

经济修复持续，需求分化依然

—— 11月宏观经济数据分析

投资要点：

▶ **11月供需两端总体上均继续改善，经济延续环比修复态势**

▶ **供给端：工业继续修复，上下游渐趋平衡**

随着煤炭保供政策的深入落实，工业生产正逐步恢复至常态，从两年复合增速看11月工业增加值基本恢复至今年8月水平。同时随着上游供应充足，下游瓶颈约束得到缓解，从行业间增加值看，上下游增速渐趋平衡。此外，11月服务业生产指数两年复合增速上升0.1个百分点至5.6%，显示出服务业继续小幅改善。

▶ **需求端：“外需强、内需弱”局面延续**

11月外需继续保持旺盛，出口增速再次冲高；内需方面，由于本土疫情的冲击，11月餐饮收入再次明显下滑，社零增速受此拖累再次边际回落。投资方面，制造业投资仍处于上升周期，后续持续关注企业利润与订单边际回落对制造业投资的影响程度；基建投资未有改善，同比增速转负；房地产方面，由于前期土地成交回落以及居民购房意愿下降等因素，房地产投资和销售继续回落，从单月数据看房地产销售的降幅边际有所收窄。

▶ **城镇调查失业率环比上升**

11月全国城镇调查失业率为5.0%，环比上升0.1个百分点。经济增长的短期压力开始在就业数据上得到显现。

▶ **展望12月，关注疫情对经济冲击与基建发力程度**

12月本轮本土疫情有所升级，浙江等地的部分企业停工停产，关注其对工业、出口以及消费的影响。此外，中央经济工作会议对财政支出的强度和进度提出要求，并提出“适度超前开展基础设施投资”，关注后续月份基建投资的发力程度。

风险提示

经济出现超预期波动。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：李紫洋

邮箱：lizy2@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 工业继续修复，上下游渐趋平衡.....	3
2. 房地产基建投资延续回落趋势.....	4
3. 受餐饮业拖累，消费再次回落.....	5
4. 风险提示.....	6

图表目录

图 1 1-11 月工业增加值同比增长 10.1%.....	4
图 2 1-11 月固定资产投资同比增长 5.2%.....	5
图 3 1-11 月民间投资同比增速 7.7%.....	5
图 4 11 月社会消费品零售总额同比名义增长 3.9%.....	6
图 5 11 月食品饮料零售增速上升.....	6
图 6 11 月汽车类消费边际改善.....	6
图 7 11 月石油制品消费同比增长 25.9%.....	6

11 月我国经济供需两侧总体上均继续改善，宏观经济延续环比修复的态势。

生产供给端，随着煤炭保供政策的深入落实，工业生产正逐步恢复至常态，从两年复合增速看 11 月工业增加值基本恢复至今年 8 月水平。同时随着上游供应充足，下游瓶颈约束得到缓解，从行业间增加值看，上下游增速渐趋平衡。此外，11 月服务业生产指数两年复合增速上升 0.1 个百分点至 5.6%，显示出服务业继续小幅改善。

需求端，11 月外需继续保持旺盛，出口增速再次冲高；内需方面，11 月由于本土疫情的冲击，餐饮收入再次明显下滑，社零增速受此拖累再次边际回落。投资方面，制造业投资仍处于上升周期，后续持续关注企业利润与订单边际回落对制造业投资的影响程度；基建投资未有改善，同比增速转负；房地产方面，由于前期土地成交回落以及居民购房意愿下降等因素，房地产投资和销售继续回落，从单月数据看房地产销售的降幅边际有所收窄。

就业方面，11 月全国城镇调查失业率为 5.0%，环比上升 0.1 个百分点。经济增长的短期压力开始在就业数据上得到显现。

展望 12 月，本轮本土疫情有所升级，浙江等地的部分企业停工停产，关注其对工业、出口以及消费的影响。此外，中央经济工作会议对财政支出的强度和进度提出要求，并提出“适度超前开展基础设施投资”，关注后续月份基建投资的发力程度。

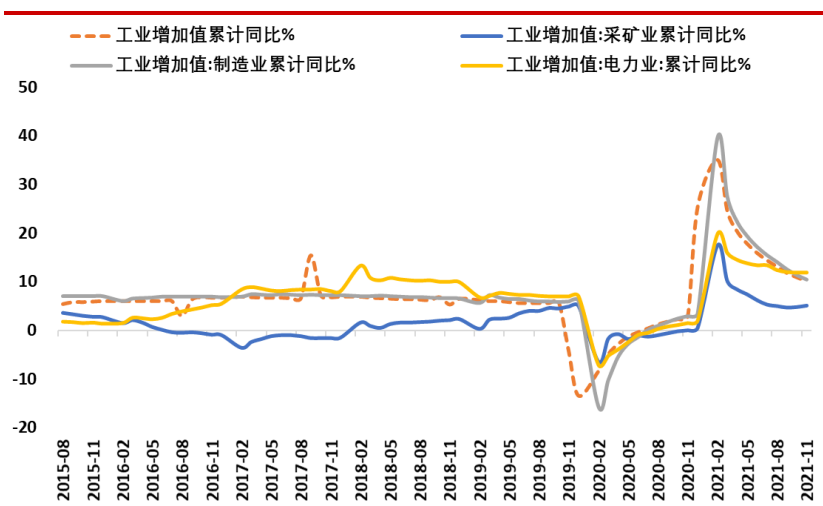
1. 工业继续修复，上下游渐趋平衡

2021 年 11 月规模以上工业增加值同比实际增长 3.8%，较上月回升 0.3 个百分点。以 2019 年同期计算得两年复合增长率为 5.4%，继续回升 0.2 个百分点。随着前期煤炭保供政策落实，工业生产正逐步恢复至常态。从两年复合增速看 11 月工业基本恢复至今年 8 月水平，且环比看上下游行业间增速渐趋平衡。1-11 月规上工业增加值同比增长 10.1%。

制造业和电力业均有所回升，采矿业有所回落。(1) 11 月采矿业同比增长 6.2%，以 2019 年同期基数计算得两年复合增长率为 4.1%，复合增速回落 0.7 个百分点。(2) 11 月制造业同比增长 2.9%，两年复合增长率为 5.3%，复合增速较上月上升 0.3 个百分点。(3) 11 月电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 11.1%，两年复合增长率为 8.2%，复合增速继续上升 0.7 个百分点。

分行业看，41 个大类行业中有 29 个行业增加值保持同比增长。制造业中，高耗能行业增速普遍继续回落，黑色金属、有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业以及化学原料及化学制品制造业等行业同比下降。下游行业增加值增速普遍回升：通用设备、专用设备制造业、汽车制造业和电气机械及器材制造业同比增速均有所上升或降幅收窄。

图1 1-11月工业增加值同比增长10.1%



资料来源: WIND、华西证券研究所

2. 房地产基建投资延续回落趋势

2021年1-11月全国固定资产投资同比增长5.2%，较2019年同期增长7.9%，两年复合增长率为3.9%，复合增速较1-10月小幅上升0.1个百分点。其中，民间固定资产投资同比增长7.7%，两年复合增长率为3.9%，小幅回升0.1个百分点。结构上，制造业投资继续大幅改善，房地产投资增速延续下滑趋势，基建投资增速继续边际走弱。

(1) **房地产**：由于前期土地成交回落以及居民购房意愿下降等因素，11月房地产投资和销售增速均继续回落。1-11月房地产投资同比增长6.0%，比2019年同期增长13.2%，两年复合增长率6.4%，复合增速较上月继续下降0.4个百分点。

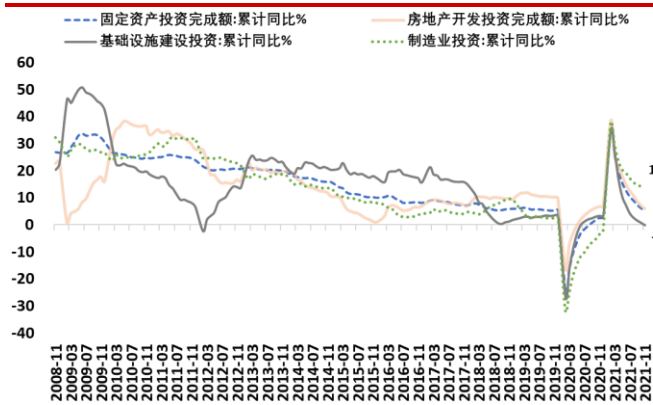
1-11月施工面积同比增长6.3%，新开工面积同比下降9.1%，竣工面积同比增长16.2%。施工面积、新开工面积以及竣工面积增速均较上月继续下降。

1-11月销售面积同比增长4.8%，销售额同比增长8.5%，较上月下降3.3个百分点；从单月数据看，11月当月商品房销售面积同比增速-14.0%，较10月降幅有所收窄，房地产销售同比回落明显，但边际小幅改善。1-11月土地购置面积同比下降11.2%，成交价款同比增长4.5%，土地市场边际有所改善。

(2) **基建**：1-11月基建投资（不含电力）同比增长0.5%；1-11月全口径基建投资同比增速降至-0.2%，两年复合增长率继续回落0.3个百分点至1.6%。今年下半年虽然新增地方政府专项债券大量发行，但基建投资未见明显改善。上周中央经济工作会议提出“适度超前开展基础设施投资”，同时2022年提前批专项债额度已下达，因此预计后续月份基建将有所发力，基建增速或将转升。

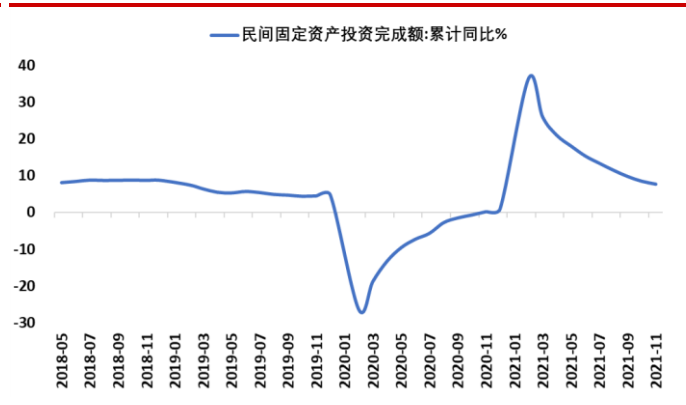
(3) **制造业**：1-11月制造业投资同比增长13.7%，两年复合增长率继续上升0.8个百分点至4.8%，制造业投资增速加速上升。

图 2 1-11 月固定资产投资同比增长 5.2%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 3 1-11 月民间投资同比增速 7.7%



资料来源：WIND、华西证券研究所

3. 受餐饮业拖累，消费再次回落

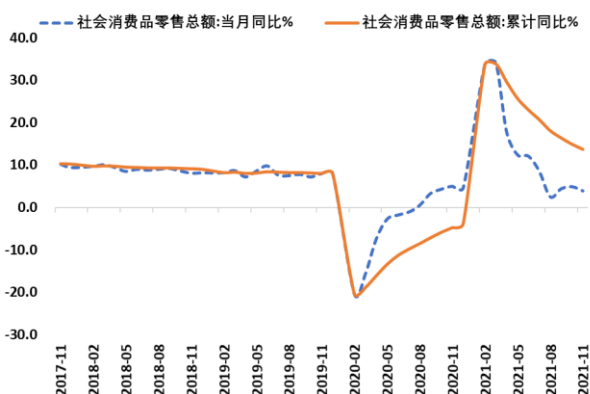
2021 年 11 月社会消费品零售总额同比名义增长 3.9%，较上月下降 1.0 个百分点；两年复合增长率回落 0.2 个百分点至 4.5%。由于购物节等因素，11 月商品零售表现较为靓丽，复合增速连续第三个月上升；但受到本土疫情影响，11 月餐饮收入再次明显下滑，两年复合增速转负。

11 月商品零售同比增长 4.8%，两年复合增长率 5.3%，继续回升 0.3 个百分点。各类商品的两年复合增速均为正，其中：粮油食品饮料类再次明显上升，两年复合增速超过 10%；化妆品类零售增速继续大幅提升；通讯器材类零售增速保持高位；服装鞋帽针纺织品类零售增速则有所回落。

11 月汽车零售同比下降 9.0%，两年复合增长率为 0.9%，回升 1.3 个百分点，汽车消费边际继续改善。11 月石油及制品同比增加 25.9%，两年复合增长率下降 1.4 个百分点至 5.9%，与 11 月原油价格中枢回落相关。

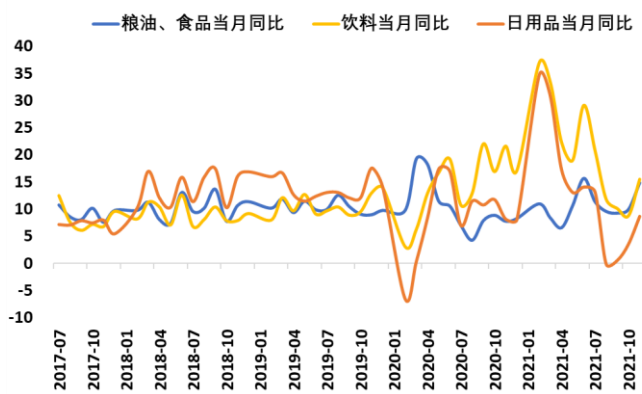
11 月餐饮收入同比增速为 -2.7%，两年复合增长率 -1.67%，复合增速大幅回落 3.1 个百分点，本土疫情反复对服务类消费冲击明显。1-11 月份全国网上零售额同比增长 15.4%，下降 2.0 个百分点。

图 4 11 月社会消费品零售总额同比名义增长 3.9%



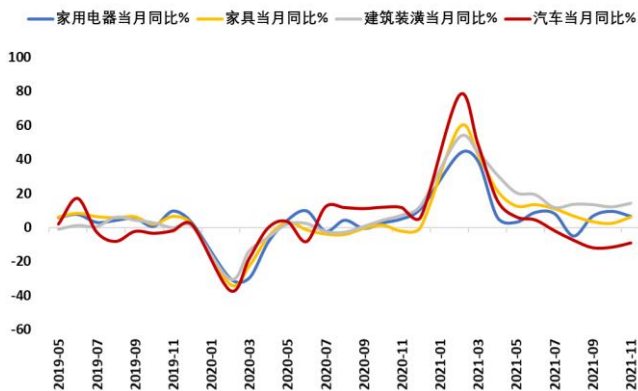
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 5 11 月食品饮料零售增速上升



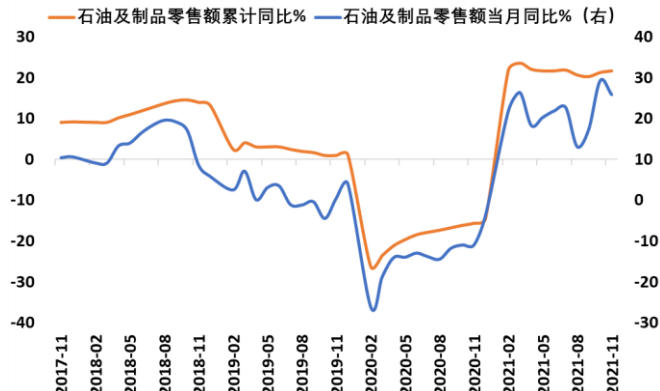
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 6 11 月汽车类消费边际改善



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 7 11 月石油制品消费同比增长 25.9%



资料来源：WIND、华西证券研究所

4. 风险提示

经济出现超预期波动。

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_31323

