

宏观点评

结构有亮点，“三重压力”仍大——全面解读 11 月经济

事件：11月工业增加值同比3.8%（前值3.5%），两年平均增速5.4%（前值5.2%）；社零同比3.9%（前值4.9%），两年平均增速4.4%（前值4.6%）；1-11月固投累计同比5.2%（前值6.1%），两年平均增速3.9%（前值3.8%），其中：地产投资同比6.0%（前值7.2%），两年平均增速6.4%（前值6.7%）；狭义基建投资同比0.5%（前值1.0%）；制造业投资同比13.7%（前值14.2%），两年平均增速4.3%（前值3.8%）。

核心观点：11月经济数据结构延续分化、忧大于喜：偏好的是，出口延续强劲、地产景气触底改善、制造业投资加速上行、工业生产弱反弹；偏差的是，消费再度回落、基建继续下行。总体看，中央经济工作会议指出我国面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，11月数据指向“三重压力”仍大：需求端，消费平均增速仅有正常水平的1/2，地产销售延续两位数跌幅，基建投资增速降至0.5%；供给端，工业生产同比小升0.3个百分点，但环比仍低于季节性；预期端，PMI生产经营活动预期此前已连跌8个月，本月仅小升0.2个百分点。展望2022年，政策正逐步纠偏，稳增长仍是硬要求，一系列政策组合拳可期，短期有4线索。

1、透过 11 月数据，“三重压力”主要体现在消费基建、工业生产、企业预期三大方面

> “需求收缩”压力：疫情冲击下消费再度回落，基建仍维持低位。1）消费方面：11月社零名义同比回落1个百分点至3.9%，两年平均增速回落至4.4%，与服务业PMI回落的走势一致，疫情冲击应是主因。结构看，线下出行消费（如餐饮、服装鞋帽、石油制品等）回落较多。疫情冲击下，11月消费与正常水平的差距再度拉大，三重压力中“需求收缩”的压力进一步凸显。2022年，预计疫情影响仍存，政策也缺乏有效抓手，消费可能仍然难以恢复正常。2）基建方面：1-11月基建投资（狭义）同比增速0.5%，较1-10月继续下跌0.5个百分点。整体看，1-11月地方政府新增专项债已发行3.48万亿元，距离全年3.65万亿元的额度仅剩1600多亿，下半年债务融资较上半年明显好转，但对基建投资的支撑效果并未显现，应是隐性债务化解、为明年预留资金等因素有关。往后看，近期中央经济工作会议明确“适度超前开展基础设施投资”，维持前期观点：预计2022年新老基建可能共同发力，基建投资可能超预期。

> “供给冲击”压力：工业生产低位反弹但仍弱。11月工业增加值当月同比回升至3.8%，两年平均增速为5.4%，均较10月小幅回升，环比微降至0.37%，同比和环比均反映工业生产低位企稳，但仍弱于正常水平；分行业看，医药、出口产业链偏强，基建、地产产业链偏弱；整体看，11月工业生产增速变动方向与PMI、高频数据的回升方向一致，基本符合预期。服务业生产受疫情和地产影响，仍然偏弱。11月工业生产低位反弹，但继续弱于正常水平，背后重要原因之一是汽车缺芯、原材料价格高位等供给端的约束，反映了三重压力中“供给冲击”的压力仍然明显。往后看，冬季用电高峰期预计工业用电仍然偏紧，上游生产可能仍受限，供给压力可能继续存在；而随着一系列稳增长政策发力，关注基建地产产业链可能的企稳回升。

> “预期转弱”压力：企业经营预期未有明显改善。11月BCI企业投资前瞻指数继续微跌，PMI生产经营活动预期仍偏弱，结合下半年以来制造业、服务业PMI持续震荡下行，指向企业生产经营压力仍大，未来预期暂未有明显改善，三重压力中的“预期转弱”的压力继续凸显。

2、投资端的两点值得特别关注：地产触底反弹；制造业投资加速提升

> 政策维稳效果初显，地产景气触底反弹，短期拐点可能逐步来临，关注后续景气改善的可持续性和幅度。11月商品房销售面积同比-14%，平均增速-1.8%，跌幅均较10月明显收窄，其中平均增速是连续5个月回落后的首次回升；11月土地成交震荡回升，地产投资当月平均增速企稳微升，开工施工的下跌速度放缓，竣工再度回升。整体看，11月地产相关数据普遍有所好转，应是近期政策维稳地产的效果初步显现，短期地产景气下行的拐点可能逐步来临，密切观察后续反弹可持续性和幅度。往后看，2022年地产景气下行压力仍大，保障房的带动作用也不宜高估，房地产调控有望进一步边际松动。

> 制造业投资加速提升，高耗能行业有松动迹象。1-11月制造业投资累计同比13.7%，平均增速自年初以来连续9个月回升，可能与今年企业盈利较强、出口增速保持强势有关。分行业看，各行业投资增速普遍回升，运输设备、医药、汽车提升较多，部分高耗能行业也有所回升。可能与能耗双控政策纠偏有关，关注后续可持续性。

3、失业率小幅反弹，结构性压力仍大。11月调查失业率小幅反弹0.1个百分点至5.0%，仍维持低位；1-11月城镇新增就业1207万人，已超额完成新增1100万人的年初目标。9月以来经济压力较大，但失业率维持低位，可能与出口保持高增、灵活就业发展等因素有关。11月16-24岁青年调查失业率14.3%，与10月基本持平，仍处相对高位，反映就业结构性压力仍大。

4、整体看，11月经济数据指向经济面临的“三重压力”仍大、未见明显改善。基于中央经济工作会议最新定调，我们继续指出：2022年将稳字当头，政策正逐步纠偏、各方也有望“努力干活”；稳增长仍是硬要求，政策将稳中有松，货币财政会更积极，地产也会进一步松动。

短期看，结合最新政策表态，提示四大线索：1）降息的可能性：央行近期提出“持续释放贷款市场报价利率改革潜力，促进企业综合融资成本稳中有降”，关注未来1-2个月LPR利率是否下调；2）地方政府积极性：中央经济工作会议指出“各地区各部门要承担起稳定宏观经济责任”，且要“靠前、超前”，关注地方政府换届进展、专项债提前下发情况，再次提示2022年基建投资可能超预期；3）地产：根据我们测算，保障房拉动作用不宜高估，稳地产尚需进一步松动；4）限产：双碳要“先立后破，防止简单层层分解”，有望打开传统能源的供给约束。

风险提示：疫情演化、外部环境恶化、政策力度等超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《对比棚改，保障房加码的实际作用如何？》
2021-12-14
- 2、《不寻常的纠偏—逐句解读中央经济工作会议》
2021-12-11
- 3、《没等来的宽信用，在路上的降息—兼评11月信贷社融》
2021-12-09
- 4、《有喜有忧，“滞”再加剧—11月PMI的5大信号》
2021-11-30
- 5、《变局与破局—2022年宏观经济和资产配置展望》
2021-11-29
- 6、《客观看待经济“企稳”，紧盯四大政策线索—全面解读10月经济》
2021-11-15

内容目录

经济面临的“三重压力”仍大.....	3
“需求收缩”压力：疫情冲击下消费再度回落，基建仍维持低位.....	3
“供给冲击”压力：工业生产低位反弹但仍弱.....	4
“预期转弱”压力：企业经营预期未有明显改善.....	5
投资端的两个点值得特别关注：地产触底反弹、制造业投资加速提升.....	6
政策维稳效果初显，地产景气触底反弹.....	6
制造业投资加速提升，高耗能行业有松动迹象.....	7
失业率小幅反弹，结构性压力仍大.....	8
风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 社零当月和累计同比增速.....	3
图表 2: 商品和餐饮消费同比增速.....	3
图表 3: 分行业消费增速变动.....	3
图表 4: 基建投资增速变动.....	4
图表 5: 地方政府专项债和城投债融资.....	4
图表 6: 工业生产延续低位弱反弹.....	5
图表 7: 服务业整体仍偏弱.....	5
图表 8: 分行业工业增加值增速变动.....	5
图表 9: 企业投资预期变动.....	6
图表 10: 制造业和服务业 PMI 持续震荡下行.....	6
图表 11: 固定资产投资增速变化.....	6
图表 12: 商品房销售增速.....	7
图表 13: 土地成交增速.....	7
图表 14: 地产投资增速变动.....	7
图表 15: 地产新开工、施工、竣工增速.....	7
图表 16: 制造业投资增速.....	8
图表 17: 企业投资预期变动.....	8
图表 18: 分行业制造业投资增速变动.....	8
图表 19: 我国城镇调查失业率情况.....	9
图表 20: 青年失业率基本持平.....	9

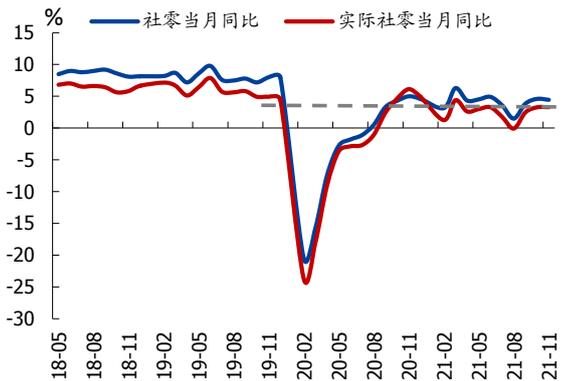
经济面临的“三重压力”仍大

“需求收缩”压力：疫情冲击下消费再度回落，基建仍维持低位

消费端：

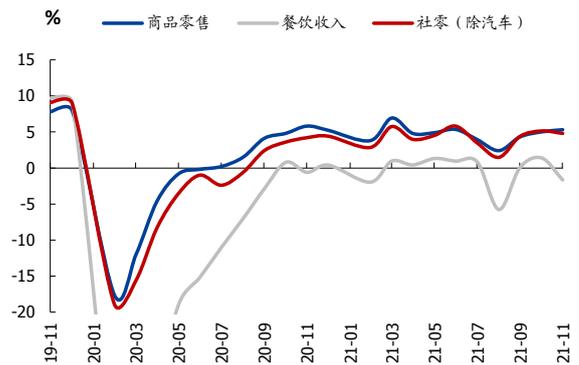
疫情冲击下，消费再度回落。11月社零名义同比回落1个百分点至3.9%，两年平均增速回落至4.4%；实际社零走势也较为接近，与11月服务业PMI环比回落的走势一致，疫情冲击应是主因。

图表1：社零当月和累计同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年增速为较2019年同期两年平均增长

图表2：商品和餐饮消费同比增速

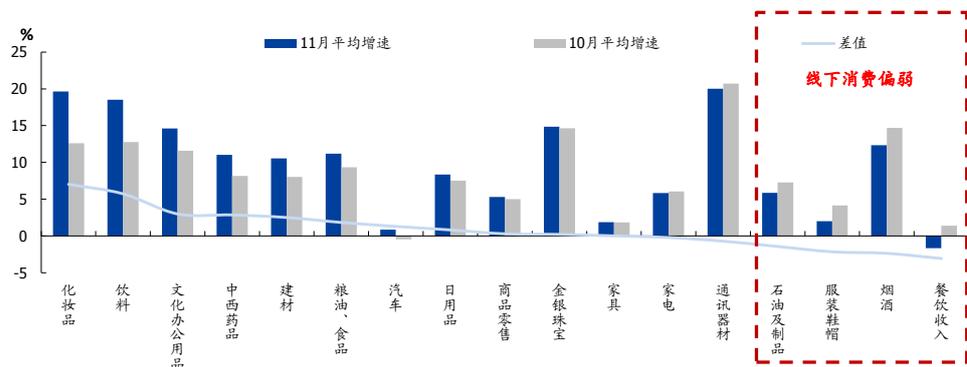


资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年增速为较2019年同期两年平均增长

结构看，线下出行消费回落较多。

- **商品消费方面**，11月商品零售平均增速小幅回升至5.3%，其中化妆品、饮料消费回升较多，而线下出行相关的服装鞋帽、石油制品消费平均增速分别回落2.1、1.4个百分点。
- **餐饮消费方面**，11月餐饮消费同比大幅回落至-2.7%，两年平均增速回落至-1.7%，主因11月全国多地再次出现散发式疫情，严重拖累线下消费。

图表3：分行业消费增速变动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

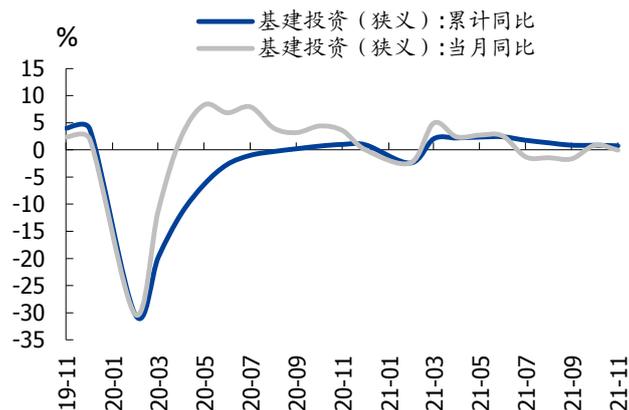
整体看，社零增速距离疫情前8%左右的增速仍明显偏低，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力中，“需求收缩”的压力继续凸显。2022年，预计疫情影响仍存，政策也缺乏有效抓手(中央经济工作会议删掉了“促进消费持续恢复”，也没有做出细化部署)，消费可能仍然难以恢复正常。

基建端:

狭义基建投资增速继续下跌。根据统计局数据,1-11月基建投资(狭义)同比增速0.5%,较1-10月基建平均增速继续下跌0.5个百分点。

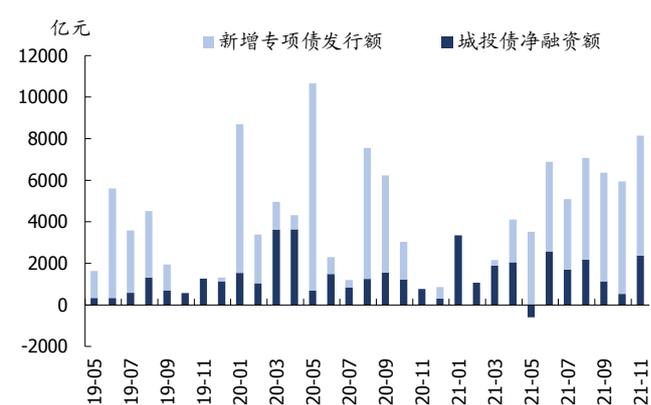
11月基建债务融资有所回升。11月新增地方专项债务发行约5760亿元,较10月的5400亿元小幅回升;城投债净融资额则由10月的约530亿元回升至约2400亿元,整体看11月基建相关债务融资有所放量,但基建增速仍然维持低位,可能是由于资金落地需要时间、为明年预留资金等,基建真正发力可能要到明年年初。

图表4: 基建投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年增速为较2019年同期两年平均增长

图表5: 地方政府专项债和城投债融资



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

整体看,1-11月地方政府新增专项债已发行3.48万亿元,距离全年3.65万亿的额度仅剩1600多亿,下半年债务融资较上半年明显好转,但对基建投资的支撑效果并未显现,应是和隐性债务化解、为明年预留资金等因素有关。

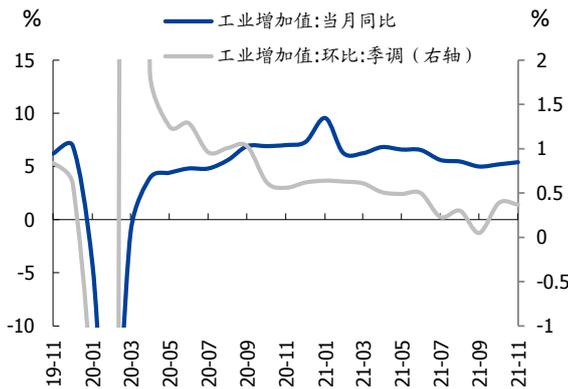
往后看,结合近期中央经济工作会议明确“要保证财政支出强度,加快支出进度”、“适度超前开展基础设施投资”,维持前期观点:预计2022年新老基建可能共同发力,基建投资可能超预期。

“供给冲击”压力: 工业生产低位反弹但仍弱

工业生产延续低位弱反弹。11月工业增加值当月同比回升至3.8%,两年平均增速为5.4%,均较10月小幅回升,但低于疫情前5.7%左右的水平;环比角度看,11月工业增加值季调环比微降至0.37%,仍低于2015-2019年平均环比的0.55%;同比和环比均反映工业生产低位企稳,但仍略弱于正常水平,其中企稳应是受到限电约束缓解、医药和出口产业链回升的支持,略弱应是高位回落以及基建地产产业链拖累的共同结果。11月工业生产增速变动方向与11月PMI、高频数据的回升方向一致,基本符合预期。

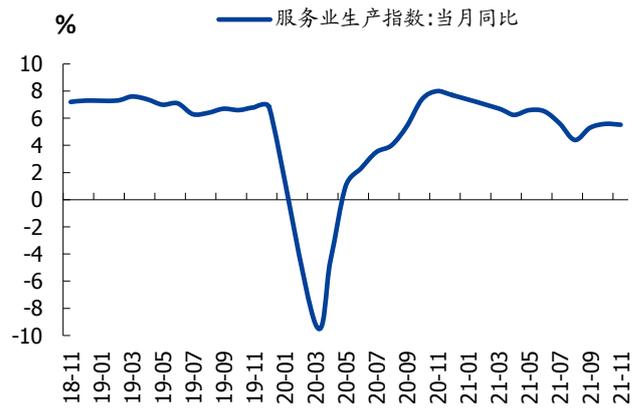
服务业生产仍然偏弱。11月服务业生产指数同比继续回落0.7个点至3.1%,两年平均增速5.6%,基本持平上月,均明显低于疫情前7%左右的水平,主因应是11月国内疫情多次出现散点爆发、地产景气回落。

图表6: 工业生产延续低位弱反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年增速为较2019年同期两年平均增长

图表7: 服务业整体仍偏弱



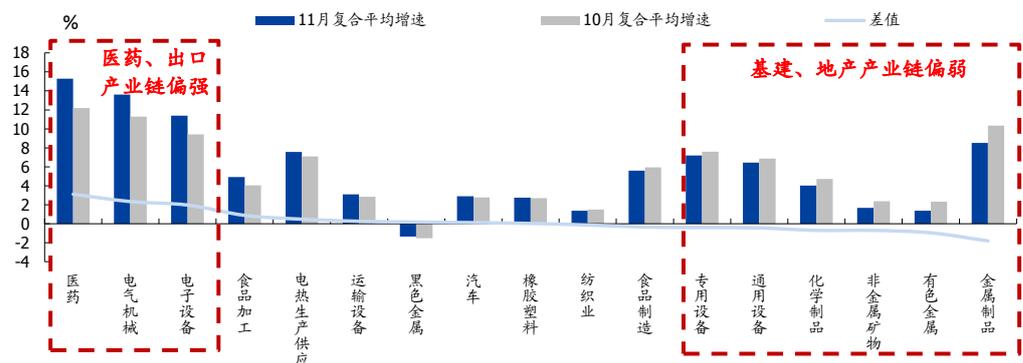
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年增速为较2019年同期两年平均增长

分行业看, 医药、出口产业链偏强, 基建、地产产业链偏弱。

>医药、出口产业链: 11月医药、电气机械、电子设备制造业增加值平均增速较10月分别回升3.1、2.3、2.0个百分点, 应是与Omicron新毒株爆发, 海外疫情再度回升、美欧圣诞季采购有关。

>基建、地产产业链: 11月有色、非金属、通用设备、专用设备制造业增加值平均增速较10月分别回落1.0、0.7、0.4、0.4个百分点, 应是与近期地产、基建低迷有关。

图表8: 分行业工业增加值增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

11月工业生产低位反弹, 但继续弱于正常水平, 背后重要原因之一是汽车缺芯、原材料价格高位等供给端的约束, 反映了中央经济工作会议提出的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力中, “供给冲击”的压力仍然明显。

往后看, 一方面, 全国逐步进入冬季取暖用电高峰期, 工业用电仍然偏紧, 上游行业生产可能仍然受到一定限制, 供给压力可能继续存在。另一方面, 随着一系列稳增长政策发力, 关注基建地产产业链可能的企稳回升。

“预期转弱”压力: 企业经营预期未有明显改善

企业经营预期未有明显改善。11月PMI生产经营活动预期小幅反弹0.2个百分点至53.8%, 但此前3-10月已经连续8个月回落, 仍明显偏弱, 反映企业生产经营压力仍大, 未来预期没有明显改善。结合下半年以来的BCI企业投资前瞻指数, 制造业和服务业PMI

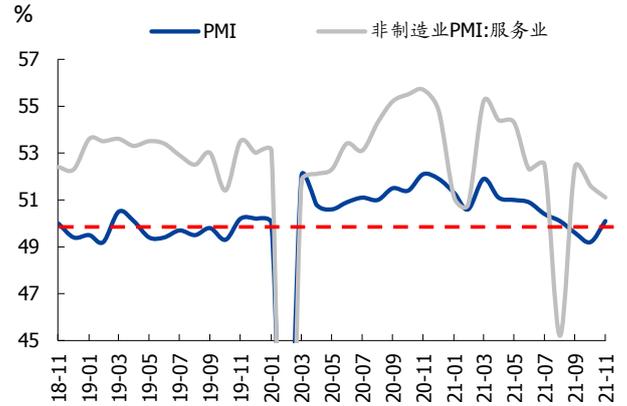
持续震荡下行，9-10月制造业 PMI 跌至收缩区间，反映三重压力中，“预期转弱”的压力仍然明显。

图表 9: 企业投资预期变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 制造业和服务业 PMI 持续震荡下行

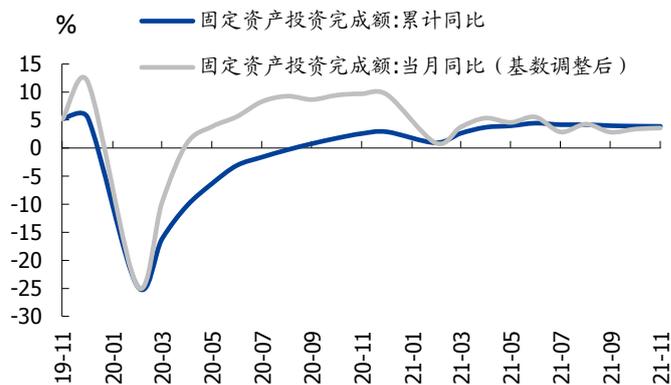


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资端的两个点值得特别关注: 地产触底反弹、制造业投资加速提升

1-11月固投累计同比回落0.9个百分点至5.2%，两年平均增速回升0.1个百分点至3.9%。我们计算的11月固投当月平均增速3.6%，较10月的3.4%小幅反弹。

图表 11: 固定资产投资增速变化



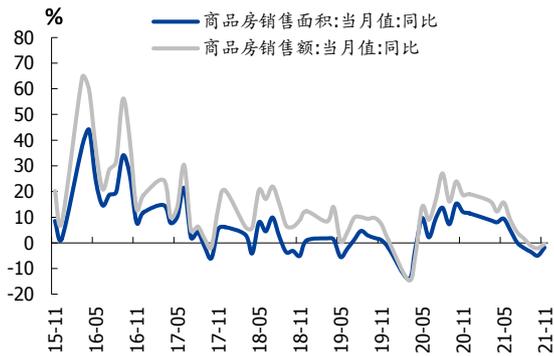
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年增速为较2019年同期两年平均增长

政策维稳效果初显，地产景气触底反弹

地产销售触底反弹。11月商品房销售面积同比-14%，跌幅较10月的-21.7%明显收窄；平均增速-1.8%，也较10月的-5%明显收窄，且是连续5个月回落后的首次回升。

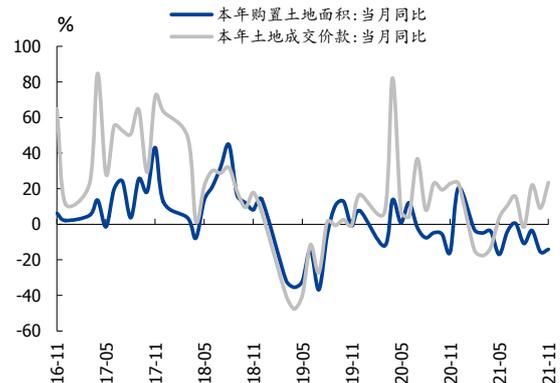
土地成交震荡回升。11月土地购置面积、土地成交价款两年平均增速分别为-14.1%、23.5%，均较10月有所回升。

图表 12: 商品房销售增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年增速为较2019年同期两年平均增长

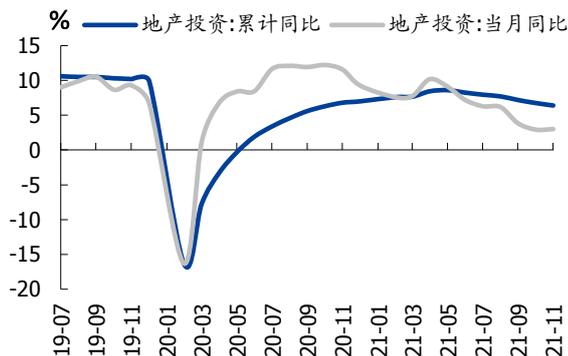
图表 13: 土地成交增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年增速为较2019年同期两年平均增长

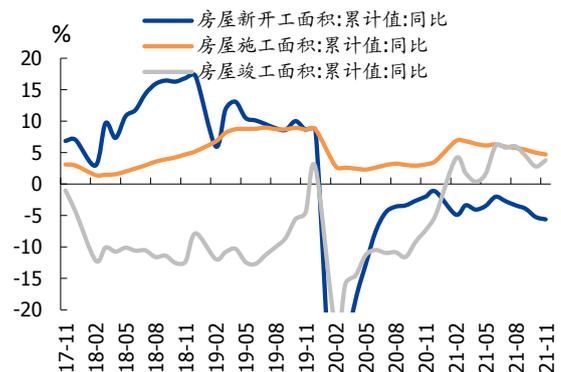
地产投资增速企稳。1-11月地产投资平均增速回落0.3个百分点至6.4%；我们计算11月地产投资当月平均增速3.0%，较10月微升0.1个百分点，是连续6个月回落后的首次回升。开工施工回落速度放缓，竣工再度回升。1-11月房屋新开工、施工、竣工面积累计平均增速分别为-5.6%、4.7%、3.8%，分别较1-10月变动-0.4、-0.3、1.0个百分点，开工施工增速虽然继续下行，但回落速度放缓，竣工则在连续2个月回落后再度回升，应是近期地产政策放松，房企融资好转，地产开发活动有所恢复有关。

图表 14: 地产投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年增速为较2019年同期两年平均增长

图表 15: 地产新开工、施工、竣工增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年增速为较2019年同期两年平均增长

整体看，综合近期中央经济工作会议重提“因城施策”、监管当局强化维稳地产、11月居民按揭贷款继续回升，地产销售企稳反弹等诸多事件，应是近期政策维稳地产的效果

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_31327

