

2022 年 12 月 15 日

固定收益研究团队

经济受疫情影响较大，防疫优化后或将边际上行

——2022 年 11 月经济数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

● 防疫优化后，经济或将“直接走强”

1. 11 月，工增同比+2.0%（前值+5.0%，下同），社零同比-5.9%（-0.5%），房地产开发投资同比-19.9%（-16%），制造业投资同比+6.2%（+6.9%），基建投资同比+13.9%（12.8%），城镇调查失业率 5.7%（5.5%）。

2. 工增在 11 月同比涨幅回落，是 2022 年同比涨幅除 4 月、5 月外最低的月份，或因疫情封控对开工、生产、物流影响较大。分三大门类看，上游采矿业增加值同比回升，但中游制造业同比涨幅收窄，下游公用事业增速转降。从高频来看，几乎所有高频指标均出现下降。

3. 社零同比降幅扩大，其中餐饮、商品消费均大幅下降，证明 11 月疫情多点散发对消费影响仍然较为严重，尤其是线下服务型消费。商品消费大幅下降，原因或来自对疫情导致物流配送难度提升和对必需品抢购难较大。其中必选消费中的药品和粮油食品保持正增长，其中药品消费由于囤药需求保持高增。

4. 房地产开发投资同比降幅继续扩大，其中房地产开发端和资金端同比各分项均处低位，几乎全部分项降幅均扩大，证明房地产仍处磨底态势，居民对地产市场信心仍需巩固。基建投资单月同比涨幅较 10 月扩大，基建投资增速持续高位运行，但仍需关注实物工作量形成情况。制造业同比涨幅收窄，与制造业增加值涨幅收窄趋势相同，或与 11 月疫情对开工和供应链影响有关。

5. 失业率较上月上升，其中，31 大中城市失业率较上月上升，是 2022 年来最高值，与 4 月持平，或主要因大中城市疫情影响较严重导致。

6. 多数经济指标在 11 月均出现走弱，主要是因为 11 月多地受疫情影响封控，导致经济回落。多数指标已经到达年内低点，接近 4-5 月甚至更低。我们认为 12 月到 2 月经济或将从 11 月爬坡出来，也就是说 12 月不会弱于 11 月，或将出现边际回升。

7. 后续来看，疫情放开之后，经济短期内会出现两个方向，“先走弱”和“直接走强”。市场根据部分地区在防疫优化初期由于感染人数上升，劳动参与率下降，影响短期经济“先走弱”。但我们认为经济或将“直接走强”，主要有三点原因：

（1）中国当前居民的出行已经到达低点，即使疫情再扩散也很难更低。地铁客运量是评价居民活动情况的最好指标。从上周数据看，全国大部分城市的地铁客运量已经远低于正常水平。（2）越南在防疫优化之后，并未出现经济“先走弱”。越南在 2021 年 10 月之前，采取了极为严格的防疫措施，经济大幅负增长。但在 2021 年 10 月 1 日胡志明市解封、10 月 11 日防疫全面优化后，越南的经济数据从 10 月开始，直接走强。（3）从最新的重点城市地铁出行情况来看，如果有医疗挤兑，或劳动力短缺，都应当体现在地铁的出行数据上。但从最新的数据看，在防疫优化之后，本周全国地铁客运量没有下降，而是普遍的大幅回升。

8. 另外，无论是二十大报告还是政治局会议，都提出了“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，“兼顾质的有效提升和量的合理增长”，目标都在提升内需。国务院也在 12 月 14 日印发了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》，可见政策对内需回升支持力度较强。

9. 对资本市场而言，长期来看，随着稳增长措施见效，经济或将进一步上行，利率长期存在上行压力，短期或许存在超调，看好内需相关的转债。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情变化超预期。

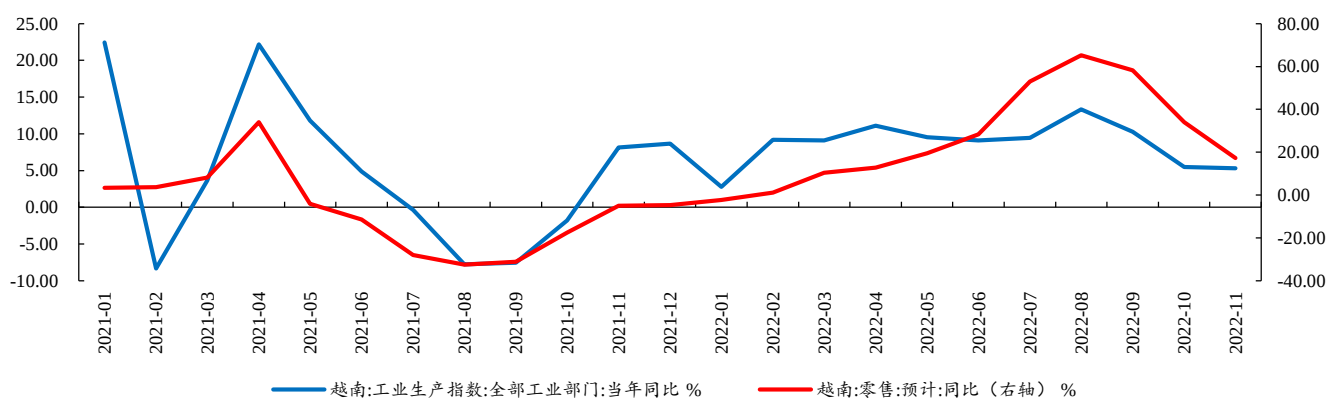
相关研究报告

《宽信用进入内需主导的新阶段——2022 年 11 月金融数据点评》
-2022.12.13

《部分价格指标出现回升——经济高频周报》-2022.12.11

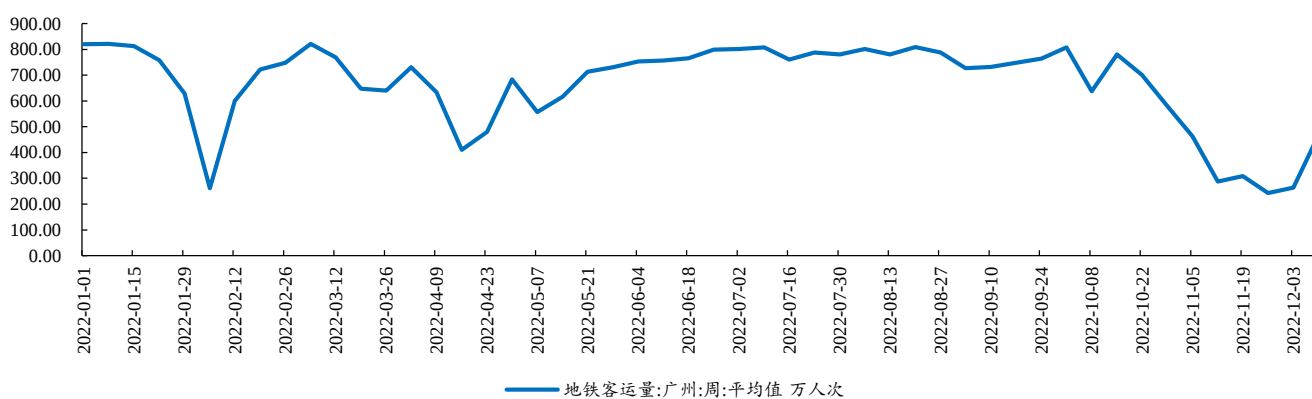
《疫情防控政策持续优化，债市持续调整——利率债周报》-2022.12.11

附图 1：2021 年 10 月越南解封后经济恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：2022 年 12 月广州地铁客运量有所恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型

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_50280

