仍会对线下消费场景恢复带来不确定性，11 月局地疫情复发，生活性服务业的消费和生产恢复再受波折，但其影响或逐步钝化。

### 3. 预计 11 月固定资产投资累计同比增速回升至 7.0%

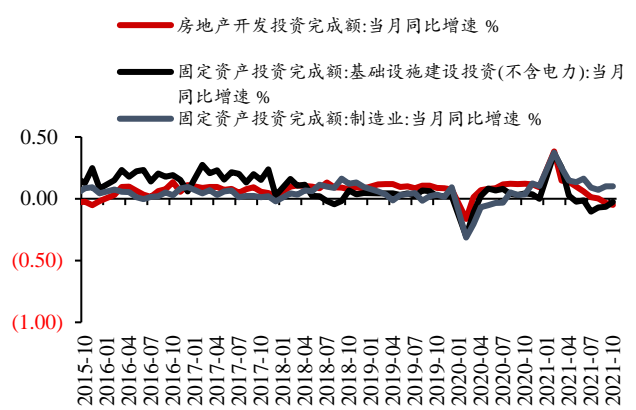
预计 1-11 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 7.0%，较前值回升 0.9 个百分点。其中，房地产开发投资同比增长 6.0%，较前值回落 1.2 个百分点；基础设施建设投资同比增长 0.7%，较前值回落 0.3 个百分点；制造业投资同比增长 14.6%，较前值回升 0.4 个百分点。从 11 月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为 -5.3%、-1.8% 和 17.6%，前值分别为 -5.0%、-2.5% 和 10.1%，地产、基建投资降幅不一，制造业投资增速仍表现更强，预计仍主要受高技术制造业及相关设备制造业等行业支撑。全年看，地产投资增速下行态势较为确定，基建投资增速维持低位运行，明年初有望在政策推动下有所回升，制造业投资数据仍然较强，主要受高技术制造业、电气机械及专用设备制造业等行业两位数增速带动，预计传统行业随下游需求走弱和盈利逐步见顶回落面临下行压力，但制造业技改投资相关设备行业有望形成对冲。

图 1：房地产投资平稳增长（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：土地成交价格仍然居高不下



资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 3.1. 预计 1-11 月制造业投资累计同比增速回升至 14.6%

预计 1-11 月制造业投资增速回升至 14.6%，较 1-10 月上升 0.4 个百分点，当月同比增速 17.6%，前值为 10.1%，为年内较高水平，并显著强于地产、基建投资。

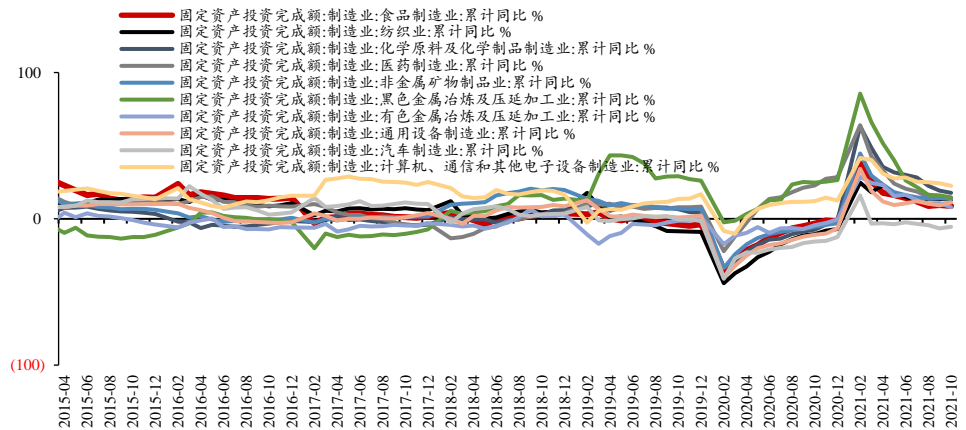
制造业投资增速主要受 PPI 与 CPI 剪刀差、工业企业利润、产能利用率等基本面数据及信贷、社融等的金融数据影响。我们认为工业品价格保持高位、企业利润稳中有升、市场主体预期企稳使得企业当前中长期资本开支意愿仍然较强，信贷资金定向支持也对制造业投资提供较强的支撑，当前制造业投资增速强于地产、基建，对全部投资增长的贡献率将高于 50%。从 10 月数据来看，累计同比增速较高主要受部分行业支撑，其中，金属制品、机械和设备修理业累计同比 43.5%、专用设备制造业投资累计同比 25.9%、电气机械及器材制造业投资累计同比 25.0%、计算机通信和其他电子设备制造业投资累计同比 22.5%，均高于总体制造业投资。我们认为制造业技改投资有望持续高于全部制造业投资，即以“新能源+”为核心的工业体系再造驱动的制造业投资正在显露迹象。

另一个维度看，预计高技术制造业投资仍是主要支撑。统计局数据显示，1-10 月高技术制造业投资同比增长 23.5%，其中，计算机及办公设备制造业投资同比增长 29.9%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 28.2%，航空、航天器及设备制造业投资增长

27.7%，电子及通信设备制造业投资增长 25.5%。此外，预计价格高位震荡的有色金属冶炼压延业投资仍较强，受益于价格和盈利的传导的部分中游行业如化工相关行业、造纸及纸制品制造业投资及需求稳健的食品制造业投资也将表现较好。

**展望后续走势，我们预计制造业投资仍将强于基建、地产。**当前部分行业结构性支撑强劲，但上下游行业间盈利分化状况尚未明显改善，部分下游行业成本承压仍较大，预计传统行业工业企业效益状况下行压力仍然存在，但相关设备制造业投资有望形成有效对冲，制造业投资两年平均仍保持稳定增长态势。随着能源、大宗商品保供稳价措施和鼓励引导民间资本参与项目建设，也有利于扩大投资规模。制造业中小微企业纾困政策将进一步提质增效，市场主体特别是民间投资活力将得到进一步激发，投资平稳增长的基础将进一步巩固。我们提示碳达峰碳中和过程中，相关设备改造及产业链更新对制造业投资可能带来的正面影响，其将成为后续制造业投资走势的主驱动力。

图 3：制造业部分行业投资增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.2. 基建边际修复，全年平稳增长

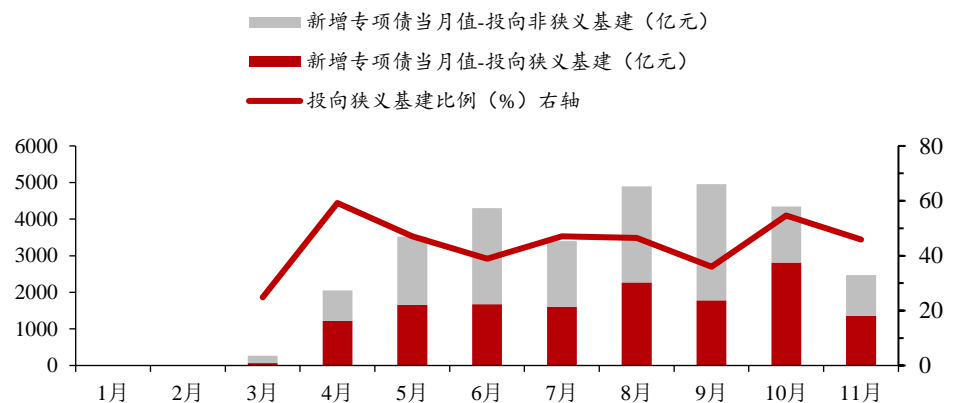
预计 2021 年 1-11 月基建（统计局口径）同比增长 0.7%。基建增速的低迷是大宗商品涨价对基建主动及被动扰动、财政后置发力有限的综合作用效果，我们预计全年基建（统计局口径）同比略低于 2021 年的 0.9%，且考虑 PPI 高增带来的影响，对经济的实际拉动显著弱于 2021 年。

大宗商品涨价短期扰动基建投资，政策边际加码带动商品价格适当回调。再通胀逻辑持续演绎之下，PPI 同比自 5 月起已经连续 6 个月维持 9% 以上高位，大宗商品价格持续上涨过程中，抬升成本、扰动施工，对基建投资产生一定负面影响。同时，在碳达峰碳中和的大背景下，“双去”工作持续推进和环保标准的要求下，供需紧平衡导致上游原材料价格短期难下，由此也带来了中下游原材料成本维持高位。9 月起，在发改委一系列文件和国常会多次要求之下，政策边际加码，煤炭、钢铁、纯碱等一系列商品价格出现显著回调，一定程度上有助于大宗商品涨价冲击的缓释，基建当月同比增速的逐步修复也有反映。

财政后置对今年基建影响有限。截至 11 月 29 日，地方政府年内发行新增专项债共计 32801 亿，达到预算安排的 89.87%，去年同期为 94.58%。11 月下旬发行规模较大，整个月发行规模近 5000 亿。从已发行专项债投向角度来看，当前有超过 45% 的专项债资金

用于狭义基建领域。7月30日政治局会议表示“积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层‘三保’底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。但8月至10月并未有很好表现，因此11月24日国常会要求更好发挥专项债稳投资作用，力争在明年初形成更多实物工作量。我们认为，专项债发行对基建的拉动作用Q4较难看到，核心原因在于，其一是财政刺激基建发挥逆周期调节重要性下降，以及压实项目质量要求、项目用途调整时滞、终生追责影响地方政府投资意愿和监管政策扰动；其二是Q4基建施工受区域、天气因素扰动较大，发力难度较大。

图 4：1-11 月专项债资金用于基建比例不足 5 成



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

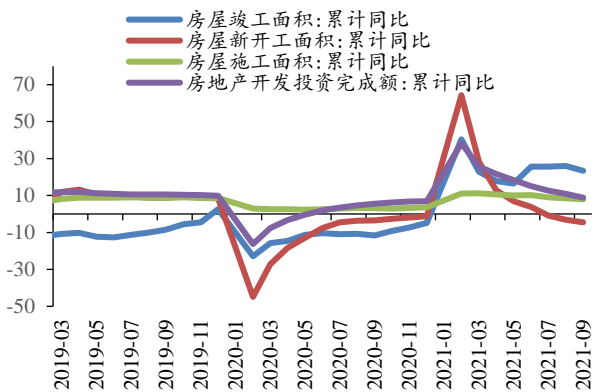
**基建发力核心关注 2022 年一季度。**我们认为进入 2022 年，基建发力的掣肘有望扫除，项目、财政资金和货币政策配合有望带动基建发力，进而对信用扩张和经济增长产生积极的作用。首先，今年专项债资金后置和明年财政大概率前置发力决定了资金端的相对充裕。其次，政治局会议、国常会等先后表态，要求保持政策连续性、稳定性和可持续性，推动专项债在年底至明年形成实物工作量，政策发力节奏上大概率在明年一季度共振。第三，2022 年项目掣肘有望缓解。7 月中旬，发改委通知各个地方政府开始储备 2022 年重大项目，并要求在 11 月 20 日全部上报。11 月 24 日国常会要求“按照资金跟着项目走要求，梳理明年专项债项目和资金需求。省级政府要强化统筹，加强符合经济社会发展需要项目的前期工作和储备，适时推进成熟项目开工”。我们认为，高质量项目储备在 2022 年初的集中推进有望带动基建发力。

### 3.3. 地产投资增速逐渐下滑

预计 2021 年 1-11 月房地产开发投资增速为 6.0%；1-10 月房地产开发投资累计同比增速 7.2%，两年复合增长 6.8%。三季度以来房地产融资政策出现明显的边际放松，刘鹤副总理于《必须实现高质量发展》一文中也指出房地产领域应“因城施策、分类指导，着力稳地价、稳房价、稳预期”；在此背景下，开发贷投放预计将有所提速、房企的银行间市场融资也逐步启动；我们预计 11 月起地产投资的当月增速仍将为负，但跌幅将较 10 月将有所收窄。投资方面，“保交房”诉求可能驱动房企竣工，11 月竣工增速预计出现边际回暖；开发贷领域政策也有望迎来边际的纠偏和放松，3 季度金融数据发布会中央银行邹澜司长指出“部分金融机构对于 30 家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，将要求“红档”企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款，企业销售回款偿还贷款后，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款。”

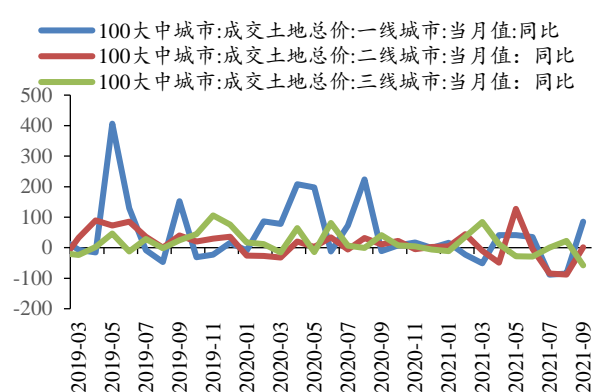
房地产长效机制正在持续发挥作用。2020年Q3以来，三道红线加强对重点房企的资产规模限制，重点约束需求端；五档分类在金融领域约束信贷供给，核心仍在需求端；土地集中供应则侧重从供地节奏等供给端因素进行调控。在大国大城的新城镇化时代，扩大供给是解决一二线城市核心城市过热的关键。“四限”政策并不会导致需求灭失，只是延后，从根本上解决我国房地产市场错配问题的核心仍在供给，长效机制持续作用有助于房地产市场平稳健康发展。10月人大正式授权国务院开展房产税试点，可能在年内或2022年初逐步落地，未来试点范围在一二线城市扩大后有望通过提高多套房持有成本的方式进一步释放二手房供给；除此之外，我们认为房产税试点范围进一步扩大后，银行信贷以及部分城市的限购条件也有望迎来边际放松形成政策对冲，进一步满足首套房的购房需求。

图 5：房地产投资平稳增长（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：土地成交价格仍然居高不下



资料来源：Wind，浙商证券研究所

长效机制调控下，地产销售回落趋势较为明显，但伴随 Q4 起政策回摆预计下行速度有望放缓；土地成交面积有望在 Q4 起逐步企稳，但溢价率将进一步走低。根据克尔瑞统计，2021 年前 10 个月所有二轮集中供地城市土地成交面积占全年总供应量的比例平均为 52%，因此 4 季度起土地的逐步放量有望使得土地成交面积逐步企稳。价格方面，从第三轮集中供地已开展城市的土地溢价率来看，当前房地产市场仍在持续降温，但下滑速度有所收敛。深圳方面，第三轮集中供地挂牌出让土地 11 宗，其中 7 宗底价成交，整体溢价率 4.7%，相较上一轮 12.1% 的土地溢价率走低（首轮溢价率 31%）。南京方面，最终挂牌的 46 宗地中成交 45 宗，整体溢价率 3%，虽然溢价率仍然延续下滑趋势但幅度相较上一轮有所收窄（二轮集中供地溢价率由前次的 18% 降至 6%）。

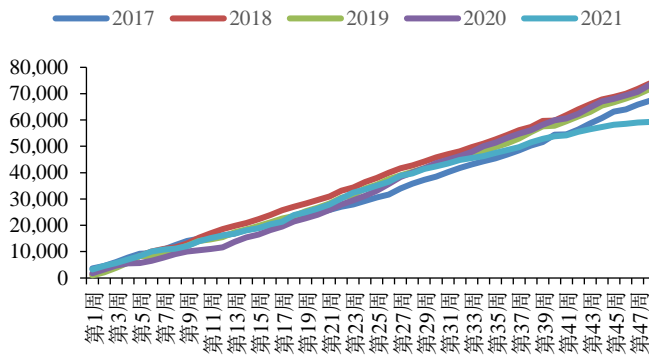
表 1：深圳、南京三轮集中供地情况对比

城市	深圳			南京		
	第一轮	第二轮	第三轮	第一轮	第二轮	第三轮
成交幅数（幅）	6	21	11	51	41	45
成交建面（万平方米）	91	263	187	716	351	386
成交总价（亿元）	138	453	368	993	507	325
平均楼板价（元/平方米）	15212	17243	19699	13861	14448	8435
溢价率	31%	12%	5%	18%	6%	3%
撤牌、流拍比例	0%	5%	0%	2%	23%	26%

资料来源：CRIC，浙商证券研究所

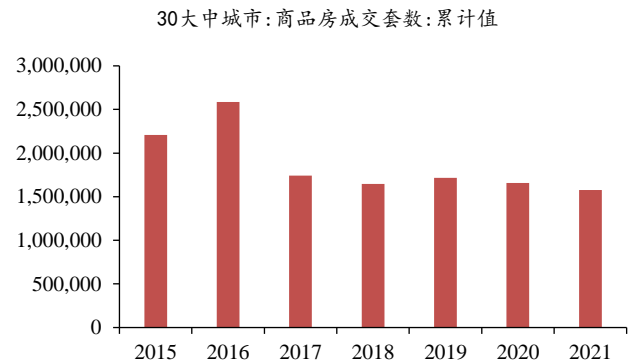
2021 年内预计商品房销售增速仍将持续回落，但回落速度将逐步收敛。截至 11 月 28 日，30 大中城市商品房累计成交套数已达 158 万套，同比增长 9.2%，相较上月 11.8% 的增速继续回落，但下降速度明显放慢（9 月同比增速为 16.4%），预计年内销售增速仍将下行。

图 7：时序进度看，2021 年供地相对较慢（截至 11 月 28 日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：地产销售稳定向好（套，截至 11 月 28 日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 4. 疫情扰动持续，消费恢复受阻

预计 11 月社会消费品零售总额同比增长 3.9%，2019~2021 两年复合增速 4.5%，前值 4.6%，较上月小幅回落，11 月各地疫情持续，消费修复进程受到掣肘。

11 月各地疫情持续，线下消费恢复受阻。根据国家卫健委，本轮疫情涉及 21 个省份，本土病例持续增加，多地严格执行防控“零容忍”政策，纷纷上调疫情防控措施。根据高频数据显示，11 月多地地铁周末客运量明显下降，其中成都周末地铁客运量较 10 月下降了 56.3%。航空管家数据显示，由于多地出台跨省旅游限制，国内航班取消率持续增加，民航旅客运输量大幅下降，11 月前三周民航旅客运输量环比上月同期降幅超过 40%。疫情对消费恢复形成一定阻碍，但物价方面，CPI 和零售价格指数 RPI 显著回升对社零名义值亦形成一定支撑。

图 9：11 月多地地铁周末客运量下降

图 10：11 月民航旅客运输量大幅下降

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\\_30415](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30415)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn