

11月数据预测：经济景气度进一步回落

核心观点

受疫情扩散和地产探底影响，11月经济景气度再度回落。一方面，11月疫情形势较为严峻，全国本土新增感染人数和涉疫城市显著增加，如广州、重庆、北京、郑州等，货运物流和人员流动强度有所下降，对消费场景和生产活动造成一定影响。另一方面，商品房销售尚未企稳，地产投资数据仍在寻底，地产链工业生产和地产后周期消费均受到显著压制。我们认为，短期内的疫情反弹会对经济修复造成一定压制，我们修正2022年四季度GDP增速预测为3.0%。但随着疫情防控措施的进一步优化、落实以及地产政策的渐次放松，需求收缩和预期转弱的问题将逐步得到改善。万里风云、峰回路转，我们提示，2023年扰动市场的宏观不确定性因素将逐一淡化。

□ 工业生产再回落，地产疫情仍压制

房地产弱复苏仍是压制工业生产强度的主要变量，同时11月中下旬国内疫情反弹力度加强，供应链虽总体稳定但物流强度有所回落，对工业或有一定负面影响。结合去年同期能耗双控限电导致的低基数，我们预计11月规模以上工业增加值同比增速为4.0%。

□ 预计固定资产投资增速保持稳定，制造业投资仍蕴含较大预期差

预计1-11月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为5.7%。其中，制造业投资累计增速预计9.6%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）预计同比增长8.8%，房地产开发投资预计同比增速-9.5%。制造业投资增速基本与上月持平，保持高韧性，地产仍处在探底节奏，近期政策端空前发力，预计将实现地位企稳，基建和制造业是依然是固定资产投资的主要支撑。预计全年制造业投资保持10.0%左右增速，高技术制造业延续20%以上增速。

□ 疫情扰动持续，就业压力仍存

预计11月全国城镇调查失业率为5.6%，较10月上升0.1个百分点。11月全国本土新增感染人数显著增加，预计对劳动力市场造成一定影响。其一，疫情对生产和消费形成了一定拖累，尤其广州、北京、郑州等大城市新增本土疫情人数较多，预计对大城市劳动力市场造成一定冲击。其二，工业企业利润增速连续回落，产能利用率整体下行，企业用工需求较难扩张。

□ CPI显著回落，PPI小幅下行

预计11月CPI环比-0.1%，同比+1.6%（前值2.1%），猪肉价格冲高回落，蔬菜价格大幅下跌，疫情抑制核心CPI修复，多重压力下CPI同比显著回落。预计11月PPI环比-0.2%，同比-1.5%（前值-1.3%），全球衰退迹象加深，美欧日11月PMI均低于荣枯线，疫情影响我国经济修复进程，工业品价格跌多涨少。

□ 疫情较为严峻，社零继续寻底

预计11月社会消费品零售总额同比-3.0%，前值-0.5%，社零增速继续寻底。其一，全国本土疫情比10月更加严峻，单日新增已突破4月高点。其二，地产销售降幅较大，拖累家电、家具、建筑装潢等地产后周期消费。

□ 贬值因素对外贸数据仍有支撑

预计11月人民币计价出口增速13%，前值7.0%，预计11月贸易顺差840亿美元，我们继续提示海外衰退预期逐步兑现过程中，对我国出口无需过度悲观，海外供给受到多重挑战，供给优势奠定我国出口韧性。预计11月人民币进口同比增速8.8%，前值6.8%。贸易汇率相对落后于即期汇率的表现，考虑Q4以来即期汇率表现，预计贬值因素对人民币计价的外贸数据仍有一定支撑。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 《11月PMI：入冬蛰伏，静候反转》 2022.11.30
- 《利润走弱，去库不畅——2022年1-10月工业企业盈利数据的背后》 2022.11.27
- 《降准重在稳增长、保就业、稳预期》 2022.11.25

□ 预计 11 月金融数据仍然低迷

预计 11 月人民币信贷新增 1.3 万亿元，与去年 1.27 万亿元基本相当，对应增速较前值回落 0.1 个百分点至 11%，虽然 11 月为季节性信贷大月、宽信用政策仍然积极，但疫情下多地防控政策趋严，经济基本面承压、信贷需求较弱，尤其是居民端压力尤甚。预计 11 月社融新增 2 万亿，较去年同期的 2.6 万亿同比少增约 6000 亿元，增速较前值降 0.2 个百分点至 10.1%。结构中，同比少增主要来自政府债券、企业债券、未贴现票据，委托贷款、信托贷款仍可实现同比多增，信贷、股票融资预计与去年相当。预计 11 月 M2 增速较前值回落 0.3 个百分点至 11.5%。11 月疫情冲击及地产销售低迷均不利于 M1 增速走势，预计 M1 增速较前值大幅回落 1 个百分点至 4.8%。我们坚持当前货币政策首要目标将在稳增长保就业、金融稳定、汇率及国际收支间高频切换的判断，该状态预计将延续至 2023 年一季度。

□ 风险提示

疫情超预期扩散；政策落地不及预期；大国博弈超预期。

正文目录

1 供需双弱，静候反转	5
2 工业生产再回落，地产疫情仍压制	5
3 预计 1-11 月固定资产投资增速为 5.7%	5
3.1 预计 1-11 月制造业投资增速为 9.6%	9
3.2 预计 11 月地产投资累计增速-9.5%，年内累计增速尚未见底	10
3.3 准财政工具发力，基建投资有韧性	11
4 疫情扰动持续，就业压力仍存	12
5 CPI 显著回落，PPI 小幅下行	13
5.1 猪价菜价回落 CPI 下行压力大	13
5.2 煤价油价下行 PPI 继续回落	14
6 疫情较为严峻，社零继续寻底	15
7 贬值因素对外贸数据仍有支撑	17
8 预计 2022 年 11 月信贷新增 1.3 万亿，社融新增 2 万亿，增速分别为 11%和 10.1%.....	19

图表目录

图 1: 制造业投资是经济增长的首要贡献.....	7
图 2: 固定资产投资各领域 10 月当月同比增速.....	7
图 3: 制造业投资是固定资产投资的重要支撑（累计占比）.....	7
图 4: 制造业投资是固定资产投资的重要支撑（当月占比）.....	7
图 5: 中国各省固定资产投资完成额（累计同比 %）.....	7
图 6: 中国各省房地产投资完成额（累计同比 %）.....	7
图 7: 2022 年以来新增净停工面积累计同比估算.....	10
图 8: 螺线差走平反映基建投资稳步增长.....	12
图 9: 全国营业影院数量显著回落.....	12
图 10: 大城市劳动力市场承受一定压力.....	12
图 11: 预计 11 月全国城镇调查失业率为 5.6%.....	13
图 12: 11 月猪肉价格冲高回落.....	14
图 13: 11 月蔬菜价格大幅下的.....	14
图 14: 美欧等经济体 PMI 低于荣枯线.....	14
图 15: 原油价格持续下行.....	14
图 16: 11 月全国本土感染者单日新增已突破 4 月高点.....	15
图 17: 11 月 30 城商品房销售面积同比降幅依然超过 20%.....	15
图 18: 11 城市地铁客运量下滑至去年同期水平的 6 成左右.....	16
图 19: 整车货运流量指数显著下降.....	16
图 20: 乘用车市场有所降温.....	16
图 21: 预计 11 月狭义乘用车销量同比 2.4%.....	16
图 22: 进出口数据仍有韧性.....	17
图 23: 海外经济频发罢工事宜，冲击生产制造、物流运输等供给体系.....	18
图 24: 近期全国新增确诊走势，11 月进一步上行（单位：例）.....	19
图 25: 克强指数侧面印证“内需”低迷.....	19
图 26: 信贷形势座谈会与信贷同比多增状况.....	20
图 27: 票据转贴利率-同业存单利率利差与信贷增速有明显的正相关.....	20
图 28: 11 月票据-同业存单利差有所下行.....	21
表 1: 2022 年重要铁路项目开工情况.....	8
表 2: 10 月高技术制造业当月同比增速较快（单位：%）.....	9
表 3: 11 月宏观经济数据预测.....	22

1 供需双弱，静候反转

受疫情扩散和地产探底影响，11 月经济景气度再度回落。一方面，11 月疫情形势较为严峻，全国本土新增感染人数和涉疫城市显著增加，如广州、重庆、北京、郑州等，货运物流和人员流动强度有所下降，对消费场景和生产活动造成一定影响。另一方面，商品房销售尚未企稳，地产投资数据仍在寻底，地产链工业生产和地产后周期消费均受到显著压制。

我们认为，短期内的疫情反弹会对经济修复造成一定压制，但随着疫情防控措施的进一步优化、落实以及地产政策的渐次放松，需求收缩和预期转弱的问题将逐步得到改善。万里风云、峰回路转，我们提示，2023 年扰动市场的宏观不确定性因素将逐一淡化。

2 工业生产再回落，地产疫情仍压制

房地产投资偏弱仍是影响工业生产强度的主要变量，同时 11 月中下旬国内疫情反弹力度加强，供应链虽总体稳定但物流强度有所回落，对工业或有一定负面影响。结合去年同期能耗双控限电导致的低基数，我们预计 11 月规模以上工业增加值同比增速为 4.0%。

11 月工业生产景气仍然分化，地产弱复苏仍压制工业复苏强度。从高频数据上看，11 月地产销售数据维持低位无明显起色，房地产弱复苏导致上游的黑色系开工率、达产率及产量总体环比下行。PTA 产量环比及同比均小幅下降，汽车半钢胎、全钢胎开工率回升幅度较大，强于去年同期。11 月南方八省电厂、全国重点电厂日均耗煤量环比有所回升，但回升强度不及去年同期，体现工业生产复苏动能偏弱。

内需方面，稳增长制造业投资、基建投资仍有韧性，11 月水泥发运率略有回落但仍保持高位，水泥价格较上月保持稳定，制造业投资在强链补链和产业基础再造大背景下仍有支撑。但消费受疫情扰动仍有较大压制，线下消费受挫且“双十一”线上消费表现较同期相比平淡，11 月制造业 PMI 新订单指数为 46.4%，比上月下降 1.7 个百分点。出口受外需走弱影响难改下行趋势，11 月 CCFI 运价指数继续下探，终端消费不足且工业总体库存维持高位对工业生产有不利影响。

11 月中下旬国内疫情反弹力度较大，对城市之间、城市内部人的流动、供应链的效率有所冲击。货运物流方面，11 月下旬全国公路货运指数同比回落较大，11 月供应商配送时间指数为 46.7%，比上月下降 0.4 个百分点，制造业原材料供应商交货时间继续放慢。国内主要城市地铁客流量环比、同比均大幅回落，国内执飞航班数量仍在低位徘徊，环比上月下滑约 16%，同比下降约 50%。在人的流动放缓冲击下，道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等接触性聚集性行业商务活动指数低于 38.0%，行业业务总量明显回落。

3 预计 1-11 月固定资产投资增速为 5.7%

预计 1-11 月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 5.7%。其中，制造业投资累计增速预计 9.6%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）预计同比增长 8.8%，房地产开发投资预计同比增速-9.5%。制造业投资增速与上月持平，地产仍处在探底节奏，基建和制造业是依然是固定资产投资的主要支撑。

第一，固定资产投资增速稳定，制造业投资仍是重要支撑。1-10 月份，制造业投资同比增长 9.7%，增速高于全部投资 3.9 个百分点。最值得关注的是，外生产业政策驱动的资本开支成为制造业投资的核心增量，高技术制造业投资保持良好增势，1-10 月份，高技术产业投

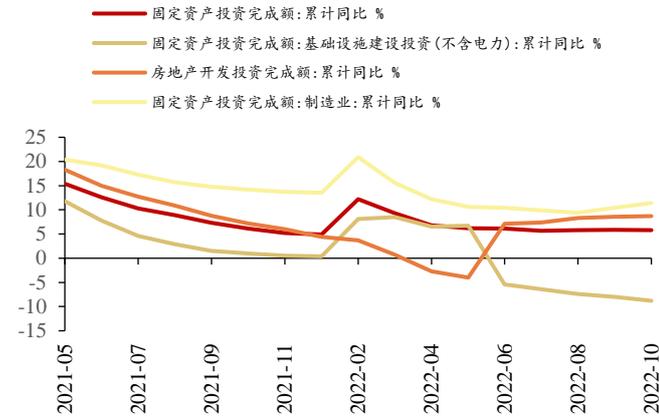
资同比增长 20.5%，高技术制造业投资同比增长 23.6%，比全部制造业投资增速高 13.9 个百分点。其中，电子及通信设备制造业投资增长 28.7%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 27.8%，从制造业投资完成额在固定资产投资完成额的占比可以看出，制造业投资依然是经济增长的重要支撑。

第二，重大项目支撑基建维持高增速。11 月以来，新一批重点项目集中开工：11 月 4 日，湖北省举办第四季度重大项目集中开工活动，开工亿元以上重大项目 1997 个，总投资高达 10269 亿元，年度计划投资 1335 亿元；11 月 17 日，厦门举行 2022 年岁末攻坚重大项目集中开工活动，总投资 797 亿元的 50 个重大项目分别在各区集中开工；11 月 19 日，山东省德州市举行 2022 年第四季度重点项目集中开工仪式，集中开工项目 187 个，总投资 919 亿元，年度计划投资 126 亿元。同时 11 月 21 日，央视财经挖掘机指数显示，10 月我国工程机械平均开工率为 64.07%，相较于前三季度 61.84% 的平均开工率，提升了 2.23 个百分点，反映出我国各项基础设施投资继续保持回稳向上态势。随着一揽子政策落地实施，政策性开发性金融工具助力资金持续流入，重点项目集中开工将支撑年底基建投资维持高增速。

第三，政策端强力支持地产“保交楼”，地产投资有望低位企稳。11 月 21 日，央行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，拟在 2023 年 3 月 31 日前，向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”。11 月 23 日，央行、银保监会正式发布了做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的 16 条措施，支持房地产合理适度融资，强调支持刚性和改善性住房需求。随后工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、邮储银行等六家国有大型银行与多家房地产企业签署战略合作协议，提供包括信贷资金在内的多种金融支持，促进房地产行业良性循环和平稳健康发展积极贡献力量。11 月 28 日，证监会宣布在股权融资方面调整优化 5 项措施支持房地产市场平稳健康发展，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用。空前的政策力度更加明确了金融对保交楼的支持以及防范地产流动性风险的决心，保交楼与救企双管齐下有利于进一步提振房地产市场信心，预计地产投资将实现低位企稳。

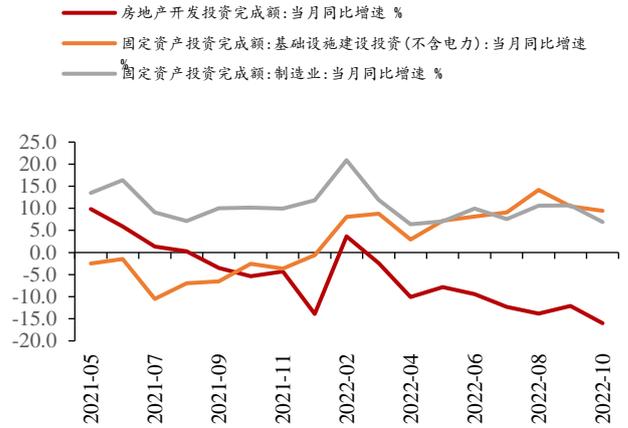
第四，央行降准重在稳增长、保就业、稳预期。2022 年 11 月 25 日，央行公告称决定于 12 月 5 日全面降准 0.25 个百分点，迅速落实 11 月 23 日国常会部署。我们认为近期疫情多点散发、形势严峻，降准重在稳增长、保就业、稳预期。当前货币政策进入首要目标在稳增长保就业、金融稳定、汇率及国际收支间高频切换状态，核心诉求仍是宽信用，预计基建、制造业、地产将是后续核心信用载体，此外，预计结构性政策将继续发力，做好受疫情影响较大的薄弱领域金融支持，发挥货币政策总量+结构双重作用。

图1: 制造业投资是经济增长的首要贡献



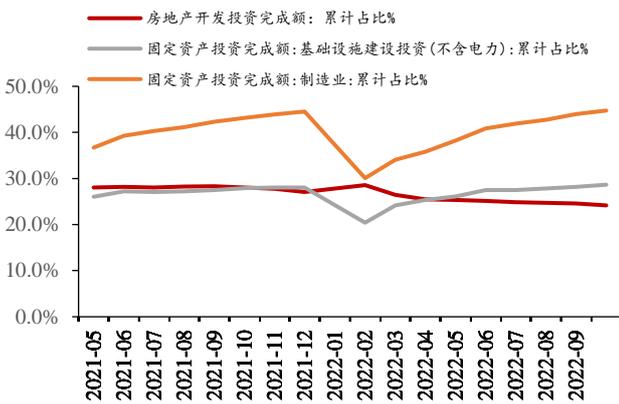
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图2: 固定资产投资各领域10月当月同比增速



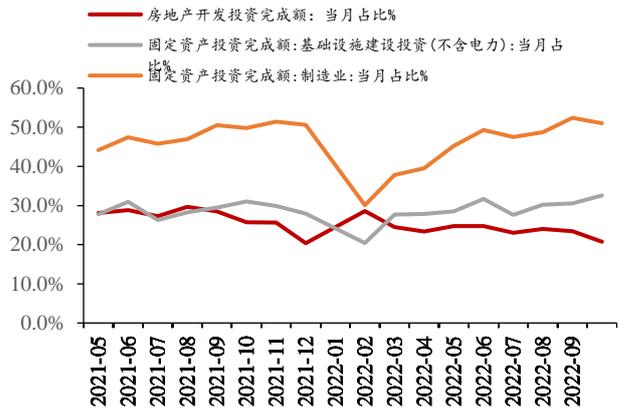
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图3: 制造业投资是固定资产投资的重要支撑(累计占比)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图4: 制造业投资是固定资产投资的重要支撑(当月占比)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图5: 中国各省固定资产投资完成额(累计同比%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 中国各省房地产投资完成额(累计同比%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表1: 2022年重要铁路项目开工情况

项目状态	开工时间	项目名称
已开工项目	1月9日	沪渝蓉高铁荆门至宜昌段
	4月12日	南宁北站
	8月初	上海至南通铁路太仓至四团段
	8月24日、9月29日	伊春西站、哈尔滨至伊春高铁哈尔滨至铁力段
	9月17日	柳州至广州铁路柳州至梧州段
	9月28日	广佛环线佛山西站至广州北站段
	9月28日	襄阳至荆门高速铁路
	9月29日	北京至雄安新区至商丘高速铁路雄安新区至商丘段
	9月30日	成都至达州至万州高速铁路
	9月30日	瑞金至梅州铁路广东段
	9月30日	南宁至深圳铁路玉林至岑溪(桂粤省界)段
	9月30日	济南至滨州高铁项目(天津至潍坊高铁济南联络线)
	10月1日	雄安新区至忻州高速铁路
	10月1日	巢湖至马鞍山城际铁路江北段
	10月9日	深圳至江门高速铁路
	10月29日	西宁至成都高速铁路海东西至黄胜关段
	10月30日	粤东城际铁路*
	10月30日	阜阳至蒙城至宿州(淮北)高铁
	10月31日、11月11日	上海至南京至合肥高速铁路安徽段、上海至南京段
	10月31日、11月6日	天津至潍坊高速铁路山东段、天津段
	11月2日	甬舟铁路(浙江宁波至舟山)
	11月4日	太子城至锡林浩特铁路
	11月6日	北京至天津滨海新区城际铁路北辰(不含)至滨海新区段
	11月14日	合肥派河港铁路物流基地
	11月21日	京港高速铁路南昌至九江段
	10月31日、11月6日	天津至潍坊高速铁路山东段、天津段
	11月30日	成渝中线铁路(含十陵南站)
11月30日	成渝中线铁路重庆枢纽相关工程	
11月30日	西安至重庆高速铁路安康至重庆段陕渝省界至合川及樊哙经开州至万州连接线站前工程	
已启动招标流程、预计年内开工的项目	12月1日	西安至重庆高速铁路安康至重庆段(陕西境内)
	12月5日	西安至重庆高速铁路安康至重庆段合川至重庆枢纽相关工程
	12月10日	西安至十堰高速铁路西安东站(不含站房)及相关工程和西安至安康高速铁路西安枢纽相关工程
	12月10日	西安至十堰高速铁路西安东车站站房及相关工程
	12月16日	西安至延安铁路西安至铜川段控制性工程先期开工段站前工程
	2022年年内	兰新铁路精河至阿拉山口段增建二线
	2022年年内	沪渝蓉高铁合肥至武汉段

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_49632



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>