

总量研究

经济还在深蹲，但预期底已探明

——2022年11月经济数据点评

要点

事件：2022年12月15日，国家统计局公布11月经济数据，【1】生产单月增速2.2%，wind一致预期3.7%，前值5.0%；【2】固投累计增速5.3%，wind一致预期5.6%，前值5.8%；【3】社零单月增速-5.9%，wind一致预期-2.5%，前值-0.5%。

核心观点：

受疫情散发冲击，11月经济数据低于预期。固投增速回落，主要受地产拖累，基建增速高位运行，制造业投资延续复苏势头；受疫情散发影响，社零大幅转负，出口也进一步受海外总需求回落的冲击。

疫情散发对经济的冲击，预计将在岁末年初延续，但新一轮逆周期政策加码提效的预期已经在积极释放。待天气转暖，广义财政和结构性货币政策将继续提升基建投资和制造业投资，防疫政策调整和居民收入结构性改善引导消费需求深度释放，经济将整体向好发展。

基建投资增速高位运行，依然是扩大内需最具有确定性的抓手。

受基数抬升，基建增速继续上行，但复合增速小幅回落，主要受疫情散发的客观约束。向前看，考虑到短期疫情散发压制消费，基建依然是明年上半年稳内需的最确定性抓手，准财政举措、特别国债和调用专项债结存限额的方式，均是补充资金缺口的可选项。《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》也以相当大的篇幅，从“重点领域补短板投资（包括交通、能源、水利、物流、生态环保、社会民生）”和“新型基础设施”两个角度作部署，不断增强供给体系对国内需求的适配性。

制造业景气度企稳，产业升级依然是主逻辑。

年中以来，受结构性政策定向扶持，制造业景气度出现明显好转，企业部门净融资也延续同比多增。11月制造业投资单月增速受基数影响小幅回落，但环比景气度依然强于历史同期。当前，产业升级是支撑2023年制造业投资扩张的核心逻辑，但是出口增速回落、地产疲弱及工业企业盈利转负，确实将对制造业投资造成拖累，预计制造业投资整体增速将维持温和复苏的状态。

除竣工维持稳定，房地产基本面继续下滑，需求侧政策需继续发力。

11月商品房销售面积单月增速回落至-33.3%，高频数据显示12月销售并未企稳。竣工增速保持稳定，但新开工继续回落，拖累开发投资。供需两端来看，供给侧政策面已经见底，监管层以“三支箭”积极纾解开发商资金困境；但11月到位资金增速继续回落，政策生效尚需时间。需求端来看，考虑到当前销售基本面尚未企稳，需求端政策空间将被进一步打开，各地继续推进“因城施策”。

消费大幅转负，疫情冲击尚未完全释放，但不改长期向好趋势。

社零增速大幅低于市场预期，主因疫情散发冲击及价格因素走弱。除中西药品和粮油食品这两类必选品维持正增长，其余品类增速均转负，与线下消费场景较为相关的日用品、金银珠宝与纺织品消费跌幅尤其较大。从出行数据来看看，北京、广州地铁出行量已大幅回落，但深圳、上海两地近期尚未受影响，表明疫情散发对消费冲击尚未完全释放，预计会在12月数据中继续体现。但是，从海外经验看，防疫政策调整后，消费将短期承压，但不改长期复苏方向。考虑到明年居民收入将出现结构性改善，叠加前期超额存款支撑，相关扶持政策持续落地，预计消费需求将随经济企稳而深度释放。

风险提示：美联储加速加息，加速全球衰退风险。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

10月数据下探，政策加力正当时

——2022年10月经济数据点评（2022-11-16）

外需回落、内需接手，经济推进V型复苏

——2022年9月经济数据点评（2022-10-25）

消费暖、基建强，经济超预期修复——2022年8月经济数据点评（2022-09-16）

7月经济复苏疲弱，仍需政策呵护——2022年7月经济数据点评（2022-08-15）

经济走过低点，V型反弹开启——2022年6月经济数据点评（2022-07-15）

投资率先恢复，消费仍需政策呵护——2022年5月经济数据点评（2022-06-15）

经济压力超预期，投资加码在路上——2022年4月经济数据点评（2022-05-16）

经济尚未触底，政策仍需加码——2022年3月经济数据点评（2022-04-18）

经济数据大超预期，成色几何？——2022年1-2月经济数据点评（2022-03-15）

目 录

一、11 月经济数据再度下探	3
二、基建依然是稳投资的最确定选项	3
三、制造业景气度企稳，产业升级是主逻辑	4
四、房地产基本面继续下探，政策需继续发力	5
五、消费大幅转负，疫情冲击尚未完全释放	7
六、风险提示	8

图目录

图 1：固投同比增速低于预期，地产是主要拖累	4
图 2：低基数下，广义基建单月投资同比增速上行	4
图 3：电气机械、金属制品、化工单月投资增速相对较高	4
图 4：纺织、有色、通用设备、运输设备环比高于历史同期	4
图 5：开发商到位资金继续回落	6
图 6：11 月，各能级城市销售增速普遍回落	6
图 7：12 月前 15 天 30 大中城市房地产销售增速回落	6
图 8：开发投资中的竣工依然维持了高景气度	6
图 9：消费各条线增速普遍回落	7
图 10：药品和粮油食品消费表现稳定，其余品类增速转负	7
图 11：北京、广州地铁出行量从 800 万人/日回落至 200 万人/日	8
图 12：深圳和上海地铁出行量尚未出现大幅回落	8

一、11 月经济数据再度下探

事件：2022 年 12 月 15 日，国家统计局公布 2022 年 11 月经济数据速递：

【1】生产单月增速 2.2%，wind 一致预期 3.7%，前值 5.0%；

【2】固投累计增速 5.3%，wind 一致预期 5.6%，前值 5.8%；

【3】社零单月增速-5.9%，wind 一致预期-2.5%，前值-0.5%。

核心观点：

受疫情散发冲击，11 月经济数据低于预期。固投增速回落，主要受地产拖累，基建增速高位运行，制造业投资复苏势头持续；受疫情散发影响，社零大幅转负，受损较大，出口也进一步受海外总需求回落的冲击。

疫情散发对经济的短期冲击，预计将在岁末年初延续，但新一轮逆周期政策加码提效的预期已经在积极释放。待进入春季，广义财政和结构性货币政策对基建投资和制造业投资的支撑效应将进一步释放，防疫政策调整和居民收入结构性改善引导消费需求深度释放，经济将整体向好发展。

二、基建依然是稳投资的最确定选项

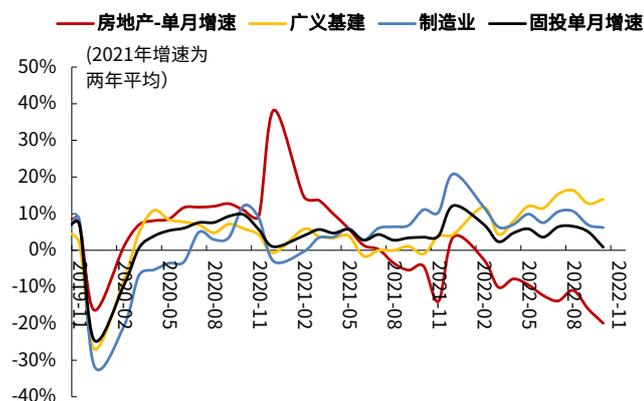
固定资产投资增速低于预期，地产投资构成较大拖累，基建依然是最强支撑。11 月固投累计增速 5.3%，小幅低于 wind 一致预期 5.6%，单月同比增速从 10 月的 5% 回落至 0.8%。从环比来看，固投单月环比增速-7.9%，低于历史同期表现（2016 年至 2019 年同期平均环比增速为-5.4%）。分项来看，广义基建同比增速较上月上行，制造业投资同比增速较上月略有回落，房地产开发投资构成较大拖累。

低基数支撑基数单月增速上行。在去年同期低基数的支撑下，11 月广义基建单月同比增速达到 13.9%，高于上月的 12.7%；狭义基建增速 10.6%，高于上月的 9.4%。如果我们从三年复合来看，在 11 月疫情散发和天气逐渐转冷的影响下，广义基建复合增速自 10 月的 4.8% 回落至 11 月的 3.8%。但是横向来看，11 月基建投资增速依然是对于固定资产投资和内需的主要支撑。

向前看，基建依然是明年，尤其是上半年，逆周期政策中扩大内需最具有确定性的抓手。考虑到疫情散发短期会对消费有压制，明年上半年基建依然是内需发力的最确定性抓手。从基建资金来源看，虽然预算内资金受地方政府杠杆率掣肘，但准财政举措“余粮”仍充足，政策性银行信贷、政策性开发性金融工具等仍有加量空间，会继续对基建资金形成撬动。此外，发行特别国债、调用专项债结转限额的方式，也是补充基建资金缺口的“可选项”。

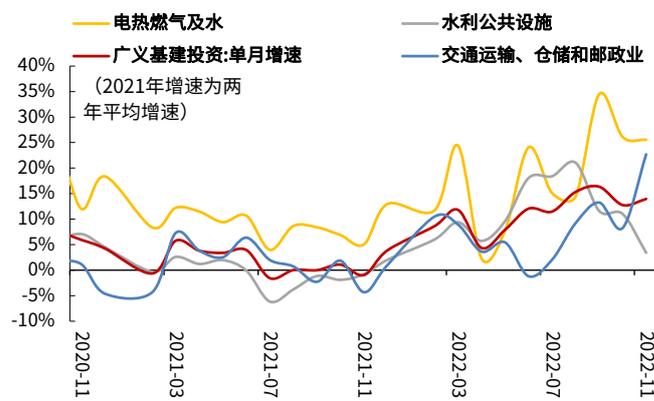
在中共中央和国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》中，提到我国正处于新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化快速发展阶段，投资需求潜力巨大。纲要以相当大的篇幅，从“重点领域补短板投资（包括交通、能源、水利、物流、生态环保、社会民生）”和“新型基础设施（包括信息、融合、创新）”两个角度对未来的基建发展方向进行布局，从而进一步提高产业基础高级化、产业链现代化水平，不断增强供给体系对国内需求的适配性。

图 1：固投同比增速低于预期，地产是主要拖累



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：低基数下，广义基建单月投资同比增速上行



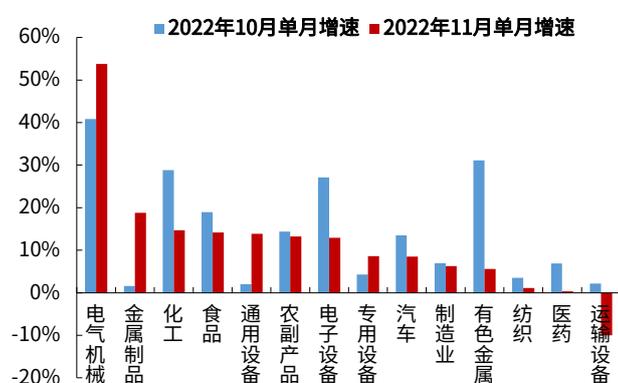
资料来源：Wind，光大证券研究所

三、制造业景气度企稳，产业升级是主逻辑

年中以来，随着政策积极发力，制造业景气度出现明显好转。8月以来，在政策性金融工具、重启PSL、增设专项再贷款、融资利率下行等多重政策扶持下，企业扩产意愿出现好转迹象，8月至9月制造业投资单月增速维持高位，企业部门净融资也延续同比多增。10月制造业投资曾受出口景气度下滑和疫情散发的拖累，增速小幅回落，但11月景气度没有继续回落，制造业投资环比增速有所改善。

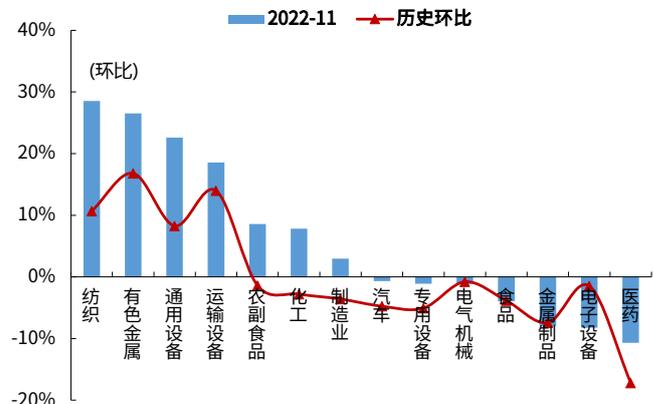
11月制造业投资单月增速从10月的6.9%回落至6.2%，主要受到去年高基数的影响。从环比来看，单月环比增速2.9%，远高于历史同期的-3.6%（2016年至2019年同期的平均水平），主要是纺织、有色金属、通用设备等子行业投资的环比大幅走高，超过历史同期，但金属制品和电子设备等行业投资环比增速有所回落，低于历史同期。

图 3：电气机械、金属制品、化工单月投资增速相对较高



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：纺织、有色、通用设备、运输设备环比高于历史同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

产业升级依然是制造业投资的最核心主线，预计制造业投资将温和修复。从政策扶持的角度来看，相比于历史上的“技改”周期（如 2018 年），2022 年政策发力姿态明显更强，包括企业融资利率持续下调，设备更新改造专项再贷款，中央财政贴息等等。我们认为产业升级是支撑 2023 年制造业投资扩张的核心逻辑，但是出口增速回落和地产疲弱、工业企业盈利转负确实将对制造业投资造成拖累，预计制造业投资整体增速将维持温和复苏的状态，增速约为 7%，上限难以超过基建，下限高于整体的固定资产投资（整体固投受房地产投资拖累）。

在中共中央和国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》中，同样提到要“加大制造业投资支持力度”。从具体方式上包括加大引导传统制造业优化升级投资力度，加大制造业技术改造力度，并且进一步完善政策配套，提升用地、用能、融资等要素保障。

四、房地产基本面继续下探，政策需继续发力

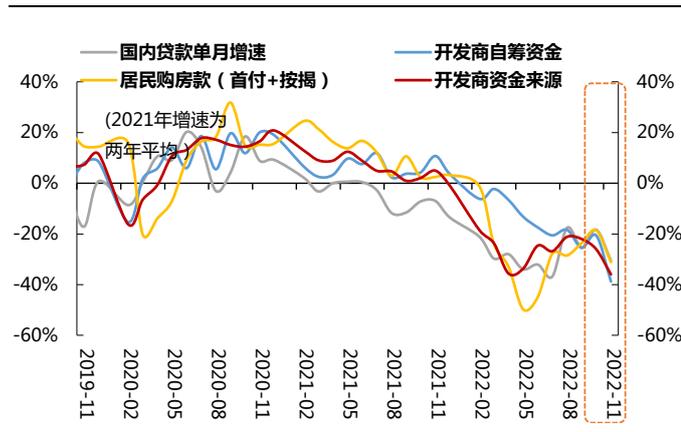
疫情影响下，11 月全国商品房销售跌幅继续扩大，12 月尚未企稳。11 月以来，在疫情散发和前期政策效应边际减弱的背景下，全国商品房销售持续回落，11 月商品房销售面积单月增速回落至-33.3%，销售额单月增速回落至-32.2%。从高频数据来看，截至 12 月 15 日，新房销售尚未企稳，30 大中城市房地产销售面积月增速自 11 月的-25%回落至-29%。

竣工景气度稳定，新开工继续回落，拖累整体开发投资。竣工单月跌幅扩大，主要受到去年同期的高基数扰动。从三年复合增速来看，竣工跌幅相对上月收窄了 7 个百分点至-1.7%，横向来看依然是房地产行业景气度最强的环节。新开工则受到开发商到位资金和销售增速的拖累，继续下滑，拖累整体开发投资增速。11 月房地产开发投资单月增速自 10 月的-16.0%下滑至-19.9%。

供给端政策底已经出现，“三支箭”纾解开发商资金困境。11 月，地产“三支箭”政策陆续落地，从信贷、债权融资、股权融资三个方面纾解开发商资金困境。11 月 13 日，央行、银保监会共同发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（简称“金融十六条”）。

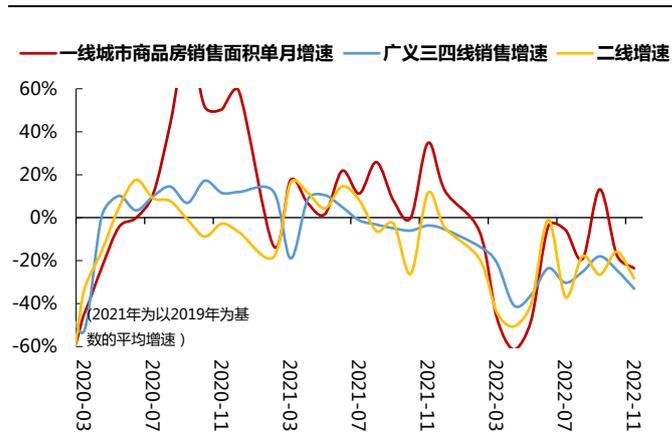
但是从到位资金看，政策生效尚需时间，开发商到位资金单月增速从 10 月的-26.1%下滑到 11 月的-36%，国内开发贷、开发商自筹资金和居民购房款增速均出现回落。从效果来看，需要等待前期纾困政策继续“飞一会”。

图 5：开发商到位资金继续回落



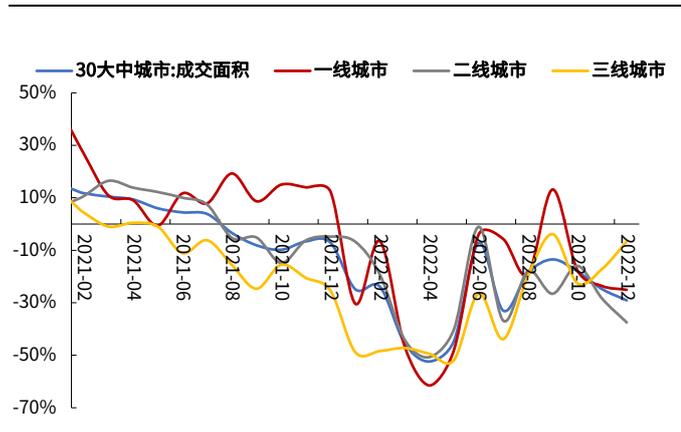
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：11 月，各能级城市销售增速普遍回落



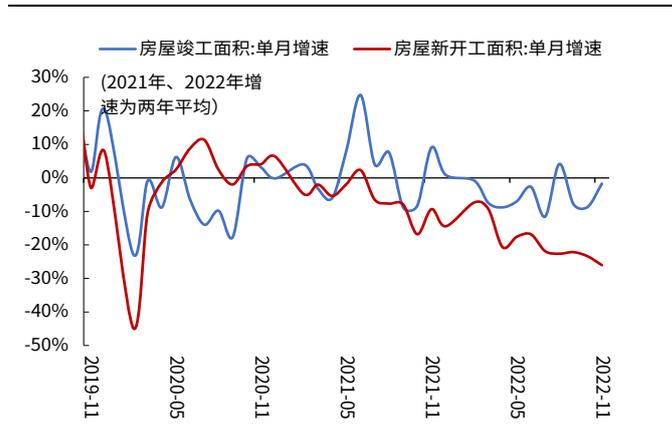
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：部分 2020 年数据应读数较高未在图中显示

图 7：12 月前 15 天 30 大中城市房地产销售增速回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：日期更新至 2022 年 12 月 15 日

图 8：开发投资中的竣工依然维持了高景气度



资料来源：Wind，光大证券研究所

展望 2023 年房地产行业，由于数据尚未企稳，需求端政策空间将被进一步打开，各地需推进因城施策，直到销售数据企稳。考虑到 2023 年地产需求端复苏的主要驱动因素依然是调控政策松动，而非流动性整体宽松。因此全国地产销售企稳在即，我们仍需密切观察到五个信号：1. 一线城市率先企稳，释放同向行政效

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_50264

