

11月经济数据点评

三重压力之下期待跨年政策安排

工业增加值增速回升主要仍是保供稳价的影响；社零增速超预期有电商促销和价格因素影响；基建投资增速再次下滑。

- 11月工业增加值同比3.8%，采矿业累计同比5.1%，制造业10.4%，公用事业11.9%，高技术产业19%。11月工业增加值增速回升，主要是受到制造业、高技术产业和采掘业提振，保供稳价政策仍是工业增加值同比增速超预期的最重要原因。
- 11月社零同比3.9%，除汽车以外的消费同比5.4%。扣除价格因素实际增长0.5%。11月电商促销对社零结构影响较大，价格因素也是社零增速超预期的主要原因。
- 1-11月固定资产投资增速5.2%，其中民间固定资产投资增速7.7%。11月基建固投当月同比下降3.6%，房地产投资同比下降4.3%，制造业当月同比10%。基建投资增速较10月意外下降了1.1个百分点，是导致固投增速低于预期的主要原因。
- 11月房地产开发投资增速较10月有所上行，主要体现在施工和竣工方面，新开工增速仍在明显下降。自房地产开发和按揭贷款政策边际放松之后，个人按揭贷款占比连续两个月小幅上升，11月个人按揭贷款增速也出现小幅上升，但从融资结构看，自筹资金占比上升的幅度较此前进一步放大，房地产行业向龙头集中的趋势短时间内不会改变。
- 经济数据显露经济增长压力。11月经济数据延续好坏参半，工业增加值同比增速继续回升，但环比依然较历史同期平均水平偏弱，社零同比增速回落但好于市场预期，主要原因除了电商促销还有价格因素影响，固定资产投资低于预期，虽然房地产投资在融资政策边际放松的情况下有所好转，但当月基建投资增速较10月下行。一定程度上有待观察的是，当前经济的弱均衡是否已经是新冠疫情冲击之后的新均衡水平：从内需看，社零消费对价格的弹性下降，且通胀上升压力下，居民消费意愿可能下降；投资端，房地产政策坚持房住不炒，2022年或以稳为主，11月基建投资当月增速下行背后的原因值得关注；外需方面，奥密克戎的后续影响不确定性较大，全球在通胀和复苏两方面都有反复的可能。
- 短期关注跨年前后的政策安排。中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。从季节规律看，元旦春节双节期间，实体经济消费需求较强，实体经济融资需求较强，金融机构在元旦前流动性偏紧张，一季度社融和信贷总量明显冲高，生产端节前产成品补库存，固定资产投资节前停工节后复工等。结合三重压力来看，为保障一季度经济增速可以平稳接续，稳经济的政策最好提前安排，货币政策方面重点关注企业层面的流动性，财政政策方面更倾向于减轻中小微企业经营压力。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《月度数据超预期和季度数据低于预期之间：6月和二季度经济数据点评》2021.7.15

《内需的恢复不及预期：7月经济数据点评》2021.8.16

《疫情疫情影响大：8月经济数据点评》2021.9.15

《促改革和稳增长全都要：9月和三季度经济数据点评》2021.10.14

《政策调控的着力点在防风险、转型升级和碳减排：10月经济数据点评》2021.11.15

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

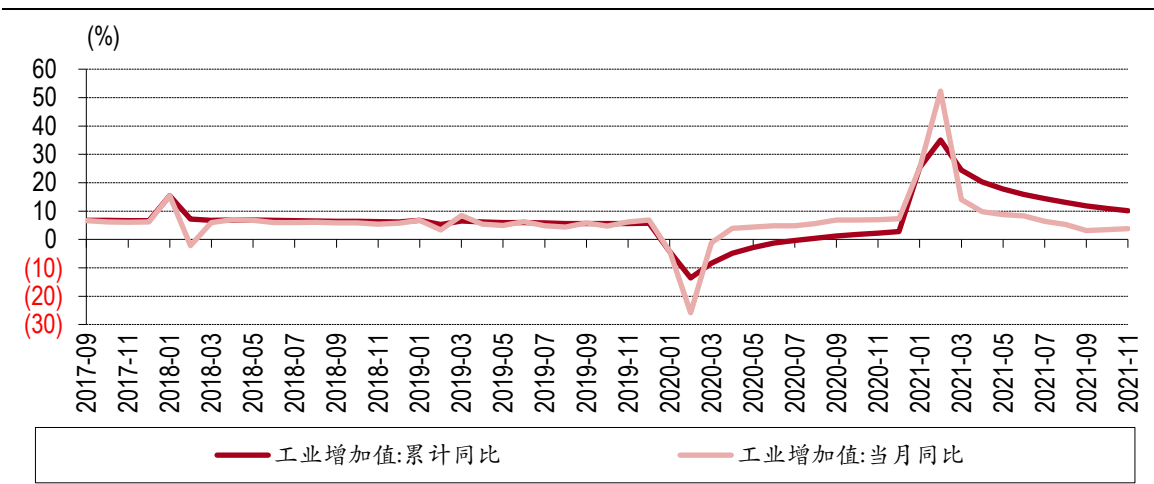
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值同比增速继续回升

11月工业增加值增速继续小幅超出市场预期。11月工业增加值同比增长3.8%，略高于市场预期的3.7%，较2019年同期增长11.1%，两年平均增长5.4%。11月供给端生产恢复继续支撑工业增加值增速反弹。

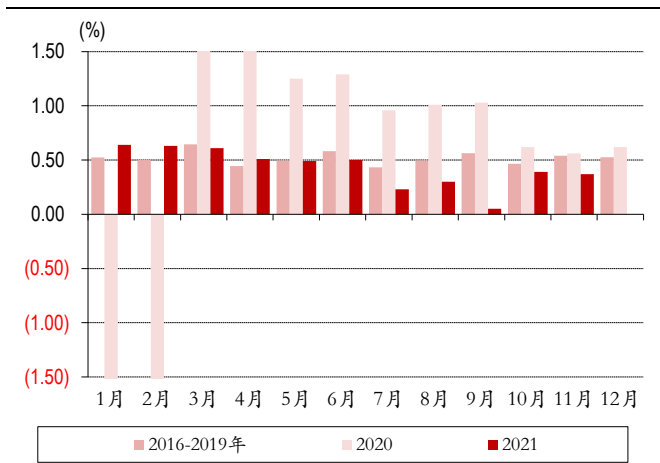
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

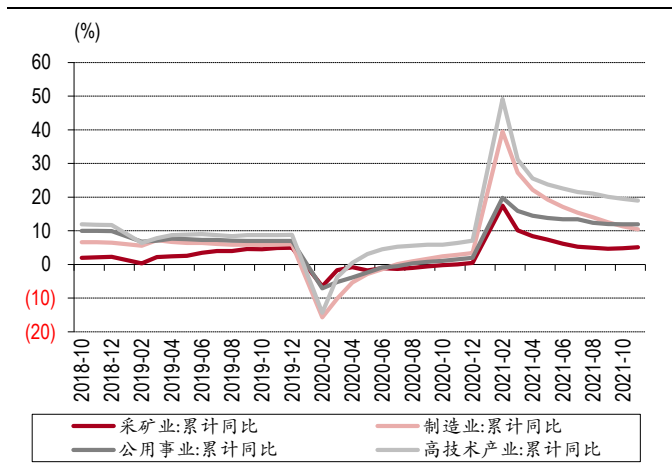
11月环比增速维持弱均衡。从环比增速来看，11月工业增加值环比增长0.37%，增速较10月下降0.02个百分点，11月环比增速不仅较10月略低，且较历史同期平均水平的0.54%也明显偏低。从行业分类来看，1-11月采矿业工业增加值累计同比增长5.1%，制造业累计同比增长10.4%，公用事业累计同比增长11.9%，高技术产业累计同比增长19%。1-11月制造业和高技术产业工业增加值累计同比增长下行的幅度依然领先，采矿业增速上升0.3个百分点，主要还是保供稳价等政策的影响；从当月同比增速看，各行业均较10月增速持平或上升，其中公共事业当月工业增加值增速持平，采矿业增速上升0.2个百分点，制造业和高技术产业增加值增速上升0.4个百分点。从企业类型来看，1-11月私企工业增加值同比增长10.9%，国企工业增加值同比增长8.5%，股份制企业同比增长10.4%，外企增长9.5%，累计同比增速依然维持下降趋势。11月工业增加值增速回升，主要是受到制造业、高技术产业和采掘业提振，公共事业工业增加值增速维持在高水平，保供稳价政策仍是工业增加值同比增速超预期的最重要原因，但需要关注的是工业增加值环比增速疲弱，可能表明供给端的压力开始显现。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

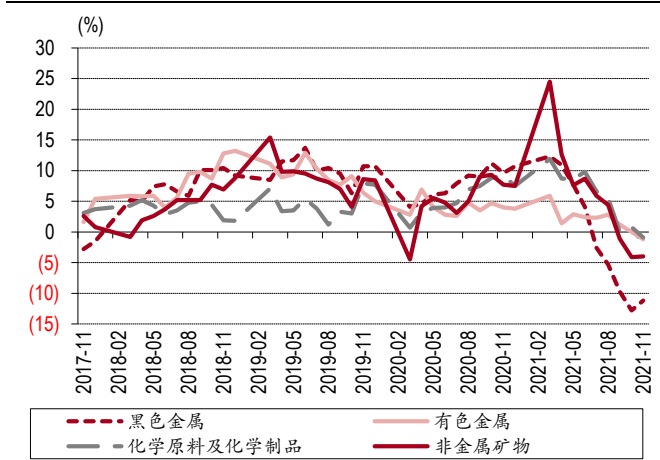
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

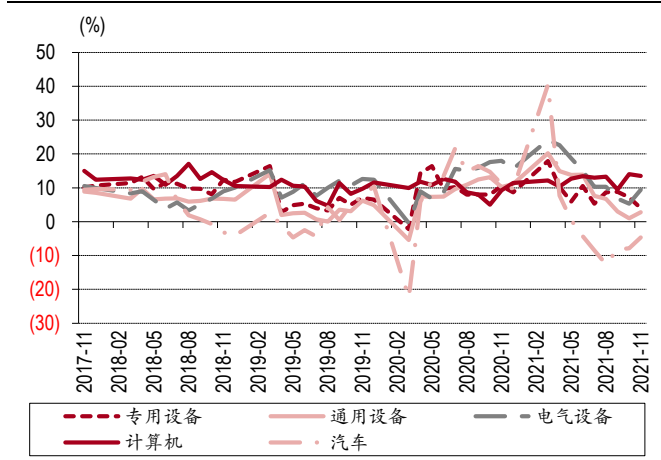
各行业工业增加值增速维持震荡下行。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长8.5%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长8.9%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长1.6%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长4.4%，从当月增速看，上游行业均已落入同比负增长区间。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长13.8%，专用设备制造业增加值累计同比增长13.3%，汽车制造业增加值累计同比增长5.8%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长18.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长16.2%，11月中游行业的当月工业增加值同比增速中，较10月有所上行的是通用设备、电气设备和汽车，增速下降幅度较大的是专用设备。下游行业工业增加值累计同比增速继续分化，食品制造业增加值累计同比增长7.9%，纺织业增加值累计同比增长1.8%，医药制造业增加值累计同比增长26.9%，食品行业累计增速上升0.1个百分点，从当月同比增速看，食品、纺织、医药行业均有不同程度上行。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

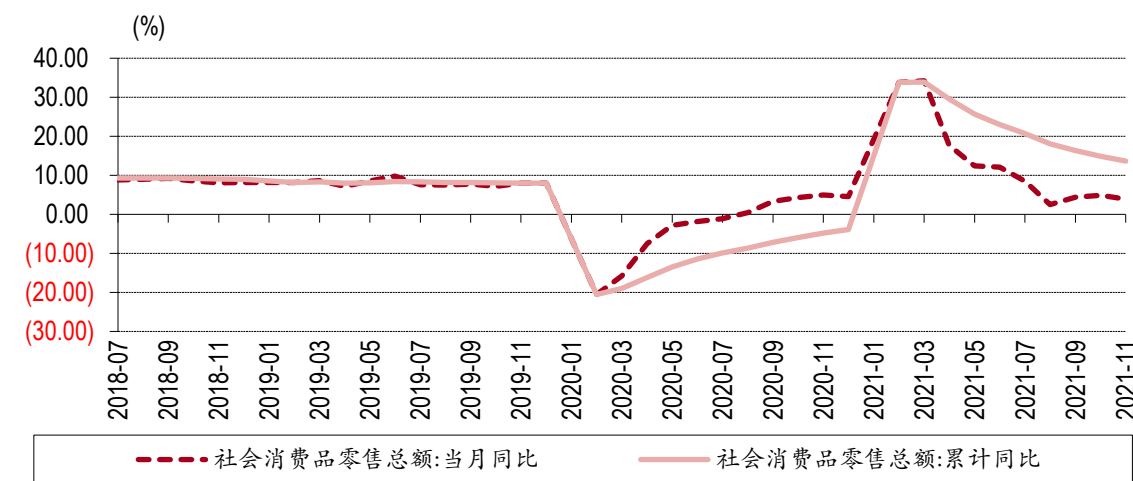


资料来源：万得，中银证券

11月消费小幅超预期

11月社零增速下行但小幅超预期。11月社零同比增速3.9%，比2019年11月份增长9%，两年平均增长4.4%，其中除汽车以外的消费同比增长5.4%。扣除价格因素，2021年11月份社会消费品零售总额实际增长0.5%。11月电商促销对社零结构影响较大，价格因素也是社零增速超预期的重要原因。

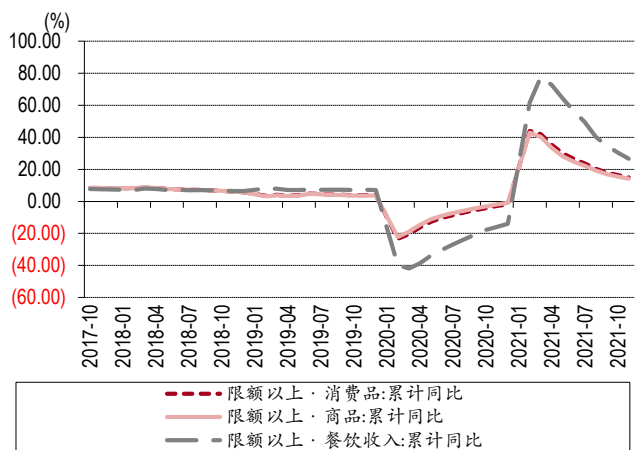
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

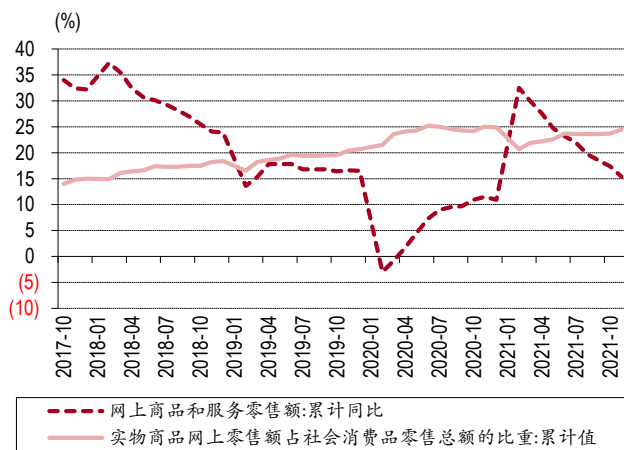
网上消费占比明显提高。1-11月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速14.9%，其中商品零售总额同比增速为14.2%，餐饮收入总额同比增速26.7%，11月限额以上当月同比增速4.2%，增速高于社零整体。1-11月网上零售额占比为29.7%，较1-10月上升0.8个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为15.4%，增速较1-10月下行2个百分点。从城乡消费增速来看，11月乡村的消费增速4.8%，较10月下降0.8个百分点，城镇消费同比增速3.7%，较10月下降1.1个百分点。11月多地散发新冠疫情对消费的负面影响还在持续，在电商促销的影响下，网上消费的占比明显提升。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

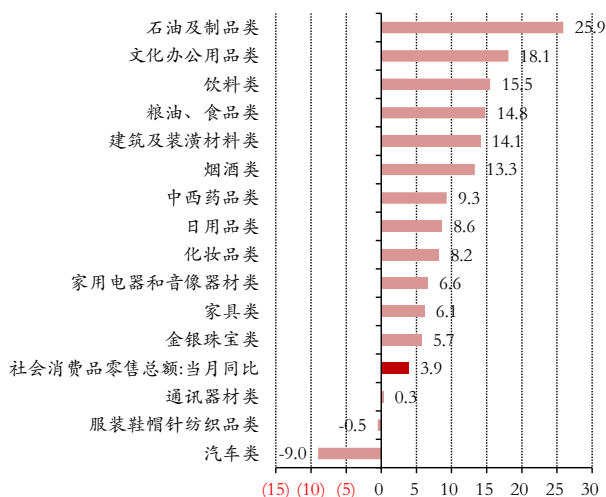
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

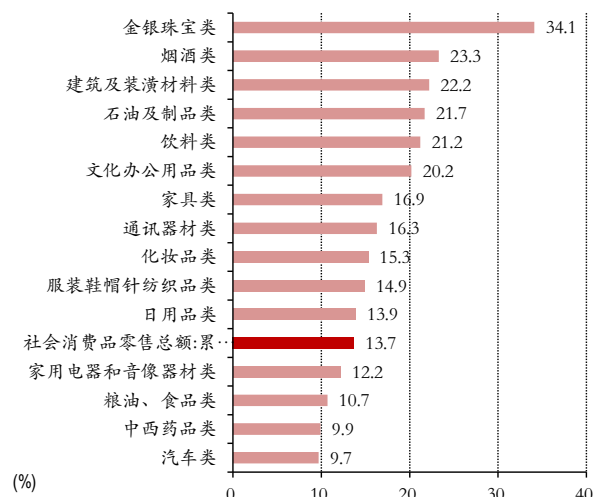
消费整体显露疲态。从同比增速来看，11月限额以上企业商品零售总额同比增速4.5%，同比增速较高的细分行业包括石油制品、文化办公用品、饮料等，汽车、服装鞋帽零售额同比继续下降，通讯器材增速较低。与10月相比，增速下行较多的消费品包括通讯器材、金银珠宝、石油制品和家电等，较10月增速上行较多的包括饮料、文化办公用品、日用品等，11月石油制品消费增速仍有25.9%，价格因素的影响依然较大，家电消费增速下滑，家具增速疲弱，房地产后周期消费水平依然较低。1-11月各品类消费品中累计同比增速最高的仍是金银珠宝、烟酒、建筑装潢等，增速较低的是汽车、中西药品、粮油食品等。1-11月绝大部分品类消费增速较1-10月有所下滑，增速有所上升的是石油制品和粮油食品，二者都有价格因素影响在内。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

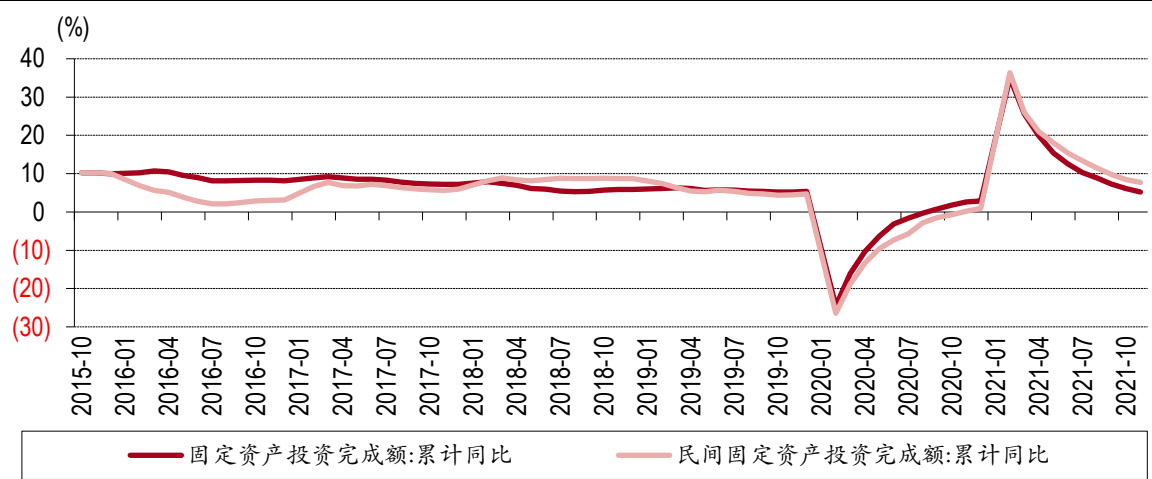


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资小幅低于预期

制造业投资增速维持在较高水平，基建投资增速意外下滑。1-11月固定资产投资增速为5.2%，比2019年1-11月份增长7.9%，两年平均增速为3.9%，其中1-11月民间固定资产投资增速7.7%。11月固投同比增速低于预期，虽然房地产投资在政策边际放松的情况下拖累减小，但基建投资增速再度回落。

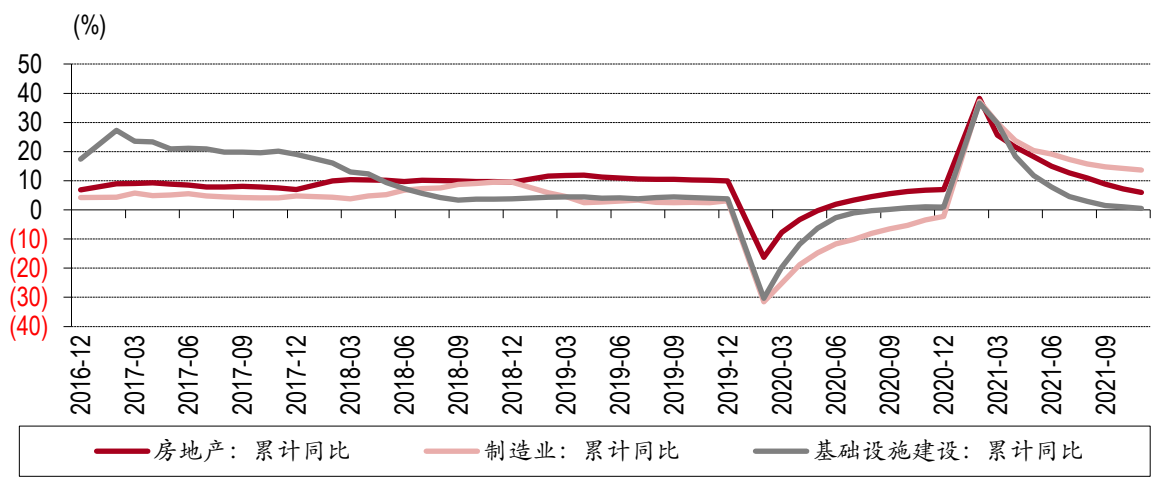
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

基建投资增速再度下行。分类别看，制造业投资1-11月累计同比增长13.7%，基建投资累计同比增长0.5%，地产投资累计同比增长6%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长9.3%，第二产业累计同比增长11.1%，第三产业累计同比增长2.5%；从地区来看，东部累计同比增长6.6%，中部增长11%，西部增长4.4%，东北增长5.7%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长4.9%，国企同比增长3%，外资企业增长3.8%。11月基建固投增速当月同比下降3.6%，房地产投资同比增速下降4.3%，制造业当月同比增速10%，改善最明显的是房地产投资，在融资政策边际放松之后，房地产当月投资增速较10月上升1.1个百分点，制造业投资增速基本稳定在10%左右，但基建投资增速较10月意外下降了1.1个百分点，是导致固投增速低于预期的主要原因。从行业看，1-11月固投增速较1-10月上升的行业包括汽车、交运设备、有色金属、通用设备等，累计固投增速好于制造业整体的行业包括专用设备、电气设备、交运设备、计算机通信、农副食品加工、化学原料等。

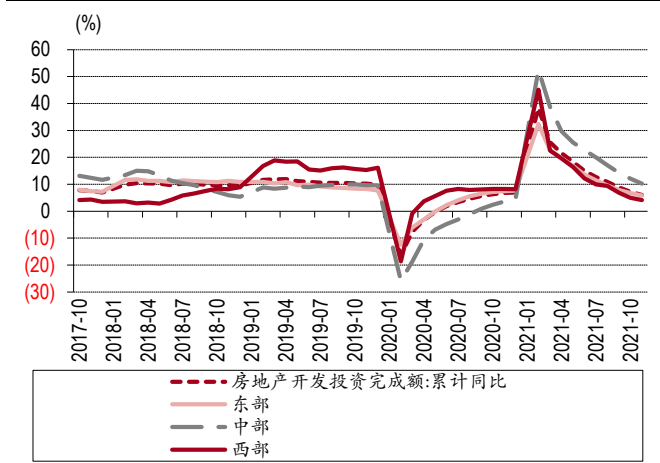
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

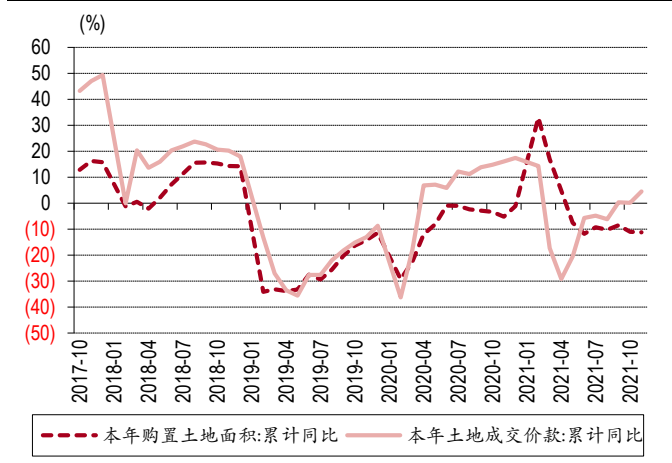
新开工增速继续大幅下降。1-11月房地产投资增速6%，比2019年1-11月份增长13.2%，两年平均增长6.4%。其中东部地区累计同比增长5.8%、中部地区累计同比增长10.2%、西部地区累计同比增长4.1%。从房地产分类来看，住宅投资增速8.1%，办公楼投资增速下降6.1%，商业地产投资增速下降3.1%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-11月累计同比分别下降11.2%和增长4.5%。1-11月房地产新开工面积累计同比下降9.1%，施工面积同比增长6.3%，竣工面积同比增长16.2%。11月房地产开发投资增速较10月有所上行，主要体现在施工和竣工方面，新开工增速仍在明显下降，但土地成交价款增速较10月明显上升，预计土地市场遇冷不会对今年的财政收入构成拖累，但对明年的施工和土地出让金收入都是负面影响。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

自筹资金依然重要。1-11月商品房销售面积同比增长4.8%，商品房销售额累计同比增长8.5%。1-11月商品房待售面积同比增长1.8%，其中住宅面积同比增长1%，办公楼累计同比下降1.6%，商业地产累计同比下降1.7%。从房地产投资资金来源看，1-11月国内贷款占比11.8%，较1-10月下降0.3个百分点，定金和预付款的占比36.6%，较1-10月下降0.6个百分点，个人按揭贷款占比小幅上升0.1个百分点，自筹资金占比上升0.8个百分点。从增速看，1-11月房地产开发资金来源累计同比增速7.2%，其中国内贷款资金来源下滑10.8%，定金和预付款增速17%，按揭贷款资金来源增速9.8%。自房地产开发和按揭贷款政策边际放松之后，个人按揭贷款占比连续两个月小幅上升，11月个人按揭贷款增速也出现小幅上升，但从融资结构看，自筹资金占比上升的幅度较此前进一步放大，房地产行业向龙头集中的趋势短时间内不会改变。

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_31302

