

11 月宏观数据显示，当前经济下行压力依然较为明显

—— 2021 年 11 月宏观数据点评

分析师 王青 冯琳

事件：2021 年 11 月规模以上工业增加值同比实际增长 3.8%，前值 3.5%；1-11 月固定资产投资累计同比增长 5.2%，1-10 月为 6.1%；11 月社会消费品零售总额同比增长 3.9%，前值 4.9%。

主要观点：

工业生产方面，11 月工业增加值同比和两年平均增速回升，这主要受供给侧政策调整和供给端抑制因素缓解拉动，而非需求改善提振。当前经济面临较大需求收缩压力，后续工业生产扩张能否持续加速仍存在不确定性。另外，由于工业增加值统计的是规模以上工业企业，大量中小微企业并未纳入统计范围，实际工业生产情况可能要弱于数据表现。这是 12 月央行降准、加大对小微企业支持力度的主要原因。

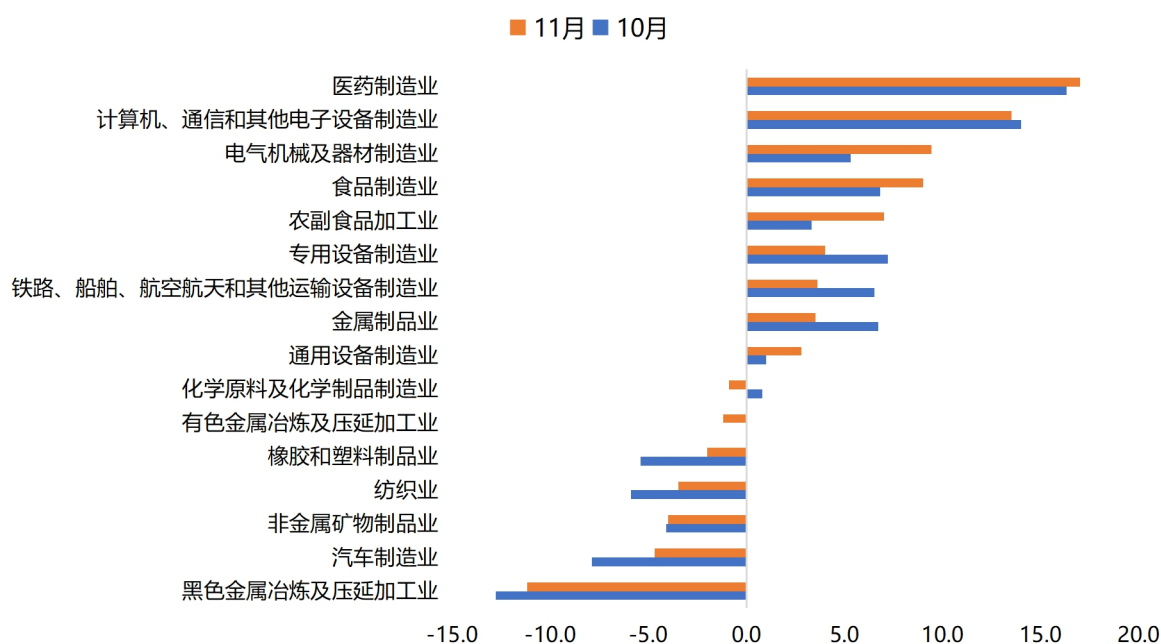
1-11 月固定资产投资同比增速回落，以两年平均增速衡量的固定资产投资动能略有改善，整体依然处于偏低水平。当月商品房销售延续下滑势头，月度房地产投资连续三个月同比负增长；政策面支持下，11 月制造业投资两年平均增速保持上行态势；12 月中央经济工作会议之前，宏观政策逆周期调控尚未全面发力，11 月基建投资增长动能稳中偏弱。

消费方面，11 月社零同比增速下滑，部分受基数抬升影响，但两年平均增速也有所放缓，表明消费增长动能减弱。同时，11 月 CPI 涨幅加快，对社零名义增速起到拉升作用，当月社零实际同比增速下滑幅度更大，已接近零增长，这显示消费实际需求走弱更为明显。

整体上看，11 月宏观数据整体上印证了中央经济工作会议对当前经济形势的判断。当前经济下行压力主要源于消费修复偏缓和房地产行业下滑，且这一势头难以在年底前出现明显扭转。我们预计，四季度 GDP 同比将回落至 4.0% 左右，两年平均增速为 5.1%，后者仅略高于潜在经济增长区间下限。按照 12 月中央经济工作会议部署，明年宏观政策将加大逆周期调控力度，且将靠前发力，预计 2022 年上半年经济下行压力将明显缓解。

10月、11月工业增加值同比和两年平均增速连续回升，显示工业生产动能边际增强，这首先与煤炭等保供稳价力度加大和“能耗双控”政策纠偏、限电问题缓解有关；其次，随煤炭等能源和工业品价格大跌，中下游企业成本压力得到缓解、利润空间好转，对企业生产意愿也有所提振；最后，近期“缺芯”问题有所缓和，芯片供应链上的汽车、机械设备、通讯器材等行业生产也有所改善——11月汽车制造业增加值同比跌幅较上月收敛3.2个百分点，通用设备制造业增加值同比增速加快1.8个百分点，而在基数明显走高背景下，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增速仅小幅下滑0.5个百分点。

图3 制造业各细分行业增加值当月同比增速 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

整体上看，近两个月工业生产动能恢复主要受供给侧政策调整和供给端抑制因素缓解拉动，而非需求改善提振。从需求端来看，11月固定资产投资增速进一步回落，社零增速亦有所放缓，且实际增速下滑幅度更大；外需方面，11月出口金额继续高增，但从量价角度来看，主要受出口商品价格上涨带动，出口货运量增速则明显回落。可见，当前经济面临较大需求收缩压力，这也意味着，在供给侧政策效果得到体现后，后续工业生产扩张能否持续加速仍存在不确定性，关键要看逆周期调节发力能否有效带动需求端改善。

另外值得一提的是，工业增加值数据统计的是规模以上工业企业，即年主营业务收入达到2000万元的企业，大量的中小微企业并未纳入统计范围。而前期原材料价格快速上涨，以及终端需求走弱给多处中下游的中小微企业造成的经营压力更大，这意味着实际工业生产情况可能要弱于数据表现。这也体现于尽管工业增加值同比增速连续两个月回升，但中央经济工作会议仍强调供给

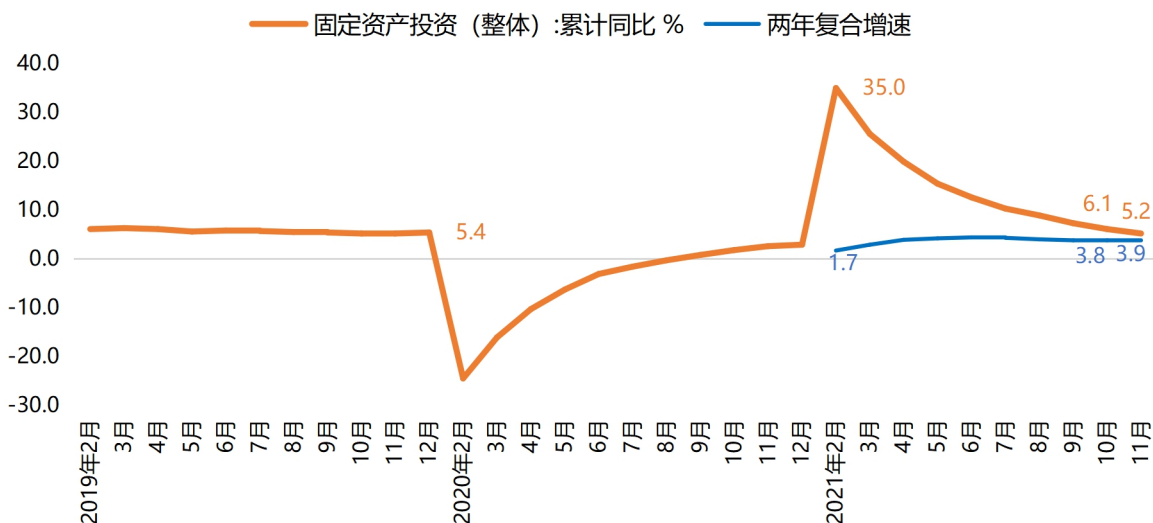
冲击和预期转弱；同时，央行于12月再度实施降准的一个重要目的就是加大对中小微企业的金融支持力度。

我们判断，在当前政策力度仍然比较温和的情况下，短期内总需求料难以得到明显提振，加之环保限产、供给瓶颈和成本上涨等因素对工业生产的掣肘仍然存在，以及去年同期基数抬高，预计12月工业增加值同比和两年平均增速将与11月大致持平。

二、固定资产投资：1-11月固定资产投资同比增速回落，以两年平均增速衡量的固定资产投资动能略有改善，整体依然处于偏低水平。当月商品房销售延续下滑势头，月度房地产投资连续三个月同比负增长；政策面支持下，11月制造业投资两年平均增速保持上行态势；12月中央经济工作会议之前，宏观政策逆周期调控尚未全面发力，11月基建投资增长动能稳中偏弱。

主要受上年基数抬高影响，1-11月固定资产投资同比增速较前值下降0.9个百分点，至5.2%，以两年平均增速衡量，11月数据比上月小幅改善0.1个百分点，至3.9%，显示投资增长动能略有改善，但整体上依然处于明显偏低水平。考虑到固定资产投资统计的是名义值，而今年以来PPI持续大幅冲高，因此固定资产投资实际增速会明显低于名义增速。从分项来看，11月制造业投资继续保持高增势头，房地产投资月度同比继续处于负增长状态，基建投资则延续了下半年以来的持续同比负增长过程。总体来看，11月固定资产投资增长动能低位企稳，但在消费偏缓的背景下，仍未发挥拉动经济增长的作用，背后存在两个主要原因：一是城投平台融资环境仍然偏紧，难以对冲房地产投资下滑的影响，二是在12月中央经济工作会议召开之前，宏观政策未突出逆周期调控方向。

图4 11月固定资产投资修复动能依旧较缓



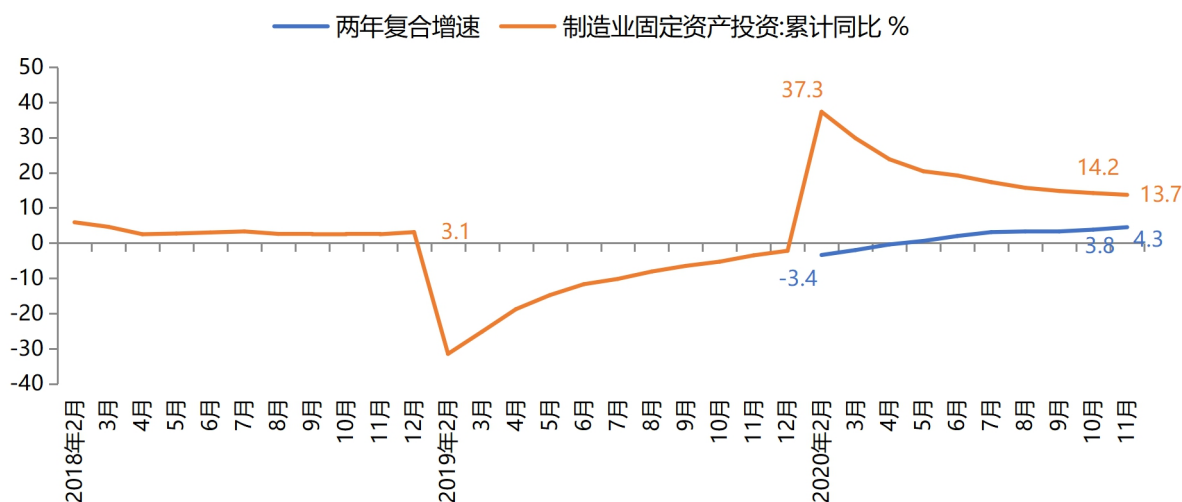
数据来源：WIND，东方金诚

制造业投资：1-11月，制造业投资同比增长13.7%，主要受上年基数抬高影响，增速较前值回落0.5个百分点，属正常走势。由于本月国家统计局未公布其两年平均增速，据我们测算，1-11月制造业投资两年平均增速约为4.3%，较前值加快0.5个百分点，这意味着制造业投资修复势头加快。另据我们测算，11月当月制造业投资同比增长10.0%，连续三个月保持两位数增长；11月当月制造业投资的两年复合增速为11.8%，较上月大幅加快。

当前制造业投资修复动能较强，背后有三个直接原因：一是政策面支持制造业转型升级力度较强。“十四五”期间，大力支持制造业高质量发展，解决“卡脖子”问题，增强产业链安全，已经成为双循环战略的一根重要支柱。为此，继去年新增制造业贷款达到2.2万亿元，达到之前5年总和之后，今年前十个月，新增制造业贷款达到2.3万亿元，已超过去年全年，继续保持高增势头。同时，中央及各地产业政策中针对制造业投资的激励措施也正在不断出台。二是在出口额强劲增长带动下，专用设备、计算机和通信和其他电子设备制造业等行业投资增速明显超出整体水平。三是疫情并未打断我国制造业升级过程，1-11月高技术制造业投资同比增长22.2%，其中，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%。

我们判断，受上年基数抬高影响，12月制造业投资同比增速还将延续回落势头，但在政策支持支持下，制造业投资两年平均增速有望保持改善态势。全年制造业投资增速达到两位数已没有悬念，以两年平均增速衡量的增长动能也有望超过疫情前水平。

图5 以两年平均增速衡量，11月制造业投资修复进度加快



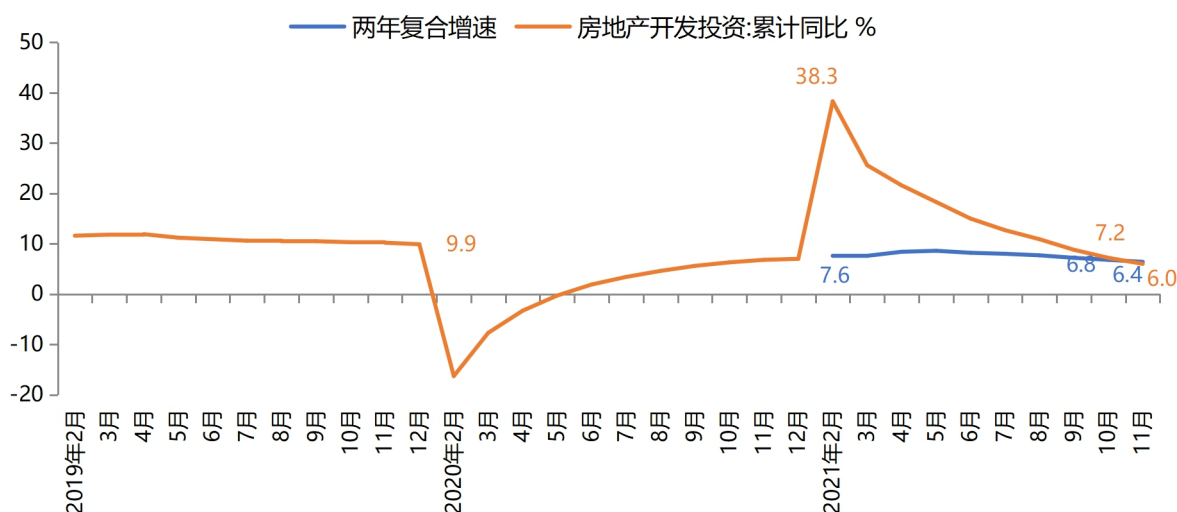
数据来源：WIND，东方金诚

房地产投资：1-11月房地产投资累计同比增长6.0%，两年平均增速为6.4%，分别比上月下滑1.2和0.4个百分点。据我们测算，11月当月房地产投资同比下降4.4%，连续三个月出现同比负增长，11月单月降幅较上月收窄0.9个百分点，主要源于上年同期基数走低，另外，11月单月的

两年复合增速降至 3.0%，较上月回落 0.4 个百分点。以上数据均与 11 月 70 城二手房价格指数连续第三个月环比下跌相印证（11 月 70 城二手房价格指数环比下降 0.4%，此前两个月分别环比下降 0.3% 和 0.2%）。11 月房地产投资增速下行，直接原因是当月房屋新开工面积累计增速连续第五个月同比负增长，且降幅持续扩大，正在逼近两位数深跌；房屋施工面积累计同比增速也在持续下滑，房屋竣工面积累计同比增速也出现较快下滑。

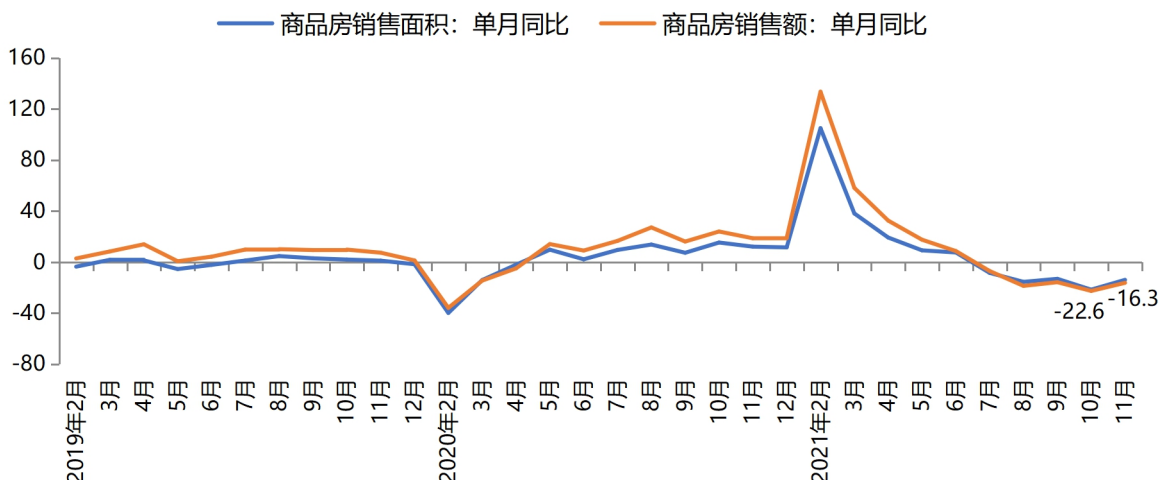
可以看到，6 月末恒大风险暴露后，房地产投资韧性明显弱化。与此相印证的是，已处寒潮中的楼市在 11 月继续降温，当月商品房销售面积和销售额同比增速均保持两位数负增长，已连续五个月处于同比负增状态；当月这两项指标的降幅有所收窄，主要源于上年同期基数下行，并不意味着商品房销售端出现回暖。

图 6 楼市继续下滑，拖累 11 月房地产投资进一步走弱



数据来源：WIND，东方金诚

图 7 上年同期基数走低，带动 11 月商品房销售同比降幅有所收窄 (%)



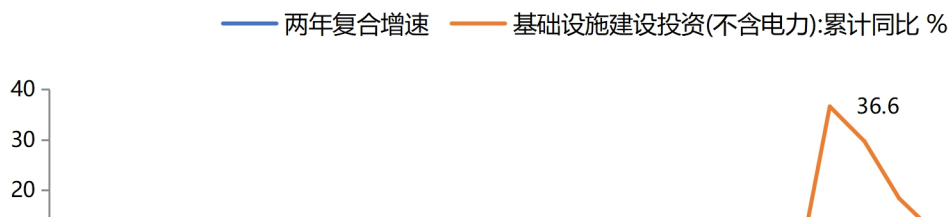
数据来源：WIND，东方金诚

近期头部房企境外美元债出现违约，房地产信用风险仍在发酵。我们判断，12月房地产投资增速大概率会延续下行态势，全年房地产投资增速有望降至5.0%左右，较2020年下降4个百分点左右。更重要的是，房地产投资月度同比短期内难以转正。根据2011年和2015年两轮房地产下行周期规律，当前仍处于商品房销售和房地产投资下行初期阶段。不过，近期房地产金融环境正在回暖，下一步其他宽松政策也可能出台。我们预计，本轮房地产“寒潮期”（以房价环比下滑、商品房销量同比下跌为表征）可能在明年年中之前结束。

基建投资：1-11月基建投资累计同比增长0.5%，增速较前值下行0.5个百分点，主要是受上年同期基数变化影响。在修复进度方面，我们测算得到1-11月基建投资两年平均增速为0.3%，与前值基本相当。这意味着基建投资实际增长动能低位企稳，但逆周期调节作用尚不明显。这与今年以来财政支出进度偏缓、专项债发行延后直接相关，背后是前期、特别是上半年经济修复势头较强，基建稳增长需求弱化。下半年以来，宏观经济运行面临新的下行压力，但在12月中央经济工作会议之前，宏观政策并未明确逆周期调控方向，加之从资金拨付到转化为实际投资需要一个过程等因素，造成及至年底基建投资总体仍呈现稳中偏弱状态。

展望未来，今年新增专项债将基本发完，部分资金会在今年形成实物工作量，12月基建投资增长动能将有所改善。整体上看，今年广义财政政策力度收缩幅度相对较大，控制地方政府隐性债务风险政策持续加码，这可能抵消了“十四五”开局之年一批大项目上马对基建投资的推动作用，全年基建投资增速将较去年（2.9%）不升反降，估计仅能实现0.4%的微幅正增长。

图8 11月基建投资增长动能未明显提振



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_31296

