

把握政策发力的三条经济线索

2021年12月15日

- **2021年11月经济数据似乎没有市场预期的那么悲观，我们认为把握经济压力和政策发力可以从三条线索入手。**12月央行降准、中央经济工作会议“稳字当头”，不过11月的经济数据乍看起来并不如市场预期悲观，我们觉得后续把握经济压力和政策发力，有三个线索值得注意：第一，**第四季度以来工业和服务出现明显分化**（图1），尽管11月工业增加值同比反弹至3.8%，但服务业明显放缓，叠加12月疫情再次反复，稳经济的压力依旧较大；第二，**尽管专项债加速、高层多次强调“实物工作量”，但基建增速仍未发力**，中央经济工作会议定调“适度超前”、地方换届陆续完成后，基建可能迎来发力窗口；第三，**就业隐忧渐显**，2021年11月城镇调查失业率在7月之后首次上升，**就业可能已经成为货币政策重要的经济“锚”**。
- **出口坚挺、能源保供，11月工业生产好于预期。**2021年11月工业增加值同比增长进一步反弹至3.8%，季调环比0.37%，略低于10月但仍处于7月以来的次高水平，明显好于市场预期。从细项上看，出口景气下手机、集成电路等电子设备保持较高的增速；能源保供政策下，电力、热力供应明显加速；而芯片短缺缓解助力汽车制造业同比降幅收窄，其中值得注意的是新能源车的产量在11月同比翻倍（图2）。
- **制造业投资改善趋势从结构上看具有可持续性。**2021年11月制造业投资两年复合增速达11.2%，延续7月以来逐月改善的趋势。从结构上看，11月制造业投资增速改善程度最大的行业主要分布于如下三类行业中，第一类是出口导向型行业如专用设备制造业；第二类是缺芯缓解预期的受益行业如运输设备、汽车制造业；第三类是PPI-CPI剪刀差收窄的受益行业如食品、农副食品加工制造业。基于我们对出口景气、缺芯缓解、PPI-CPI剪刀差收窄持续性的判断，我们认为上述三类行业制造业投资同比增速的改善预计将持续至明年（图3）。
- **地产融资企稳，但地产投资尚未见底。**2021年11月地产投资两年复合增速（2019-2021年，下同）进一步放缓至3.04%，但略好于市场预期。从分项面积指标看，11月单月同比表现较上月均有所改善，其中竣工面积突出（图4），结合11月建筑业PMI显著回升至8月以来的高点以及基建的低迷表现，这从侧面显示在融资企稳（央行显示按揭贷款在10月和11月出现明显回升）之后，房企的施工开始恢复、竣工加速，**但新开工依旧明显偏弱（即使12月新开工回升至2亿平米，累计跌幅也将进一步扩大至-9.6%）**。除此之外，2020年12月到2021年上半年地产销售、投资等数据规模处于历史高位，地产相关数据仍将面临较大的下行压力（图5和6），而数据背后房企商业模式的变化和微观动机的不足将继续制约地产的反弹。
- **“雷声大、雨点小”，基建仍未发力。**2021年11月地方政府专项债的发行已基本进入尾声，但是基建投资的增速继续降温，广义基建两年复合增速下滑至-0.93%。从细项上看，交运、水利、公共设施等传统基建依旧乏力（图7）。2021年中央经济工作会议明确强调基础设施建设要适度超前，我们预计随着地方换届陆续落定，基建发力仍是2022年初稳经济的重要力量。
- **商品零售同比明显改善，价格因素贡献提升。**2021年11月社零同比3.9%，较2019年11月的两年复合增速为4.4%，略低于10月的4.6%。**从结构看，11月商品零售两年复合增速5.3%（较10月提升0.3pct）**；餐饮收入受疫情反复拖累，两年复合增速较10月下滑3.1pct至-1.7%。**从产品看，11月多数产品零售额两年复合增速较10月改善**，如受益于双十一促销、缺芯缓解的可选消费品（化妆品、金银珠宝、建材、家具、汽车）；受益于11月初商务部鼓励居民储存必需品的必选消费品（饮料、粮食）（图8）。**从贡献程度看，石油制品、烟酒类、办公用品等产品对2021年11月限额以上社零形成主要拉动**（图9）。**从价量角度看，11月商品零售价格指数同比3.4%，较10月的2.9%进一步提升**，也大幅高于2017-2019年均值1.7%（图10）。
- 另外，值得注意的是2021年11月城镇调查失业率出现回升，这是2021年7月以来该指标再次上升。而7月和11月央行都进行了降准操作，这可能意味着**当前货币政策的重要经济“锚”是就业**，我们从调查数据也能看出在经济下行和疫情管控的压力下，居民对于就业的预期也在下降，后续可能需要更加重视就业的数据，来判断货币政策的变化（图11和12）。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，国内外政策超预期

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn
研究助理 邵翔

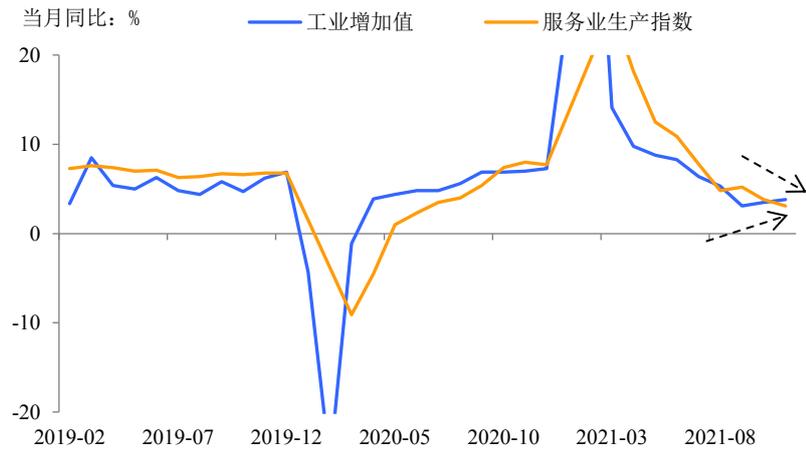
shaoy@dwzq.com.cn
研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn
研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

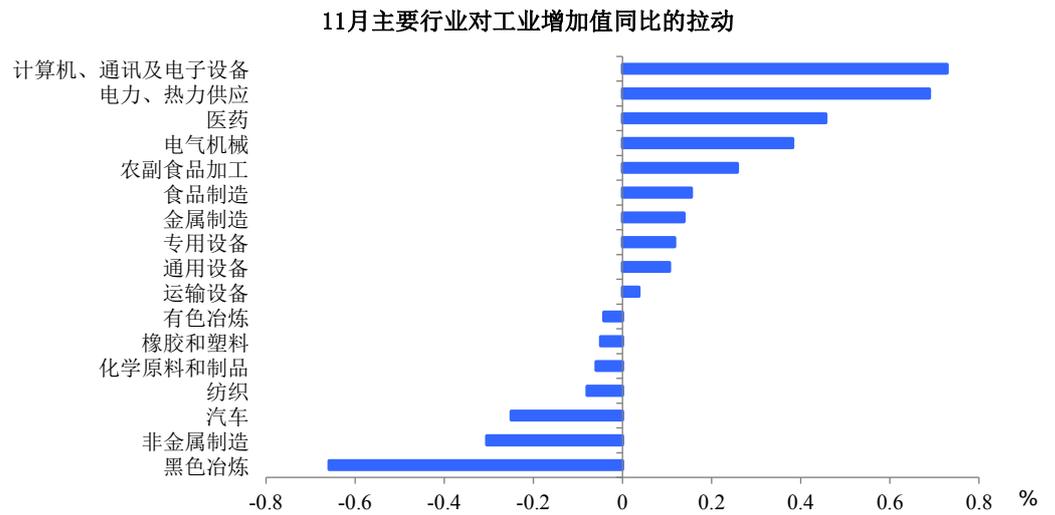
- 1、《宏观月报 20211213：2022年美国通胀如何见顶回落？》2021-12-13
- 2、《宏观周报 20211211：中央经济工作会议释放的三条政策主线》2021-12-11
- 3、《宏观月报 20211209：11月信贷：稳了地产，“冷”了谁？》2021-12-09
- 4、《宏观年度报告 20211209：宏观大年的三条政策主线和资产配置逻辑》2021-12-09
- 5、《宏观月报 20211209：就业的隐忧》2021-12-09

图 1: 2021 年第四季度工业和服务业出现明显分化



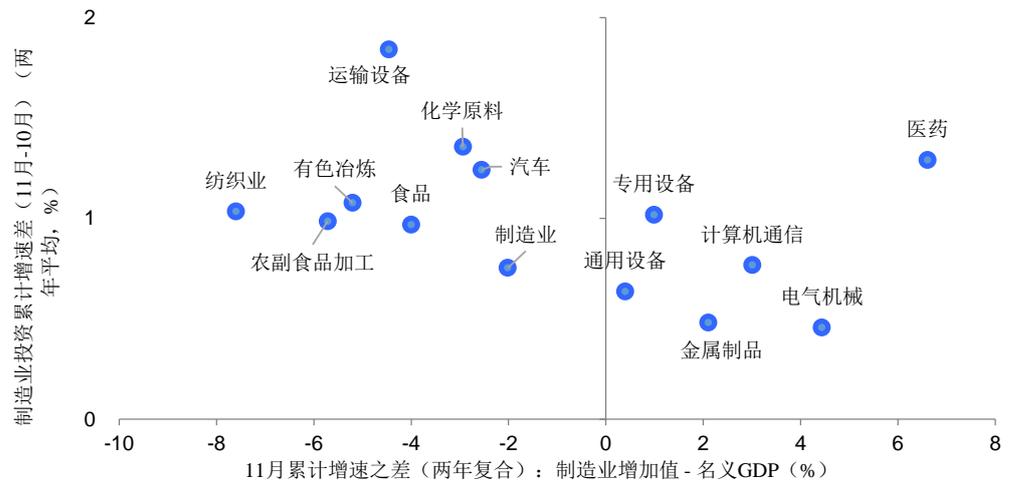
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021 年 11 月出口和能源保供是支持工业产出的重要力量



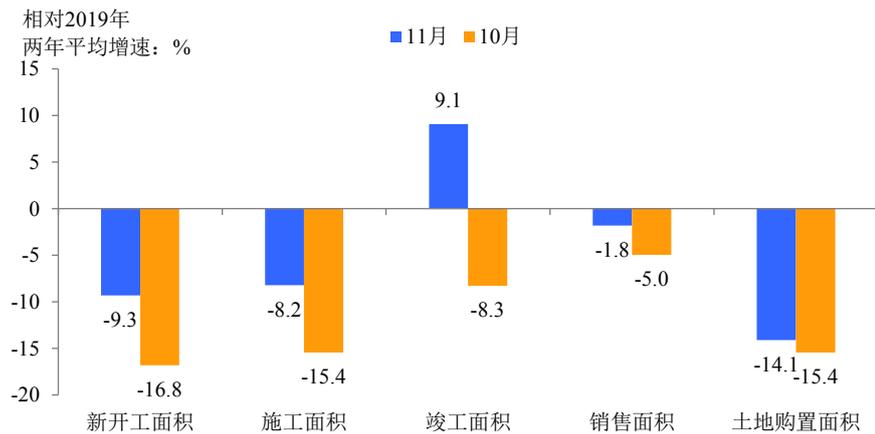
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2021 年 11 月制造业投资同比增速各行业表现



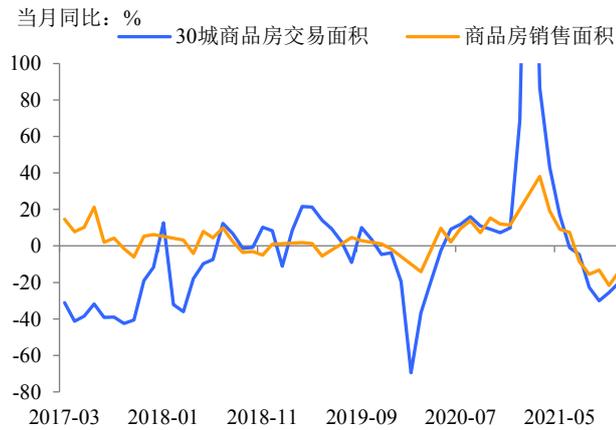
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年 11 月房地产投资相关面积指标表现



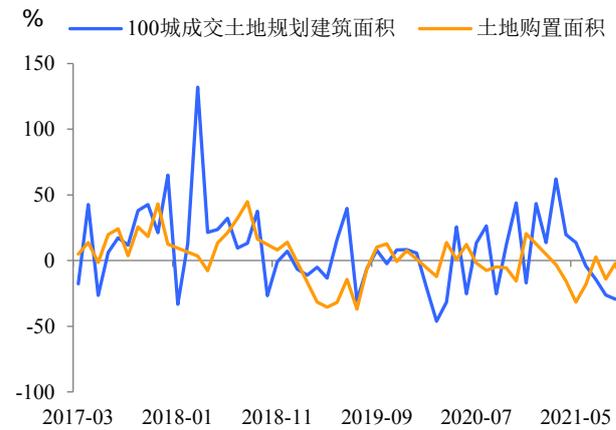
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年 12 月地产销售同比下滑的压力上升



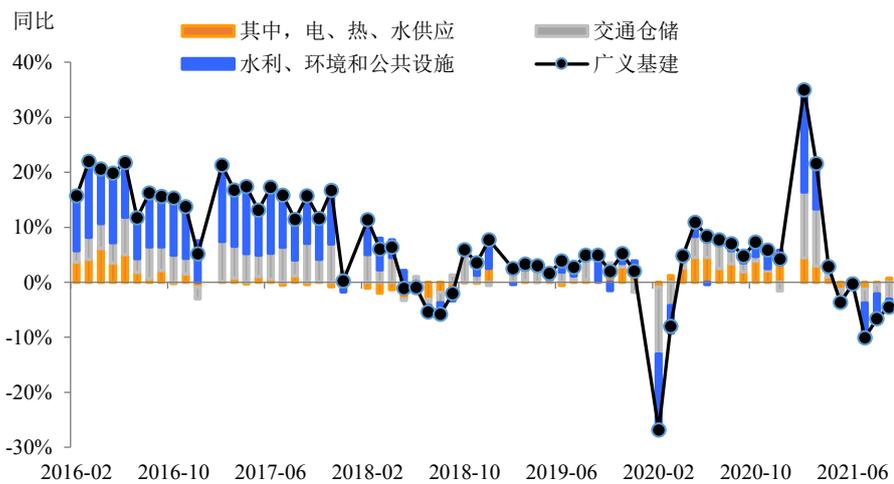
注: 2021 年 12 月数据截至 12 月 13 日。
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年 12 月土地购置同比增速也不乐观



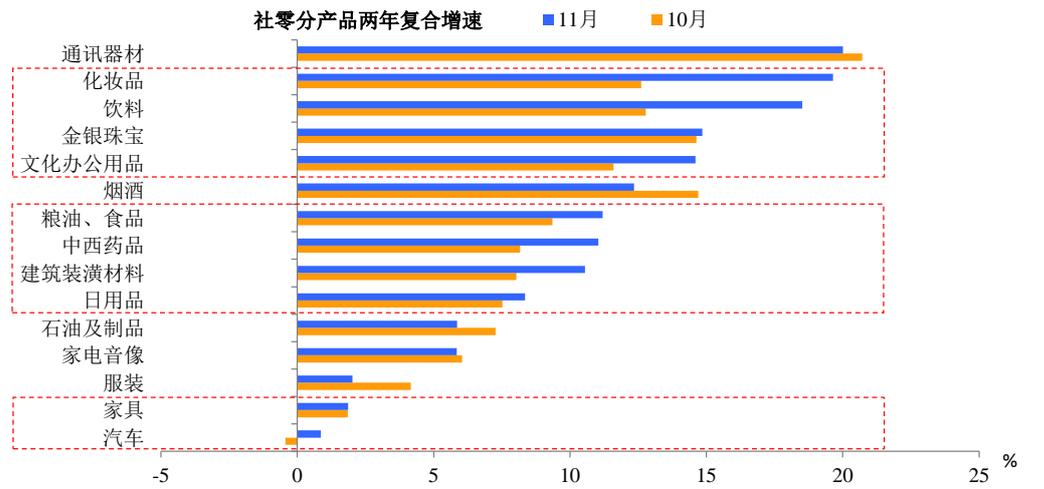
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2021 年 11 月基建增速依旧疲软



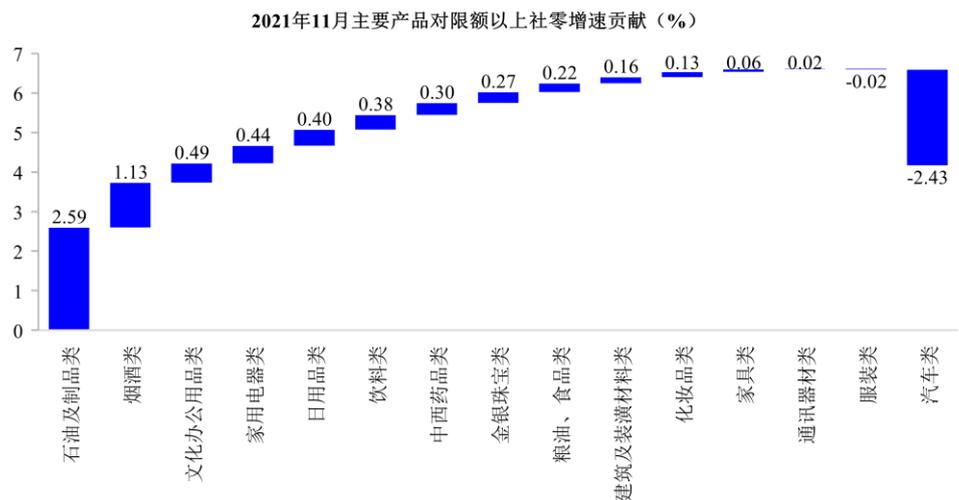
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2021 年 11 月多数产品零售额的两年复合增速较 10 月改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 石油制品、烟酒类、办公用品等产品对 2021 年 11 月社零形成主要拉动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_31229



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn