

# 11 月经济数据点评

## ——疫情冲击再起

袁方<sup>1</sup>束加沛（联系人）<sup>2</sup>

2022 年 12 月 15 日

### 内容提要

11 月经济活动的减速主要与疫情扩散有关。近期伴随疫情管控政策的调整、以及房地产行业针对性政策的出台，经济恢复的预期出现改善，但考虑到全国层面疫情尚处于扩散阶段，未来一个季度经济的表现仍将偏弱。

但明年宏观经济终将从疫情和地产冲击的阴影中逐步复苏，宏观政策将更多聚焦于稳定经济增长。而政策力度或将取决于疫情冲击力度、居民与企业的恢复情况。

市场对疫情冲击预期较为充分，短期经济数据波动对市场影响有限，市场更加关注疫后修复进展、居民心理和行为如何演化、未来政策力度和方向。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

<sup>1</sup> 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

<sup>2</sup> 联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

## 一、疫情影响显著

11 月工业增加值同比 2.2%，较上月大幅回落 2.8 个百分点，季调后环比增速为-0.31%。

除采矿业小幅增长外，其余分类均出现大幅回落。采矿业 11 月同比为 5.9%，较 10 月增长 1.9 个百分点。而受到疫情的影响，制造业生产显著回落，11 月同比为 2%，较上月回落 3.2 个百分点。公共事业同比为-1.5%，较上月回落 5.5 个百分点。

从已公布的行业数据看，除了有色金属冶炼、非金属制品和黑电子设备制造业小幅回升，其余行业增速大幅回落。

11 月服务业生产指数同比-1.8%，较上月回落 2 个百分点，同样与疫情好转扩散有关。

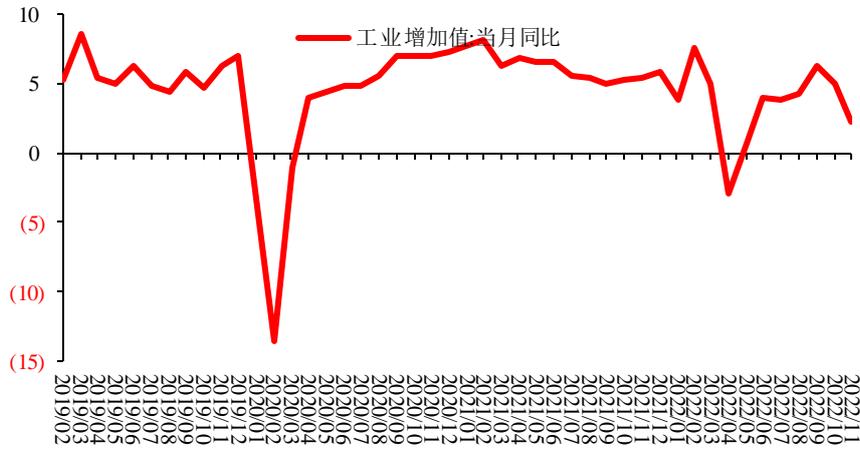
物量数据的表现类似，原煤和焦炭产量增速提升，粗钢、钢材、发电量和水泥产量增速回落，采矿业可能受疫情影响相对较低，而制造业和公用事业受影响更大。

价格层面，11 月 PPI 环比为 0.1%，较上月回升 0.1 个百分点，煤炭、石油、有色金属等行业价格环比上行。

结合量价数据来看，量跌价稳是 11 月份国内工业生产领域的重要特征，主要是疫情扰动促使国内生产和流通受到抑制。

往后看，考虑到疫情的扩散，供应链的压力在 12 月更大，未来工业增速还将回落。待疫情冲击结束后，供应链有望修复。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

11月固定资产投资当月同比增速0.7%，较10月大幅回落4.3个百分点。

基建投资小幅增长，制造业投资小幅下降，房地产投资大幅回落。

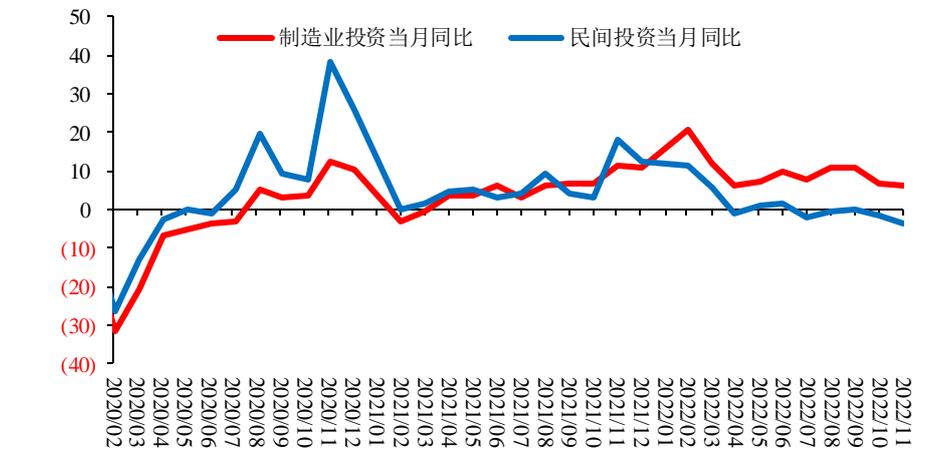
11月基建投资（含电力）当月同比为13.9%，较10月上升1.1个百分点，稳增长发力的支持作用显著。

11月制造业投资当月同比为6.2%，较上月回落0.7个百分点；民间投资的增速为-3.7%，较上月回落1.9个百分点。两者的裂口还在扩大，表明国有部门可能更多承担稳增长的需求，而私人部门扩张信用动力相对不足。

根据已经公布的数据，金属制品、电气机械及器材、通用设备制造等中下游行业投资较10月显著增长，而化学原料、有色金属冶炼等上游行业投资大幅回落。

考虑到PPI的大幅下降，实际投资增速的增长幅度要高于名义增速。往后看，今年春节较去年更早，叠加疫情冲击下农民工可能提前返乡，或将对12月固定资产投资产生负面影响。稳增长发力下基建投资可能维持在当下这一相对较高的水平，在出口回落、内需偏弱和PPI减速的背景下，制造业投资进一步上行空间有限，或难对冲房地产的压力。

图2：制造业投资和民间投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

11月房地产投资当月同比-19.9%，较上月回落3.8个百分点，进一步走低。

11月地产销售面积增速-32.8%，较10月大幅回落9.5个百分点，考虑到去年11月房地产销售两年复合同比增速较10月回升6.4个百分点，11月的回落大部分来自于基数效应，疫情扰动也促使销售进一步下降。

当下销售仍然处于偏弱阶段，一方面，居民需要更长的时间确认保交楼等政策的效果，另一方面，疫情高峰过去后，生活生产秩序恢复正常，居民收入预期慢慢改善，居民需要信心恢复的过程将显著慢于以往周期，房地产市场还将延续低位磨底。

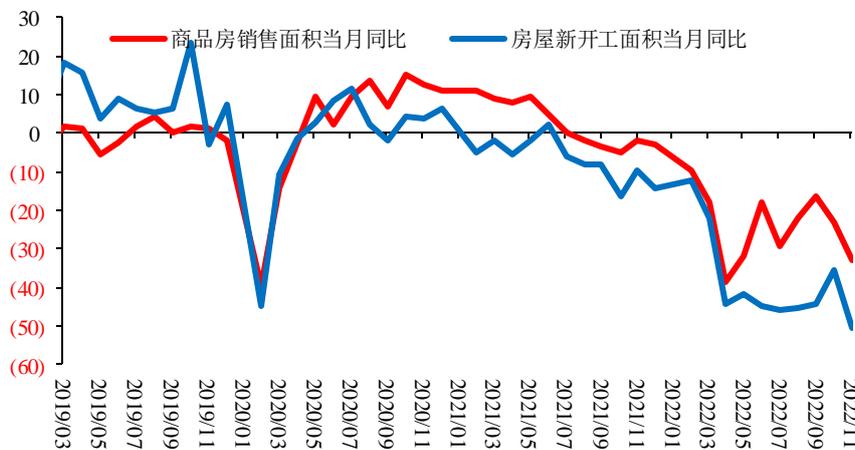
11月地产新开工同比-50.4%，较上月大幅回落14.8个百分点，基数效应为6.5%，更主要的因素还是来自于新的边际变化。一种可能性是土地购置费增速大幅回落开始显现。通常的经验是土地成交价款增速领先土地购置费半年左右，前者在半年前大幅回落，影响或将逐渐显现。未来房地产投资增速还将面临压力。

尽管 11 月以来政策托底，显著缓解了行业的流动性危机。短期内，行业还是在修复融资渠道阶段，企业扩表的意愿和能力均不足，新开工和投资还将处于低位较长时间。

从 12 月以来的高频数据看，新房销售没有改善，二手房销售也出现边际回落，可能与疫情扩散有关。

往后看，房地产市场还将处于磨底阶段，一方面在疫情高峰过去，居民恢复正常生活后，居民的长期预期才逐渐改善，居民的购房信心才逐渐恢复。另一方面，居民的购房信心取决于“保交楼”政策的落地情况，居民需要时间去观察和恢复信心，销售恢复或将偏缓慢。此外，企业扩表能力和意愿短期内难以提升，房地产行业新开工和投资同样在磨底。

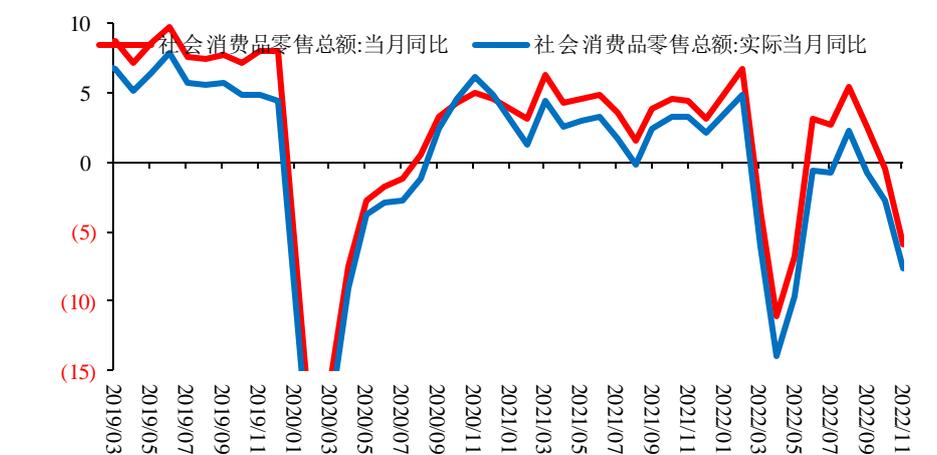
图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用 2 年复合同比

11 月社会消费品零售名义增速-5.9%，较上月大幅回落 5.4 个百分点，实际增速-7.6%，较上月回落 4.9 个百分点。

图4：社零名义和实际同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用 2 年复合同比

分类别看，限额以上和限额以下企业零售同步回落。分品类看，汽车、通讯器材、饮料、家电等回落幅度最大，而药品、文化办公、化妆品基本持平。建筑和建材低位运行，房地产产业链拖累还在延续。

餐饮收入大幅修复，同比-8.4%，较上月小幅回落 0.3 个百分点，基数效应可能是重要因素。11 月份社零回落主要来自于疫情扩散的压力。

往后看，在当下疫情扩散的条件下，短期内消费还将承压。而疫情高峰过后，消费活动将恢复正常，但由于疫情期间居民受到的冲击较大，预防性储蓄还将延续，消费难以完全恢复到疫情前的趋势水平。

**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\\_50203](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50203)

