

投资改善仍需时间

——11月经济数据点评

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

2021年12月15日

11月,保供稳价背景下,工业生产小幅回升,高新产业景气度仍高,但支撑力尚显不足。11月经济数据来看,疫情反复导致消费修复仍有阻力,出口高位,投资端制造业上修明显,地产竣工端下滑趋势有所改善,基建仍疲软,稳经济增长意义上升。1-11月,固定资产投资累计两年平均增速增长4.05%,较上月有所回落,其中制造业有所回升,地产、基建回落。制造业投资两年平均增速为5.75%,基础设施投资两年平均增速1.62%,地产投资两年平均增速为6.5%。

◆ 11月,保供稳价背景下,工业生产小幅回升。结构上,尽管高能耗行业保供稳价对生产端有所缓解,或与工业生产限产限电后续影响有关,上游黑色、有色冶炼仍为负增修复不显著。通用设备专用设备核心制造业受能耗影响较小整体保持高增带动中游制造业继续快速增长。下游制造业,医药制造业由于新型病毒疫情反复扰动增速回升,11月同比增长15.3%,食品制造业与汽车制造业小幅回落。“缺芯”问题或仍然在一定程度上拖累汽车行业景气度。

◆ 11月数据看地产下行压力仍明显,但房地产竣工端下滑趋势有所改善,新开工、施工仍走弱。正如我们在前述报告中反复强调后续地产或面临大考,11月在政策边际放松下下滑幅度收敛,但由政策底到预期改善到销售投资回暖或面临更长的周期,跨到明年的周期窗口,稳经济增长政策意义上升,仍需关注房地产投资失速风险及相关政策推行。

◆ 11月基础设施建设仍没有明显起色。尽管年中政治局会议提出今年底明年初“形成实物工作量”下,下半年财政支出开始提速,但由项目立项到形成实物量需要一定的周期窗口,预计年内投资上或难有超预期表现。

◆ 国内本土疫情又扩散背景下,消费小幅回落,餐饮收入同比转负。11月,社会消费品零售总额同比增长3.9%(前值4.9%),两年平均4.45%(10月为4.6%)11月,必选消费品涨跌互现。除汽车外的社会消费品零售同比两年平均小幅回落到4.8%(前值5.15%),服装鞋帽针纺织品类同比增速为2.05%(前值4.45%),饮料类零售同比增速为18.55%(前值12.85%)。地产后周期相关消费回落,竣工回暖但拉动不足,建筑及装潢材料类、家具类同比增速较上月仍有回落,出口高增背景下通讯器材类同比增速仍在高位。11月疫情再扰动下,餐饮收入同比转负。预计随疫情逐渐平稳将驱动线下餐饮消费加速回暖,但随入冬病毒再变异仍对线下餐饮修复不利。

◆ 居民收入修复进度或仍缓慢,且随步入冬季疫情反复或仍对线下服务消费形成扰动,消费年内难以超预期修复。考虑疫情对中低收入人群的影响偏大,低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期,但居民收入修复进度或仍缓慢且疫情反复对服务消费仍不乐观,消费年内难以超预期修复(修复至2019年常态)。

◆ 风险提示:预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

2021年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号:S1660519040001

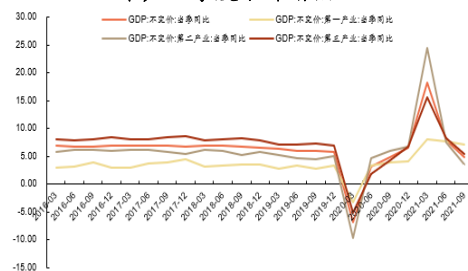
刘雅坤

研究助理

SAC执业证书编号:S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP及三个产业季度累计增幅



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- 1、《社融止跌 企业中长期贷仍未改善: 11月金融数据点评》2021-12-10
- 2、《PPI高位回落 CPI同比破2: 11月通胀数据点评》2021-12-10
- 3、《信用扩张前会有什么异动么: ——复盘宽信用周期之二》2021-11-17
- 4、《投资端下行压力明显: 10月经济数据点评》2021-11-16
- 5、《社融止跌 结构小幅修复: 10月金融数据点评》2021-11-10

CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 投资端下行压力仍待缓解 消费回落	4
1.1 地产下行压力仍待缓解 消费回落	4
1.2 工业小幅回暖	4
1.3 制造业有所回升 地产竣工端边际改善	6
1.4 本土疫情再扩散 消费小幅回落 餐饮同比转负	7

图表目录

图 1：工业小幅回暖（其中 2021 年以来数据为两年平均）	5
图 2：固定资产投资（其中 2021 年以来为两年平均）	6
图 3：房屋新开工、施工和竣工	6

1. 投资端下行压力仍待缓解 消费回落

1.1 地产下行压力仍待缓解 消费回落

1-11 月，固定资产投资累计两年平均增速增长 4.05%，较上月有所回落，其中制造业有所回升，地产、基建回落。制造业投资两年平均增速为 5.75%，基础设施投资两年平均增速 1.62%，地产投资两年平均增速为 6.5%。

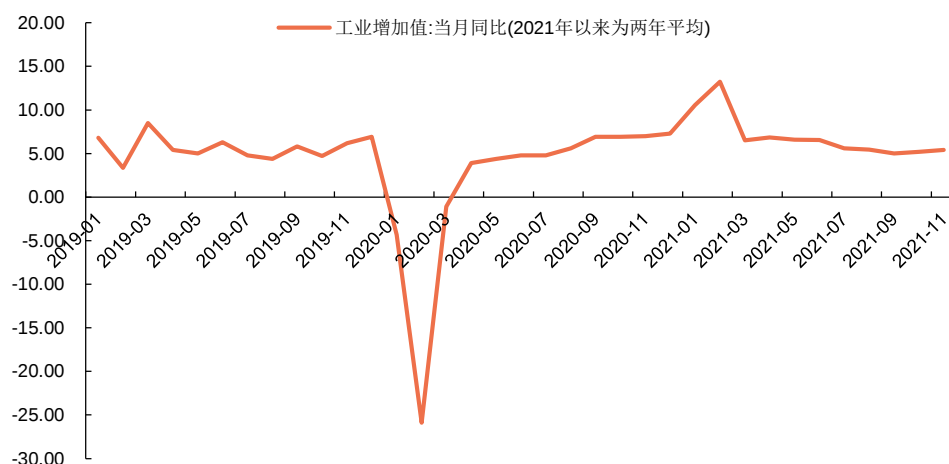
11 月，保供稳价背景下，工业生产小幅回升。结构上，尽管高能耗行业保供稳价对生产端有所缓解，或与工业生产限产限电后续影响有关，上游黑色、有色冶炼仍为负增修复不显著。通用设备专用设备核心制造业受能耗影响较小整体保持高增带动中游制造业继续快速增长。下游制造业，医药制造业由于新型病毒疫情反复扰动增速回升，11 月同比增长 15.3%，食品制造业与汽车制造业小幅回落。“缺芯”问题或仍然在一定程度上拖累汽车行业景气度。

- ◆ 11 月数据看地产下行压力仍明显，但房地产竣工端下滑趋势有所改善，新开工、施工仍走弱。正如我们在前述报告中反复强调后续地产或面临大考，11 月在政策边际放松下下滑幅度收敛，但由政策底到预期改善到销售投资回暖或面临更长的周期，跨到明年的周期窗口，稳增长政策意义上升，仍需关注房地产投资失速风险及相关政策推行。
- ◆ 11 月基础设施建设仍没有明显起色，尽管年中政治局会议提出今年底明年初“形成实物工作量”下，下半年财政支出开始提速，但由项目立项到形成实物量需要一定的周期窗口，预计年内投资上或难有超预期变现。
- ◆ 国内本土疫情又扩散背景下，消费小幅回落，餐饮收入同比转负。11 月，社会消费品零售总额同比增长 3.9%（前值 4.9%），两年平均 4.45%（10 月为 4.6%）11 月，必选消费品涨跌互现。除汽车外的社会消费品零售同比两年平均小幅回落到 4.8%（前值 5.15%），服装鞋帽针纺织品类同比增速为 2.05%（前值 4.45%），饮料类零售同比增速为 18.55%（前值 12.85%）。地产后周期相关消费回落，竣工回暖但拉动不足，建筑及装潢材料类、家具类同比增速较上月仍有回落，出口高增背景下通讯器材类同比增速仍在高位。11 月疫情再扰动下，餐饮收入同比转负。预计随疫情逐渐平稳将驱动线下餐饮消费加速回暖，但随入冬病毒再变异仍对线下餐饮修复不利。
- ◆ 居民收入修复进度或仍缓慢，且随步入冬季疫情反复或仍对线下服务消费形成扰动，消费年内难以超预期修复。考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，但居民收入修复进度或仍缓慢且疫情反复对服务消费仍不乐观，消费年内难以超预期修复（修复至 2019 年常态）。

1.2 工业小幅回暖

保供稳价背景下，工业生产小幅回升。11 月规模以上工业增加值同比增长 3.8%（前值 3.5%），环比增长 0.4%（前值 0.4%），两年平均增长为 5.4%（前值 5.2%），11 月工业生产增速较上月小幅回升。

图1：工业小幅回暖（其中 2021 年以来数据为两年平均）



资料来源：Wind，申港证券研究所

结构上，尽管高能耗行业保供稳价对生产端有所缓解，或与工业生产限产限电后续影响有关，上游黑色、有色冶炼仍为负增修复不显著。通用设备专用设备为核心制造业受能耗影响较小整体保持高增带动中游制造业继续快速增长。下游制造业，医药制造业由于新型病毒疫情反复扰动增速回升，11 月同比增长 15.3%，食品制造业与汽车制造业小幅回落。“缺芯”问题或仍然在一定程度上拖累汽车行业景气度。

- ◆ 尽管高能耗行业保供稳价对生产端有所缓解，但黑色有色冶炼仍为负增修复不显著。或与工业生产限产限电后续影响有关，上游黑色冶炼出现负增长。
- ◆ 中游高端制造业整体保持维持高位，电气机械和器材制造业、通用设备及专用设备制造业增速领先，结构性高景气有望维系。电气设备复合增速较 11 月环比继续上升，通用设备、专用设备小幅回落但是整体仍维持在高增长区间，反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。
- ◆ 下游制造业，医药制造业由于新型病毒疫情反复扰动增速回升，11 月同比增长 15.3%，食品制造业与汽车制造业小幅回落。“缺芯”问题或仍然在一定程度上拖累汽车行业景气度，11 月汽车制造业同比下降 4.7%，两年平均增长 3.2%，较 10 月值 3.4%小幅回落。受新型病毒疫情反复扰动影响，11 月医药制造业同比增长 17%，两年平均增长 15.3%，较 10 月值 12.25%增速回升。

表1：上中下游主要行业工业增加值情况（其中 2021 年以来数据为两年复合增速）

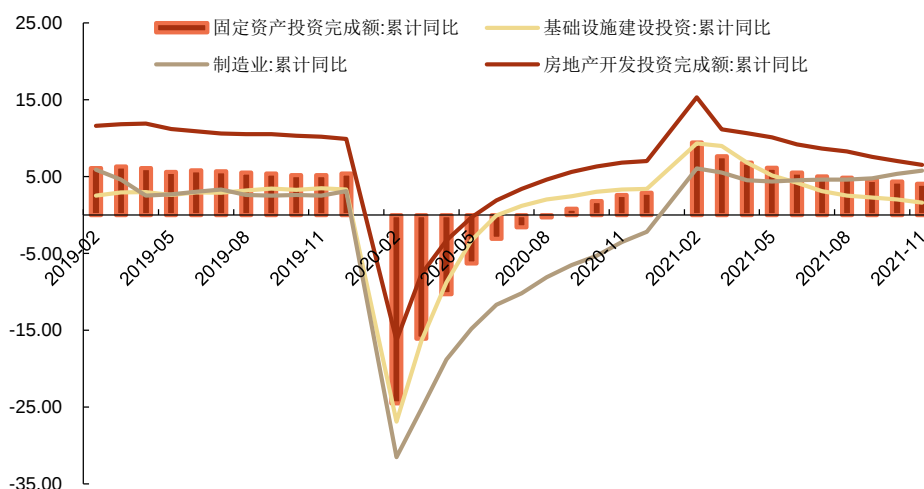
指标名称	黑色冶炼	有色冶炼	通用设备	专用设备	电气设备	医药	食品	汽车
2021-05	6.9	3.45	10.55	11.15	12.75	18	4.95	6.35
2021-06	5.2	2.6	10.65	10.05	11.85	18.2	3.95	4.55
2021-07	2.65	2.45	8.6	7.75	12.95	14.3	3.4	6.55
2021-08	1.95	3.8	8.8	8.35	12.7	18.6	3.45	1.1
2021-09	-0.35	2.35	7.75	8.4	11.35	16.95	4.65	4.1
2021-10	-0.8	2.35	7.05	7.6	11.45	12.25	5.95	3.4
2021-11	-0.8	1.4	6.5	7.25	13.7	15.3	5.65	3.2

资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 制造业有所回升 地产竣工端边际改善

11 月来看，固定资产投资中制造业投资增速明显反弹，其他分项小幅均有所回落。基建推进落地仍慢，房地产竣工端回暖明显。政策稳预期背景下房地产销售、投资降幅收窄，继 9 月、10 月竣工端高位回落后，11 月回暖明显。1-11 月制造业投资同比增长 13.7%，比 1-10 月回落 0.5 个百分点，两年平均增长 5.75%（前值 5.35%）。1-11 月房地产开发投资及基础设施投资分别同比增长 6%、-0.17%（前值 7.2%、0.72%）。

图2：固定资产投资（其中 2021 年以来为两年平均）



资料来源：Wind，申港证券研究所

11 月基础设施建设仍没有明显起色，尽管年中政治局会议提出今年底明年初“形成实物工作量”下，下半年财政支出开始提速，但由项目立项到形成实物量需要一定的周期窗口，预计年内投资上或难有超预期变现。

房地产有所回暖，竣工端较为明显。政策边际放缓背景下，竣工下滑趋势有所改善，销售与新开工施工改善不明显。融资端，尽管部分地区销售融资资格（如多地下调按揭利率，购房提供补贴，放宽二手房公积金贷款期限等）略有放松，但“三条红线”政策基调下，房地产企业外部融资和拿地的预期改善仍需时间。

◆ 房地产销售继续回落。1-11 月，全国商品房销售面积 158131 万平方米，同比增

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_31312

