

宏观经济宏观月报

疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏

核心观点

疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏。11月国内工业和服务业生产当月同比增速均明显下行。从需求角度看，11月国内投资和消费当月同比增速亦明显走弱，此外11月国内出口当月同比亦较10月明显下行。

11月国内经济明显走弱或主要与国内疫情感染人数快速上升带来的短期冲击有关。一方面，国内疫情感染人数第一次出现如此快速的上升，国内民众普遍存在规避感染风险相关行为，包括减少出行、减少人员接触等等，这对国内需求构成负面冲击；另一方面，感染人数快速上升使得经济运转各环节的工作人员存在较大减员风险，这给国内供给带来负面冲击。

此外，感染人数上升带来的减员效应与规避感染风险行为叠加，会明显放大供给负面冲击：一方面经济运转各环节的工作人员因感染导致工作效率明显下降，另一方面民众的规避感染风险行为导致人力资源供给受阻，在此情况下，减员带来的供给收缩无法通过快速补充人力资源进行弥补。

因此，当前国内民众规避感染风险相关行为的增加是拖累国内经济增长的主要因素。从海外的经验来看，规避感染风险行为在第一次大规模感染期间会短暂明显增加，但在第一次感染高峰过后规避感染风险行为将明显减少，此后感染高峰再次来临民众也不会明显增加规避感染风险行为。预计国内第一次感染高峰过后国内经济将因人流和物流的畅通迎来快速复苏。

美国和日本的经验表明，疫情新增感染人数快速上升至新增感染人数达到峰值所需要的时间约为两个月，中国此次疫情新增感染人数快速上升是从2022年11月中旬开始，预计12月或明年1月中国新增感染人数将达到峰值。2023年2月起，随着感染高峰过去，中国经济或将启动向上修复进程。

根据我们总结的月度经济指标与GDP之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：疫情冲击下GDP的再评估-20220328》），2022年1-2月国内实际GDP同比增速约为5.9%，3月约为3.7%，4月约为-1.7%，5月回升至零，6月继续回升至3.0%，7月3.3%，8月3.8%、9月4.6%，10月明显回落至3.6%，11月继续明显回落至2.0%。

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

经济研究·宏观月报

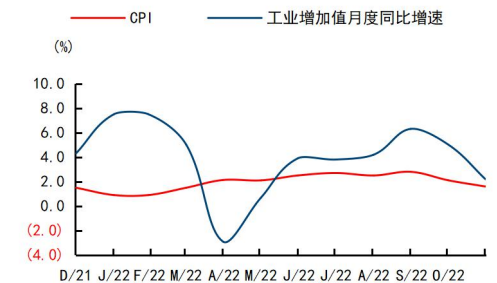
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.30
社零总额当月同比	-5.90
出口当月同比	-8.70
M2	12.40

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-防疫政策优化降低了人流和物流限制，国内经济有望回升》——2022-11-16
- 《宏观经济宏观月报-三季度国内经济增速明显回升，但内需不足问题仍较突出》——2022-10-24
- 《宏观经济宏观月报-8月居民收入预期仍偏弱，政策支持下经济有望继续改善》——2022-09-18
- 《宏观经济宏观月报-7月内外需预期均转弱拖累国内经济，8月反弹可期》——2022-08-15
- 《宏观经济宏观月报-6月消费推动国内经济加速修复，下半年有望持续修复》——2022-07-19

内容目录

11 月经济增长：疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏	4
生产端：11 月国内工业、服务业生产同比增速继续回落.....	5
需求端：投资——投资增速继续下降.....	7
需求端：消费——疫情影响仍在持续，消费增速继续回落.....	11
需求端：进出口——供给与需求冲击下中国出口同比增速继续明显回落.....	12
11 月通胀解读：CPI 同比继续明显回落，PPI 同比企稳	14
2022 年 11 月 CPI 数据分析与未来走势判断.....	14
2022 年 11 月 PPI 数据分析与未来走势判断.....	18
风险提示	21
免责声明	22

图表目录

图 1: 美国疫情新增感染人数与消费同比增速一览.....	5
图 2: 日本疫情新增感染人数与消费同比增速一览.....	5
图 3: 工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览.....	5
图 4: 11 月制造业、公用事业增加值同比增速下行, 采矿业有所回升.....	6
图 5: 11 月大多数产品产量增速均下行.....	6
图 6: 11 月集成电路产量同比明显回升.....	6
图 7: 历年 10 月工业增加值定基指数环比增速一览.....	7
图 8: 11 月服务业生产指数同比继续下行至负值区间.....	7
图 9: 11 月固定资产投资同比增速明显回落.....	8
图 10: 11 月国内固定资产投资金额环比低于过去五年同期平均值.....	8
图 11: 11 月基建投资同比增速上升, 房地产开发、制造业、其他投资同比增速下行.....	9
图 12: 国内固定资产投资主要分项环比增速一览.....	9
图 13: 房地产销售当月同比增速一览.....	10
图 14: 房地产销售环比增速一览.....	10
图 15: 11 月国内社会消费品零售总额当月同比增速继续回落.....	11
图 16: 历年 11 月社会消费品零售总额环比一览.....	11
图 17: 中国进口、出口金额同比走势一览.....	12
图 18: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献.....	13
图 19: 历年中国进口、出口金额环比走势一览.....	13
图 20: CPI 环比与历史均值比较.....	14
图 21: CPI 食品项环比与历史均值比较.....	15
图 22: CPI 非食品项环比与历史均值比较.....	15
图 23: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较.....	16
图 24: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较.....	16
图 25: 12 月首周食品价格表现仍偏弱.....	17
图 26: 非食品高频价格指数走势.....	17
图 27: 2022 年 11 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值.....	18
图 28: 2022 年 11 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较.....	19
图 29: 2022 年 11 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较.....	19
图 30: 流通领域生产资料价格高频指标走势图.....	20

11 月经济增长：疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏

11 月国内工业和服务业生产增速均明显下行。11 月国内规模以上工业增加值当月同比增速较 10 月继续明显回落 2.8 个百分点至 2.2%；11 月国内服务业生产指数当月同比继续明显回落 2.0 个百分点至-1.9%，再次进入负增长区间。

从需求角度看，11 月国内固定资产投资完成额、社会消费品零售总额当月同比较 10 月继续明显下行，环比均低于 2017-2021 年同期环比均值，表明 11 月国内投资和消费均走弱。此外，11 月国内出口当月同比亦较 10 月明显下行。

11 月国内经济明显走弱或主要与国内疫情感染人数快速上升带来的短期冲击有关。一方面，国内疫情感染人数第一次出现如此快速的上升，国内民众普遍存在规避感染风险相关行为，包括减少出行、减少人员接触等等，这对国内需求构成负面冲击；另一方面，感染人数快速上升使得经济运转各环节的工作人员存在较大减员风险，这给国内供给带来负面冲击。

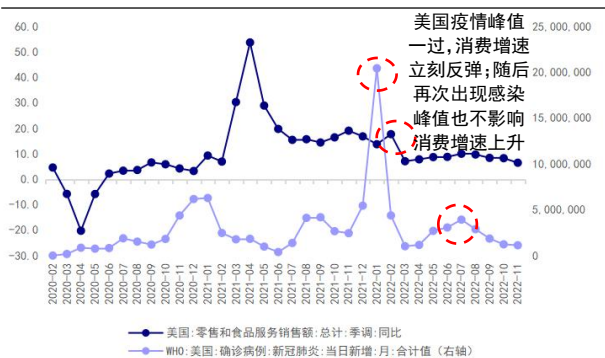
此外，感染人数上升带来的减员效应与规避感染风险行为叠加，会明显放大供给负面冲击：一方面经济运转各环节的工作人员因感染导致工作效率明显下降，另一方面民众的规避感染风险行为导致人力资源供给受阻，在此情况下，减员带来的供给收缩无法通过快速补充人力资源进行弥补。

因此，当前国内民众规避感染风险相关行为的增加是拖累国内经济增长的主要因素。从海外的经验来看，规避感染风险行为在第一次大规模感染期间会短暂明显增加，但在第一次感染高峰过后规避感染风险行为将明显减少，此后感染高峰再次来临民众也不会明显增加规避感染风险行为。预计国内第一次感染高峰过后国内经济将因人流和物流的畅通迎来快速复苏。

美国和日本的经验表明，疫情新增感染人数快速上升至新增感染人数达到峰值所需要的时间约为两个月，中国此次疫情新增感染人数快速上升是从 2022 年 11 月中旬开始，预计 12 月或明年 1 月中国新增感染人数将达到峰值。2023 年 2 月起，随着感染高峰过去，中国经济或将启动向上修复进程。

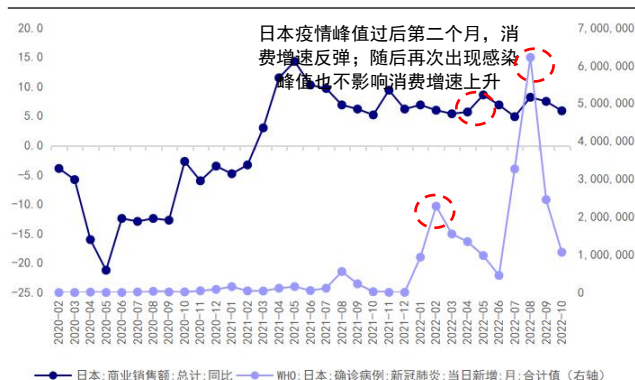
根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：疫情冲击下 GDP 的再评估-20220328》），2022 年 1-2 月国内实际 GDP 同比增速约为 5.9%，3 月约为 3.7%，4 月约为-1.7%，5 月回升至零，6 月继续回升至 3.0%，7 月 3.3%，8 月 3.8%、9 月 4.6%，10 月明显回落至 3.6%，11 月继续明显回落至 2.0%。

图1：美国疫情新增感染人数与消费同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：日本疫情新增感染人数与消费同比增速一览

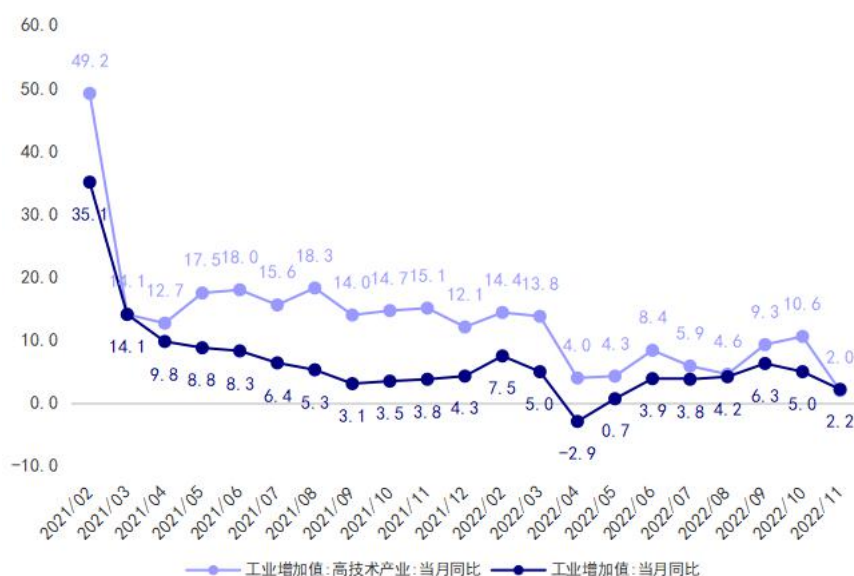


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

生产端：11月国内工业、服务业生产同比增速继续回落

11月国内规模以上工业增加值同比增速为2.2%，较10月继续明显回落2.8个百分点，其中高技术制造业同比增2.0%，增速较10月明显回落8.6个百分点。

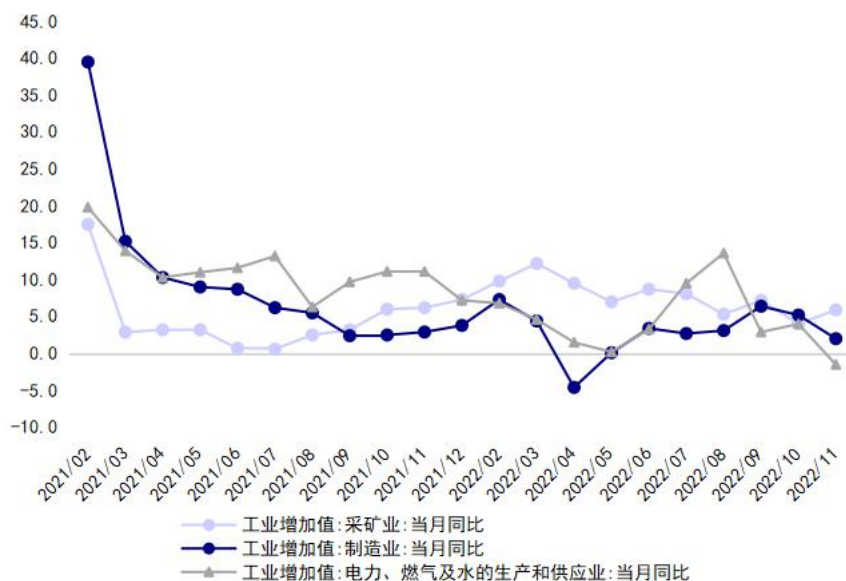
图3：工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，10月采矿业、制造业增加值同比增速回落；公用事业增加值同比增速有所回升。10月采矿业同比4.0%，较9月回落3.2个百分点，仍明显高于2021年全年两年平均同比2.9%，体现国内保供应政策持续发力；制造业5.2%，回落1.2个百分点，低于2021年全年两年平均同比6.6%；公用事业4.0%，上升1.1个百分点，低于2021年全年两年平均同比6.6%。

图4: 11月制造业、公用事业增加值同比增速下行, 采矿业有所回升

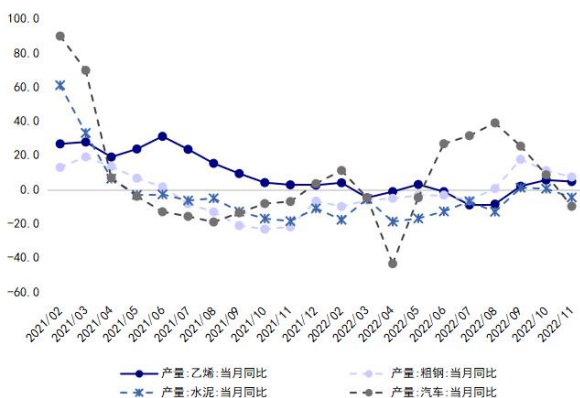


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看, 11月大多数工业产品产量同比增速均下行, 但集成电路产量同比增速明显回升。

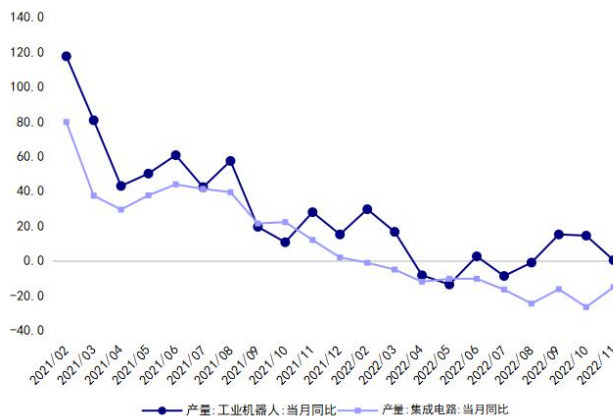
11月粗钢产量同比为7.3%, 较10月回落3.7个百分点; 钢材7.1%, 回落4.2个百分点; 水泥-4.7%, 回落5.1个百分点; 乙烯4.6%, 回落0.9个百分点; 十种有色金属8.8%, 回落1.3个百分点; 汽车-9.9%, 回落18.5个百分点; 工业机器人0.3%, 回落14.1个百分点; 集成电路-15.2%, 上升11.5个百分点; 整体高技术制造业增加值11月同比为2.0%, 较10月回落8.6个百分点。

图5: 11月大多数产品产量增速均下行



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 11月集成电路产量同比明显回升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

根据工业增加值定基指数可以计算得到11月定基指数环比为3.5%, 明显低于2017-2021年同期均值5.5%。由此可见2022年11月工业生产景气度偏弱。

图7: 历年10月工业增加值定基指数环比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 2022年11月国内服务业生产指数同比增速为-1.9%, 较10月继续明显回落2.0个百分点, 11月国内服务业表现仍偏弱。11月服务业生产指数同比增速仍明显低于2021年两年平均同比6.3%, 后续修复空间较大。

图8: 11月服务业生产指数同比继续下行至负值区间



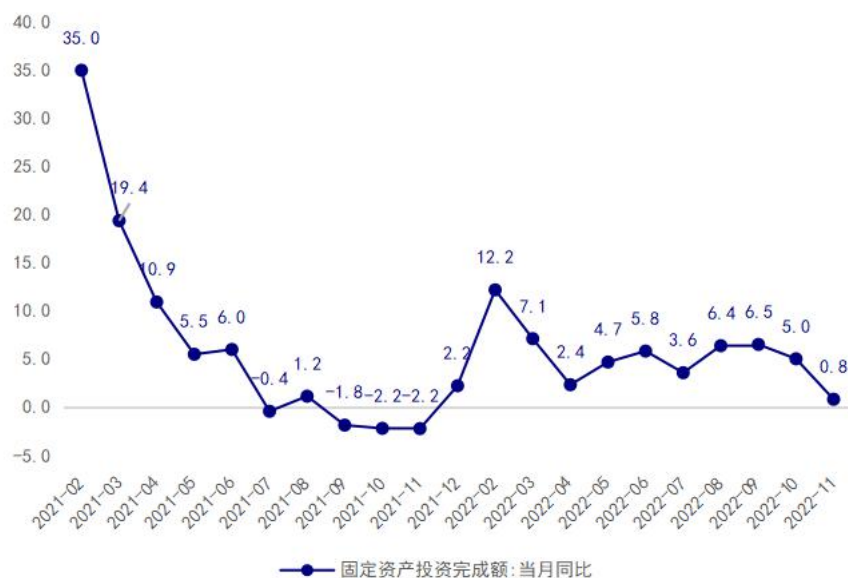
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资——投资增速继续下降

11月国内固定资产投资同比增速较10月继续明显回落, 环比低于2017-2021年同期水平, 整体看11月国内投资景气继续下降。11月固定资产投资当月同比增

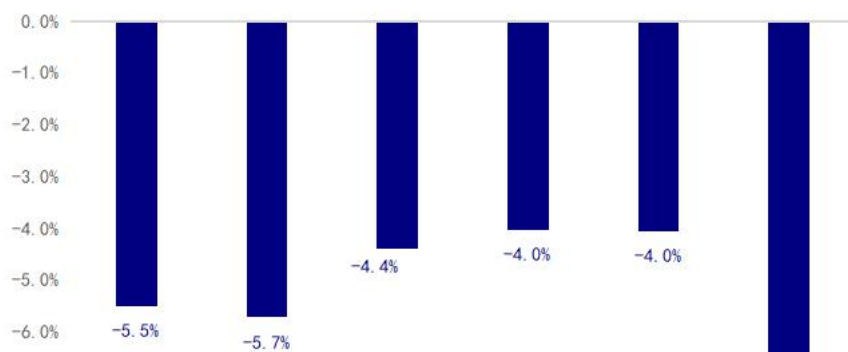
0.8%，较10月回落4.2个百分点。11月固定资产投资环比增速为-7.9%，低于2017-2021年同期环比均值-4.7%。

图9：11月固定资产投资同比增速明显回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图10：11月国内固定资产投资金额环比低于过去五年同期平均值



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_50323



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>