

11 月经济数据点评

团结一致向前看

11 月经济数据整体低于市场预期；工业增加值和社零同比增速大幅下滑；基建固投当月增速高位上行；但 11 月底至今防疫措施和房地产融资政策都已调整，12 月至一季度或是经济数据磨底期；关注后续经济工作会议。

- 11 月工业增加值同比增长 2.2%，环比增速年内第二次下降。从行业分类来看，1-11 月采矿业工业增加值累计同比增速 7.6%，制造业累计同比增速 3.3%，公用事业累计同比增速 4.8%，高技术产业累计同比增速 8%。
- 11 月社零同比下降 5.9%，除汽车以外的消费品零售额同比下降 6.1%。11 月居民消费再度表现出节衣缩食的特征。
- 1-11 月固定资产投资增速为 5.3%，民间固定资产投资增速 1.1%。11 月基建固投增速当月同比增长 10.6%，制造业投资增速 6.2%，房地产投资增速同比下降 19.9%。
- 1-11 月房地产投资增速下降 9.8%，土地购置面积和土地成交价款 1-11 月累计同比分别下降 53.8% 和下降 47.7%。1-11 月房地产新开工面积累计同比下降 38.9%，施工面积同比下降 6.5%，竣工面积同比下降 19.0%。商品房销售面积同比下降 23.3%，商品房销售额累计同比下降 26.6%。
- 11 月经济数据虽然走低，但对后续的参考意义有限。在国内疫情反弹的背景下，市场已经预期 11 月经济数据将较 10 月下行，但 11 月经济数据依然低于市场预期，反映需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力对经济的负面影响：工业增加值同比增速较 10 月大幅下降，环比增速年内第二次落入负增长区间；社零同比增速下滑的幅度加大，商品消费再度出现节衣缩食迹象；固定资产投资累计同比增速回落，其中制造业当月投资增速创下年内新低，房地产当月投资增速继续下降，仅基建投资增速较 10 月上行。但是 11 月底至今宏观政策已经开始转向，其一是防疫政策放松，从防疫二十条到 12 月的新十条，预计接下来因疫情防控政策调整扰动国内需求恢复的情况将较少出现，其二是房地产融资三支箭齐发，虽然从融资放松到房地产投资筑底回升仍需时间，但房地产产业链有望持续趋势性好转。
- 二十大精神开局之年，宏观政策与复苏同向。从 2022 年 12 月到 2023 年一季度，或是经济数据筑底期：从季节性规律看，春节假期前生产端以工业企业产成品补库存为主，投资方面开工条件偏弱，一季度消费对经济的基础性作用相对更强，春节假期后生产和投资恢复情况更依赖劳动力人口回流速度；从当前国内经济客观条件看，防疫措施放松后国内疫情或在一季度出现阶段性上行，影响劳动力供给同时制约线下消费恢复，叠加一季度经济基数相对较高但通胀基数偏低，因此可能出现经济增速偏低但通胀增速偏高的局面。但考虑到 2023 年作为二十大精神开局之年，政治局会议提出推动经济运行整体好转，预计在已落地的降准政策之外，宏观政策仍将在财政政策、货币政策、产业政策等多方发力，实现质的有效提升和量的合理增长。
- 风险提示：全球通胀回落偏慢；流动性回流美债；新冠疫情影响不确定。

相关研究报告

《生产没预期的好，消费比预期的好：6 月和二季度经济数据点评》2022.7.15

《从复苏到均衡的拐点比预期来的快：7 月经济数据点评》2022.8.15

《内需有韧性：8 月经济数据点评》2022.9.16

《经济弱复苏，增长有韧性：9 月和三季度经济数据点评》2022.10.24

《稳内需是稳增长关键：10 月经济数据点评》2022.11.15

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

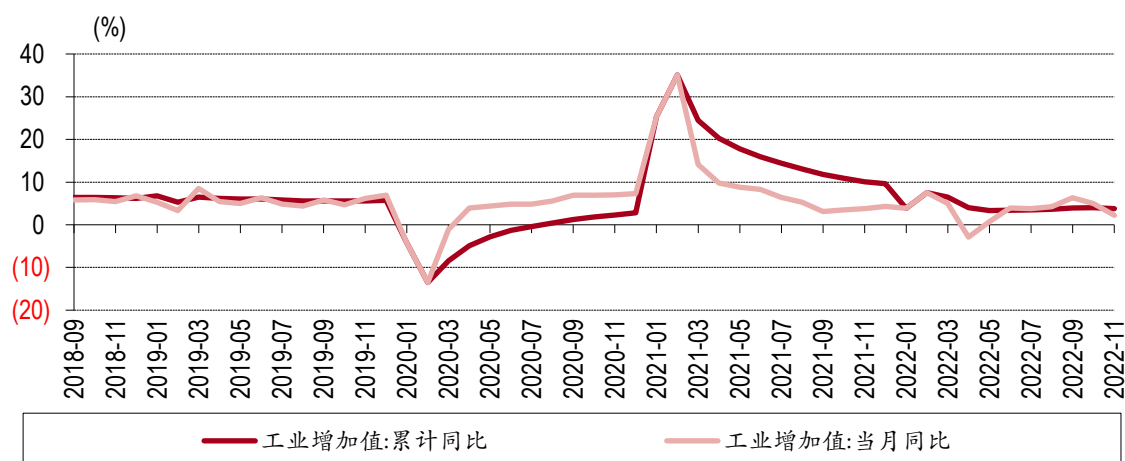
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值环比下降

11月工业增加值增速明显走低。11月工业增加值同比增长2.2%，较10月下降2.8个百分点，降幅较9月进一步放大。11月工业增加值同比增速继续回落，主要受国内疫情反弹影响，虽然市场预期到工业增加值增速回落的趋势，但依然低估了增速回落的幅度。未来三个月虽然有春节假期的影响，但考虑到国内防疫政策已经放松，预计工业增加值将开始筑底过程。

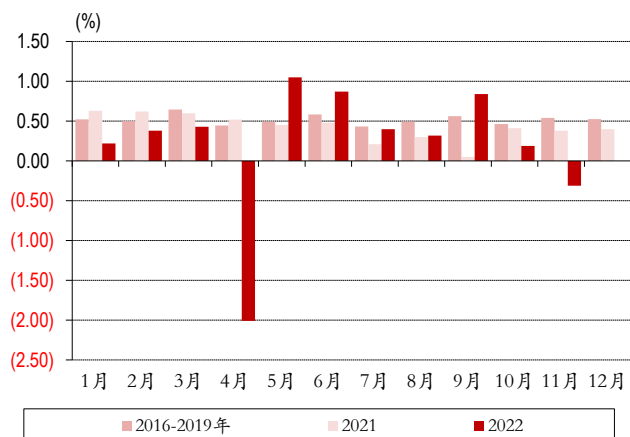
图表 1. 工业增加值同比增长



资料来源：万得，中银证券

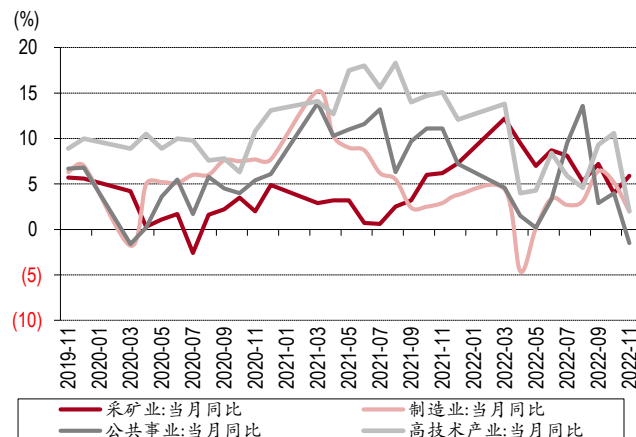
11月环比增速年内第二次下降。从环比增速来看，11月工业增加值环比下降0.31%，为年内第二次环比下降。从行业分类来看，1-11月采矿业工业增加值累计同比增速7.6%，制造业累计同比增速3.3%，公用事业累计同比增速4.8%，高技术产业累计同比增速8%。从当月增速来看，采矿业较10月上升1.9个百分点，制造业较10月下降3.2个百分点，高技术产业较10月下降8.6个百分点，公共事业较10月下降5.5个百分点。从企业类型来看，1-11月民企工业增加值同比增长3.2%，国企工业增加值同比增长3.5%，股份制企业同比增速4.9%，外企同比下降0.3%，从当月增速看，股份制、民企、外企工业增加值同比增速均较10月有所下行，外企当月工业增加值和累计工业增加值同比增速再度转为下降。整体来看，11月工业生产端受国内疫情和外需疲弱的双重影响，当月增速和累计增速均出现不同程度下滑，随着国内疫情防控措施放松，预计疫情对生产造成的扰动将明显减小，生产端将出现环比修复，但外需疲弱的趋势难以扭转，需要关注外需的拖累将在2023年延续的情况。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

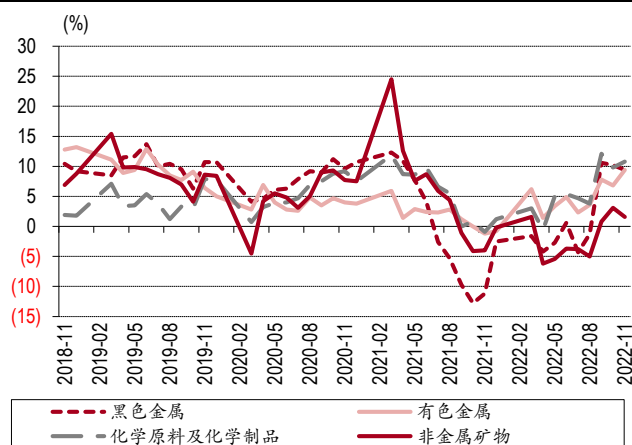
图表 3. 各行业工业增加值当月同比



资料来源：万得，中银证券

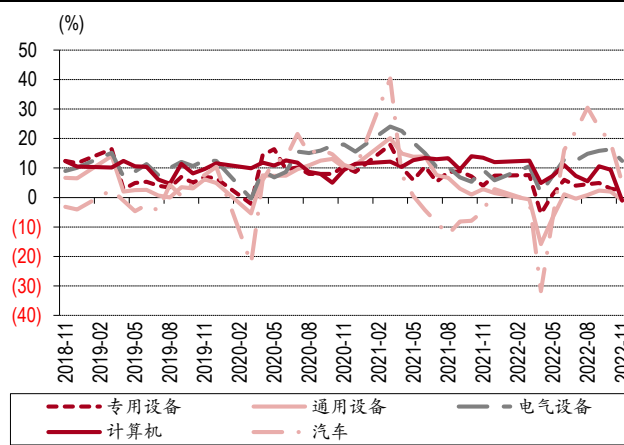
11月工业增加值表现上游较好，中游大幅回落。上游行业方面，1-11月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长6.1%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降1.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长1%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.1%，上游行业工业增加值累计同比增速较1-10月继续上升，当月增速中有色金属和化学原料工业增加值增速高位上行。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比下降1%，专用设备制造业增加值累计同比增长4%，汽车制造业增加值累计同比增长7.7%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长12%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长8.3%，中游行业当月工业增加值同比增速普遍较10月明显下降，其中通用设备和计算机行业同比落入负增长区间。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长2.6%，纺织业增加值累计同比下降2.5%，医药制造业增加值累计同比下降3.7%，从当月增速看，各行业工业增加值同比增速均落入负增长区间。11月PPI同比增速继续负增长，对工业增加值产生一定拖累，但拖累工业生产的主要因素还是需求偏弱，因此中游和下游的表现逊于上游。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

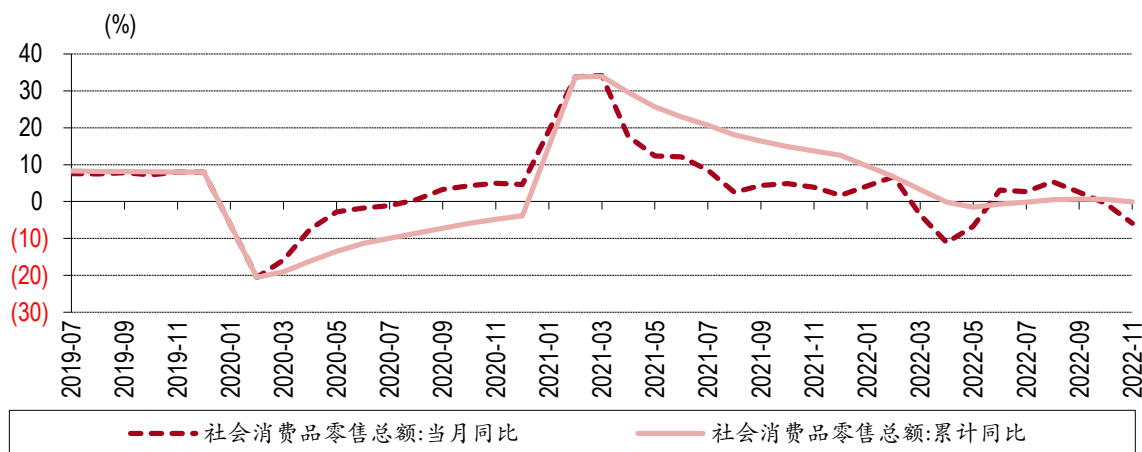


资料来源：万得，中银证券

消费增速大幅走低

11月社零同比继续大幅回落。11月社零同比下降5.9%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比下降6.1%。11月社零整体增速较10月下降5.4个百分点，除汽车以外的社零同比增速较10月下降5.2个百分点，虽然有电商促销等因素影响，但疫情对消费的拖累更大，受线下消费场景限制，汽车消费强劲的趋势也有转弱的情况。

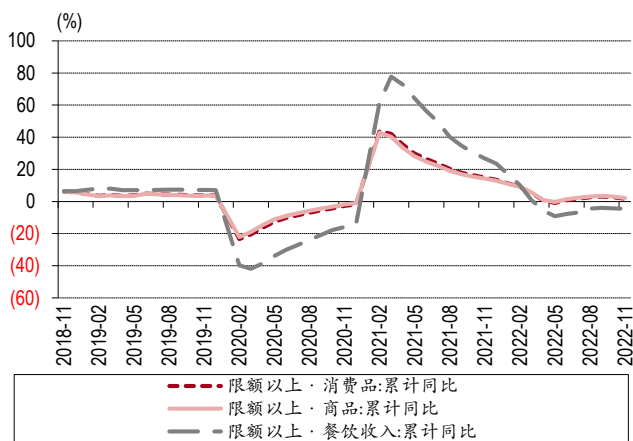
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

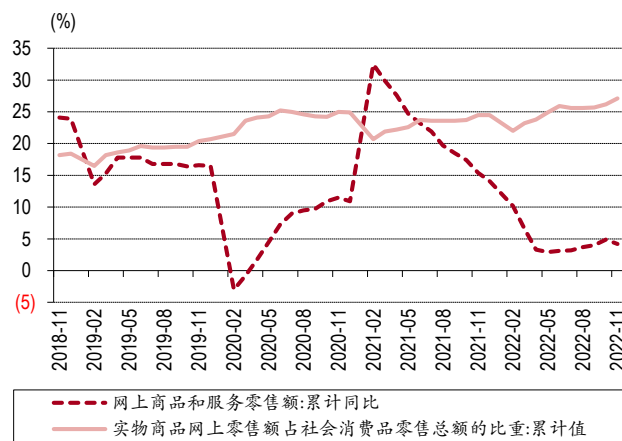
餐饮消费增速维持在底部，商品消费增速大幅下降。1-11月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长1.7%，其中商品零售总额同比增速增长2.1%，餐饮收入总额同比增速下降4.6%。11月疫情的影响较10月继续扩大，但餐饮消费增速维持在较低水平并未出现大幅回落，餐饮消费当月同比下降8.4%，较10月回落0.3个百分点，限额以上餐饮消费当月同比下降7.5%，较10月上升0.2个百分点，11月商品消费同比增速较10月下降6.1个百分点，限额以上商品消费增速较10月下降5.7个百分点。1-11月网上零售额占比为31.2%，较1-10月上升0.8个百分点，较去年同期上升了1.5个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为4.2%，增速较1-10月下降0.7个百分点，11月消费上网的趋势继续加强，主要是受电商促销和疫情防控两方面影响。从城乡消费增速来看，11月乡村的消费下降5.2%，城镇消费同比下降6%，城镇消费增速受制于疫情影响更加明显。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

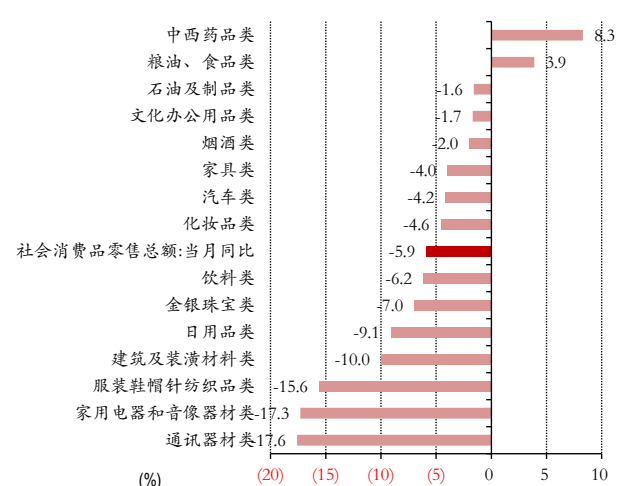
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

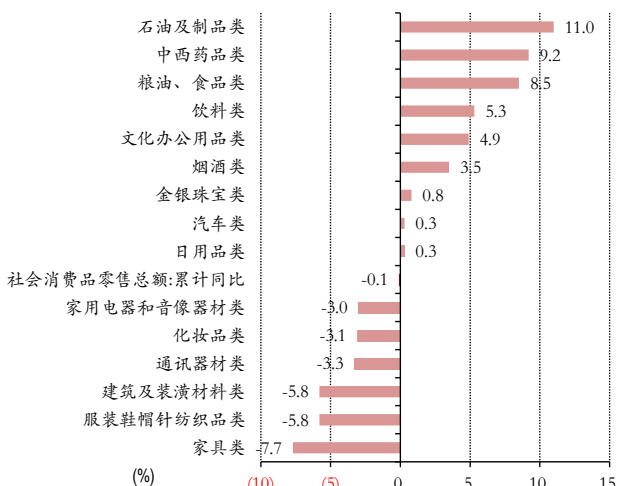
房地产后周期消费分化。从同比增速来看，11月限额以上企业商品零售总额增速下降5.7%，同比正增长的细分行业仅有中西药品和粮油食品，同比增速下降较多的是通讯器材、家电、服装鞋帽等。与10月相比，增速降幅较大的有饮料、通讯器材和服装鞋帽等，增速上升的仅有家具和文化办公用品。从累计同比增速看，1-11月同比增速较高的为石油制品、中西药品和粮油食品，累计同比增速下降较多的则有家具、服装鞋帽、建筑装潢等。1-11月累计同比增速较1-10月上升的仅有家具，消费累计增速下降较多的是通讯器材、家电、石油制品等。11月居民消费再度表现出节衣缩食的特征。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

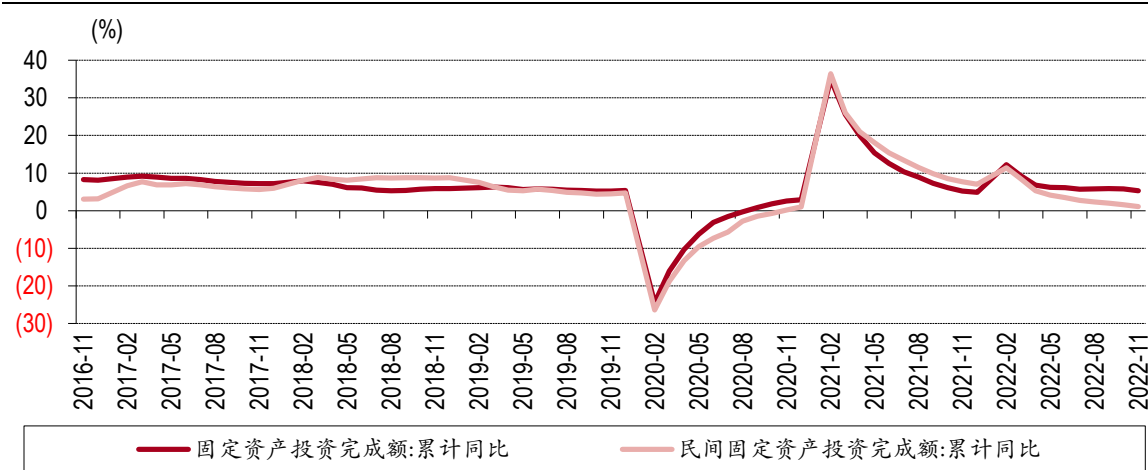


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速也低于预期

固定资产投资增速超预期回落。1-11月固定资产投资增速为5.3%，较1-10月下降0.5个百分点，1-11月民间固定资产投资增速1.1%，较1-10月下降0.5个百分点。受益于基建和制造业投资强劲，今年以来固投一直是支撑增长的重要因素，11月固投增速明显低于市场预期，主要是受制造业投资偏低和房地产投资增速再度下滑影响。

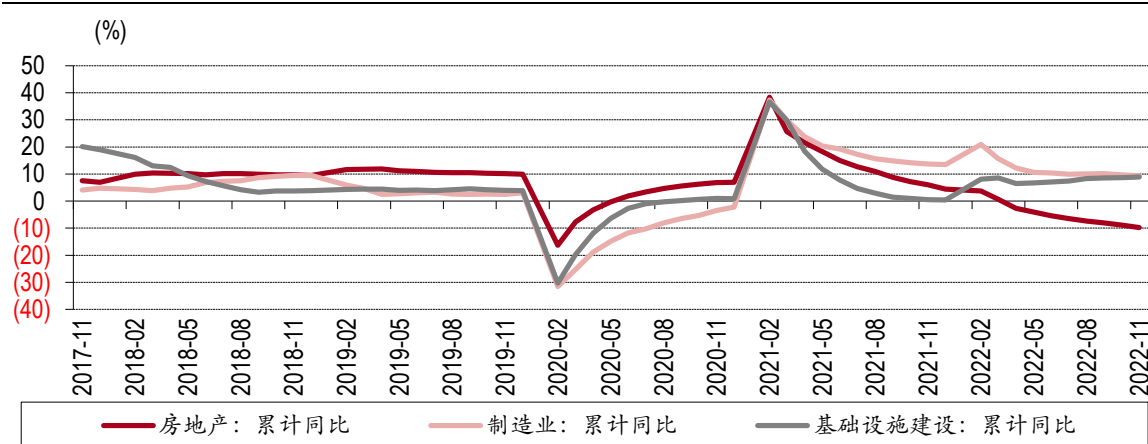
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

制造业投资当月增速创年内新低，房地产当月投资增速持续下滑。分类别看，制造业投资1-11月累计同比增长9.3%，基建投资累计同比增长8.9%，地产投资累计同比下降9.8%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长0.7%，第二产业累计同比增长10.1%，第三产业累计同比增长3.2%；从地区来看，东部累计同比增长3.7%，中部增长9.4%，西部增长4.8%，东北增长0.9%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长5.5%，国企同比增长10.2%，外资企业下降3.4%。11月基建固投增速当月同比增长10.6%，较10月上升1.2个百分点，制造业投资增速6.2%，较10月下降0.7个百分点，房地产投资增速同比下降19.9%，较10月下降3.9个百分点。11月基建投资增速较10月上升，维持了同比高增速，但制造业投资增速创年内新低，房地产投资同比增速继续大幅回落，拖累固定资产投资增速表现。从行业看，1-11月固投增速表现相对较好的行业包括电气机械、金属制品、食品和通用设备等。

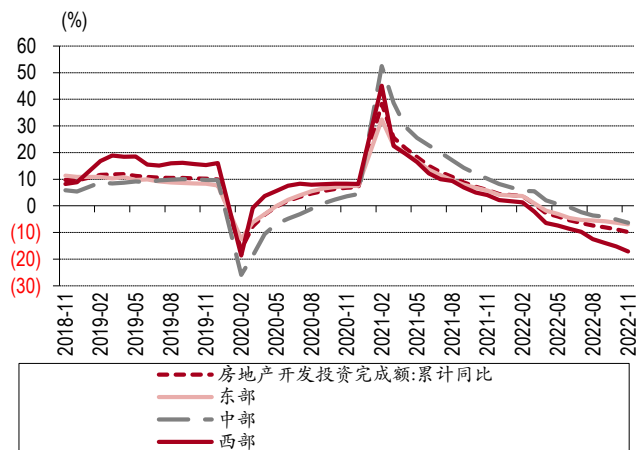
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

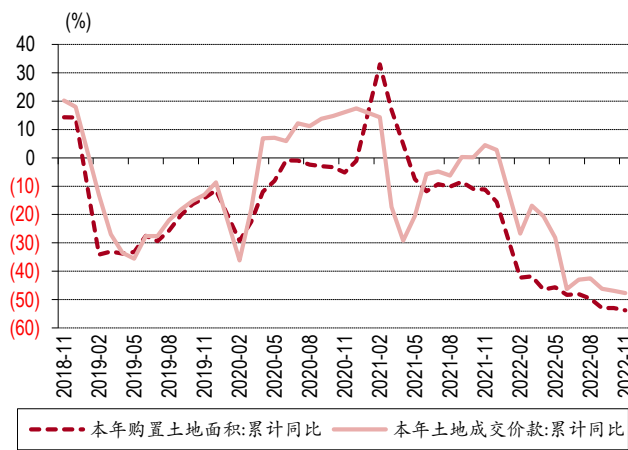
房地产当月投资增速继续大幅回落。1-11月房地产投资增速下降9.8%，比1-10月下降1个百分点。其中东部地区累计同比下降6.9%、中部地区累计同比下降6.3%、西部地区累计同比下降17.1%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降9.2%，办公楼投资增速下降11.3%，商业地产投资增速下降14.5%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-11月累计同比分别下降53.8%和下降47.7%。1-11月房地产新开工面积累计同比下降38.9%，施工面积同比下降6.5%，竣工面积同比下降19.0%。从当月同比增速看，11月房地产固定资产投资同比下降19.9%，增速较10月回落3.9个百分点。11月底房地产融资三支箭都已放松，预计房地产投资增速将进入磨底阶段。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

房地产销售恢复仍需时间。1-11月商品房销售面积同比下降23.3%，商品房销售额累计同比下降26.6%。1-11月商品房待售面积同比增长10%，其中住宅面积同比增长18%，办公楼累计同比增长9%，商业地产累计同比下降3%。从房地产投资资金来源看，1-11月国内贷款占比11.6%，较1-10月下降0.2个百分点，自筹资金占比35.9%，较1-10月上升0.2个百分点。从增速看，1-11月房地产开发资金来源累计同比增速下降25.7%，其中国内贷款资金来源增速下降26.9%，定金和预收款增速下降33.6%，按揭贷款资金来源增速下降26.2%。1-11月房地产投资资金来源结构仍在调整，国内贷款的占比和增速依然双降，但自筹资金占比上升，同时定金预收增速有所上升，表明房地产销售边际有望好转，房地产企业投融资内生动力依然较强。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比

(%)

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速

(%)

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_50204

