



经济动能有所恢复，但供需两端继续分化

——康健

点评报告

A0011-20211217

2021年11月	官方公布值	北大国民经济研究中心 预测值	Wind 市场 预测均值
经济增长			
GDP 当季同比 (%)	-	-	-
工业增加值 累计同比(%)	3.8	3.5	3.7
固定资产投资 累计同比(%)	5.2	5.1	5.3
社会消费品零售 额累计同比(%)	3.9	4.3	3.6
出口同比(%)	22.0	16.1	17.2
进口同比(%)	31.7	14.2	18.2
贸易差额 (亿美元)	717.2	800.0	854.0
通货膨胀			
CPI 同比(%)	2.3	2.7	2.4
PPI 同比(%)	12.9	12.6	11.2
货币信贷			
新增人民币贷款 (亿元)	12700	15300	15330
M2 同比(%)	8.5	8.9	8.7

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

康健

陈丽娜

黄昱程

邵宇佳

翟乃森

周圆

联系人：康健

联系方式：

010-62767607

gmjjyj@pku.edu.cn





要点

- 稳增长政策发力，工业产出继续回升
- 疫情扩散叠加“双11”提前，消费增速小幅回落
- 制造业尤其是高技术制造业延续高增长，投资恢复趋稳
- 海外供应链修复缓慢，出口韧性巩固
- 经济动能回升叠加商品价格上涨，进口增速超预期
- 消费价格年末抬头，工业价格再创新高
- 企业融资需求偏弱，M2 同比回落

内容提要

2021年11月，随着国内疫情积极有效防控以及各地区各部门加强宏观政策跨周期调节，加大保供稳价和助企纾困力度，宏观经济总体上保持恢复态势，工业生产继续回升，能源供应保障、稳定市场价格等政策措施效果显现，但供需两端恢复较慢，后续仍需宏观政策的支持。

从需求端看，尽管11月食品价格上涨明显，带动粮油、食品、饮料类零售额增长，对本月消费增速形成支撑，但因国内新冠疫情再次出现散点式暴发及蔓延引致的餐饮等服务类消费增长放缓，以及今年“双11”活动提前启动造成的消费总量分流，11月社会消费品零售总额仅同比增长3.9%，较10月下降1.0个百分点，两年平均增长4.4%，较上期下降0.2个百分点。制造业投资在工业企业利润维持良好增势的推动下持续改善，房地产投资随着房企拿地需求有所回升而逐渐趋稳，共同助推11月固定资产投资累计同比增长5.2%，但不论是针对广义基建还是传统基建，基建投资同比降幅较10月再一次扩大，对固定资产投资整体增速形成了拖累，使得本月投资增速较10月回落0.9个百分点。当前国内总出口主要受海外需求稳步回升和全球供应链瓶颈受阻而得到有力支撑，整体出口增速延续高位运行，出口韧性持续显现，助推11月出口额同比增长22%（按美元计），但由于2020年同期基数较高，本月出口增速仍较10月回落5.1个百分点；随着近期工业生产出现恢复反弹，国内经济动能回升，进口需求再次扩大，同时叠加大宗商品价格持续上涨，共同推动11月进口额同比增长31.7%，较10月扩大11.1个百分点，远超市场预期。



从供给端看，规模以上工业增加值在 11 月整体延续回升态势，受限电限产政策等阶段性、制约性因素趋缓的影响，市场保供稳价和助企纾困力度加大，制造业和采矿业生产继续回升，工业产出由此得到拉升，使得 11 月全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%，较 10 月加快 0.3 个百分点，两年平均增长 5.4%，较 10 月加快 0.2 个百分点。尽管如此，由于大宗商品等原材料价格继续维持高位挤占中下游企业利润，导致企业成本压力上升、生产动力不足，仍需进一步关注。此外，高技术制造业仍保持着相对较高的增速，表明高技术制造业持续发展，生产韧性稳固。

价格方面，食品各项价格普遍上涨，鲜菜、猪肉成主要驱动，11 月份受需求季节性回升、部分商品供需矛盾及成本上涨等因素综合影响，CPI 继续抬升，食品项价格回升显著，其中猪价贡献了食品价格环比的主要增长，使得 11 月 CPI 同比上涨 2.3%，较上月扩大 0.8 个百分点，环比上涨 0.4%，较上月回落 0.3 个百分点。今年以来受 Delta+ 变种国外流行疫情反复导致生产企业供应受限，全球能源品、原材料等大宗商品持续高涨的影响以及极端天气现象和双控双碳政策等因素导致国内主要能源和原材料供应偏紧，11 月 PPI 同比上涨 12.9%，较上月回落 0.6 个百分点，环比上涨 0%，较上月回落 2.5 个百分点。

货币金融方面，为了维护房地产市场平稳健康发展，尽管金融机构对房地产企业融资逐步恢复，居民住房贷款也随之回升，居民中长期贷款同比多增对信贷起到了重要的拉升作用，同时票据融资继续冲量也对信贷起到了支撑，但由于企业融资需求继续回落，企业中长期贷款同比少增，导致 11 月人民币贷款增加 1.27 万亿元，同比少增 1605 亿元。政府债券加速发行叠加企业债券低基数效应，拉升了社融增量，11 月社会融资规模增量为 2.61 万亿元，较上年同期多 4786 亿元，比 2019 年同期多 6204 亿元。新增人民币贷款同比少增，M2 同比增速有所回落，11 月末广义货币(M2)余额 235.6 万亿元，同比增长 8.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 2.2 个百分点。

工业增加值部分：稳增长政策发力，工业产出继续回升

2021 年 11 月，全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%，较 10 月加快 0.3 个百分点，两年平均增长 5.4%，较 10 月加快 0.2 个百分点，其中采矿业同比增长 6.2%，较 10 月加快 0.2 个百分点，制造业同比增长 2.9%，较 10 月加快 0.4 个百分点，公共服务业同比增长 11.1%，与 10 月持平；从累计同比增速来看，规模以上工业增加值累计同比增长 10.1%，较 10 月回落 0.8 个百分点，其中采矿业累计同比增长 5.1%，较 10 月加快 0.3 个百分点，制造业累计同比增长 10.4%，较 10 月回落 0.9 个百分点，公共服务业累计同比增长 11.9%，与 10 月持



平。

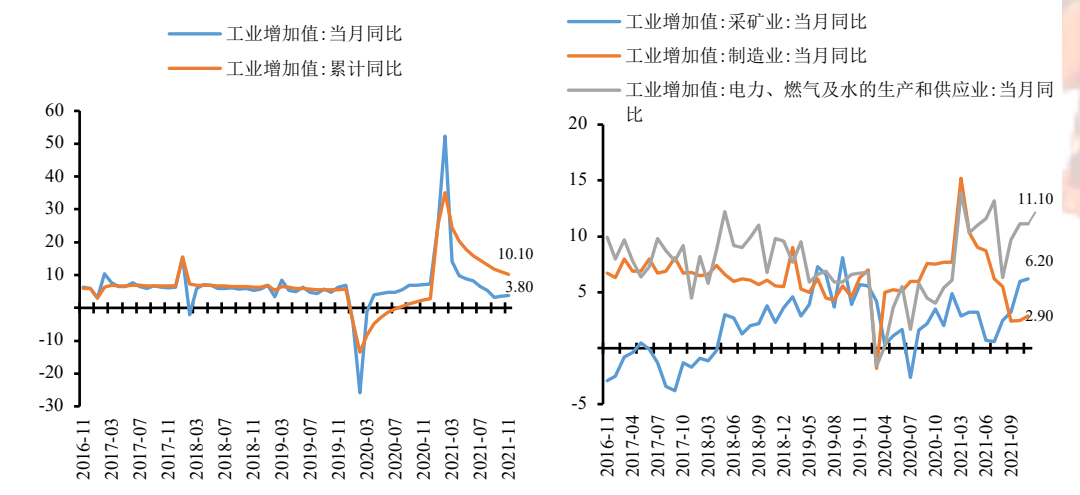


图1 工业增加值当月同比增速 (%)

图2 三大门类工业增加值当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

以上数据显示,规模以上工业增加值在11月整体呈现继续回升态势,主要是受限电限产政策等阶段性、制约性因素趋缓的影响,市场保供稳价和助企纾困力度加大,制造业和采矿业生产继续回升,致使工业产出得到拉动。同时大宗商品等原材料价格继续维持高位挤占中下游企业利润,导致企业成本压力上升、生产动力不足,仍需关注。此外,高技术制造业仍保持着相对较高的增速,表明高技术制造业持续发展,生产韧性保持。

消费部分: 疫情扩散叠加“双11”提前, 消费增速小幅回落

2021年11月,从单月增速来看,社会消费品零售总额同比增长3.9%,较10月下降1.0个百分点,较2019年11月增长9.0%,两年平均增速为4.4%,较上期减缓0.2个百分点,其中餐饮收入同比下降2.7%,商品零售同比增长4.8%。从累计增速来看,1-11月社会消费品零售总额累计同比增长13.7%,较2019年1-11月增长8.2%,其中餐饮收入累计同比增长21.6%,较10月回落4.1个百分点;商品零售同比增长12.8%,较10月回落1.0个百分点。分消费品类看,11月服装鞋帽类零售额增速同比下滑0.5%;通讯器材类零售额尽管较上月有小幅增长,但增速较上月下滑了33.5个百分点;粮油食品类和饮料类零售额同比增速有了明显的回升,分别为14.8%、15.5%。

食品价格上涨带动粮油、食品、饮料类零售额增长是导致本月社会消费品零售总额同比增长的主要原因,而新冠疫情再次扩散对餐饮等服务类消费的抑制以及“双11”提前10天分流了本月消费导致了消费增速有所回落。一方面,受食品价格普遍上涨的影响,粮油食品类、饮料类零售额同比增速明显上升。另一方面,11月新一轮疫情反弹波及20多个省份,



严重压制了服务类消费，餐饮收入两年平均增速下滑了 2.3 个百分点，而且“双 11”提前使得服装、通讯器材等可选消费的零售额同比增速明显回落，压低了消费增速。

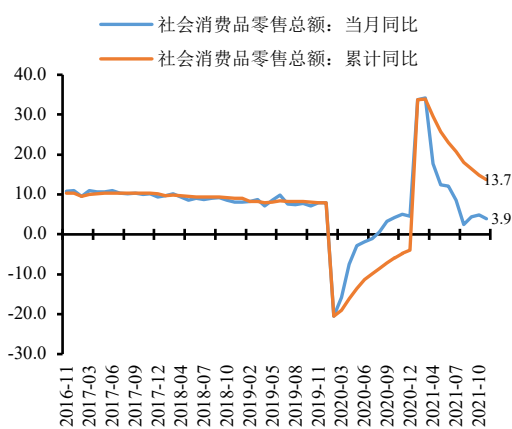


图3 社会消费品零售总额增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

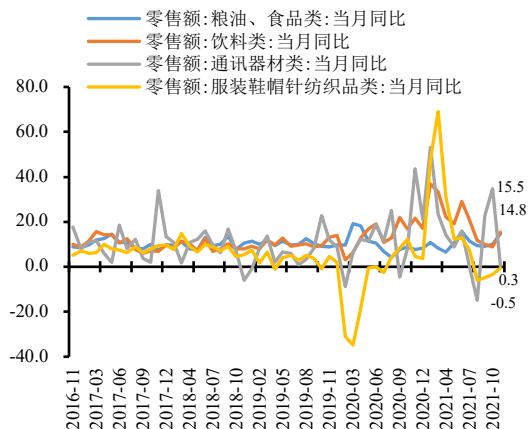


图4 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

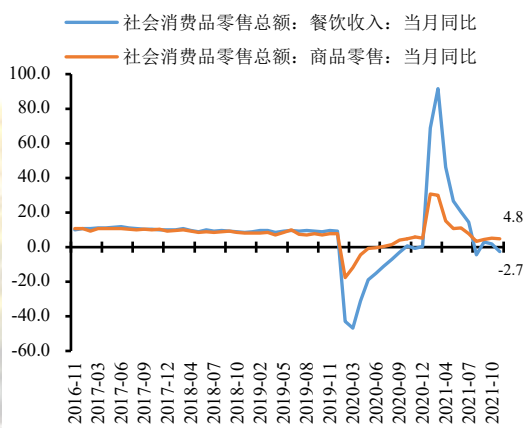


图5 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

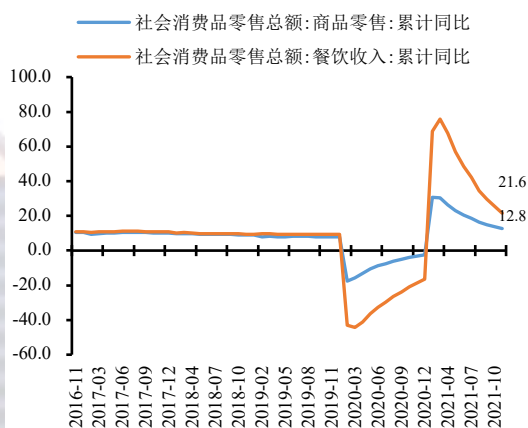


图6 餐饮收入和商品零售累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：制造业尤其是高技术制造业延续高增长，投资恢复趋稳

2021年11月，固定资产投资累计同比增长5.2%，增速较10月回落0.9个百分点，较2019年11月增长7.9%，两年平均增速为3.9%，较上期加快0.1个百分点。其中，制造业投资同比增长13.7%，两年平均增速为4.8%，较1-10月份上升0.8个百分点；房地产开发投资同比增长6.0%，两年平均增速为6.4%，较1-10月份回落0.4个百分点；基础设施投资同比增长0.5%，两年平均增速为0.75%，较1-10月份回落0.1个百分点；高技术产业投资同比增长16.6%，两年平均增长14.2%，较1-10月份上升0.8个百分点，其中高技术制造业投资同比增长22.2%。

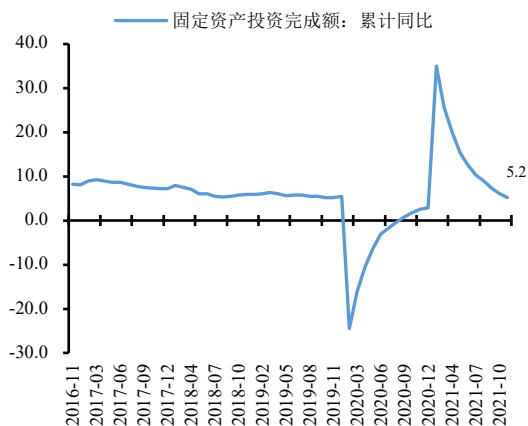


图7 固定资产投资完成额：累计同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

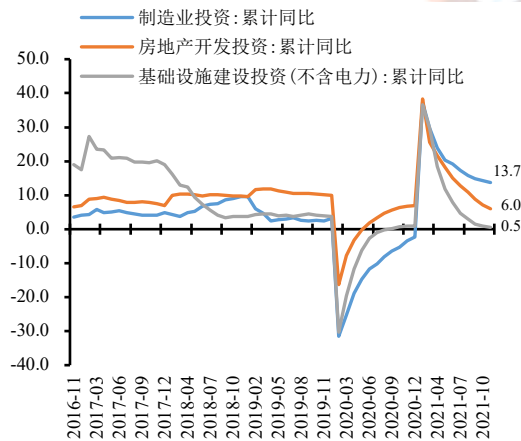


图8 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

总体来看，制造业尤其是高技术制造业延续高增长使得固定资产投资稳步恢复，而基建投资继续走弱使得投资恢复稳中趋缓。一方面，1-11月规模以上工业企业利润仍然保持良好的增势，有助于制造业投资持续改善。另一方面，尽管本月商品房销售面积、销售额以及房屋新开工面积同比继续下降，但降幅较上月明显缩小，同时土地成交价款同比增速明显上升，表明拿地需求有所回升，导致房地产投资逐渐趋稳。此外，不论是针对广义基建还是传统基建，当月基建投资同比降幅较上月又开始扩大，基建投资走弱压低了投资增速，使得投资恢复稳中趋缓。

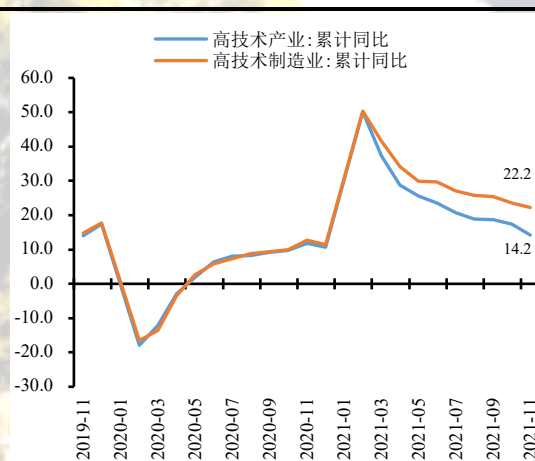


图9 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

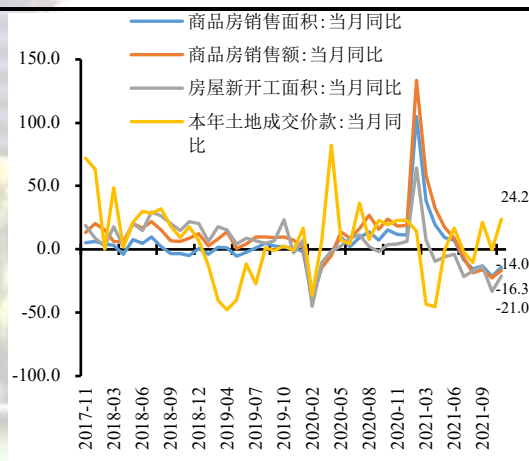


图10 房地产相关指标当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

进出口部分：经济动能回升叠加商品价格上涨，进口增速超预期

按美元计价，2021年11月份中国进出口总值5793.4亿美元，同比增长26.1%。其中，出口3255.3亿美元，同比增长22%，较上期回落5.1个百分点；进口2538.1亿美元，同比增长31.7%，较上期上升11.1个百分点；贸易顺差717.2亿美元。从出口情况看，11月份出



口增速延续高位趋势，高于市场预期，出口韧性的判断再次被验证，本月增速较上月有所下滑，主要受去年同期效应影响。从进口情况看，大宗商品价格上涨对于进口的支撑作用明显，同时近期工业生产的恢复也提高了部分大宗商品的进口量。

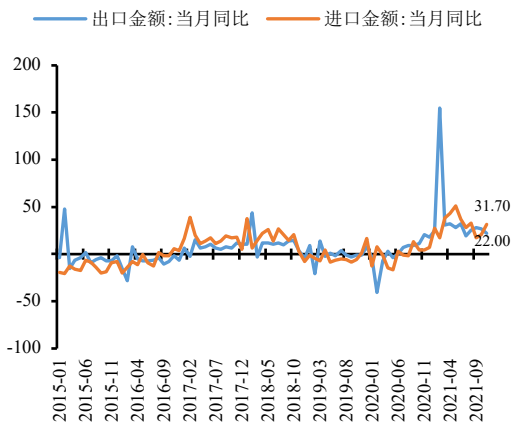


图 11 进出口额增速：当月同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



图 12 中国贸易差额：当月值 (亿美元)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

海外供应链修复缓慢，出口韧性巩固

按美元计价，11 月份中国出口额同比增长 22%，增速超市场预期。11 月份出口增速延续高位趋势，高于市场预期，出口韧性的判断再次被验证，本月增速较上月有所下滑，主要受去年同期高基数效应影响。海外需求稳步回升，供应链瓶颈仍是出口的主要支撑因素。首先，欧美经济仍处于恢复之中，美国 11 月 Markit 制造业 PMI 终值录得 58.3，ISM 报告显示，美国制造业 PMI 较上月上升 0.3 个百分点至 61.1%，均显示生产和需求加快增长。2021 年 11 月份，欧洲制造业 PMI 较上月回升 0.3 个百分点至 57.9%，表明欧洲经济增速略有回升。其次，美国 11 月非农就业人数增长速度远低于预期，上个月增加了 21 万个工作岗位大幅低于市场预期，供应链瓶颈仍是中国出口的支撑因素。最后，高基数效应。2020 年 11 月份出口额增速为 20.53%，基数效应对 11 月份的出口增长速度形成一定压制。

经济动能回升叠加商品价格上涨，进口增速超预期

按照美元计价，11 月份中国进口额同比增长 31.7%，远高于市场预期。本月进口增速大幅提高，大宗商品价格上涨对于进口的支撑作用明显，同时近期工业生产的恢复也提高了部分大宗商品的进口量。首先，大宗商品国际市场价格上涨仍是支撑进口增速的主因，同时商品进口量恢复也对进口增速形成有利支撑，由于前期国内能源供应紧张影响工业生产，近期内国内能耗双控政策放松、电力供应短缺缓解后企业扩大生产，大宗商品进口量需求上升，农产品和工业原材料进口累计增速处于高位。其次，统计局公布中国 11 月官方制造业 PMI 为



50.1, 较上月上升 0.9 个百分点, 位于临界点以上, 制造业重回扩张区间, 内需恢复, 对进口增速形成提升。

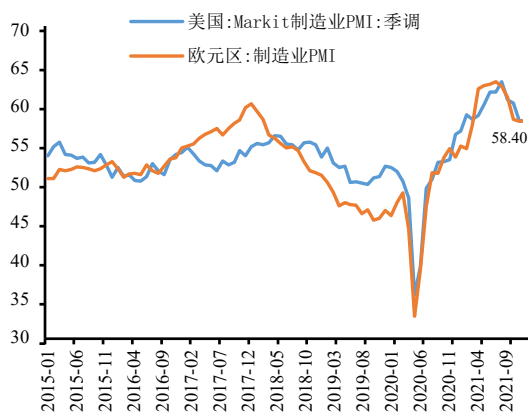


图 13 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

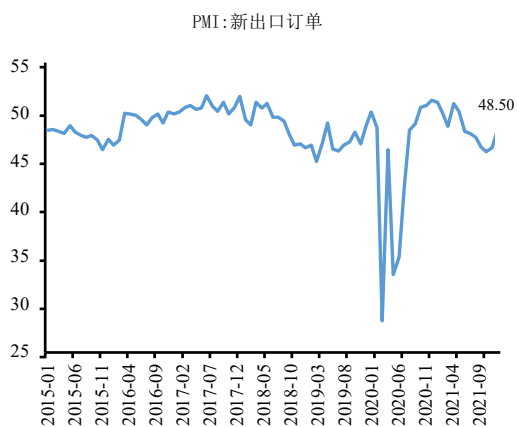


图 14 中国新出口订单指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

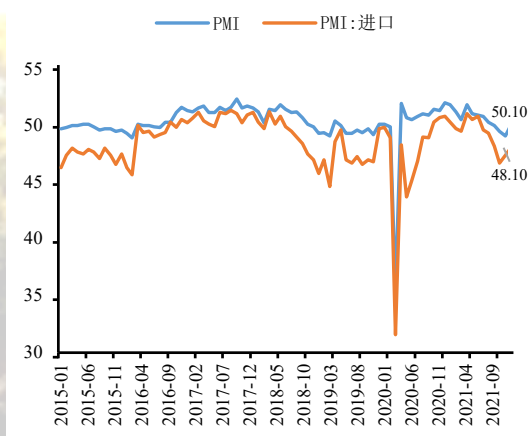


图 15 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图 16 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

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_31502

