

2022-12-15
宏观研究报告

底部多磨

——11月经济数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

生产低于预期。11月规模以上工业增加值同比较前值回且低于市场预期。供给端的收缩一方面是由于内外需求不足，对生产拉动减弱；另一方面11月国内疫情加重，生产活动有所受限。分行业来看，采矿业当月同比较上月有所回升；电力、燃气及水的生产和供应业则同比负增，制造业也有所回落，**第一**，高技术产业工业增加值同比相比10月大幅降低，计算机、通信和其他电子设备制造业11月同比达2008年以来的历史新低。**第二**，消费相关制造业本月同比普遍呈现负增长，反映出终端需求偏弱。**第三**，汽车制造业当月同比增速由两位数降至个位，疫情冲击汽车消费市场致使供给节奏有所放缓。**第四**，有色/黑色金属冶炼及压延加工业、电气机械及器材制造业维持同比高增，基建投资的高增长对上述原材料加工行业形成较强拉动。

疫情冲击之下消费同比降幅超预期。11月社会消费品零售总额同比降幅相比上月进一步扩大，本月多省市疫情形势严峻，消费所受冲击超出市场预期，商品零售及餐饮收入均为同比负增。具体而言，11月社零数据呈以下特征：**一是餐饮收入同比降幅扩大。**11月疫情加重，防控收紧，跨区域及市内人员流动活跃度下降，造成外出就餐等接触性消费缩量。**二是日常消费所受冲击加大。**各地疫情对可选消费冲击加重明显。**三是汽车消费支撑效应进一步降低。**这一方面是因为之前汽车购置税优惠政策使得消费需求在今年6-9月份集中释放，另一方面本月疫情封锁及居民外出意愿降低导致汽车类消费减少。**四是地产后周期消费持续不振。**这与本月房地产表现持续低迷相对应，11月楼市利好政策多集中于供给端融资，需求端的政策刺激力度偏弱，预计地产后周期对整体消费的拖累短时间还将持续。

投资明显回落。制造业投资增速延续延续回落态势，但速度放缓。经济承压之下企业预期偏弱，大力投资的意愿不强，目前各地防控放开，陆续迎来疫情冲击高峰，预计企业预期短期难以扭转，制造业投资未来一段时间仍将承压。**基建投资小幅反弹，稳增长效应持续凸显。**地产及消费仍待修复，基建则依旧是内需提振的主要抓手，我们预计在政府意愿、资金支持及项目储备三重保障下，其稳增长效应在明年也将持续。**房地产开发投资持续下降，地产低景气依旧。**需求方面，本月商品房销售同比持续大幅下滑，销售回款持续低迷下，房企资金也难

言改善。供给方面，房屋新开工及竣工面积同比相比 10 月份降幅明显扩大。整体地产投资的低迷或将持续一定时间。

城镇失业率略有上升。随重点群体帮扶力度加大，16-24 岁人口调查失业率有所下降，而 25-59 岁人口及外来农业户籍人口失业率均有所上升，未来改善就业形势保持总体稳定有待政策加码呵护。

经济承压，凸显政策加码必要性。11 月经济数据普遍弱于市场预期，疫情冲击下经济压力较大，一方面是由于疫情防控对生产、消费场景的现实压制，另一方面企业及居民弱预期及低消费、低投资意愿也是重要原因，叠加出口快速下降，外需拉动不足，经济面临内需及外需的双重压力。随防控措施的放开，国内消费场景可能迎来修复，但企业与居民预期的扭转短时间或难以完成，期间内需的提振或将依赖制造业及基建拉动。稳增长政策加码以应对内需不足并稳定就业的必要性由此加强。12 月 15 日国家发改委印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》，提出全面促进消费、拓展投资空间；同日国务院副总理刘鹤也表示，针对房地产下行风险正考虑新的举措，引导市场预期和信心回暖。未来更多加码政策的推出值得期待。鉴于中国目前还处于疫情放开后的第一波冲击阶段，并且按照我们的预计，这一冲击或将持续至明年一季度，因此今年四季度和明年一季度可能面临较大经济压力，经济磨底还将持续一段时间。

风险提示：疫后修复不确定性。

目录

1. 数据	5
2. 生产低于预期	5
3. 疫情冲击之下消费同比降幅超预期	6
4. 投资明显回落	8
5. 城镇失业率略有上升	9
6. 经济承压，凸显政策加码必要性	9

图表目录

图表 1: 11 月规模以上工业增加值同比低于预期	5
图表 2: 各行业工业增加值表现分化	6
图表 3: 高技术产业工业增加值同比触阶段性低点	6
图表 4: 社会消费品零售总额同比降幅超预期	6
图表 5: 餐饮收入同比降幅扩大	7
图表 6: 可选消费所受冲击加大	7
图表 7: 汽车消费贡献进一步降低	7
图表 8: 地产后周期消费表现持续不佳	7
图表 9: 固定资产投资单月同比回落明显	8
图表 10: 房地产销售同比继续回落	9
图表 11: 新开工及竣工同比未现好转	9
图表 12: 11 月城镇失业率略有上升	9

1. 数据

11 月工业增加值同比增长 2.2%，预期 3.7%（Wind，下同），前值 5.0%。

11 月社会消费品零售总额同比下降 5.9%，预期下降 2.5%，前值下降 0.5%。

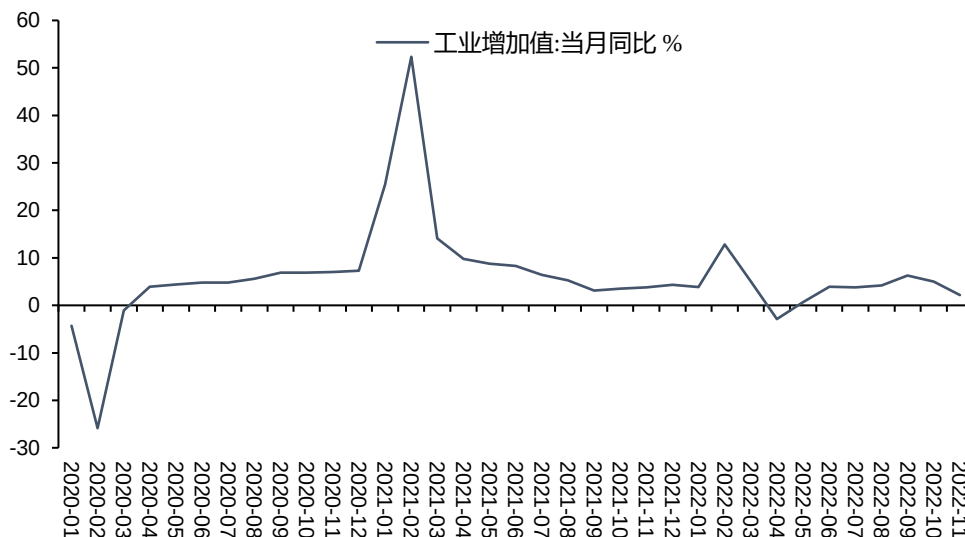
1-11 月固定资产投资累计同比增长 5.3%，预期 5.6%，前值 5.8%。

11 月城镇调查失业率为 5.7%，前值 5.5%。

2. 生产低于预期

11 月规模以上工业增加值同比较前值回落 2.8 个百分点至 2.2%，低于市场预期。供给端的收缩一方面是由于内外需求不足，对生产拉动减弱；另一方面 11 月国内疫情加重，生产活动有所受限。

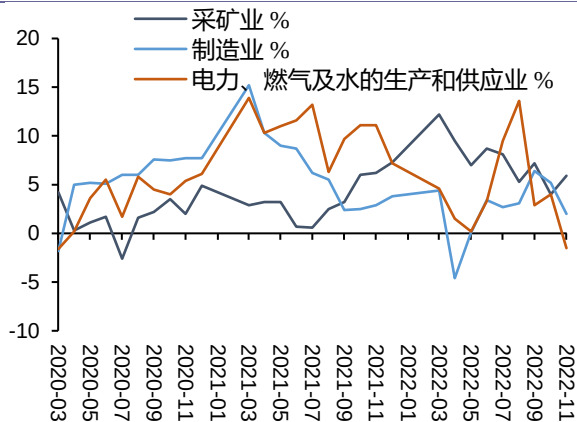
图表 1：11 月规模以上工业增加值同比低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

分行业来看，采矿业当月同比较上月回升 1.9 个百分点，煤炭、石油和天然气开采同比较上月均有所上行，能源保供政策持续显效；电力、燃气及水的生产和供应业则同比负增，较上月 4.0% 的同比增速回落 5.5 个百分点。制造业也有所回落，本月同比录得 2.0%，前值为 5.2%，**第一**，高技术产业工业增加值同比相比 10 月大幅降低 8.6 个百分点至 2.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比明显下滑，11 月同比降低 1.1%，达 2008 年以来的历史新低，**或受本月国内重点制造业城市受疫情冲击相对严重的影响**。**第二**，消费相关制造业，如农副食品加工业、食品/饮料制造业及纺织业等本月同比均呈现负增长，**反映出终端需求偏弱**。**第三**，汽车制造业当月同比增速由两位数降至个位，本月同比仅录得 4.9%，前值为 18.7%，**疫情冲击汽车消费市场致使供给节奏有所放缓**。**第四**，有色/黑色金属冶炼及压延加工业、电气机械及器材制造业维持同比高增，**基建投资的高增长对上述原材料加工行业形成较强拉动**。

图表 2：各行业工业增加值表现分化



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：高技术产业工业增加值同比触阶段性低点

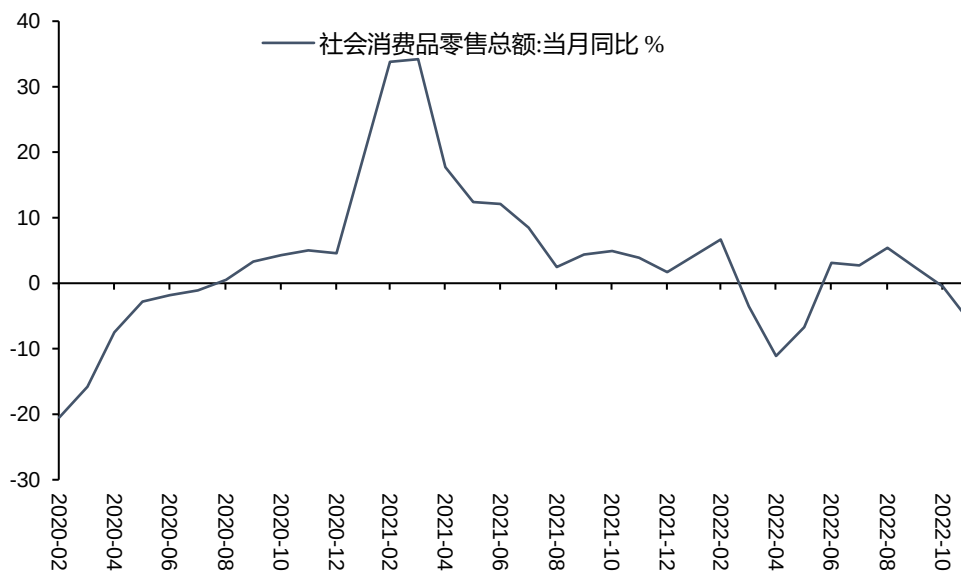


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 疫情冲击之下消费同比降幅超预期

11 月社会消费品零售总额同比降幅相比上月进一步扩大，本月多省市疫情形势严峻，消费所受冲击超出市场预期，商品零售及餐饮收入均为同比负增。

图表 4：社会消费品零售总额同比降幅超预期



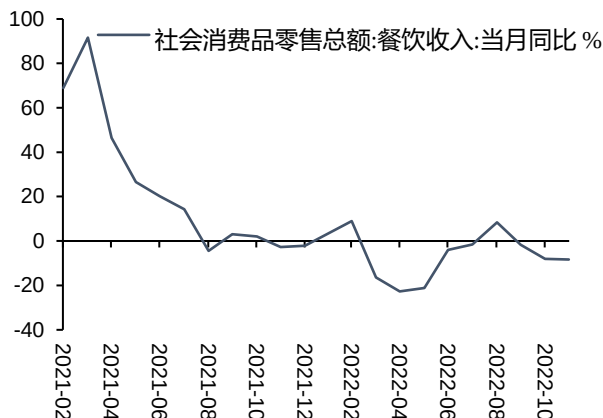
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，11 月社零数据呈以下特征：

一是餐饮收入同比降幅扩大。11 月餐饮收入同比继续下降且降幅扩大，录得-8.4%，前值-8.1%。11 月疫情加重，防控收紧，跨区域及市内人员流动活跃度下降，造成外出就餐等接触性消费缩量，11 月国内航班(不含港澳台)执行率及地铁客运量等高频数据偏弱，也印证了居民活动半径受限。

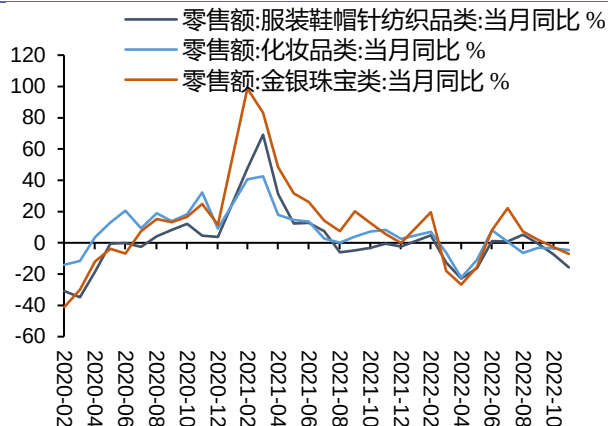
二是日常消费所受冲击加大。必选消费方面，本月粮油、食品类及饮料相关消费当月同比分别为 3.9%、-6.2%，相比 10 月分别降低 4.4 个、10.3 个百分点；可选消费方面，服装鞋帽、化妆品及金银珠宝类均维持同比负增，降幅相比 10 月均呈扩张之势，11 月居民消费场景、消费意愿及消费能力所受制约加强，各地疫情对可选消费冲击加重明显。

图表 5：餐饮收入同比降幅扩大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 6：可选消费所受冲击加大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

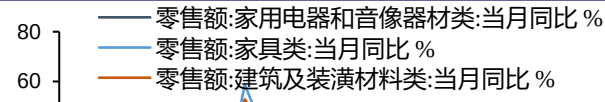
三是汽车消费支撑效应进一步降低。11 月汽车零售额同比降低 4.2%，延续上月较强的回落态势，相比此前两位数的高同比增速，近两月汽车对整体消费的支撑效应减弱明显，这一方面是因为之前汽车购置税优惠政策使得消费需求在今年 6-9 月份集中释放，另一方面本月疫情封锁及居民外出意愿降低导致购车需求暂缓释放、汽车类消费降低。

四是地产后周期消费持续不振。本月家具类、建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类商品消费表现持续不佳，分别同比下降 4.0%、10.0%、17.3%，其中后两者同比降幅均呈边际扩张，这与本月房地产表现持续低迷相对应，11 月密集推出楼市利好政策，但多集中于供给端融资，需求端的政策刺激力度偏弱，预计地产后周期对整体消费的拖累短时间还将持续。

图表 7：汽车消费贡献进一步降低



图表 8：地产后周期消费表现持续不佳



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_50319

