

2021 年 12 月 15 日

固定收益研究

研究所

证券分析师：靳毅 S0350517100001
021-68930187 jiny01@ghzq.com.cn
联系人：周子凡 S0350121010075
021-68930187 zhouzf@ghzq.com.cn

“稳增长”信号初现

——2021 年 11 月经济数据点评

投资要点：

■ 事件

相关报告

《——11 月价格数据点评：通胀松动，政策空间是否打开？*靳毅》——2021-12-10

《11 月金融数据点评：为何社融增速修复有限？*靳毅，张赢》——2021-12-10

《2021 年 11 月 PMI 数据点评：从“供给约束”转向“需求约束”*靳毅，姜雅芯》——2021-11-30

《——2021 年 10 月经济数据点评：下限看地产，上限靠基建*靳毅》——2021-11-16

《2021 年 10 月 PMI 数据点评：供需走弱，谁来托底？*靳毅，姜雅芯》——2021-10-31

■ 点评

12 月 15 日，国家统计局公布了我国 11 月份经济数据。1-11 月份固定资产投资累计同比增加 5.2%，增速较 1-10 月份回落 0.9 个百分点，两年复合增长 3.9%；11 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.8%，增速较 10 月份增加 0.3 个百分点，两年复合增长 5.2%；11 月份社消同比名义增长 3.9%，增速较 10 月份回落 1.0 个百分点，两年复合增长 4.4%。

制造业投资虽有所回落但依旧保持较高增速，展现出相当韧性。展望未来，我们认为，制造业投资回落趋势不变，节奏上将继续保持温和的回落速率。**一方面**，海外疫情在多国有蔓延趋势，订单回流逻辑短期内仍将边际支撑制造业投资；**另一方面**，今年工业企业利润展现出一定韧性，对明年制造业投资也将产生相应支撑。

基建投资节奏依旧偏慢，明年二三季度可能是基建的潜在发力时点。今年专项债发行已基本到位，而当前制约基建项目落地可能由三大因素造成：（1）中央加强地方债务问题问责，降低政府对基建的诉求；（2）减税降费与民生开支增加挤压基建支出空间；（3）地方党委换届，基建落地节奏滞后。**展望未来，明年一季度起，基建投资增速有望企稳，地方政府换届完成后，叠加专项债款项的逐渐落地，二三季度可能是全年基建投资的高峰。**

房地产投资继续回落，未来或将逐渐企稳。12 月经济工作会议上再次强调“房住不炒”的原则，但与此同时，明年经济整体又有“稳增长”的政策导向，未来地产调控或将出现边际上的放宽，以“稳”为主。历史上从政策出台至地产投资数据探底需一定时间传导，以 2014 年地产监管周期为例，从“政策底”至地产投资数据底期间经历了 13 个月，因此，我们认为未来地产投资仍有走弱空间，但趋势上将逐渐企稳。

工业生产回落趋势确定，但整体具有韧性。目前美国三大库存中，制造商库存和零售商库存仍处于近 10 年以来较低水平。与此同时，近期海外疫情有再度蔓延的趋势，由于国内疫情管控较好，“出口替代逻辑”可能再度上演。因此，在海外补库和生产替代的支撑下，整体来看，我

们认为未来工业生产的下行斜率或趋于平缓。

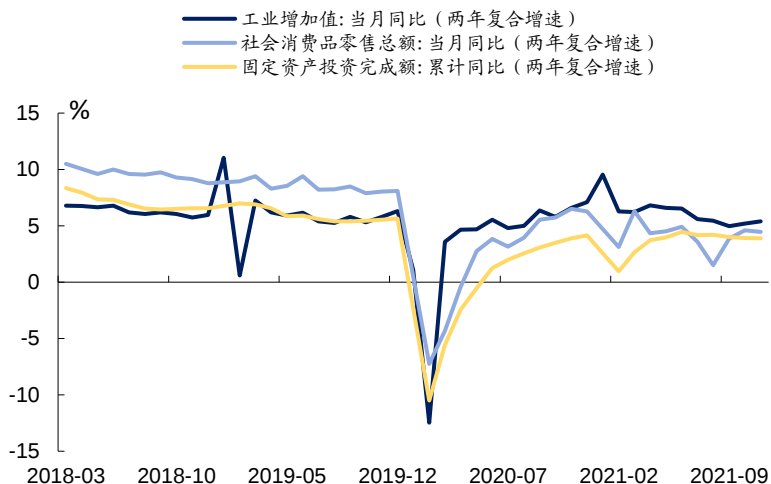
消费表现略好于预期。 2022 年消费改善的方向不变，但是短期内，随着冬季气温下降，疫情散发频率有显著增多的趋势，仍需警惕疫情对服务消费可能产生的潜在冲击。

- **风险提示** 疫情超预期影响经济活动开展，政策支持力度不及预期。

1、点评

12月15日，国家统计局公布了我国11月份经济数据。1-11月份固定资产投资累计同比增加5.2%，增速较1-10月份回落0.9个百分点，两年复合增速为3.9%；11月份，规模以上工业增加值同比增长3.8%，增速较10月份增加0.3个百分点，两年复合增速为5.2%；11月份社消同比名义增长3.9%，增速较10月份回落1.0个百分点，两年复合增速为4.4%。

图1：11月经济数据三大项走势

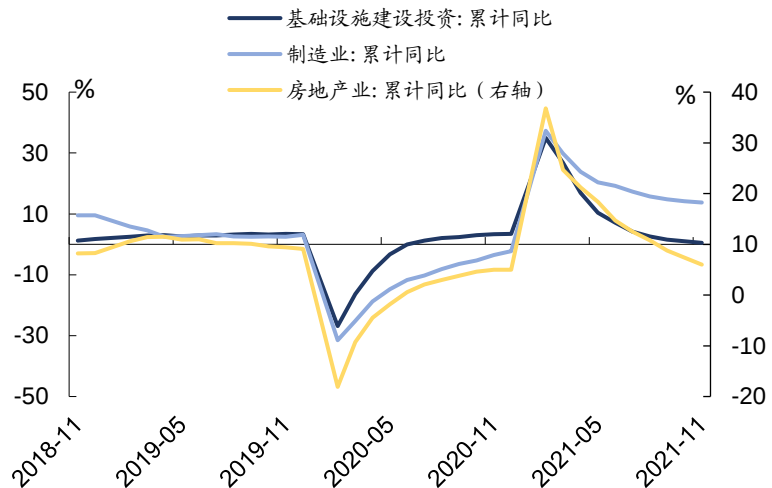


资料来源：Wind、国海证券研究所

1.1、投资端彰显韧性

1-11月份，固定资产投资三大项中，制造业投资同比增长13.7%，较上月降低0.5个百分点；基建投资同比增长0.5%，较上月回落0.5个百分点；房地产投资同比增长6.0%，较上月降低1.4个百分点。

图2：固定资产三大项继续回落

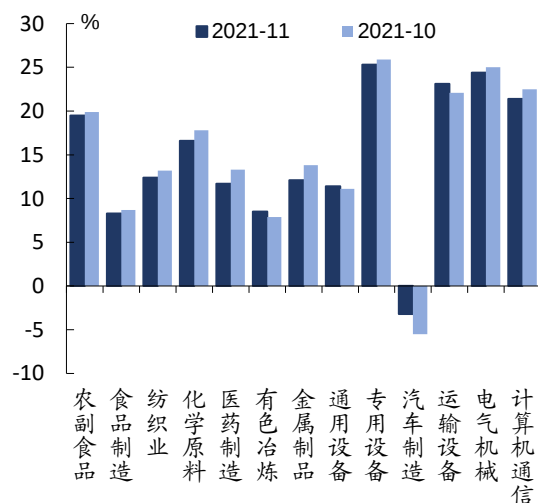


资料来源: Wind、国海证券研究所

制造业投资虽有所回落但依旧保持较高增速，展现出相当韧性。其中，高新制造业投资继续保持高增速。受国际“缺芯”影响，以及全球各地疫情散发、疫苗尚未完全普及等因素依旧存在，以医药、计算机通信为代表的高新制造投资依旧保持高增速；与此同时，欧美复工复产的继续对通用设备和专用设备制造投资存在一定支撑。

展望未来，我们认为，制造业投资回落趋势不变，节奏上将继续保持温和的回落速率。一方面，近期 Omicron 疫情在多国有蔓延趋势，虽然疫苗逐渐普及，有效性有待进一步证实，短期内无法完全替代防疫需要，以东南亚为代表国家仍有结构性“停工罢工”风险存在，订单回流逻辑短期内仍将边际支撑制造业投资；另一方面，历史上工业企业利润向制造业投资传导时滞约为 1 年左右，2021 年工业企业利润展现出一定韧性，对明年制造业投资也将产生相应支撑。

图 3: 高新制造产业投资继续保持高增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 工业企业利润领先制造业投资约 1 年左右



资料来源: Wind、国海证券研究所

基建投资节奏依旧偏慢。12 月中央经济工作会议上再度强调“保证财政支出强

度，加快支出进度”、“适度超前开展基础设施投资”。10月份以来，地方专项债融资不断加码，截至12月15日，今年专项债净融资完成全年计划发行额的108.85%。

今年专项债发行已基本到位，然而基建投资节奏却迟迟不见起色，这一点从高炉开工率和石油沥青开工率数据上也可以看出，今年两项数据整体中枢低于去年三、四季度同期，且10月份以来有继续下滑的趋势。我们在《2022年，基建将如何发力？》中指出，当前制约基建项目落地主要由三大因素：（1）中央加强地方债务问题问责，降低政府对基建的诉求；（2）减税降费与民生开支增加挤压基建支出空间；（3）地方党委换届，基建落地节奏滞后。

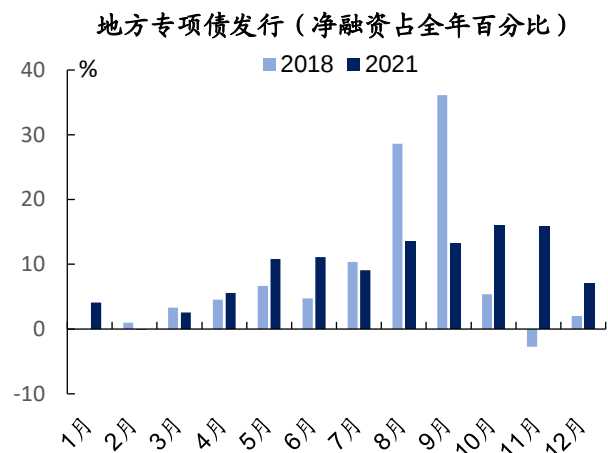
展望未来，明年一季度起，基建投资增速有望企稳，地方政府换届完成后，叠加专项债款项的逐渐落地，明年二三季度可能是全年基建投资的高峰，经测算，2022年基建投资全年增速或在5%以上。

图5：高炉开工率与石油沥青装置开工率



资料来源：Wind、国海证券研究所

图6：11月份专项债融资继续发力



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：截至2021年12月15日

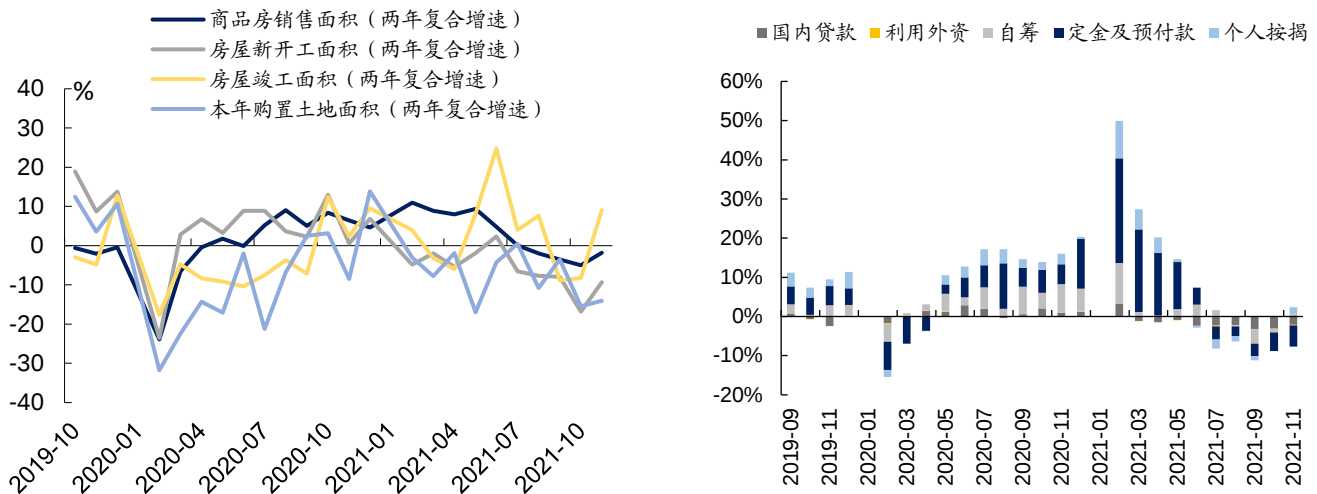
房地产投资继续回落。12月经济工作会议上再次强调“房住不炒”的原则，但与此同时，明年经济整体又有“稳增长”的政策导向。我们认为，未来地产调控或将出现边际上的放宽，以“稳”为主。

从11月地产资金来源上来看，虽然地产整体资金来源同比仍在收缩，但是自筹和个人按揭对地产融资的拉动已再度回正，这表明地产融资端或已出现“边际松动”，符合银保监会近期“在落实房地产金融审慎管理的前提下，指导银行保险机构做好对房地产和建筑业的金融服务”的表态。

历史上从政策出台至地产投资数据探底需一定时间传导，以2014年地产监管周期为例，从“政策底”至地产投资数据底期间经历了13个月，因此，我们认为未来地产投资仍有走弱空间，但趋势上将逐渐企稳。

图7：地产管控效果逐渐显现

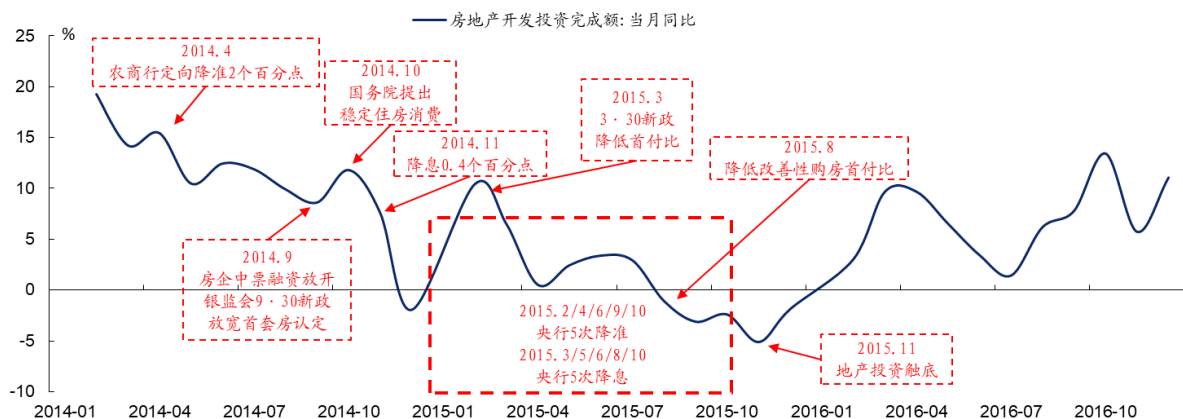
图8：自筹资金对房地产开发资金拉动回正



资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

图 9: 2014 年地产监管周期



资料来源: Wind、国海证券研究所

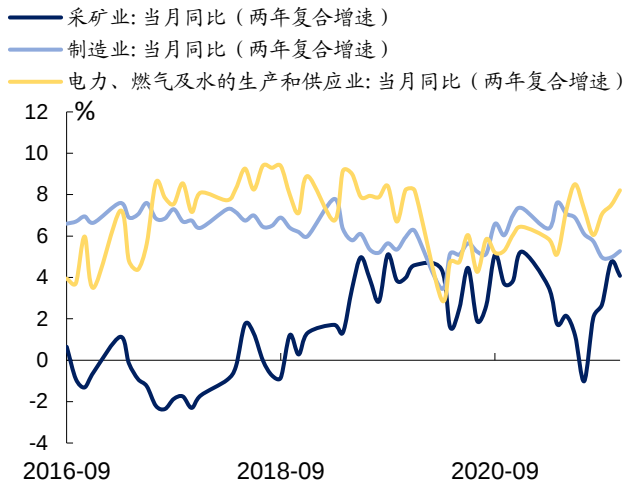
1.2、工业生产回升，海外补库需求仍存

11 月份规模以上工业增加值当月同比继续小幅回升。按三大项来看，采矿业两年复合增速为 4.0%，较上月降低 0.7 个百分点；制造业两年复合增速为 5.3%，较上月增加 0.3 个百分点；电力及燃气供应两年复合增速为 8.2%，较上月增加 0.7 个百分点。

短期内，虽然外需“退潮”下，工业生产回落趋势确定，但整体具有韧性。疫情以来，海外高企的通胀水平已经开始扭曲库存水平读数，一个比较好的观测维度是从不变价库存水平上来观察。目前美国三大库存中，制造商库存和零售商库存仍处于近 10 年以来较低水平。与此同时，近期海外疫情有再度蔓延的趋势，

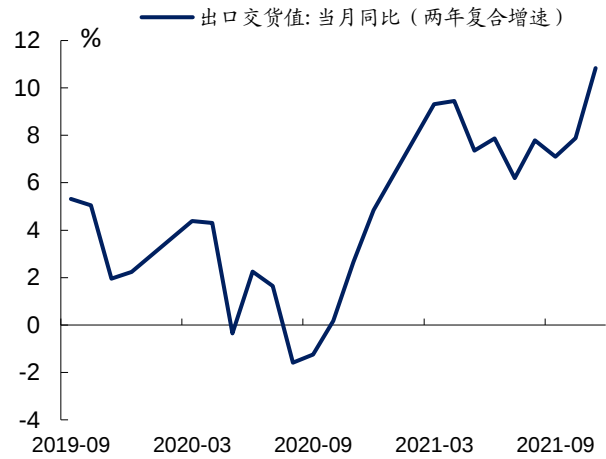
由于国内疫情管控较好，“出口替代逻辑”可能再度上演。因此，在海外补库和生产替代的支撑下，整体来看，我们认为未来工业生产的下行斜率或趋于平缓。

图 10：制造业工增同比增速小幅回升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 11：11 月出口交货值增速再度回升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12：美国制造商库存依旧处于历史低位

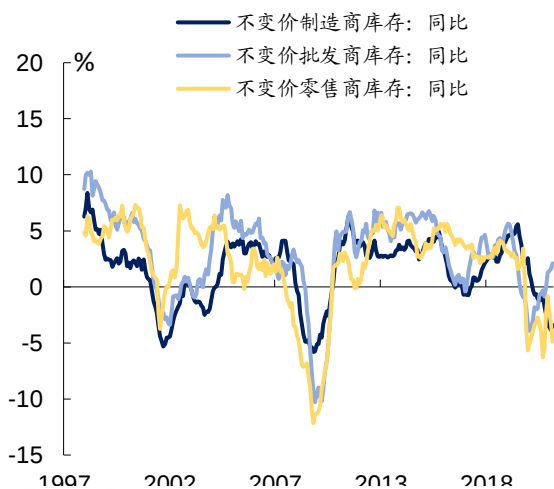


图 13：美国制造商库销比已回到疫情前水平



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_31321

