

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

忧大于喜

报告原因：事件点评

——2021 年 11 月经济数据点评

2021 年 12 月 15 日

宏观研究/点评报告

事件

- 12 月 15 日，国家统计局公布 11 月经济数据。

主要观点

- 11 月，工业增加值同比继续延续小幅修复趋势，需求端房地产投资底隐现。11 月，供给端的限制力量进一步缓解，生产端继续小幅修复。需求端主要分项同比出现了方向上的变化，房地产投资同比有所修复，制造业投资同比保持韧性，但基建投资和社零同比则出现恶化。
- 需求端仍面临收缩，中期经济下行压力没有明显改善。需求端的分项中，恶化的居多，改善的偏少。往后看，在疫情和防控长期化下，消费很难有大幅度修复。同时，制造业投资同比虽然保持韧性，但可能已达高点。房地产投资同比很难大幅回升，短期很难重新成为经济的带动力量。基建投资即使成为明年经济亮点，但也不宜高估。

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

电话：010-83496311

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座

28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号

中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

目录

1. 事件回顾.....	3
2. 11 月经济数据分析.....	3
2.1 生产端：延续修复趋势.....	3
2.2 需求端：地产投资修复难掩需求弱化.....	3
3. 11 月经济数据的启示.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：工业增加值同比走势.....	4
图 2：社零同比走势.....	4
图 3：房地产投资同比走势.....	5
图 4：房地产销售同比走势.....	5
图 5：基建投资同比走势.....	6
图 6：制造业投资完成额同比走势.....	6

1. 事件回顾

12月15日，统计局发布11月份经济数据。工业增加值同比继续延续修复趋势，但需求端几个分项方向上出现了变化，房地产投资同比有所修复，但基建投资和社零同比则有所恶化。

2. 11月经济数据分析

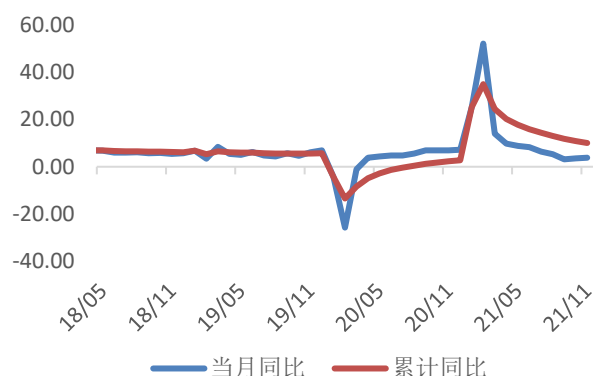
2.1 生产端：延续短期修复趋势

工业生产增速延续小幅回升的趋势。11月工业增加值当月同比3.8%，前值3.5%，较上月回升0.3个百分点。两年复合同比5.39%，较上月回升0.2个百分点。分行业来看，采矿业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比继续维持高位，与上月基本持平。11月份，制造业增加值同比为2.9%，较上月回升0.4个百分点。有部分高耗能行业，如黑色金属冶炼、非金属矿物制品业增加值同比率先出现小幅修复，但同比水平仍然为负。限电对于生产端的影响减弱，供给约束在一定程度得以缓解，制造业增加值同比的修复与PMI数据相互印证。下游行业中，高技术产业以及出口带动型行业，如医药制造、电子设备制造等行业增加值同比仍然维持高位。纺织业和汽车制造业是拖累制造业增长两个主要分项，但下降幅度趋缓。短期来看，随着供给约束的减弱，中游高耗能行业的修复大概率会有延续。但是因为需求端是在弱化过程中，所以我们认为工业增加值的修复幅度可能有限，且中长期同比水平不宜高估，大概率在6%以下。

2.2 需求端：地产投资修复难掩需求弱化

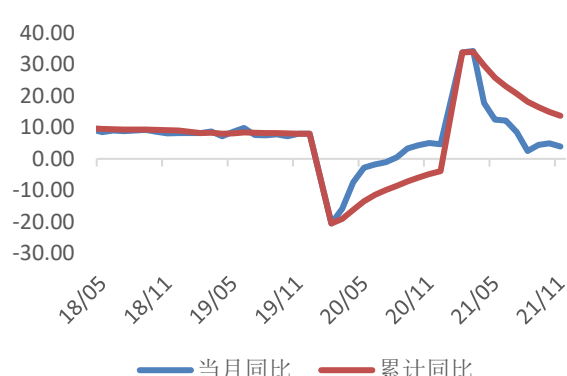
社零同比增速回落。社零11月当月同比3.9%，前值4.9%，较上月回落1个百分点，两年平均增速4.45%，较上月下降0.15个百分点。疫情反复以及出行消费淡季背景之下，消费端依然较弱。“双十一”购物节预售在10月已经完成，产生了一定的消费前置，附加高基数影响，商品零售同比较上月回落0.4个百分点。分商品来看，缺“芯”负面影响逐步消退，汽车零售同比有所修复，但同比依然为负，仍是社零同比的主要拖累项。石油及其制品类表现为零售同比回落，但维持高位，与原油价格同比走势相关。与房地产竣工密切相关的家具类和建筑及装潢材料类同比上升，但家电类零售同比下降。可选类商品中，化妆品类零售表现强势，受去年高基数影响，通讯器材零售同比较上月回落明显。餐饮收入同比在低基数的情况下依然下降，同比增速为-2.7%，前值为2.0%。餐饮类消费受到了近期疫情冲击，但相较于8月份疫情冲击，本次冲击之下餐饮收入的波动有所减小。

图 1：工业增加值同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：社零同比走势



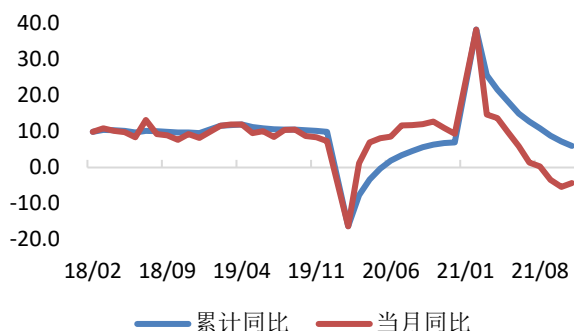
数据来源：Wind，山西证券研究所

11 投资延续 9 月趋势。固定资产投资 10 月累计同比 5.2%，前值 6.1%，隐含当月同比-2.4%，前值-2.9%。

11 月单月投资较 10 月有一定修复，修复主要来自于地产端。制造业投资同比小幅下降，但仍保持韧性，但基建投资同比再次低于预期。

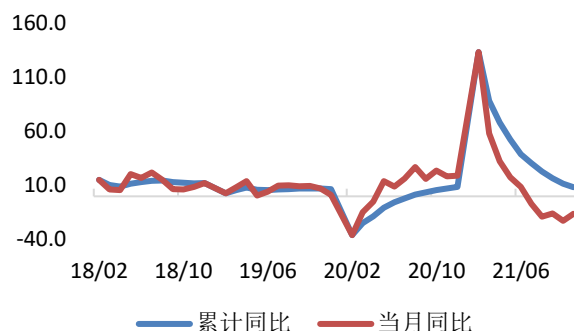
房地产投资底隐现。房地产投资 11 月隐含当月同比-4.3%，前值-5.4%，是今年房地产投资当月同比首次止跌。但是从两年复合同比来看，房地产投资同比仍然下降。最近两个月房地产投资同比下降趋势较前期有较明显放缓，猜测房地产投资同比当前已经到了“磨底”阶段。从建筑数据来看，单月施工和新开工面积及面积同比都有一定修复，不过同比水平因为去年高基数仍处于周期低位。竣工同比单月大幅回暖，但低于今年 6-8 月时的周期高点。我们认为，竣工面积同比单月上升可能与年底的抢工潮相关，并非可持续。去年的抢工潮出现在去年的 12 月和今年的 1 月。但去年年底到今年年初，部分地区爆发局部疫情，很多地区对跨省市人员流动做出限制。有去年的经验，今年部分施工可能提前结束，造成抢工的时间的提前，这个时间错位或影响最近几个月竣工同比的波动。从销售和资金端看，销售同比和资金来源同比都出现了小幅修复，但同比水平仍在低位。中央经济工作会议和政治局会议对房地产的表述有一定软化，政策底已经出现。从单月房地产各指标来看，行业底也接近出线。不过，在资金、销售、新开工等前导指标仍在周期低位下，短期还无法看到房地产投资同比的快速回升，地产投资对整体经济来说仍然是拖累项。

图 3：房地产投资同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势

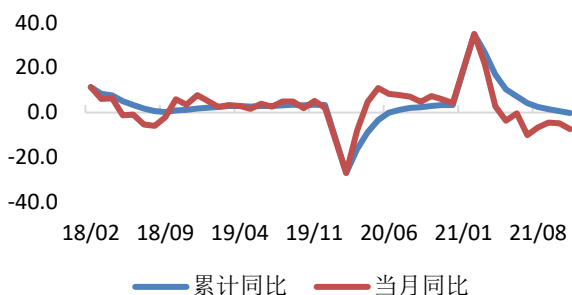


数据来源：Wind，山西证券研究所

基建投资同比再度走弱。基建投资 10 月隐含当月同比-7.3%，前值-4.8%，同比再度恶化，累计同比也年度首次转负。从分项来看，基建投资分项结构连续第二个月出现反转，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比上月下降后单月修复。上月同比有所修复的交通运输、仓储和邮政业投资本月又一次大幅下降，拖累整体基建投资。水利、环境和公共设施管理业投资同比变化不是很大。总体来看，基建投资不如预期，这可能与年底基建项目落地速度放缓相关。而且即使目前有合适项目，地方也可能将其作为明年的项目储备。

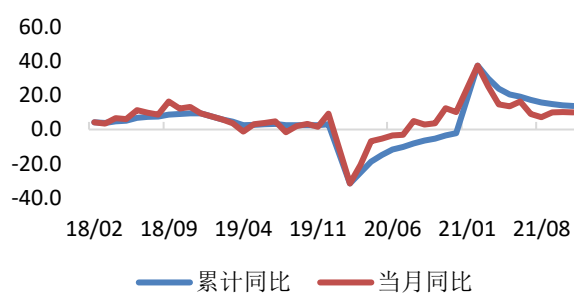
制造业投资仍保持韧性，但高点隐现。11 月制造业投资当月同比 9.97%，较上月小幅回落 0.2 个百分点，两年复合同比 6.79%，较上月提升 0.3 个百分点。分行业看，高技术行业以及出口带动型行业，如电子设备制造业、电气机械及器材制造业投资同比维持高位。汽车制造业投资 11 月当月同比为 18.84%，两年复合同比转正，回升明显。建筑投资带动型行业在前两个月投资同比改善明显，本月虽然改善趋势放缓，但水平仍保持韧性。我们猜测，建筑投资带动型行业，如金属冶炼、设备制造等属于高耗能行业，在前期能耗双控政策下，加大了技术改造投资，所以近几个月上述行业投资同比快速回升与需求端疲弱关系不大。但往后看，部分制造业投资同比的前瞻性指标，如 M1 同比在前期已经有明显下行，再叠加 PPI 同比拐点已现，制造业投资同比向下趋势或正在形成。

图 5：基建投资同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 11 月经济数据的启示

11 月份数据确认了短期经济在修复过程中。我们曾在四季度展望报告和上期经济数据点评中判断，工业短期会出现修复，四季度经济会边际好于三季度。11 月份工业增加值同比延续了 10 月份小幅修复的趋势，主要原因还是在于供给端的限制力量有所缓解，这既包括了四季度国内疫情总体好于三季度，也包括了能耗双控政策逐渐纠偏。后续工业增加值同比仍然有修复的空间，不过因冬奥和疫情导致部分地区和行业提前停工有可能成为供给端一个不确定因素，对修复趋势产生扰动。但随着供给端的约束逐渐缓解，后续需求端将成为主导经济趋势的主要因素。

11 月份的数据看，需求收缩的压力仍然很大。从需求端分项来看，与前几个月份相比，11 月份需求端部分分项数据出现了一定反转。房地产单月投资同比修复，但基建投资、制造业投资和社零出现弱化。需求端的分项中，恶化的居多，改善的偏少。其中，尽管消费恶化可能是短期原因，但本月数据也再次说明，在疫情和防控长期化下，消费很难有大幅度修复。同时，制造业投资同比虽然保持韧性，但可能已达高点。

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_31324

