

也许经济底部就在四季度

——11月经济数据点评

核心观点：

国家统计局12月15日公布11月经济数据。11月需求依旧偏弱，固定资产投资受地产投资拖累，剔除基数后延续下行趋势，地产销售、消费也进一步下滑。生产端，11月工业生产剔除基数后明显回落，就业形势也依旧严峻。总体而言，11月经济整体处于疲软的状态，地产与疫情的拖累可能仍是主要原因。近期防疫政策进一步优化、一系列地产支持政策相继落地，扩大内需战略纲要印发，其中期对经济的提振效果值得关注。

点评要点：

➤ 需求端：内需仍低迷，地产投资、消费拖累需求

11月固定资产投资增速延续了几个月来的下滑趋势，地产投资的持续下行仍是投资低迷的主要原因。基建投资的三年同比增速也较上月回落，仅制造业投资的复合增速仍保持较高水平。在地产投资下滑的同时，地产销售进一步恶化，社零同比增速也持续下滑。11月消费疲弱仍主要受地产后周期、场景消费低迷拖累。但值得注意的是，与10月类似，11月汽车消费增速进一步放缓，是社零同比增速较上月下滑的重要原因。

➤ 生产端：11月工业生产受多重因素影响回落

11月工业增加值同比增速为2.2%，较10月（5.0%）进一步下滑，剔除基数后也有明显下降。

出口交货值在上月短暂的反弹后再度下行，其三年同比增速达到6月趋势性下滑以来的新低，说明10月出口交货值的反弹或仅为阶段性波动，外需走弱的影响并没有改变。工业生产相关高频数据也有所走弱。

➤ 就业形势更加严峻，关注防疫优化与扩内需政策效果

11月公布的就业数据进一步恶化。城镇调查失业率5.7%（前值5.5%），31大中城市调查失业率进一步上升，青年群体的就业状况也仍然严峻。

展望未来，在全球金融条件收紧，发达经济体经济整体放缓的背景下，提振内需仍是我国稳定经济和就业的首要选择。

近期政策持续调整，部分政策调整的效果或已经有所显现。部分城市的地产销售、交运、物流的高频数据有所回暖。当然，也有一些地区因短期疫情的较快扩散引发居民的担忧，物流等高频数据重新走弱。总体而言，我们认为年内经济数据恐怕难以见到明显起色。

但是，从新加坡等一些国家的经验来看，如果不出现大范围的医疗资源挤兑和社会面的全面恐慌，疫情较快扩散引发的经济活动收缩可能仅仅持续数周时间，疫情感染的高峰可以与经济扩张同时出现。所以，从季度维度来看，随着稳增长政策的持续发力、防疫政策的进一步优化，中国的内需有望回升并对冲外部需求的下滑。从产出缺口的角度而言，不能排除四季度就是本轮中国经济底部的可能。

风险提示：经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

分析师：樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：15221881900
邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：方诗超
执业证书编号：S0590122100031
电话：18868130217
邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《新加坡抗疫模式下的经济修复——优化防疫模式之后的经济前景（一）》2022.11.14
- 2、《越南防疫之路的教训——优化防疫模式之后的经济前景（二）》2022.12.11
- 3、《出口增速是否已经触底？——11月外贸数据点评》2022.12.07

1 需求端：内需仍低迷，地产投资、消费拖累需求

投资方面，11月固定资产投资增速0.8%，较上月（5.0%）大幅下行，剔除基数后也有明显下降。从三年同比增速看，11月固定资产投资增长2.7%（前值3.9%），延续了几个月来的下滑趋势，其中地产投资的持续下行仍是投资低迷的主要原因。

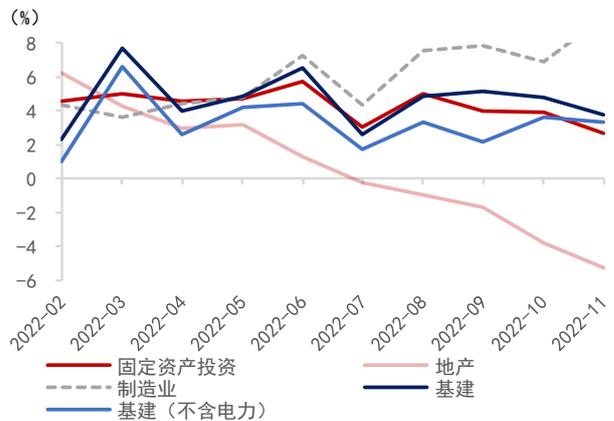
具体而言，11月地产投资同比-19.9%（前值-16.1%），三年同比增速-5.3%（前值-3.8%），延续了6月以来持续下滑的趋势；基建投资、不含电力的基建投资三年同比增速分别为3.8%、3.4%，较上月也有所回落（前值4.8%、3.6%）；仅制造业投资的三年平均同比9.5%，保持较高水平。

图表 1：11月固定资产投资进一步下滑



来源：Wind，国联证券研究所

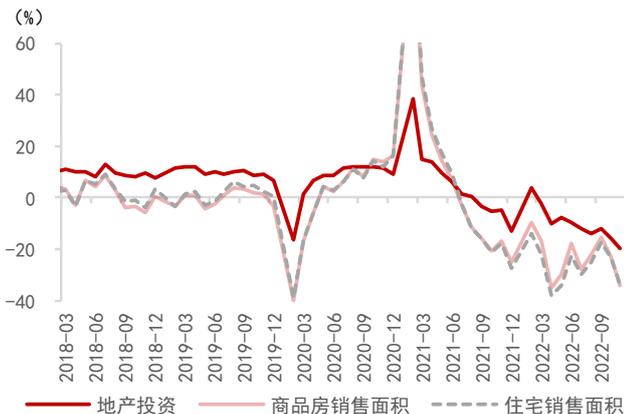
图表 2：固定资产投资三年同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

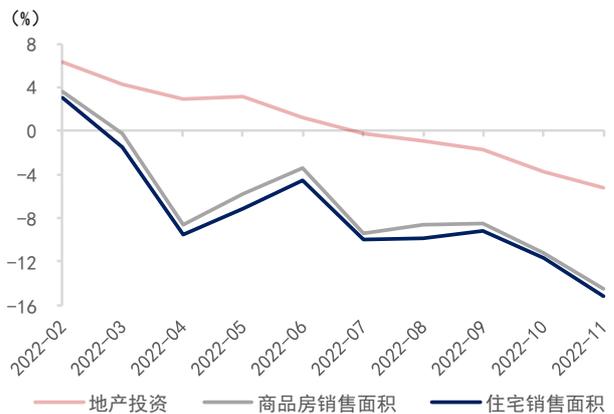
在地产投资下滑的同时，11月地产销售也进一步恶化。11月商品房销售面积同比增长-34.3%（前值-23.3%），降幅再度扩大，剔除基数效应的三年平均增速的降幅也较上月再次扩大3.3个百分点。

图表 3：地产投资销售单月增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：地产投资销售三年同比增速



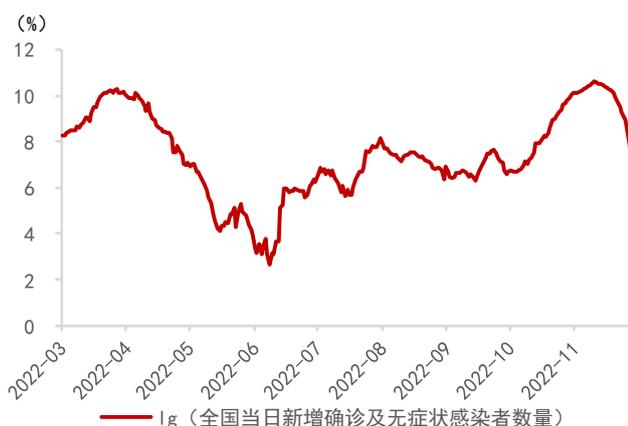
来源：Wind，国联证券研究所

消费进一步大幅度下滑。11月社会消费品零售同比增长-5.9%（前值-0.5%），剔除基数的三年平均同比增速为0.9%（前值2.9%），较上月也有明显回落。

11月消费的疲弱仍然主要受到地产后周期消费、场景消费（餐饮、鞋服、化妆品）低迷的拖累，但此前较为强势的汽车消费也进一步放缓。11月餐饮消费拉低社零增速1个百分点，疫情的扰动与防疫优化过程中的一些波折可能是主要原因；商品消费拉低社零同比4.9个百分点。其中，除了持续低迷的地产后周期、与消费场景相关的鞋服、化妆品等更大幅度地拖累消费外，汽车及石油、日用品、通讯器材也都对社零增速有所拖累。

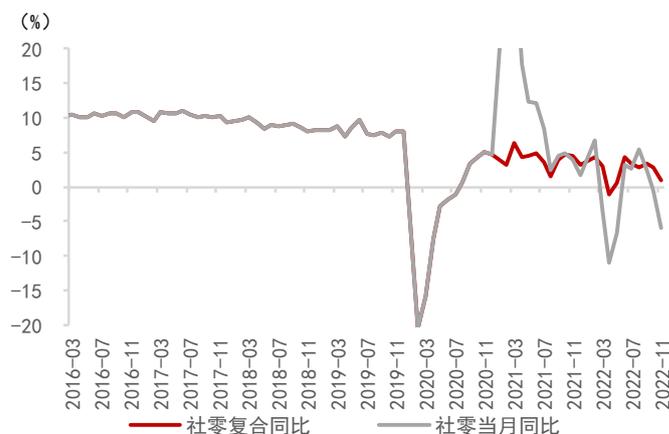
与10月类似，11月汽车消费增速的放缓依旧是社零同比增速较上月下滑的重要原因。11月汽车销售对社零的拉动作用进一步减小至-0.4%（前值0.3%），疫情的扰动可能是主要原因，据乘联会测算，11月乘用车经销商库存环比增长13万辆，较此前预计的不受疫情扰动的情况，增加了厂商库存40万辆，汽车经销商的库存系数进一步上升接近今年4、5月水平。

图表5：对数化之后全国单日新增新冠肺炎人数



来源：Wind，国联证券研究所；注：含无症状感染者

图表6：社零同比增速



来源：Wind，国联证券研究所；注：2021、2022分别为两年、三年平均

2 生产端：11月工业生产受多重因素影响回落

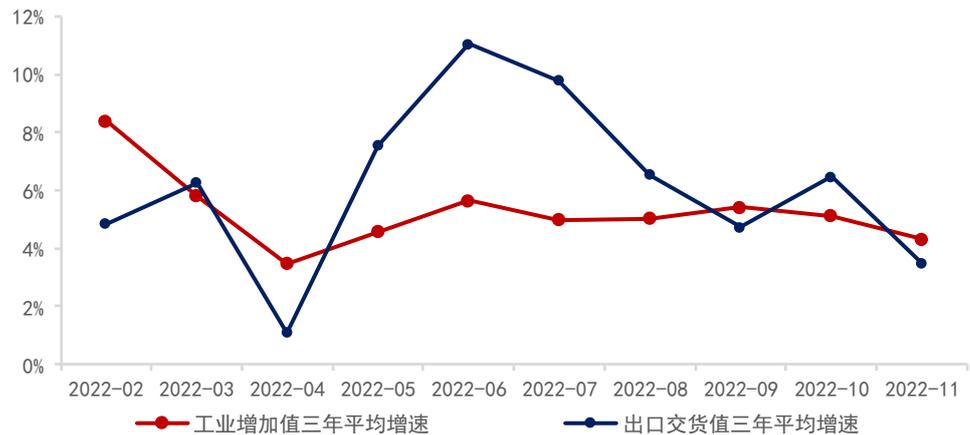
从生产端来看，11月工业增加值同比增速为2.2%，较10月（5.0%）进一步下滑。剔除基数后的三年复合同比增速4.3%（前值5.1%），也有明显下降。11月发电量同比0.1%（前值1.3%），剔除基数效应后也有所回落。此前11月的PMI数据也显示，受防疫调整的波折、外需疲弱等多方面因素影响，11月经济短期走弱，生产子指数较上月下降1.8%（详见《制造业环比增长如期回落》）。

出口交货值在上月短暂的反弹后再度下行。11月出口交货值同比4.4%（前值8.5%），剔除基数后其三年同比增速3.5%（前值6.5%），达到6月趋势性下滑以来的新低，这说明10月出口交货值的反弹或仅为阶段性波动，外需走弱的影响并没有改

变。

从高频数据来看，11月中旬以来发电耗煤同比明显下行，螺纹钢与线材的主要钢厂开工率也持续下滑，与工业增加值同比回落保持一致。

图表 7：工业增加值同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

3 就业形势更加严峻

11月公布的就业数据进一步恶化。城镇调查失业率5.7%（前值5.5%），较上月更为严峻。其中，31大中城市调查失业率进一步上升至6.7%（前值6.0%）；青年群体就业状况仍然严峻，尽管16-24岁人口失业率稍有改善，但25-29岁人口的就业情况进一步恶化。

图表 8：调查失业率

(%)

(%)

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_50267



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn