

# 11月经济数据：寒凉一时，且盼燕啼

## 核心观点

受疫情多发和地产探底影响，11月主要经济数据进一步回落。其一，11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，对消费场景和生产活动造成一定影响，11月社零同比-5.9%，年内二次探底。其二，商品房销售仍未企稳，11月地产当月投资进一步下探至-19.9%，地产链工业生产和地产后周期消费均受到显著压制。其三，外需与内需回落同步发生，11月出口大幅回落，导致工业企业生产意愿下降，工业增加值同比+2.2%，大幅低于预期。

我们认为，短期内的疫情反弹会对经济修复造成一定压制，但随着疫情高峰顺利渡过以及地产政策渐次放松，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。

### □ 内外需求遇冷、生产阶段受挫

11月规模以上工业增加值同比增长2.2%，回落幅度大幅超出我们与市场预期，较上月环比下降0.31%，复苏强度趋弱。我们认为，除房地产投资不振外，11月国内消费及出口大幅走弱是导致工业生产增速回落幅度超预期的主要原因。11月份全国服务业生产指数同比下降1.9%，比上月回落2个百分点，大幅回落的主因在于国内疫情政策优化过程中，短期内对人的流动产生较大影响，中长期来看则有助于恢复人的流动。

### □ 固定资产投资增速边际放缓，基建和制造业投资保持韧性

1-11月份，固定资产投资（不含农户）同比增长5.3%，低于市场预期（Wind市场一致预期为5.6%），也不及我们前期预判，较1-10月份回落0.5个百分点。分领域看，资本开支动能分化明显。1-11月份，制造业投资增长9.3%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长8.9%，房地产开发投资下降9.8%。从边际变化看，11月基础设施投资当月同比增长10.6%（为年内次高值），制造业投资当月同比增长6.2%，房地产开发投资当月同比下滑19.9%。综合研判，基建和制造业是2022年经济增长的主要动力源。

### □ 疫情扰动持续，就业压力仍存

11月全国城镇调查失业率为5.7%，较10月上升0.2个百分点，高于5.5%的目标水平上限，劳动力市场压力仍存。其一，11月全国疫情多点散发，涉疫地区较多，对生产和消费形成了一定拖累。其二，广州、重庆、北京、郑州等新增本土疫情人数较多，对大城市劳动力市场造成一定冲击。其三，今年以来工业企业利润增速连续回落，产能利用率整体下行，用工需求有所收缩。

### □ 疫情较为严峻，消费持续回落

11月社会消费品零售总额同比-5.9%，前值-0.5%，社零增速二次探底。其一，11月全国本土新冠感染者数量显著上升且涉疫地区较多，对消费修复形成制约；其二，地产销售尚未企稳，拖累家电、家具、装潢等地产后周期消费；其三，疫情反复冲击导致居民预防性储蓄增加，居民边际消费倾向和消费者信心指数持续下降。

### □ 风险提示

疫情超预期变异；政策落地不及预期；大国博弈超预期。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@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

- 1 《实际加息结束可能领先点阵图指引——美联储12月议息会议传递的信息》 2022.12.15
- 2 《通胀压力连续缓解，加息路径逐步清晰——美国11月通胀数据传递的信息》 2022.12.14
- 3 《11月金融数据：M2增速再创年内新高》 2022.12.12

## 正文目录

1 入冬暂时蛰伏，静候峰回路转 .....	4
2 内外需求遇冷，生产阶段受挫 .....	4
3 疫情扰动持续，就业压力仍存 .....	5
4 疫情较为严峻，社零二次探底 .....	6
5 投资增速延续回落态势，基建和制造业投资保持韧性 .....	8
5.1 产业政策效果持续兑现，制造业保持韧性.....	9
5.2 地产当月增速年内新低，市场预期的扭转仍是较为缓慢的过程.....	9
5.3 准财政工具谋发力，基建投资稳步增长.....	12

## 图表目录

图 1: 工业增加值主要门类: 11 月同比 .....	5
图 2: 主要工业产品产量增速与去年同期对比 .....	5
图 3: 11 月全国城镇调查失业率为 5.7% .....	5
图 4: 11 月大城市城镇调查失业率上行 0.7 个百分点至 6.7% .....	5
图 5: 2022~2023 年高校毕业生人数大幅增加 .....	6
图 6: 青年失业率维持在较高水平 .....	6
图 7: 11 月社会消费品零售总额同比增速二次探底 .....	6
图 8: 汽车销售同比回落幅度较大 .....	6
图 9: 11 月货运强度显著下降 .....	7
图 10: 11 月地铁客运量迅速下降 .....	7
图 11: 必需品保持韧性, 其他分项回落幅度较大 .....	7
图 12: 基建和制造业投资是固定资产投资的重要支撑 .....	8
图 13: 固定资产投资各分项 11 月当月同比增速 .....	8
图 14: 房地产投资各项累计同比增速 (%) .....	10
图 15: 30 大中城市商品房成交面积同比增速变化 (%) .....	11
图 16: 2022 年以来新增净停工面积累计同比估算 .....	11
表 1: 当前三支箭惠及房企主体的不完全统计 .....	10

## 1 入冬暂时蛰伏，静候峰回路转

受疫情多发和地产探底影响，11月主要经济数据进一步回落。其一，11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，11月社零同比-5.9%，年内二次探底。其二，商品房销售尚未企稳，11月地产当月投资进一步下探至-19.9%，产业链工业生产和地产后周期消费均受到显著压制。其三，外需与内需回落同步发生，11月出口大幅回落，导致工业企业生产意愿下降，工业增加值同比+2.2%，大幅低于预期。

我们认为，短期内的疫情反弹会对经济修复造成一定压制，但随着疫情高峰顺利渡过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 内外需求遇冷，生产阶段受挫

**11月规模以上工业增加值同比增长2.2%，回落幅度大幅超出我们与市场预期，较上月环比下降0.31%，复苏强度趋弱。我们认为，除房地产投资不振外，11月消费及出口大幅走弱是导致工业生产增速回落幅度超预期的主要原因。**

**11月工业生产景气延续分化态势。**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、达产率及产量总体疲弱。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同比负增。**物流景气走弱，供应链效率有所冲击。**据交通运输部数据，11月中国运输生产指数(CTSI)同比下降13.3%，其中CTSI货运指数同比下降5.9%。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。

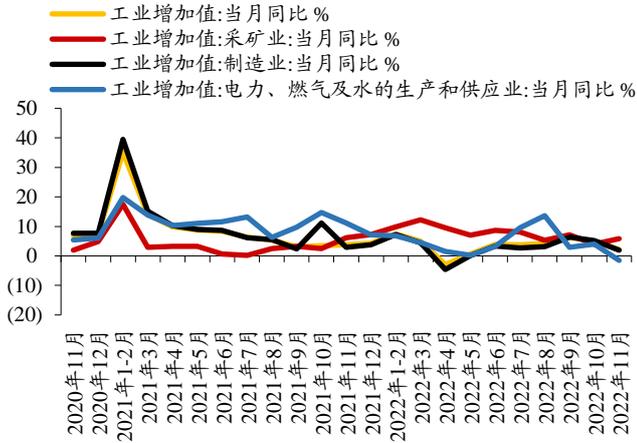
**11月需求对工业生产的支撑受挫，其中制造业及基建投资积极，但消费、地产及出口走弱使得工业生产承压。**11月中下旬疫情反复大幅冲击消费及其产业链，“双十一”线上消费表现较同期相比平淡，同时地产投资不振对水泥、相关机械设备等中游产业的生产强度恢复有一定负面影响。11月出口大幅回落，工业企业实现出口交货值同比名义下降6.6%，较上月由正大幅转负，与出口景气关系较强的纺织业、计算机、通信和其他电子设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等行业负增承压。

**11月份全国服务业生产指数同比下降1.9%，比上月回落2个百分点，大幅回落的主因在于国内疫情政策优化过程中的短期对人的流动产生较大影响，中长期来看则有助于恢复人的流动。**据交通运输部数据，10月份，城市轨道交通客运量环比减少0.6亿人次、降低3.7%，同比减少3.5亿人次、降低17.0%。从高频数据上看，11月主要城市地铁客流量环比、同比均大幅回落，国内执飞航班低位徘徊。据交通运输部数据，11月CTSI客运指数同比下降48.9%，降幅较10月有所扩大。城市内及城市间人员流动大幅受挫，对零售、餐饮住宿等线下消费场景冲击较大，影响服务业的恢复强度。

从分项数据上看，11月份采矿业增加值同比增长5.9%、制造业同比增速较上月大幅回落至2.0%、电力、热力、燃气及水生产和供应业由正转负为-1.5%。新能源汽车、太阳能电池、移动通信基站设备等绿色智能产品产量同比分别增长100.5%、44.1%、22.2%。我们主要关注的工业产品产量中，11月份原煤(3.1%)、十种有色金属(8.8%)、钢材(7.1%)和发电量(0.1%)均正增长，汽车(-9.9%)和水泥(-4.7%)负增长，其中钢材主因去年基数较低导致读数较高。

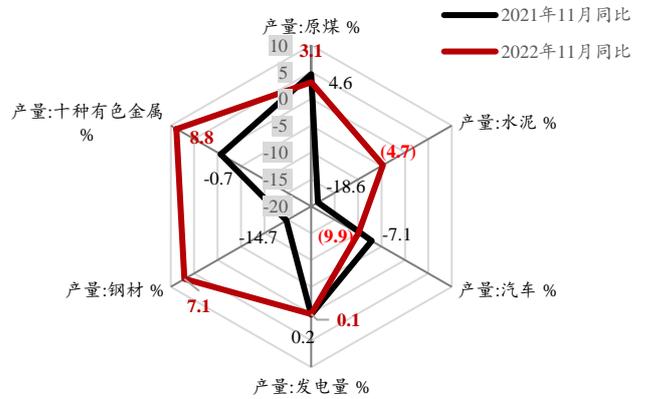
12月影响工业生产强度的主要变量在需求侧，即消费、地产、出口，国内疫情动态优化过程中虽然中长期向好，但短期对供应链、到岗率等因素仍会有所扰动。

图1: 工业增加值主要门类: 11月同比



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图2: 主要工业产品产量增速与去年同期对比

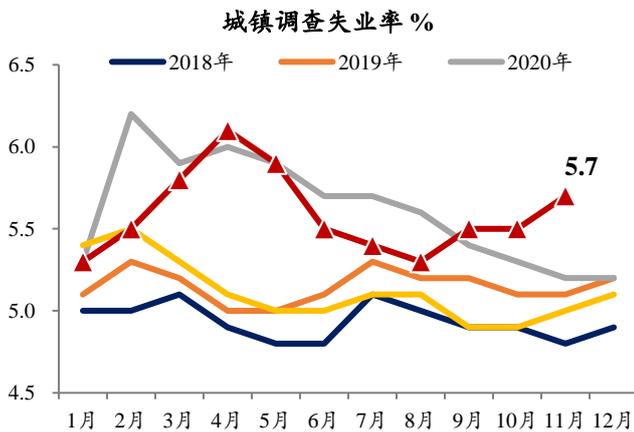


资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

### 3 疫情扰动持续, 就业压力仍存

11月全国城镇调查失业率为5.7%，较10月上升0.2个百分点，高于5.5%的目标水平上限，劳动力市场压力仍存。其一，11月全国疫情呈现多地散发、多地频发的态势，涉疫地区较多，对生产和消费形成了一定拖累。其二，广州、重庆、北京、郑州等新增本土疫情人数较多，对大城市劳动力市场造成一定冲击。其三，今年以来工业企业利润增速连续回落，产能利用率整体下行，用工需求有所收缩。

图3: 11月全国城镇调查失业率为5.7%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 11月大城市城镇调查失业率上行0.7个百分点至6.7%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

大学生毕业季已过，但11月份16-24岁人口调查失业率仍高达17.1%，显著高于历史同期水平。目前青年失业率面临疫情影响、供应冲击、结构错配的三重压力。其一，疫情之下，由于经营稳定性难以保证，企业谨慎扩产扩员，主力就业人员（25~59岁人口）失业率与新生劳动力（16-24岁人口）失业率显著背离。其二，2022~2023年高校毕业生人数大幅增加，劳动力市场供给压力显著上升。其三，就业市场有一定结构性错配，制造业招工难和大学生就业难的现象同时存在。11月15日，教育部、人社部召开网络视频会议，

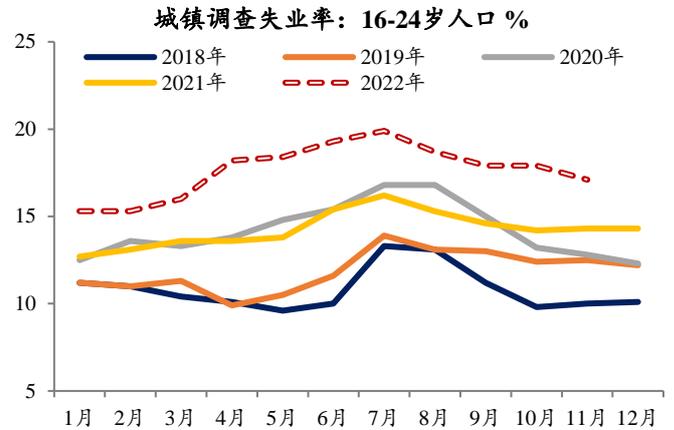
全面部署 2023 届高校毕业生就业创业工作，更大力度开拓市场化社会化就业渠道，充分发挥公务员、事业单位、“特岗计划”“三支一扶”等政策性岗位吸纳作用。

图5：2022~2023 年高校毕业生人数大幅增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：青年失业率维持在较高水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

向前看，劳动力市场将开启渐进修复模式。疫情防控优化“20条”和“新10条”落实后，人员流动将进一步修复，地方“一刀切”和层层加码的情况将得到遏制，线下消费有恢复活力，对本地服务业就业形成支撑。不过，短期内新增感染者数量或将出现暂时的上行，对于经济和就业的修复要保有一定耐心。

#### 4 疫情较为严峻，社零二次探底

11月社会消费品零售总额同比-5.9%，前值-0.5%，社零增速二次探底。其一，11月全国本土新冠感染者数量显著上升且涉疫地区较多，对消费修复形成制约；其二，地产销售尚未企稳，拖累家电、家具、建筑装潢等地产后周期消费；其三，疫情反复冲击导致居民预防性储蓄增加，居民边际消费倾向和消费者信心指数下降。

图7：11月社会消费品零售总额同比增速二次探底



资料来源：浙商证券研究所

图8：汽车销售同比回落幅度较大

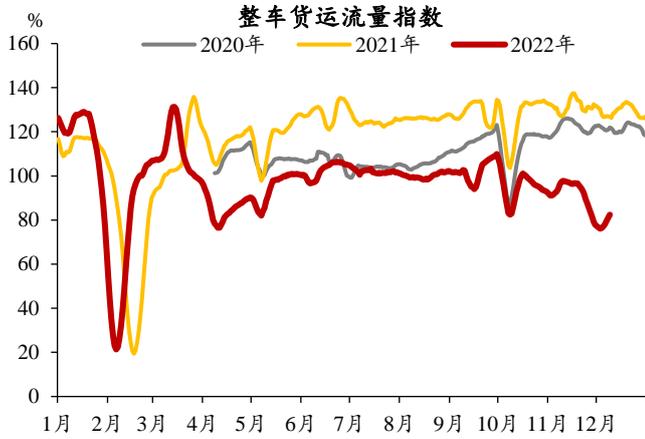


资料来源：浙商证券研究所

11月疫情涉及范围较广，新增人数较多，对消费修复形成压制。国家疾控局在22日新闻发布会上指出11月疫情呈现出“波及范围广、传播链复杂、部分地区人口密集扩散风

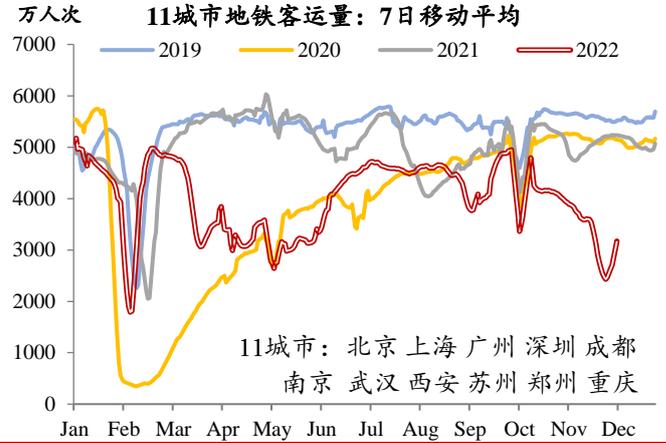
险大”等特点。疫情多发导致人员流动与货物流动出现了显著下降。从人员出行数据看，地铁客运量迅速下滑，至去年同期水平的6成左右；从物流数据看，整车货运流量指数显著下降，同比降幅约为30%。

图9：11月货运强度显著下降



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图10：11月地铁客运量迅速下降

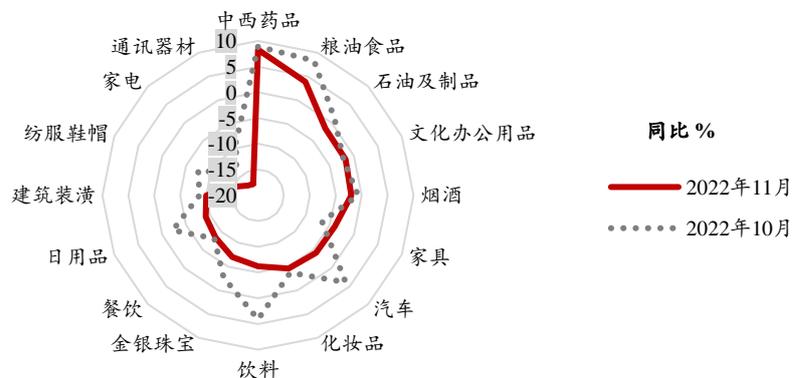


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

疫情影响线下消费场景，汽车产销表现不及预期。中汽协数据显示，11月乘用车产销分别为215.1万辆和207.5万辆，同比分别下降3.9%和5.6%。11月广东、重庆、北京等汽车消费大省感染人数快速增加，新增病例规模达新高，汽车经销商经营和消费者出行受阻，汽车销售受到一定影响，乘用车产销同比有所下降。

从结构上看，除了必需品外，限额以上社零各分项出现了全面回落。其中，中西药品分项同比+8.3%，增长最为强劲，疫情管控放松相当于把一部分政府对于疫情防控的责任转移到了个人，居民在中西药品、医疗器械等方面的消费支出将有所增多；粮油食品分项同比+3.9%，保持正增长，符合我们在年度策略报告《万里风云，峰回路转》中的判断，疫情风险尚未完全解除，疫情仍有反复概率，居民将保持“防御性”的消费需求，必需品消费仍将保持强势。

图11：必需品保持韧性，其他分项回落幅度较大



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

“20条”和“新十条”的接连出台表现了我国防疫政策重点转向关注重症、预防死亡，并在此基础上让社会生活和经济活动逐步回归正常。政策执行过程短期内可能比较波

折，短期内新增感染者数量的快速上升对消费复苏仍有一定制约。但从长期来看，企业和居民对于经济逐渐正常化的预期更加稳定，消费者信心逐步恢复，经济活力和消费潜力有望得到进一步释放。

## 5 投资增速延续回落态势，基建和制造业投资保持韧性

1-11 月份，固定资产投资（不含农户）同比增长 5.3%，低于市场预期（Wind 市场一致预期为 5.6%），也不及我们前期预判，较 1-10 月份回落 0.5 个百分点。分领域看，资本开支动能分化明显。1-11 月份，制造业投资增长 9.3%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 8.9%，房地产开发投资下降 9.8%。从边际变化看，11 月基础设施投资当月同比增长 10.6%（为年内次高值），制造业投资当月同比增长 6.2%，房地产开发投资当月同比下滑 19.9%。综合研判，基建和制造业是 2022 年经济增长的主要动力源。

**第一，政策发力支撑基础设施投资回升。**三季度以来，适度超前开展基础设施投资，加快布局新型基础设施建设，加强薄弱领域补短板。1-11 月份，基础设施投资同比增长 8.9%，增速比 1-10 月份加快 0.2 个百分点，连续七个月回升。其中，水利管理业投资增长 14.1%，公共设施管理业投资增长 11.6%，信息传输业投资增长 8.7%，生态保护和环境治理业投资增长 7.4%，道路运输业投资增长 2.3%，铁路运输业投资由 1-10 月同比下降转为增长 2.1%。

**第二，制造业资本开支增速有所放缓。**1-11 月份，制造业投资同比增长 9.3%，较上月回落 0.5 个百分点，高技术制造业投资较快增长。以电子、医药为代表的高技术制造业快速发展，相关投资大幅增加。1-11 月份，高技术制造业投资同比增长 23.0%，其中，电子及通信设备制造业投资增长 28.2%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 28.3%，计算机及办公设备制造业投资增长 12.8%。同时，顺应经济升级发展需要，各方面积极支持重点领域设备更新改造，推动扩大制造业中长期贷款投放，强化投资要素保障。1-11 月份，制造业技改投资同比增长 9.1%，占全部制造业投资的比重为 40.9%。

**第三，地产投资相对乏力。**1-11 月份，房地产开发投资下降 9.8%，低于我们前期的预测。从销售端看，9 月末以来需求侧组合拳持续发力，拐点尚未显现。1-11 月全国商品房销售面积 121250 万平方米，同比下降 23.3%；商品房销售额 118648 亿元，下降 26.6%。我们认为，当前保交楼相关的建安投资正处于修复通道中，市场预期也在逐步改善，地产投资重回正增长区间仍需时间。

图12：基建和制造业投资是固定资产投资的重要支撑

图13：固定资产投资各分项 11 月当月同比增速

—— 固定资产投资完成额:累计同比 %

—— 房地产开发投资完成额:当月同比增速 %

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\\_50272](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50272)

