

# 供给抑制持续缓和 需求不振仍待呵护

——宏观点评报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2021年12月15日

## 证券分析师

周喜

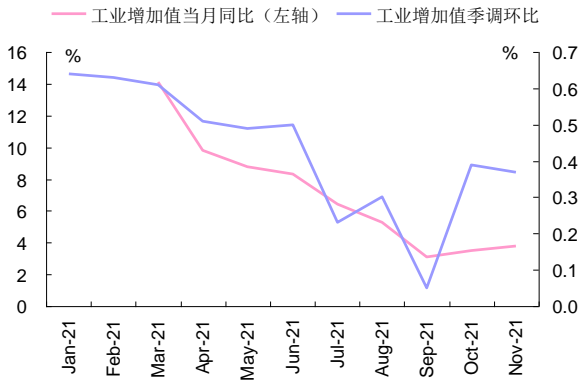
022-28451972

## 相关研究报告

- 2021年11月生产端相对强劲的同时，需求端则依旧不振，稳增长诉求有增无减，具体而言：
- 投资方面，11月固定资产投资累计同比增长5.2%，较前10月回落0.9个百分点，但是两年平均增速则较前10月提升0.1个百分点至3.9%；其中，房地产投资增速依旧是当前最为重要的拖累因素，其1-11月累计同比增速较前10月下行1.2个百分点至6.0%，同期基建和制造业投资累计同比增速则均下行0.5个百分点至0.5%和13.7%，测算所得的两年平均数据显示，1-11月房地产、基建和制造业投资的同比增速分别较前10月变动-0.35、-0.1和0.75个百分点至6.4%、0.75%和4.75%，制造业投资在短期停滞后再度明显改善。展望来看，房地产政策的边际修复不会改变“房住不炒”的总体方向，鉴于行业预期的改变及投资行为的惯性延续，其增速仍将持续回落；产能利用率的回落以及内需不振的现实将抑制制造业投资增速的回升空间；相对而言，基建投资将成为对冲房地产投资增速下行的重要力量，但考虑到2021年增长目标已经达成，其发力点将延迟至2022年，于是12月基建投资增速仍难现明显改善。
- 消费方面，1-11月社零累计同比增长13.7%，较前10月回落1.2个百分点，两年平均增速继续小幅回升至4.0%，而11月当月社零同比增速则小幅回落至4.4%。就重点产品而言，尽管缺芯对汽车供给的冲击有所缓和，但11月汽车销售仍同比回落9.0%，汽柴油价格高位运行则继续成为社零增长的重要支撑，此外当月粮油食品和饮料类商品同比增速明显回升。展望来看，供给冲击对汽车销售的影响将进一步弱化，其同比降幅的收窄将继续利好于社零增速的改善；然11月上旬以来汽柴油价格持续下调，但是较去年同期仍有较大涨幅，价格因素仍将在12月支撑社零增长，但是我们依旧强调的是，考虑到可支配收入增速的触顶回落以及疫情对消费倾向更为长期的制约，社零增速改善的步伐仍缓慢，且上行空间有限。
- 生产方面，11月工业增加值同比增速回升0.3个百分点至3.8%，0.37%的季调环比增速继续好于三季度水平，能源供给制约缓和令采矿及制造业增加值均有所提升。分行业看，芯片供给能力的恢复令汽车生产同比降幅大幅收窄，而且以计算机行业为代表的高新技术产业增加值继续保持较快增速，电气机械的增速水平也在基数冲击弱化后企稳反弹。展望来看，基数拖累至少将延续至2022年上半年，工业增加值同比增速承压的态势也将由此而延续。

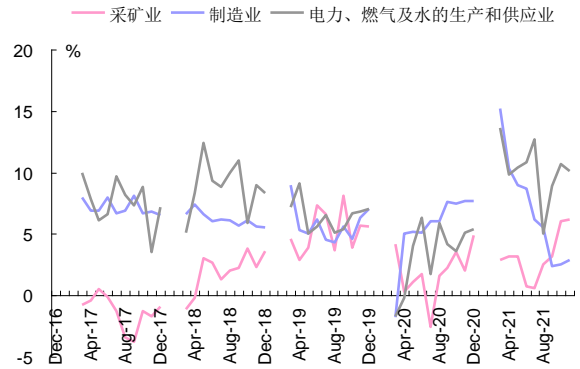
**风险提示：**国外疫情蔓延超预期

图 1: 工业增加值同环比增速



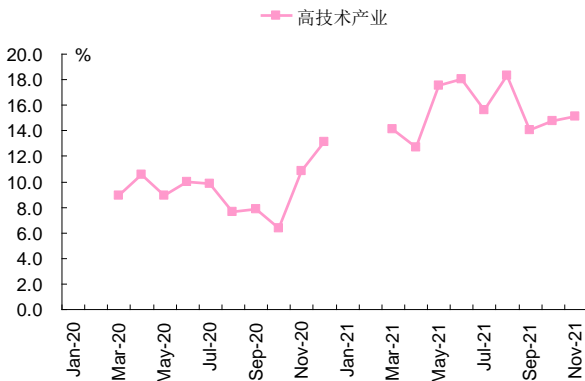
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 工业增加值累计同比 (分类别)



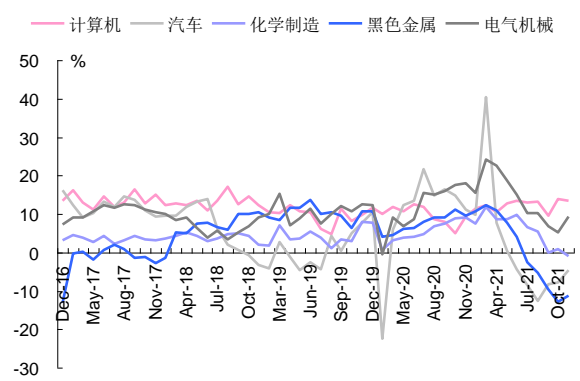
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 高新技术产业工业增加值累计同比



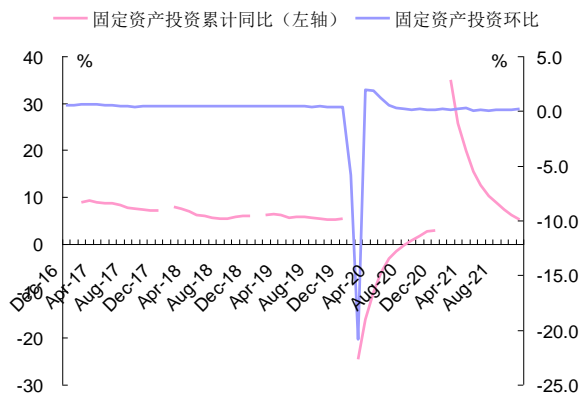
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 重点行业工业增加值累计同比



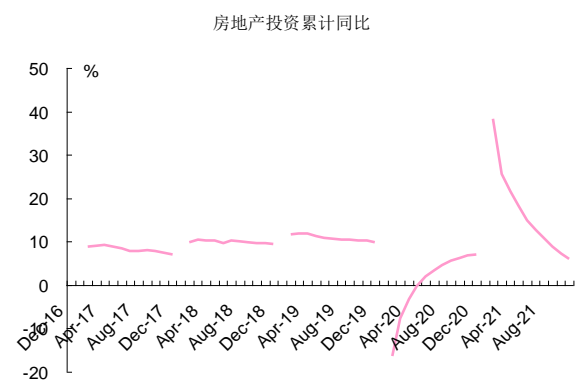
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 固定资产投资同环比增速



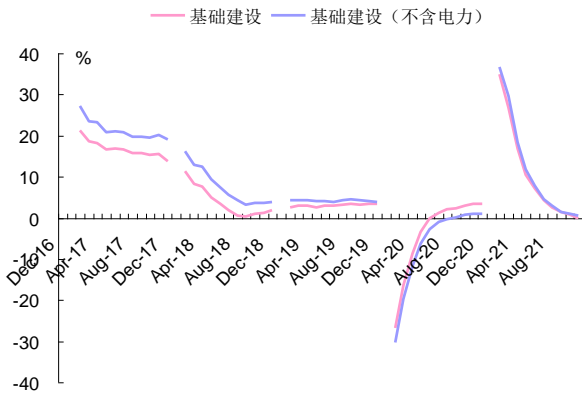
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 房地产投资累计同比



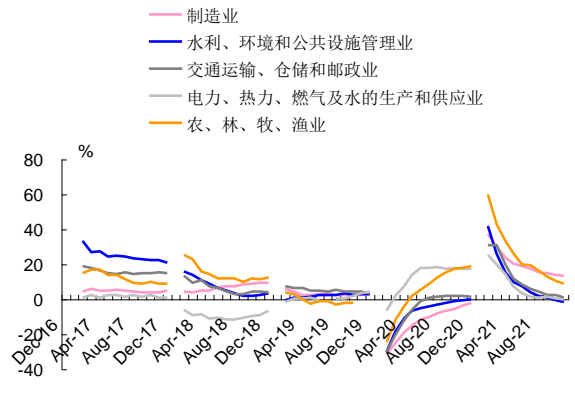
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 基建投资累计同比



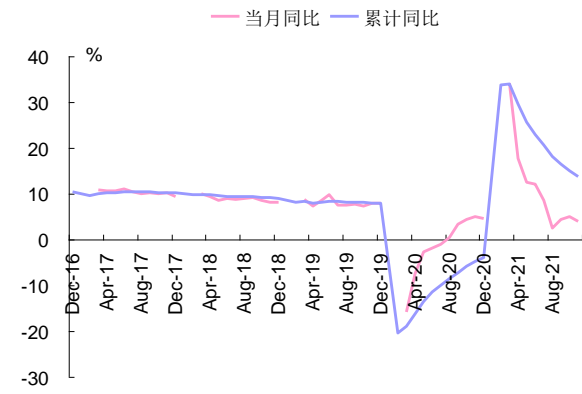
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 重点行业固定资产投资累计同比



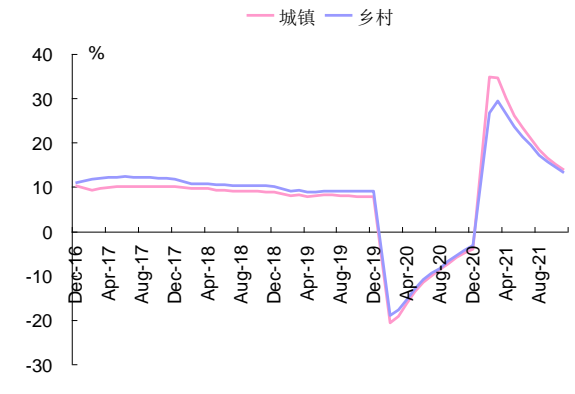
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 消费当月及累计同比



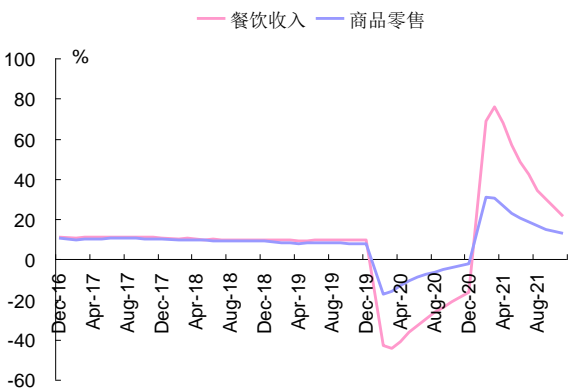
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 城乡消费累计同比



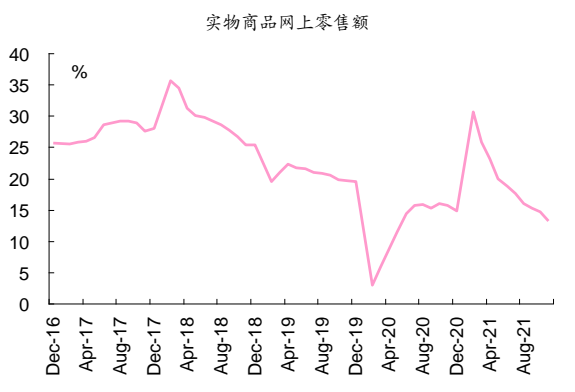
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 餐饮及零售累计同比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 实物商品网上零售同比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

**投资评级说明:**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**分析师声明:**

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

**免责声明:**

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**渤海证券研究所机构销售团队:**

高级销售经理：朱艳君  
座机：+86 22 2845 1995

高级销售经理：王文君  
座机：+86 10 6810 4637

**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\\_31325](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31325)

