

政策托底地产，疫情制约消费

——2021 年 11 月经济数据点评

11 月经济“稳增长”压力依然较大。规模以上工业增加值当月同比 3.8%（市场预期 3.7%）；社会消费品零售总额当月同比 3.9%（市场预期 3.6%）；城镇固定资产投资额累计同比 5.2%（市场预期 5.3%），其中全口径基建投资累计同比-0.2%，房地产投资累计同比 6.0%，制造业投资累计同比 13.7%。

一、生产：工业连月回升，服务业仍受扰动

在煤电保供和旺盛出口支撑下，工业生产增速继续回升。11 月工业增加值同比增长 3.8%，较上月回升 0.3pct，两年平均增速 5.4%，较上月加快 0.2pct。随着保供政策推进，一方面，煤炭生产带动采矿业增加值增速上升 0.2pct 至 6.2%，另一方面，电热生产供应业保持稳定增长，支撑公共事业部门增加值增速维持在 11.1%。受出口景气和限电限产缓解支撑，制造业生产增速加快，同比和两年平均增速分别上升 0.4pct 和 0.3pct 至 2.9%和 5.3%，其中医药、计算机、电气机械等行业均保持高增长。前瞻地看，在中央经济工作会议指导下，保供将继续支撑采矿业和公共事业生产稳定增长，“双控”“双碳”约束有望缓解，但随着出口景气回落，叠加总需求较弱，明年工业生产增长动能仍将趋弱。

疫情持续扰动服务业修复。11 月服务业生产指数同比增速回落 0.7pct 至 3.1%，两年平均增速边际上行 0.1pct 至 5.6%。11 月中旬，国内零星疫情受控回落，但防疫措施仍处收尾阶段未大幅放松，11 月末疫情再度小幅抬头，均对服务业修复造成持续干扰。前瞻地看，冬季病毒传播加强、叠加海外 Omicron 变种输入的隐忧，服务业修复仍将受到防疫举措的制约。

二、固定资产投资：整体稳定，结构调整

1-11 月，全国城镇固定资产投资同比增长 5.2%，两年平均 3.9%，比 1-10 月加快 0.1pct；11 月份环比增长 0.19%。



(1) 房地产：政策托底反弹

尽管商品房销售仍处在下滑通道，但在监管持续积极表态“重点满足首套房、改善性住房按揭需求”的推动下，商品房销售热度反弹。11 月商品房销售面积和销售金额的两年平均增速有所恢复，分别较上月回升 3.1pct 和 1.7pct 至 -1.8%、-0.4%。受房地产开发贷和按揭贷款迅速到位的提振，房企现金流紧张的情况边际改善，房地产投资增速下滑节奏放缓，尤其是竣工面积大幅增长。11 月新开工、施工、竣工面积同比增速分别回升 12.1pct、2.4pct 和 36.0pct 至 -21.0%、-24.7% 和 15.4%。

为促进房地产业健康发展和良性循环，稳定市场预期，第三批集中供地政策有所放松，一方面优质地块明显增多，另一方面在房企竞拍资格、保证金比例、配建要求、销售限制、拿地付款周期等条款方面放宽，但房企态度依然谨慎。从已完成第三批集中供地的 11 城情况来看，与第二批相比，溢价率进一步下滑 1.6pct 至 2.4%，同时流拍率下降 9.9pct 至 18.0%，但流拍率仍较第一批集中供地大幅上升。

11 月融资政策继续调整，个贷积压情况明显改善，房企到位资金、国内贷款及个人按揭贷款的两年平均增速边际回升，但定金及预收款增速仍下滑。11 月房企到位资金两年平均增速 4.4%，较上月上升 2.6pct，国内贷款和个人按揭贷款增速分别为 -7.0% 和 14.4%，边际回升 0.1pct 和 7.6pct，而定金及预收款增速继续回落 2.5pct 至 -1.9%。

前瞻地看，尽管房地产销售和投资本月出现触底反弹迹象，但在惯性驱动下，房地产下行期将延续至明年，投资增速或降至 1.3%。未来房地产业将探索新的发展模式，市场结构将发生显著变化，保障性住房建设的重要性显著提升，对商品房形成部分替代，从第三批集中供地情况看，不少城市已增加了保障性住房地块的供应。

(2) 基建：增长不及预期

11 月基建投资仍然疲弱。1-11 月全口径基建投资累计同比增速降至 -0.2，两年平均 1.6%，比 1-10 月下降 0.3pct，当月投资两年平均增速由下降 2pct 至 -0.9%，再次出现回落。从结构上看，电热燃水的生产和供应业以及交运仓储邮政业的增速均出现回落，水利环境和公共设施管

理业投资依旧低迷。尽管跨周期调节政策力度不断提升，但基建投资增速再次出现下降，表明其仍面临一些约束。首先，虽然 11 月专项债已基本发放完毕，但由于发行后置以及冬季来临，年内项目无法开工形成投资。其次，地方政府财政收支紧张，再加上去年底保民生工作任务较重，可能难以分拨资金用于基建投资。

前瞻地看，明年财政政策仍将保持积极，政府新增债务限额或保持稳定，政府债券发行在上半年将延续高位水平。刚刚召开的中央经济工作会议指出要“加快支出进度”“适度超前开展基础设施投资”，指向财政支出有望加速，基建投资进度提前。未来在政策支持下，基建投资增速有望出现改善。

（3）制造业：增长势头较强

制造业投资依旧保持高增长，是固定资产投资最重要的支撑力量。1-11 月同比增长 13.7%，两年平均 4.7%，比 1-10 月上升 0.7pct。11 月当月两年平均增长 11.2%，比 10 月上升 4.1pct。当前制造业投资增长的主要动力仍源于高技术、出口和原材料加工相关产业，同时以食品烟酒为代表的消费品制造业也在缓慢恢复之中。一方面，高技术制造业投资继续保持高增速，1-11 月累计同比增长 22.2%，两年平均增长 17.4%，比 1-10 月上升 0.8pct。当前我国新动能产业处于成长期，预计将对制造业投资构成长期支撑。另一方面，从结构上看，当前投资恢复较好的行业集中于计算机电子设备、专用设备等与出口相关的行业，以及黑色金属、石油、化工等受价格上涨、利润增长驱动的行业。此外，随着消费的缓慢修复，下游消费品行业投资逐渐回升，食品烟酒、纺织、造纸等行业的两年平均增速已恢复正增长。

前瞻地看，制造业投资增长动能料将衰减。原因有三个：一是明年外需回落、内需偏弱将对企业经营预期造成不利影响；二是中下游企业利润增长承压将抑制其投资动力；三是上游企业扩产仍受“双碳”“双控”政策约束。

三、消费：疫情拖累重现



受多地疫情复发影响，11 月消费修复动能边际减弱。1-11 月社会消费品零售总额两年平均增速为 4.0%，与上月持平。11 月同比增长 3.9%，较上月回落 1.0pct，两年平均增长 4.4%。11 月消费复苏呈现以下三个特征。一是受疫情压制，餐饮消费增速持续回落。11 月商品零售同比增速回落 0.4pct 至 4.8%，而餐饮消费大幅下降 4.0pct 至 -2.7%，再次落入负区间。二是受“双十一”活动拉动，线上消费活跃，网上商品和服务消费比重持续上升，1-11 月实物商品网上零售额占比达 24.5%，较上月提高 0.8pct。三是新经济相关品类消费增长放缓。芯片短缺情况有所缓解，带动汽车行业增速回升 2.5pct 至 -9.0%，但复苏节奏较慢；受去年同期高基数影响，通讯器材大幅回落 34.5pct 至 0.3%。

前瞻地看，长短期均存在拖累消费修复的因素，预计明年消费仍将缓慢增长。短期看，疫情在全国呈现散点状爆发，叠加 Omicron 病毒入境，年底消费将继续受到压制。长期看，居民收入增长分化持续、企业利润受挤压以及房地产下行期地方政府财政承压，都将对消费复苏构成压力。

四、前瞻：“稳增长”可期

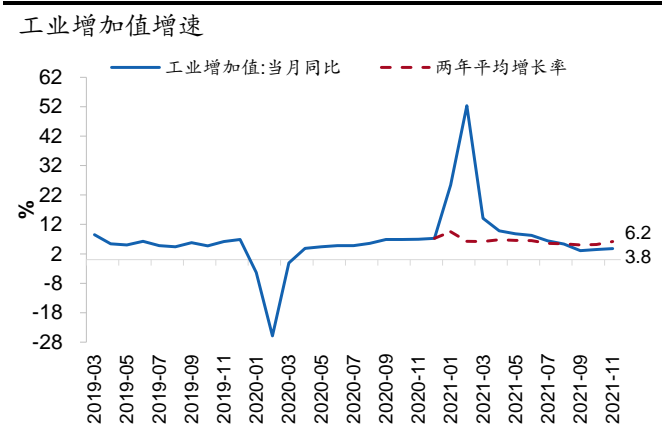
总体来看，11 月经济增长压力依然较大。需求方面，消费受疫情影响增速再度回落，固定资产投资相对稳定，制造业投资的边际上升是主要支撑力量，而房地产投资仍处于下行区间，基建投资尚待发力。供给方面，工业生产虽小幅回升，但需求疲弱将持续对生产造成抑制。服务业生产则不断受到疫情扰动，恢复仍需时日。

前瞻地看，中央经济工作会议已释放出明确的“稳增长”信号，提出了“积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”的要求，未来宏观政策和结构性政策将逐步发力，托底经济增长。随着政策明显转向，经济底部有望逐渐显现。

（评论员：谭卓 黄翰庭 牛梦琦 王欣恬）

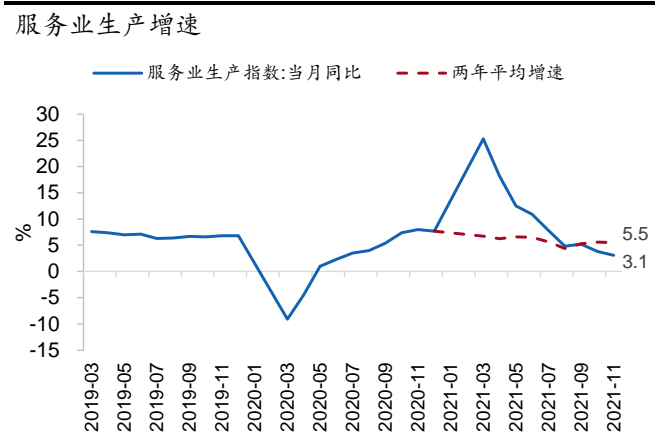
附录：

图 1：工业生产连月回升



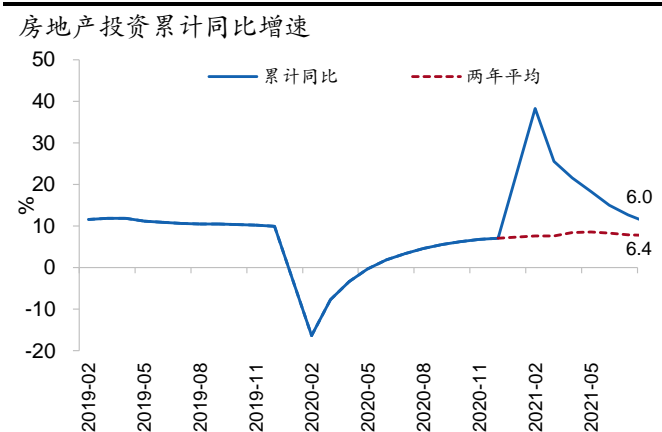
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：服务业仍受扰动



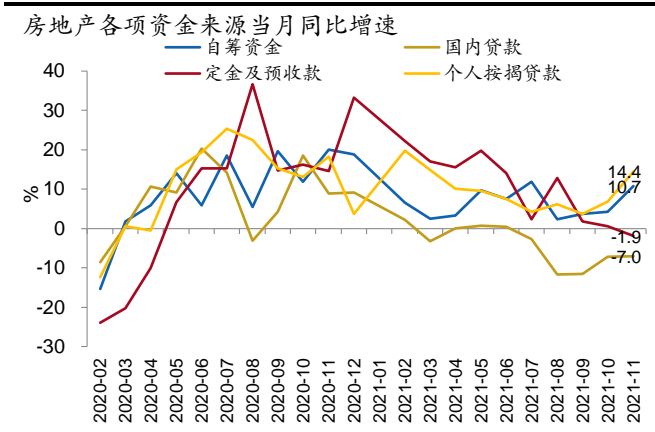
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：房地产投资增速下滑节奏放缓



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：国内贷款和个人按揭贷款增速边际回升



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 5：基建投资增速再次回落

基建投资增速

图 6：基建相关行业投资增速均有所回落

基建投资相关行业投资累计同比增速

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_31388

