

总量研究

经济完成探底，财政正在蓄力

——2021 年 10 月实体经济数据点评

要点

事件：

12 月 15 日，国家统计局公布 11 月实体经济数据。生产单月增速 3.8%，前值 3.5%，预期 3.7%；固投累计增速 5.2%，前值 6.1%，预期 5.3%；社零单月增速 3.9%，前值 4.9%，预期 3.6%。

核心观点：

四季度以来，多个稳增长政策开始发力见效。11 月经济数据，维持了 10 月社零暖、制造业强的格局，而且房地产销售、到位资金均有改善。基建略低于市场预期，尚未发力。向前看，财政政策蓄力待发，财政部已经开始提前下达 2022 年专项债额度，各地纷纷开工重大项目，预计基建增速有望在明年年初反弹，助力稳增长。整体来看，经济基本确认走过了最差的时候。

制造业：超市场预期大幅上行，各行业增速普遍增长。

与 2019 年同期相比，11 月制造业投资单月增速 23.4%，是在 8 月至 10 月（13% 左右）的基础上进一步大幅上扬，超市场预期。分项来看，不仅高技术链条中的医药、电子设备、运输设备增速维持高位；低技术链条的化学原料及制品、农副产品、有色金属、食品、纺织近期复苏态势也较好，我们认为，低技术链条的回暖，主要是受益于社零温和复苏，和上下游剪刀差缩窄的提振。

向前看，我们维持对 2022 年制造业投资的乐观预期。从中央经济工作会议来看，政策稳增长的转向和态度非常明显。我们也在点评报告《以更全面的稳，迈向更高质量的均衡》中阐述，稳增长是为了给经济转型升级，争取更久、更稳定的窗口期。在高技术链条的带动下，和低技术链条投资回暖的支撑下，预计制造业投资增速中枢将持续上移。

社零：继续超市场预期，实际社零回暖贡献更大，价格因素边际回落。

与 2019 年同期相比，11 月社零增速 9.1%，略低于 10 月的 9.4%，但依然大幅超过三季度表现，也略超市场预期。社零主要是受到了实际社零回升的支撑，来自价格的支撑实际在边际减弱。分项来看，受电商促销节的拉动，可选、必选消费表现强势；汽车销售也受到新能源汽车销售走旺的拉动，出现回升。

房地产：投资增速如期回落，销售增速触底反弹，到位资金继续改善。

房地产投资继续回落，符合市场预期。10 月以来，地产信贷政策有所纠偏，11 月新房销售增速在年内首次反弹。受益于销售回暖和政策纠偏，开发商到位资金增速继续改善，同时也拉动了新开工和竣工，单月增速均出现了明显的回升。向前看，房地产投资增速预计会持续回落，但不会失速下行。在房地产税试点扩大工作正式落地后，购房者、金融机构、开发商等各方积极性有望被进一步调动，行业预期有望进一步稳定。

基建：小幅下跌，低于预期，财政正在蓄力，有待反弹。

11 月基建增速小幅回落，略低于市场预期。向前看，随着专项债进入密集发行期，预计明年上半年基建有望反弹。明年财政政策将更加积极，而且从发力节奏来看，重心前置，有望在明年年初尽早形成实物工作量。一方面，近日财政部已经开始下达 2022 年提前批专项债额度，有助于在岁末年初尽早形成实物工作量；另一方面，多地近期纷纷密集开工一批重大项目，也为财政政策发力提供抓手。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？——2021 年 11 月美国通胀数据点评
(2021-12-12)

以更全面的稳，迈向更高质量的均衡——2021 年 12 月中央经济工作会议学习体会
(2021-12-10)

稳信用仍需政策发力——2021 年 11 月金融数据点评
(2021-12-10)

通胀担忧缓和，货币宽松空间进一步打开——2021 年 11 月价格数据点评
(2021-12-9)

圣诞旺季+总需求扩张，出口如期展现韧性——2021 年 11 月进出口数据点评
(2021-12-8)

房地产良性循环、科技政策加快落地——2021 年 12 月政治局会议解读
(2021-12-06)

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二
(2021-12-05)

周期不止，宽松不息——光大宏观周报
(2021-12-05)

美国失业率下行不抵 Omicron 冲击，拖累美债收益率——2021 年 11 月美国新增非农数据点评
(2021-12-04)

从六国经验，看中国消费何时崛起——《共同富裕》系列第三篇
(2021-12-02)

供给约束放松，经济企稳回升——2021 年 11 月经济数据预测
(2021-12-01)

保供稳价成效凸显，供给约束明显缓解——2021 年 11 月 PMI 数据点评
(2021-11-30)

目 录

一、核心观点：经济完成探底，财政正在蓄力	3
二、制造业：维持强势，内部分化收敛	3
三、消费：大超预期，可选必选表现强劲	5
四、房地产：销售触底反弹，资金继续改善	6
四、基建：小幅回落，蓄力待发	7

图目录

图 1：房地产投资回落，制造业投资持续反弹	4
图 2：通用设备、电气机械、汽车、运输设备增速回升幅度较大	4
图 3：低技术链条投资近期恢复态势也较好	4
图 4：高技术链条投资维持较高增速	4
图 5：将名义社零拆分为实际社零与价格因素，价格的支撑反而在边际走弱	5
图 6：四季度以来，可选、必选消费保持强势复苏态势	5
图 7：化妆品、通讯、饮料、办公用品、烟酒、珠宝等品类近期增速较高	6
图 8：新房销售增速触底回升	7
图 9：开发商到位资金增速继续改善	7
图 10：11 月广义基建增速小幅回落	7
图 11：建筑业 PMI 维持在扩张区间，新订单 PMI 持续上扬	7

表目录

表 1：2021 年 11 月，投资低于市场预期，生产和社零高于预期	3
--	---

一、核心观点：经济完成探底，财政正在蓄力

事件：12月15日，国家统计局公布11月实体经济数据。

- 【1】生产单月增速 3.8%，前值 3.5%，预期 3.7%；
- 【2】固投累计增速 5.2%，前值 6.1%，预期 5.3%；
- 【3】社零单月增速 3.9%，前值 4.9%，预期 3.6%。

核心观点：四季度以来，多个稳增长政策开始发力见效。11月经济数据，维持了10月社零暖、制造业强的格局，而且房地产销售、到位资金均有改善。基建略低于市场预期，尚未发力。向前看，财政政策蓄力待发，财政部已经开始提前下达2022年专项债额度，各地纷纷开工重大项目，预计基建增速有望在明年年初反弹，助力稳增长。整体来看，经济基本确认走过了最差的时候。

表 1：2021 年 11 月，投资低于市场预期，生产和社零高于预期

月份	固定资产投资 (累计同比)	社零 (单月同比)	工业增加值 (单月同比)
2020 年 11 月	2.6%	5.0%	7.0%
2020 年 12 月	2.9%	4.6%	7.3%
2021 年 1-2 月	35%	33.8%	35.1%
2021 年 3 月	25.6%	34.2%	14.1%
2021 年 4 月	19.9%	17.7%	9.8%
2021 年 5 月	15.4%	12.4%	8.8%
2021 年 6 月	12.6%	12.1%	8.3%
2021 年 7 月	10.3%	8.5%	6.4%
2021 年 8 月	8.9%	2.5%	5.3%
2021 年 9 月	7.3%	4.4%	3.1%
2021 年 10 月	6.1%	4.9%	3.5%
2021 年 11 月 实际值	5.2%	3.9%	3.8%
2021 年 11 月 市场预期	5.3%	3.6%	3.7%

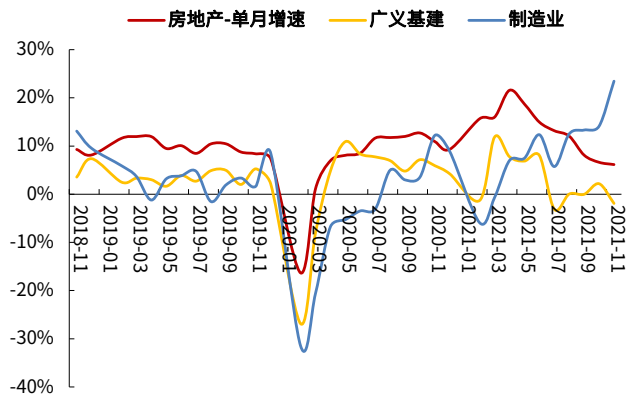
资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期）

二、制造业：维持强势，内部分化收敛

固投增速略低于市场预期。与 2019 年同期相比（下同），11 月单月同比增速 7.3%，高于 10 月（6.9%）和 9 月（5.6%），不过依然大幅低于二季度的表现（单月约在 11% 左右）。

制造业继续保持强势复苏态势。今年 8 月至 11 月，制造业投资表现强劲，是地产投资回落、基建低迷的背景下、支撑固定资产投资的重要动能。与 2019 年同期相比，11 月制造业投资单月增速 23.4%，自 8 月至 10 月（13% 左右）的基础上进一步大幅上扬。从环比来看，制造业环比（4%）大幅好于季节性（2016 年至 2019 年同期均值 -4%）。

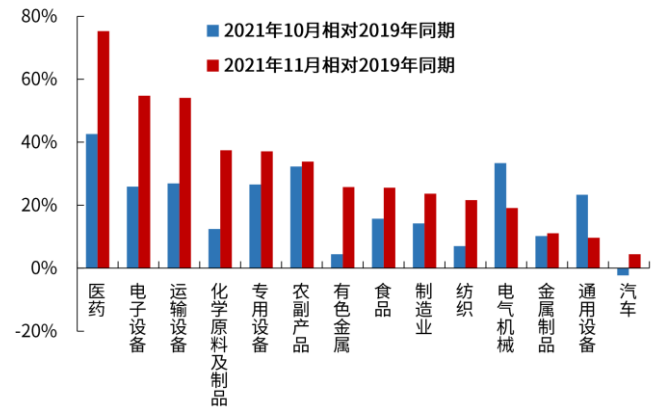
图 1：房地产投资回落，制造业投资持续反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 2：制造业分行业增速普遍出现回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

分项来看，各行业制造业投资增速普遍出现回升。不仅高技术链条中的医药、电子设备、运输设备增速维持高位，低技术链条的化学原料及制品、农副产品、有色金属、食品、纺织也依然维持了较强的复苏态势。我们在 9 月实体数据点评报告《两年复合增速见底，制造业和消费启动反弹》中就提到，低技术链条表现较好，主要受益于社零温和复苏，及上下游通胀剪刀差缩窄的提振。向前看，预计在高技术链条的带动，和低技术链条的回暖下，制造业投资增速中枢有望持续抬升。

图 3：低技术链条投资近期恢复态势也较好

需求侧产业链条	行业分类	投资占比	2021年相对2019年同期 单月增速					
			6月	7月	8月	9月	10月	11月
房地产、基建	黑色金属	3.2%	2%	6%	8%	5%	4%	26%
	有色金属	2.5%	-2%	6%	-6%	1%	4%	26%
	合计	5.7%						
食品	农副产品	5.1%	8%	8%	2%	2%	3%	4%
	食品	2.7%	0%	8%	5%	7%	6%	26%
	酒、饮料、茶	1.6%	4%	-8%	7%	-1%	2%	2%
	烟草	0.1%	-18%	-20%	2%	2%	6%	2%
	合计	9.5%						
出口：低技术(纺织、家具等)	纺织	2.9%	-1%	0%	3%	1%	7%	22%
	纺织服装	1.6%	35%	27%	19%	28%	27%	27%
	皮、毛、羽及制品	0.9%	23%	19%	10%	27%	21%	21%
	木材加工	1.9%	12%	17%	14%	9%	3%	3%
	家具	1.8%	12%	22%	23%	-3%	-2%	-2%
	化学原料及制品	7.1%	2%	7%	4%	3%	2%	3%
	化学纤维	0.6%	5%	7%	1%	-4%	3%	3%
	造纸	1.3%	8%	2%	8%	7%	4%	4%
	合计	18.0%						

资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 4：高技术链条投资维持较高增速

需求侧产业链条	行业分类	投资占比	2021年相对2019年同期 单月增速					
			6月	7月	8月	9月	10月	11月
出口：高技术(机械、电气等)	电子设备	9.3%	51%	31%	44%	36%	26%	55%
	通用设备	6.4%	0%	3%	4%	5%	23%	10%
	专用设备	7.1%	20%	5%	2%	4%	2%	37%
	金属制品	4.9%	7%	-6%	-5%	3%	10%	11%
	非金属矿物制品	9.8%	8%	6%	9%	12%	20%	20%
	合计	37.6%						
产业升级	运输设备	1.3%	2%	3%	30%	18%	2%	54%
	仪器仪表	1.4%	2%	10%	1%	3%	2%	2%
	电气机械	6.1%	4%	10%	3%	3%	3%	19%
	医药	4.1%	4%	3%	3%	3%	3%	75%
	合计	12.8%						
汽车链条	汽车	5.5%	13%	23%	24%	17%	-2%	4%
	橡胶、塑料	3.4%	4%	4%	2%	2%	2%	2%
	合计	8.9%						
其他	印刷	0.7%	18%	28%	-2%	15%	-1%	-1%
	文娱	1.0%	12%	21%	16%	9%	19%	19%
	石油、煤炭	1.7%	4%	-4%	7%	6%	3%	3%
	废弃资源综合利用	1.3%	8%	-2%	-1%	1%	4%	4%
	其他	1.3%	14%	11%	14%	-1%	-1%	-1%
	合计	6.1%						

资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

向前看，预计制造业投资将维持复苏态势。从需求端、政策端和盈利端来看：

第一，需求端，经济正处于新旧动能切换的关键时期，虽然地产投资增速有所下滑，但消费、基建投资增速在回升，外需也维持了较强的韧性。预计四季度，经济两年复合增速将企稳回升，经济筑底回升，为制造业复苏营造良好的经济环境。

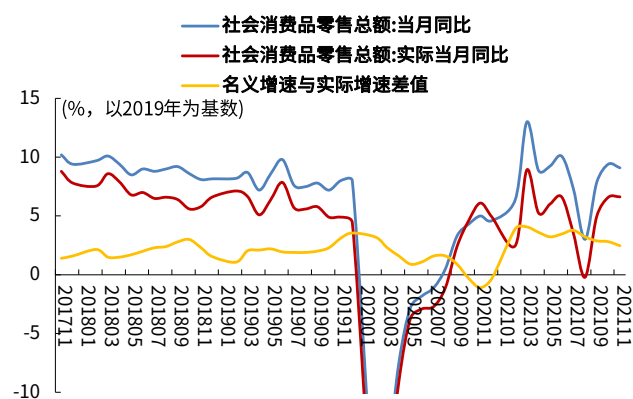
第二，政策端，我国产业升级进程持续推进，“双碳”目标下绿色技术改造投资需求将持续扩大。中美经贸关系也在四季度逐步缓和，美 USTR 已经公布了 549 项商品的关税排除清单，预计在年底前后将会落地生效。

第三，盈利端，随着价格逐步向下游传导，CPI 温和改善，通胀剪刀差有望逐步缩窄，打开下游企业的盈利空间。房租、信贷等生产要素成本也有望持续改善。

三、消费：大超预期，可选必选表现强劲

在实际社零回暖，与价格回升的双重支撑下，社零继续超预期。与 2019 年同期相比，11 月社零增速 9.1%，略低于 10 月的 9.4%，但依然大幅超过三季度表现（单月相对 2019 年增速约在 6% 左右）。社零超预期，主要还是受到了实际社零回升的支撑，来自价格的支撑在边际减弱。以 2019 年为基数，11 月实际社零增速 6.6%，与 10 月持平，这意味着本月实际社零并没有给名义社零带来拖累，反而是价格支撑在边际减弱。

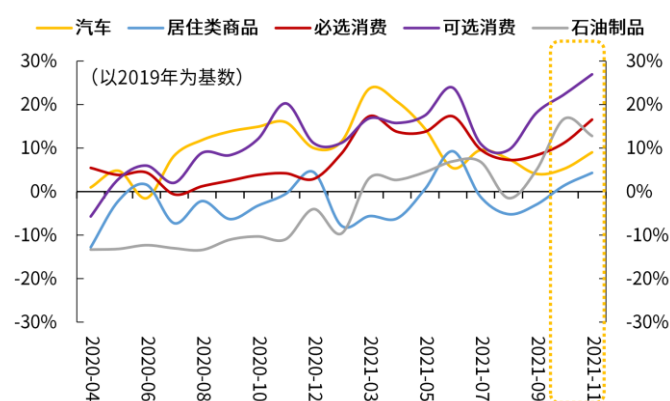
图 5：将名义社零拆分为实际社零与价格因素，价格的支撑反而在边际走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 6：四季度以来，可选、必选消费保持强势复苏态势

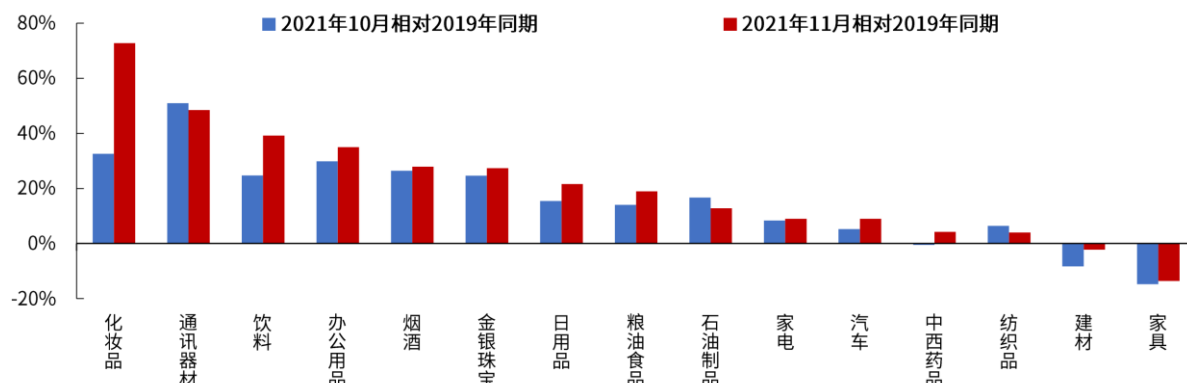


资料来源：Wind，光大证券研究所

分项目来看，与 2019 年同期相比，可选、必选消费继续走强，汽车、竣工端居住类品类也有所回升：

- 1) 可选消费（占限额以上商品零售额的 27%）维持强势，化妆品、通讯器材增速维持在高位，或来自于两方面的因素，一是苹果新机发布，二是受益于双十一促销。其余可选，饮料、烟酒、办公用品、金银珠宝增速也均有所回升。
- 2) 必选消费品稳健增长（占比 20%），粮油食品、日用品、药品增速相对上月增速普遍提升了 5 个百分点左右，一方面受益于终端提价，一方面与双 11 大促有关。
- 3) 地产链条方面（占比 9%）表现一般，建材改善最大（+6pct），但近期地产竣工端整体疲弱，家具、家电改善不大。
- 4) 汽车（占比 30%）小幅增长，相对上月提升了 4 个百分点至 9%，或是受到了新能源汽车销售近期走旺的带动。
- 5) 石油制品（占比 14%）回落，增速相对上月回落 4 个百分点至 13%。

图 7：化妆品、通讯、饮料、办公用品、烟酒、珠宝等品类近期增速较高



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

四、房地产：销售触底反弹，资金继续改善

房地产投资回落，销售触底反弹。与 2019 年同期相比，11 月房地产投资单月增速 6.2%，低于 10 月的 6.6%与 9 月单月增速 8.1%，继续处于回落态势，符合市场预期。10 月以来，针对于地产信贷政策有所纠偏，银保监会也表示，要在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持。在政策支持下，11 月销售面积单月增速-3.6%，相对 10 月提升了 6 个百分点，是今年以来首次反弹。

开发商到位资金增速继续改善。与 2019 年同期相比，11 月开发商到位资金增速继续改善，单月增速 10%，相对于 10 月提升 6 个百分点。资金得到边际改善后，房地产新开工和竣工单月增速也出现回升，单月增速分别上行 13 和 35 个百分点至-17.8%和 19.0%。

向前看，房地产投资增速预计会持续回落，但不会失速下行。首先，在房地产税试点预期引导下，预计明年商品房销售增速会出现负增长，会影响开发商拿地及新开工意愿。但是，房地产投资主要由过往项目的滚动复工构成，目前投资尚有过往复工作为支撑，房地产投资不会失速下滑。在房地产税试点扩大工作落地后，购房者、金融机构、开发商等各方积极性有望被进一步调动。

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_31329

