

11月经济数据：制造业持续引领，地产投资降幅收窄

核心观点

11月经济形势有所好转，“先立后破”格局逐渐形成。供给端，“一刀切”能耗双控被纠偏，工业生产恢复，工业增加值继续回升。需求端，制造业投资保持强劲表现，连续3个月单月增速在10%以上；地产投资当月同比降幅亦有所收窄。中央经济工作会议对于稳增长提出了较为明确的要求。我们认为，2022年一季度将开启四箭齐发宽信用，经济有望实现“开门红”。

□ 能耗双控纠偏，工业边际改善

11月规模以上工业增加值同比增长3.8%，两年平均增长5.4%，较上月回升0.2个百分点，较符合预期，支撑因素主要在采矿业和电力热力燃气及水生产和供应业较强，制造业景气边际有所改善。受疫情反复影响，11月份，全国服务业生产指数增速下降至3.1%，两年复合增速与上月接近，恢复较为有限。随着能耗“双控”纠偏，汽车缺芯缓解、上游原材料价格改善有望驱动工业生产逐步修复。当前出口韧性对工业生产支撑力度较强，内需支撑仍然偏弱，投资发力仍待明年一季度“四箭齐发”宽信用。

□ 疫情有所反弹，消费修复掣肘

11月社零名义增速3.9%，前值4.9%，2019-2021两年复合增速4.4%，前值4.6%，受疫情反复影响，社零增速小幅回落。从分项数据来看，通讯器材、饮料、文化办公用品等宅经济属性消费保持景气，餐饮、纺织服装鞋帽等高社交属性消费显著回落。

□ 经济增速回落，失业压力增加

11月全国城镇调查失业率录得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，经济下行压力和疫情冲击对就业市场产生一定影响。

□ 投资增速继续回落，制造业保持引领作用

1-11月全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.2%，较前值回落0.9个百分点，低于我们的预测值7.0%及Wind一致预期5.3%。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；基础设施投资同比增长0.5%，较前值回落0.5个百分点；制造业投资同比增长13.7%，较前值回落0.6个百分点。从11月当月同比增速看，制造业投资增速保持强劲，地产、基建、制造业投资增速分别为-4.3%、-3.6%和10.0%，前值分别为-5.0%、-1.8%和10.1%。全年看，地产投资增速下行趋势较为确定，基建投资增速维持低位，明年初有望在政策推动下有所回升，相关设备制造业有望拉动制造业投资。

风险提示：稳增长政策落地不及预期；疫情扩散超预期变化；中美摩擦超预期变化

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 《11月数据预测：先破后立格局形成，制造业持续引领》2021.12.01
- 2 《10月经济数据：制造业投资引领经济》2021.11.15
- 3 《10月数据预测：供需双弱，稳增长压力逐步增大》2021.11.01
- 4 《9月经济数据：经济下行至目标值以下》2021.10.18
- 5 《9月数据预测：GDP走弱但不至于失速》2021.10.01

正文目录

1. 先立后破逐步形成，经济形势有所好转	3
2. 能耗双控纠偏，工业边际改善	3
3. 疫情有所反弹，消费修复掣肘	4
4. 经济增速回落，失业压力增加	6
5. 11月固定资产投资累计同比增速回落至 5.2%	6
5.1. 1-11月制造业投资累计同比增速回落至 13.7%	7
5.2. 基建：11月继续低迷负增，发力期待 22 年 Q1	8
5.3. 地产：地产投资单月增速跌幅收窄，政策回摆后融资端逐步回暖	10
风险提示	12

图表目录

图 1：工业增加值主要门类：11月同比	4
图 2：主要工业产品产量增速与去年同期对比	4
图 3：11月本地新增病例数量与 8月相当	5
图 4：民航旅客运输量显著下降	5
图 5：高社交消费增速回落，宅经济和必需品支撑社零	5
图 6：11月全国城镇调查失业率为 5.0%，较 10月上升 0.1 个百分点	6
图 7：固定资产投资累计同比增速	7
图 8：固定资产投资当月同比增速（估算）	7
图 9：制造业部分行业投资增速	8
图 10：基建投资平稳增长	9
图 11：1-11月专项债资金用于基建比例不足 5成	9
图 12：房地产投资各项累计同比增速持续回落但下跌势头趋缓（%）	11

1. 先立后破逐步形成，经济形势有所好转

11月经济形势有所好转，制造业投资驱动经济增长，“先立后破”格局逐渐形成。供给端，“一刀切”能耗双控被纠偏，制约工业生产的负面因素正逐渐改善，工业增加值同比+3.8%，两年复合增速5.4%，较前值继续抬升。需求端，制造业投资保持强劲表现，连续3个月单月增速在10%以上；地产投资当月同比降幅亦有所收窄。

中央经济工作会议对于稳增长提出了较为明确的要求，重申“以经济建设为中心”，保持经济运行在合理区间，迎接党的二十大胜利召开，并且要求“政策发力适度靠前”。另外，会议要求从能耗双控转向为“碳排放”双控，通过限电限产淘汰落后产能以实现“破”的过程已被纠偏，未来有望形成由“新能源+”驱动的供需双旺格局。我们认为，2022年一季度将开启四箭齐发宽信用，即制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款，经济有望实现“开门红”。

2. 能耗双控纠偏，工业边际改善

11月规模以上工业增加值同比增长3.8%，两年平均增长5.4%，较上月回升0.2个百分点，较符合预期，支撑因素主要在采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业较强，制造业景气边际有所改善。在生产方面，掣肘生产的主要负面因素，如能耗双控、限电、汽车缺芯、上游原材料价格高企有所缓解；在需求方面，出口韧性较强，国内消费投资偏弱使得相关制造业生产有所压力。同时，去年同期基数较高也使得读数较低。

能耗“双控”纠偏，保障电力供应充裕促使工业生产修复。在“先立后破”的政策指引下，地方“一刀切”的限电政策已被纠正，电力供应有保障。据国铁集团数据，截至11月底，全国铁路直供电厂存煤较9月底增长120%，平均可耗天数较9月底增长10.1天。此外，除了钢铁限产持续以外，汽车缺芯、上游原材料价格高企等负面因素边际改善，汽车半钢胎开工率持续回升，与上月相比上升了9个百分点。由于钢铁限产延续，11月高炉开工率和煤炭生产率仍持续下滑，处于同期低位，其中高炉开工率不足去年同期八成，主要钢厂线材、螺纹钢产量继续回落，同比下降23%。

11月出口韧性对工业生产有所支撑。受船运周期拉长和新年圣诞订单前置，11月疫情冲击新兴国家供给修复，价格等因素影响，出口保持韧性。在病毒变异导致全球疫情持续扩散的背景下，我国出口韧性可能延续。

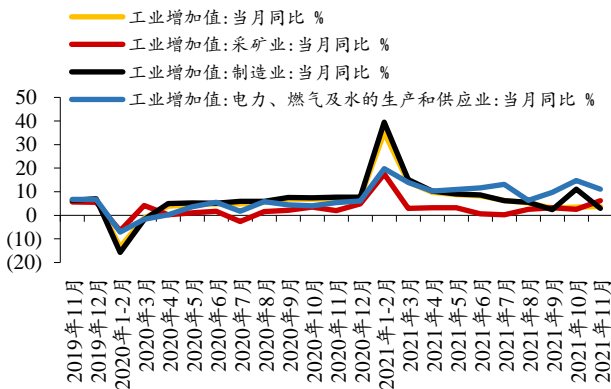
11月国内需求对工业生产的支撑偏弱。第一，下游消费景气度有所回落，30大中城市商品房成交面积及乘用车零售数据均不及去年及前年同期水平，地铁和航班客运量较上月均大幅下降，双十一消费带动不及预期；第二，制造业投资相对较强，但地产基建仍待2022年一季度宽信用发力，当前地产调控有边际放松迹象但地产投资尚未修复，财政后置对当前基建投资支撑有限，在明年初形成实物工作量；第三，11月国内疫情反复，在清零政策的背景下，线下服务业消费再受冲击，相关的制造业产业链亦受到波及。11月份，全国服务业生产指数同比增长3.1%，比上月回落0.7个百分点，与制造业活动密切相关的生产性服务业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间。

从分项数据上看，采矿业增加值同比增长 6.2%、制造业增长 2.9%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 11.1%，制造业景气偏弱但边际改善。在能源保供政策推动下，原煤、发电量保持增长，带动采矿业、电力供应较强。

我们主要关注的工业产品中，原煤（4.6%）、发电量（0.2%）正增，十种有色金属（-0.7%）小幅下跌，汽车（-4.7%）降幅收窄，水泥（-18.6%）和钢材（-14.7%）大幅下跌。高技术制造业仍保持较强增长，同比增速为 15.1%，分产品看，新能源汽车、工业机器人、集成电路产量同比分别增长 112.0%、27.9%、11.9%。

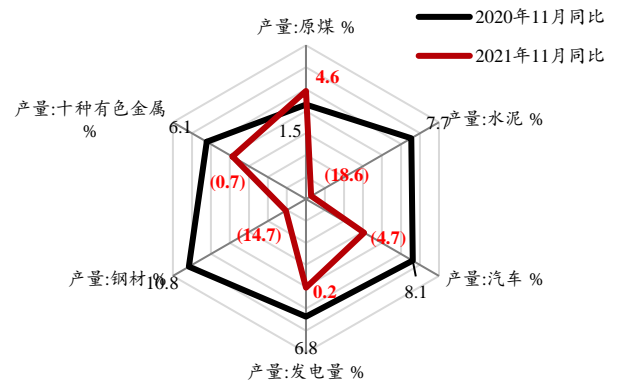
我们认为，前期冲击工业生产的主要负面因素处于改善趋势，如能耗“双控”纠偏，汽车缺芯缓解、上游原材料价格改善逐步显现，工业生产有望逐步修复。

图 1：工业增加值主要门类：11 月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：主要工业产品产量增速与去年同期对比



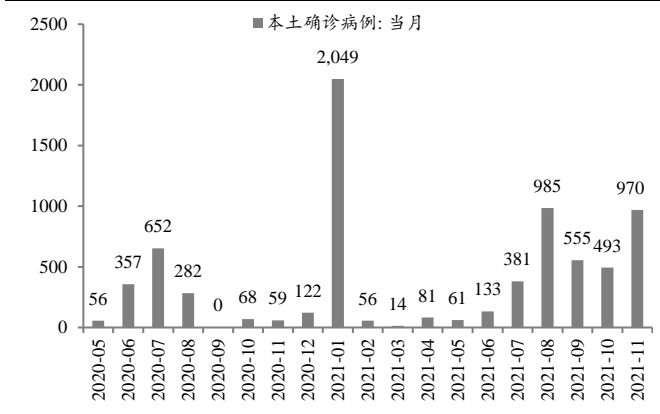
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 疫情有所反弹，消费修复掣肘

11 月社会消费品零售总额同比+3.9%，前值 4.9%，与我们预期完全一致，高于市场一致预期 3.6%，2019-2021 两年复合增速 4.4%，前值 4.6%，受疫情反复影响，社零增速有所回落。

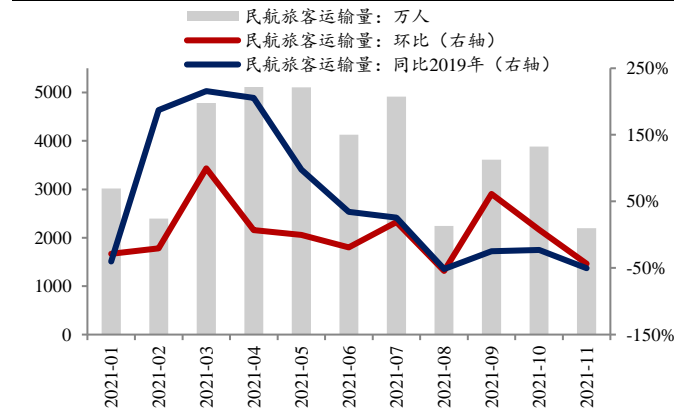
11 月疫情小幅升温，影响线下消费修复。11 月本地新增病例数量与 8 月相当，波及范围较广，“限制聚集”和“限制出行”等防控措施对线下消费造成一定冲击。高频数据显示，11 月民航旅客运输量 2199 万人次，为 2021 年以来最低值，同比 2019 年下滑 50% 以上。11 月全国轨道交通完成客运量 19.7 亿人次，环比减少 0.8 亿人次，全国主要城市地铁出行量也呈现回落态势。

图 3：11 月本地新增病例数量与 8 月相当



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：民航旅客运输量显著下降

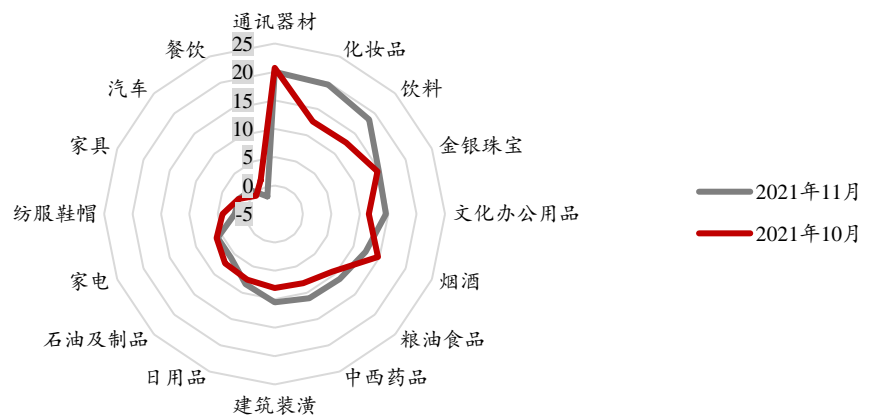


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

从社零分项数据来看，由于 11 月疫情小规模复发，社零仍存在分化特征，“宅经济”和必需品增速领先，高社交属性继续拖累社零修复。宅经济相关消费中，通讯器材、饮料、文化办公用品零售额持续领先，必需品中的粮油食品、中西药品、日用品等也保持较高景气度。另外，双十一以及直播带货模式推动下，化妆品分项表现格外突出，单月的两年复合增速达到了 20%。11 月疫情波及范围较大，高社交属性消费受到影响，从两年复合增速看，餐饮、纺服鞋帽、石油及制品分别为-1.7%、2%、5.9%，较前值显著回落。

缺芯问题有所缓解，汽车消费小幅回暖。11 月汽车零售同比-9%，较 9、10 月两个月降幅有所收窄。据中汽协数据显示，乘用车销量同比下降 4.7%，较 10 月环比改善 1.1%。AFS 数据显示，中国主机厂缺芯问题已经解决，车市库存不足导致零售增速低的问题将在未来逐步改善。

图 5：高社交消费增速回落，宅经济和必需品支撑社零



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

向前看，消费复苏仍面临疫情因素的制约。12 月内蒙古、黑龙江、浙江等多地出现疫情复发，截至 12 月 13 日，全国共有 8 个高风险地区 and 44 个中风险地区，疫情防控措施进一步加码；天津、广州陆续发现新型毒株奥密克戎。不过，稳增长大背景下，各地方政府已开始陆续出台促消费政策，如太原发放 4000 万元消费券，郑州发放 5000 万购车消费券等，积极响应国家促消费政策，对消费起到一定支撑作用。

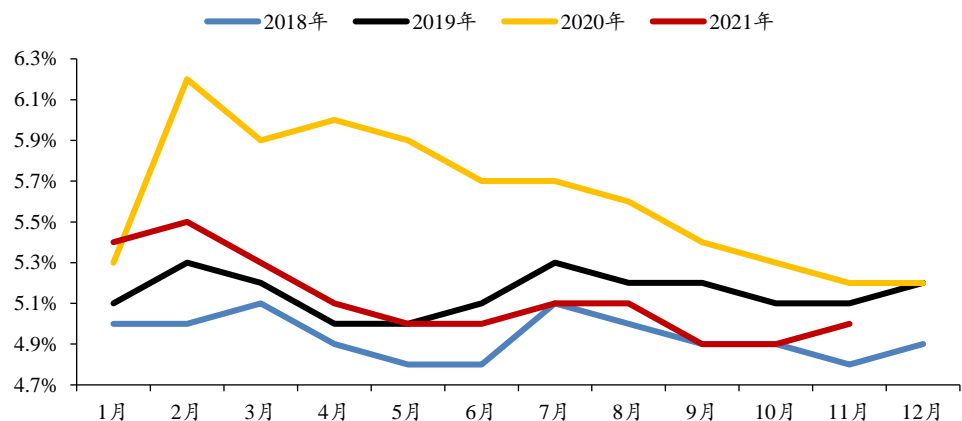
4. 经济增速回落，失业压力增加

11月全国城镇调查失业率录得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，与预期一致，经济下行压力和疫情冲击对就业市场产生一定影响。

一方面，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，企业用工需求转弱，PMI从业人员指数处于低位，经济增速下行压力逐渐向就业市场传导，中小企业压力犹大，而中小企业在吸纳就业方面贡献80%左右，提示未来调查失业率中枢有一定上行压力。另一方面，11月多地疫情反复，对旅游、餐饮、零售等生活性服务业带来负面影响，对服务业就业造成一定冲击。

中央经济工作会议强调，要做好“六稳”“六保”工作，尤其是保就业、保民生、保市场主体。我们认为，未来宏观政策仍将重点呵护中小微企业发展，后续就业优先政策将对就业市场稳定形成一定支撑。财政政策方面继续推进减税降费、帮助中小微企业减负纾困，保工资、保运转；货币政策方面持续加大对于中小微企业的支持，推动融资增量、扩面、降价。

图 6：11月全国城镇调查失业率为5.0%，较10月上升0.1个百分点



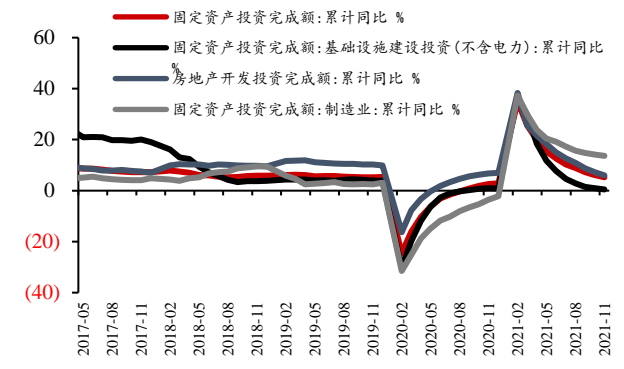
资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 11月固定资产投资累计同比增速回落至5.2%

1-11月全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.2%，较前值回落0.9个百分点，低于我们的预测值7.0%及Wind一致预期5.3%。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；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长0.5%，较前值回落0.5个百分点；制造业投资同比增长13.7%，较前值回落0.6个百分点。1-11月全国固定资产投资（不含农户）两年平均增长3.9%，比1-10月份加快0.1个百分点，11月份环比增长0.19%。从11月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-4.3%、-3.6%和10.0%，前值分别为-5.0%、-1.8%和10.1%。基建受前期洪涝灾害冲击后增速逐月修复，但仍处于负值区间，地产投资当月增速跌幅收窄，制造业投资增速维持于10%左右高位，增速保持强劲，主要受高技术制造业、电气机械等行业支撑。全年看，地产投资增速下行趋势较为确定，基建投资增速维持低位，今年底至明年初

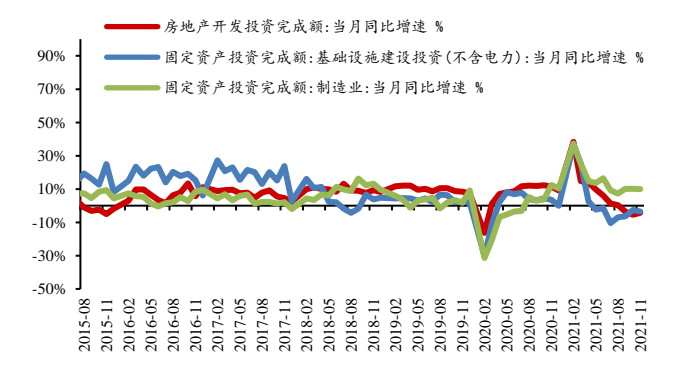
有望在政策推动下有所回升，制造业投资可能随传统行业需求走弱和盈利逐步见顶回落而面临下行压力，相关设备制造业投资有望形成对冲，但后续随基数走高影响，12月当月增速或有回落。

图 7：固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：固定资产投资当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

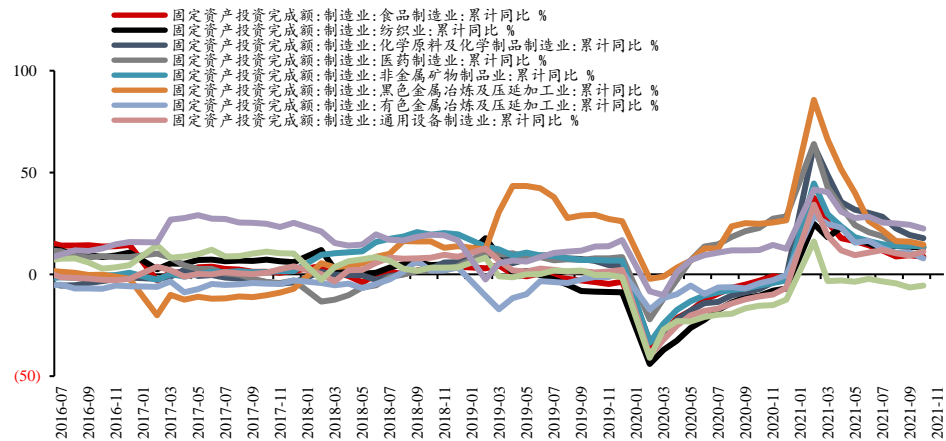
5.1. 1-11 月制造业投资累计同比增速回落至 13.7%

1-11 月份，制造业投资增长 13.7%，民间投资同比增长 7.7%；两年平均增长 3.8%，与 1-10 月份持平。11 月当月制造业投资同比增速为 10.0%，前值 10.1%，维持高位。制造业投资增速主要受下游需求、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震荡、企业利润较为稳健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。

我们认为，11 月当月同比增速维持较高仍主要受部分行业支撑。分领域看，高技术制造业同比增长 22.2%。高技术制造业中，计算机及办公设备制造业、电子及通信设备制造业投资同比分别增长 26.1%、24.7%。此外，传统行业中，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，预计传统行业随着需求走弱和盈利逐步见顶回落面临下行压力，但相关设备制造业投资有望形成对冲。我们提示在推进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。但由于年内后续随基数走高，12 月当月增速或有回落。

图 9：制造业部分行业投资增速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5.2. 基建：11 月继续低迷负增，发力期待 22 年 Q1

2021 年 1-11 月基建（统计局口径）同比增长 0.5%，当月同比增速-3.6%。其中，水利管理业投资增长 2.1%，公共设施管理业投资下降 1.6%，道路运输业投资下降 0.3%，铁路运输业投资下降 1.7%。

基建低迷预判持续验证。2021 年 6 月，我们在经济数据解读报告中提示，大宗商品涨价、终生追责和项目质量要求提升等防风险措施的存在、财政支出后置的拉动作用较弱决定了基建投资难以显著改观，下半年专项债资金后置集中发行也并未带来基建增速的大幅走强，目前来看前期预判持续兑现，11 月基建投资（统计局口径）为-3.6%，略低于 10 月的-2.6%，总体维持 Q4 低迷增长特征。

“先立后破”基调确立，大宗商品涨价扰动未来或将消除。今年 Q2 起，我们持续提示大宗商品涨价将扰动基建投资，PPI 同比已经连续 7 个月维持 9% 以上高位，大宗商品涨价过程中会抬升成本、扰动施工，对基建投资产生扰动，大宗商品涨价本质上是双碳政策执行节奏、海外疫情影响等原因带来的供需不匹配所产生的。适应从新能源产业化到产业新能源化的发展趋势，过去产业政策中存在矛盾的部分必然需要逐步优化，否则将形成新能源终端与相关上游原材料或中间投入品的产能大幅不匹配的困局，引起上游原材料价格的大幅波动，不利于双碳目标的实现。

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_31225



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn