

稳中求进的经济平衡术

报告日期: 2021-12-16

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

主要观点:

11月数据不变的在于: 工业生产恢复、制造业修复、基建偏弱, 结构上高端制造业和中下游制造业边际修复弹性更高。变化的在于: 地产链数据整体略有改善, 特别是竣工改善幅度更大, 从而也客观带动了地产后周期的建筑装潢消费; 疫情拖累下, 餐饮消费、服务业生产和非制造业就业不佳。往后看, 中国经济更像是在“三重压力”下走好一个各方角力的平衡术, 核心是在“稳”的基础上“推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长”。从经济角度, 这种动态变化体现为 10 月地产差消费强, 11 月地产差消费走弱; 体现到明年可能是外需向内需的转变。当下看, 基建仍弱、地产略稳、消费反复, “稳增长”难一蹴而就, 未来仍需持续观察财政下达效果、地产纠偏和疫情演化的影响。

● **生产: 保供稳价+出口景气, 工业生产持续改善, 新兴产业和价格传导提振是两大特点。**
1) **出口高景气**和“保供稳价”推动下, 工业增加值持续改善, 需关注结构上的两个特点: 新兴产业更好、价格传导与行业生产景气或有一定关联。11 月工业增加值当月同比回升 0.3 个百分点至 3.8%, 两年复合增速回升 0.2 个百分点至 5.4%, 环比基本持平前值, 工业生产总体持续改善。原因上看, 与 10 月类似, 即出口提振 (出口交货值两年复合增速回升 3 个百分点至 10.8%), 和“保供稳价”政策见效 (电力、热力的生产和供应业两年复合增速回升, 原煤、天然气增速较 10 月回升)。此外, 关注结构上的两个特点: 第一, 高端制造业相关生产恢复较好, 例如, 两年复合增速看, 11 月工业机器人、微型电子计算机、手机产量增速较 10 月提升; 医药制造、电气机械制造、计算机等电子设备制造等代表的新兴产业工业增加值增速较 10 月提升, 与之相比, 传统产业回落。第二, 工业增加值两年复合增速明显改善的行业与我们此前测算的 PPI 向 CPI 传导顺畅行业呈现一致性, 例如农副食品加工业、医药制造、计算机等电子设备制造业。这可能反映了成本下降, 价格传导加强对行业扩大生产提供了一定支撑。
2) **受疫情反复影响, 服务业景气下行。**11 月服务业生产指数当月同比和两年复合增速均较 10 月回落。

● **固定资产投资: 地产景气边际改善, 制造业延续复苏, 基建仍然乏力。**
11 月固定资产投资比较前值回落 0.9 个百分点至 5.2%, 两年复合增速持平前值 3.9%。
1) **地产: 数据端地产链边际改善, 降幅收窄, 政策端维稳意图明显, 但资金压力缓解效果仍不明显。**其一, 数据层面, 11 月地产投资累计同比前值回落 1.2 个百分点至 6.0%, 两年复合增速较前值回落 0.35 个百分点至 6.40%。当月同比看, 尽管大部分数据仍然为负, 但整体边际改善。前端看, 销售、拿地、新开工降幅收窄, 商品房销售面积当月同比 -14% (10 月 -22%), 土地购置面积当月同比 -13% (10 月 -24%), 新开工面积当月同比 -21% (10 月 -33%); 后端看, 竣工面积当月同比由负转正至 15.4% (10 月 -20.5%)。投资看, 房地产开发投资当月同比 -4% (9 月 -3.3%, 10 月 -5.1%)。其二, 政策层面, 尽管 10 月中旬以来监管对开发贷和按揭边际宽松, 但从资金来源看, 增速明显改善的只有个人按揭贷款; 国内贷款、订金及预收款增速均下行 (此处以两年复合增速为准), 这一数据也与 11 月居民中长贷较强, 企业中长贷较弱形成印证。往后看, 维持此前观点, 即房地产延续“房住不炒”总基调, 预计短期政策继续纠偏维稳, 个贷和开发贷等有望边际宽松, “满足合理住房需求和因城施策”下, 也可能看到部分城市限购限贷等政策调整; 中长期房地产发展模式将注重“租购并举、保障房建设”, 并有望以此拉动房地产投资增长。
2) **制造业: 制造业延续复苏, 中下游行业和高新制造业修复较好。**11 月制造业投资累计同比前值回落 0.5 个百分点至 13.7%, 两年复合增速较前值回升 0.8 个百分点至 4.7%, 当月同比小幅回升 0.3 个百分点至 10.3%, 制造业总体延续复苏。大部分行业两年复合增速较前值回升, 其中回升幅度较大的行业有农副食品加工、食品制造、纺织业、化学制品、医药制造、有色金属冶炼、专用设备、汽车制造、铁路等运输设备制造。维持此前判断, 即 CPI-PPI 触底回升有助于中下游制造业投资改善, 再结合中央经济工作会议指出“提升制造业核心竞争力, 启动一批产业基础再造工程项目”, 提示技改对制造业的提振。

3) **基建投资乏力, 当月同比降幅扩大。**11 月基建投资累计同比前值回落 0.9 个百分点至 -0.17%, 两年复合增速较前值回落 0.3 个百分点至 1.56%, 我们测算的当月同比连续 5 个月为负, 11 月为 -7.6% (10 月为 -5%), 总体看基建投资仍然乏力。事实上, 基建投资表现与前瞻指标、财政支出数据有所偏差。11 月 PMI 建筑业新订单指数较 10 月回升, 财政存款同比多减 5000 亿元以上, 指向财政支出加快, 与此对应, 基建投资表现不及预期。我们认为受财政后置和项目审批严格等影响, 形成实物工作量可能有滞后性。中央经济工作会议指出“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”, 预计随着专项债加快发行, 重大项目逐步落地, 明年 Q1 基建投资增速可能企稳回升。

● **消费和就业: 疫情拖累下, 11 月餐饮消费和非制造业就业均不佳, 预计明年消费内生性回升, 但可能难回至疫情前增速。**
消费方面, 11 月社会消费品零售总额当月同比回落 1 个百分点至 3.9%, 社零实际同比回落 1.4 个百分点至 0.5%, 二者两年复合增速分别较前值回落 0.15、0.0 个百分点至 4.45%、3.25%, 11 月消费数据总体较差。原因上看, 11 月消费受疫情拖累较大, 体现为零售收入增速回升, 餐饮收入增速大幅回落 (两年复合增速较 10 月回落 4.3 个百分点)。分品种看, 以两年复合增速为标准, 增速较 10 月回升较多的有饮料、化妆品、药品、文化办公、建筑装潢; 回落较多的有烟酒、纺织品、石油及制品。就业方面, 城镇调查失业率、25-59 岁就业人员调查失业率较前值回升 0.1 个百分点至 5.0% 和 4.3%, 制造业和非制造业 PMI 从业人数较前值一升一降, 综合反映就业稳中有降, 疫情和地产下行对非制造业就业形成拖累。往后看, 维持此前判断, 即明年消费增速将内生性回升, 但难回到疫情前增速。

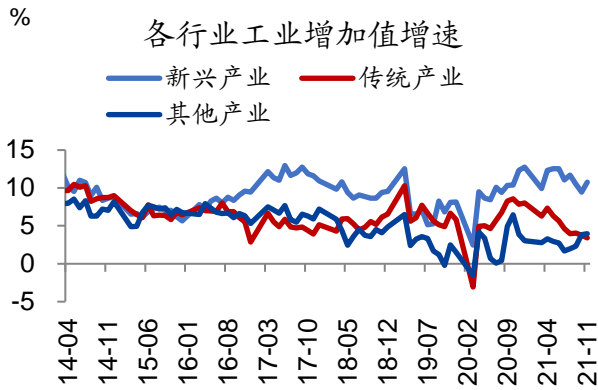
风险提示

货币政策超预期收紧, 地产下行速度超预期, 政策实施力度不及预期。

相关报告

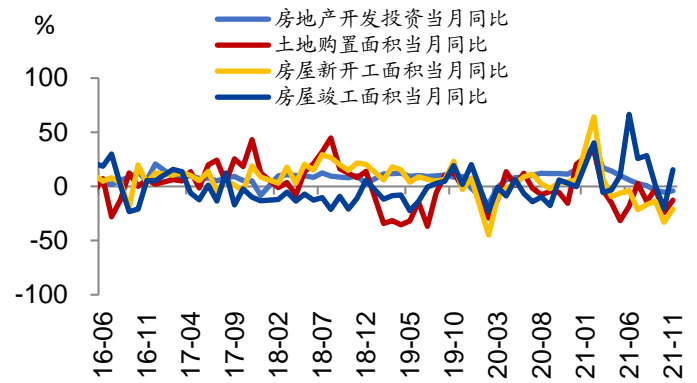
- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI-PPI 触底了吗? 价格传导如何?》2021-11-10
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_转型的阵痛与喜悦》2021-11-15
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_保供已显成效, 政策将向何处去?》2021-11-30
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳健有效——12 月政治局会议和降准点评》2021-12-06
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12

图表 1 工业增加值新兴产业恢复好于传统产业



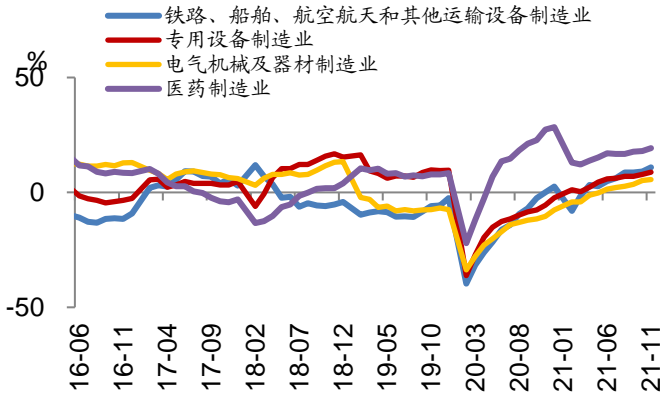
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年之后数据为两年复合增速

图表 2 地产链数据当月同比边际改善



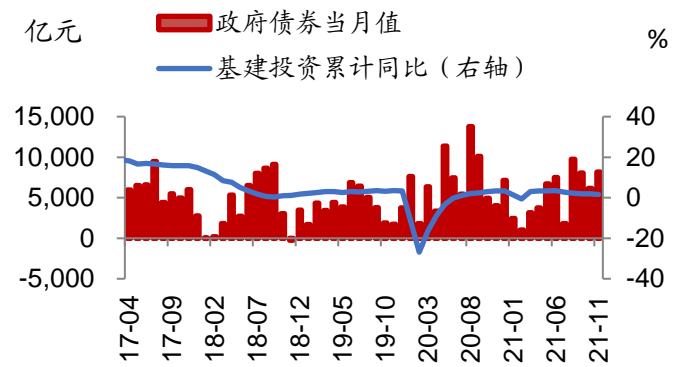
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 中下游制造业投资回升较高



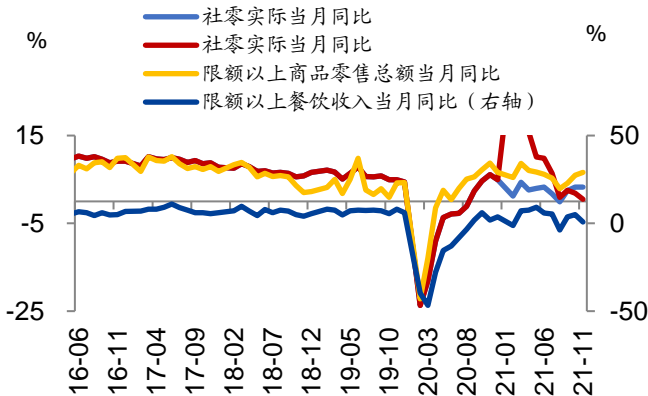
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年之后数据为两年复合增速

图表 4 基建投资仍显乏力



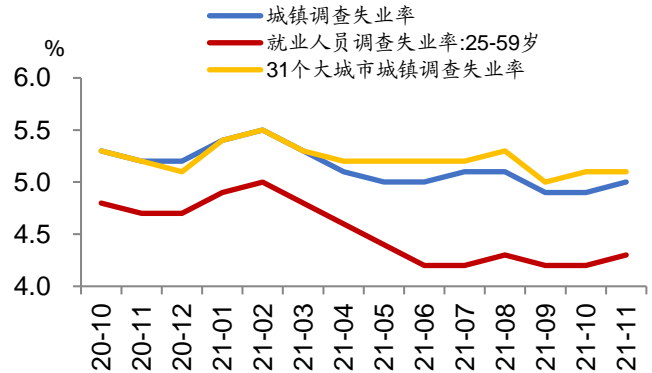
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年之后数据为两年复合增速

图表 5 餐饮消费压力较大



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年之后数据为两年复合增速

图表 6 就业稳中有降



资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

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_31322

