



宏观经济

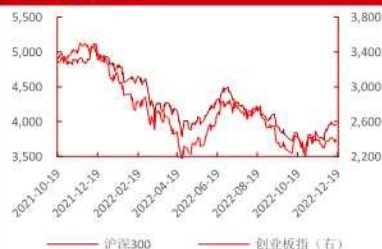
中性（短期）

看好（中长期）

市场数据（2022-12-19）

	上证综指涨幅（%）
近一周	-2.26
近一月	0.32
近三月	-0.27

股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

安青梁

职业证书编号：S0070121010012

电话：010-83991710

邮箱：anql@grzq.com

相关报告

《疫情下 10 月经济全线放缓，但防疫及地产政策出台后将迎积极变化》

20221117

《9 月经济环比复苏步伐加快，二十大后政策进一步明朗化》 20221017

《8 月经济维持弱复苏，后续仍需政策持续发力》 20220921

《7 月疫情及地产拖累经济放缓，下半年仍需政策进一步发力》 20220818

短期延续弱现实、强预期，明年疫情退散、政策发力推动经济复苏

—2022. 12. 20 宏观研究月报

投资要点

■ 本文主要从 11 月经济数据中归纳出以下几点：

一是疫情影响下，11 月经济延续放缓，出口下滑幅度加大，消费跌幅加深，地产投资持续下行，制造业投资相对仍有韧性，唯有基建逆势回升。

二是“新十条”后，感染人数激增，短期内经济仍将磨底，过渡期的特征就是弱现实、强预期，经济数据的重要性降低。

三是中央经济工作会议积极定调，将扩内需作为重点，政策持续发力下，预计明年经济将整体回升。

■ 11 月经济情况概览

11 月经济数据来看，受疫情影响整体数据仍一般，生产受内外需走弱影响表现不佳，出口下滑幅度加大，消费跌幅加深，地产投资持续下行，制造业投资相对仍有韧性，唯有基建逆势回升。11 月疫情防控政策还未放开，经济受影响仍较大，不过可以看到“新十条”之后，全国松绑，各地正在经受第一波感染，社会活力短期下降，经济在过渡期仍将磨底。延续之前的判断，过渡期的特征就是弱现实、强预期，经济数据的重要性降低，对明年经济的复苏持有较大信心。

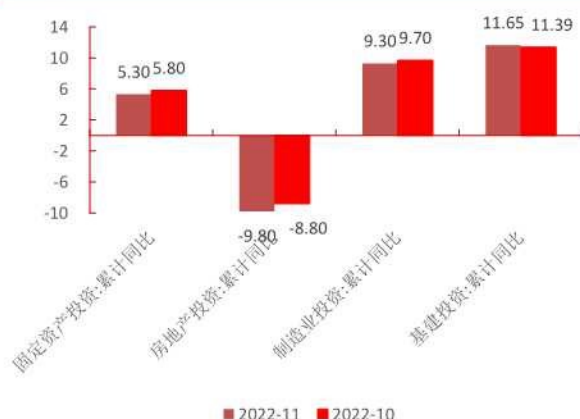
近期中央政策频出，中共中央、国务院共同发布《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，表明国家战略重心从供给侧改革转向扩大内需，消费的复苏迎来新动力；同时 12/15-16 中央经济工作会议也对明年经济积极定调，会议明确要求从改善预期、提振发展信心入手，将扩内需稳增长作为工作重点，通过实施积极的财政政策和稳健的货币政策，继续推进地产相关政策，支持平台经济，以开放促改革，围绕重点产业链，加快建设现代化产业体系，以此推动明年经济整体回升。因此，尽管短期恢复之路仍有曲折，但前途是光明的。

图 1 11 月经济数据一览（%）



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 2 固定资产投资分项累计同比（%）



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

■ 基建投资逆势增长为唯一亮点

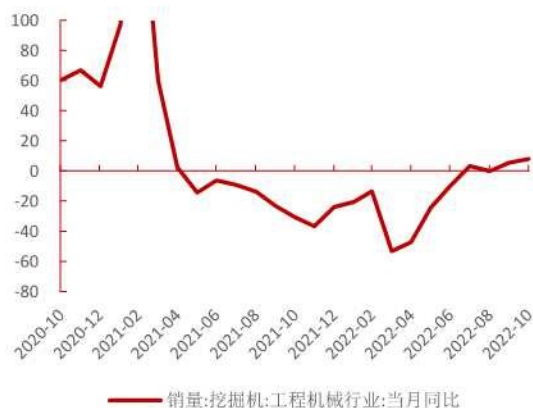
1-11 月基建投资累计增速 11.65%，前值 11.39%，11 月单月基建投资增长 13.91%，较前值回升 1.11 个百分点。基建仍是经济稳增长的主要抓手，后续基建政策有所持续发力。

基建增速提升，主要是交通运输、仓储和邮政分项带动。从基建三大分项中，水利、环境和公共设施管理业的投资累计同比从前值

12.6%下滑至 11.6%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计同比从前值 18.9%小幅增长至 19.6%；交通运输、仓储和邮政业投资累计同比从 10 月的 6.3%回升至 7.8%，边际变化最大，对基建投资增速回升形成支撑。

从资金面来看，5000 亿专项债结存限额资金的使用，是致使基建逆势回升最主要原因，因为这 5000 亿专项债结存限额投向以交通运输等传统基建项目为主。可以看到，PSL（抵押补充贷款）规模再创新高，11 月新增 PSL 为 3675 亿元，同时部分地区已下达 2023 年提前批专项债额度，随着明年初专项债加速发行落地，且后续政策性开发性金融工具仍有扩容空间，基建增速仍将维持韧性。

图 3 挖掘机销量同比持续抬升（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 4 基建投资逆势抬升（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 5 央行月投放 PSL 规模再创新高（亿元）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 6 交通、仓储和邮政业为基建边际主要支撑（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

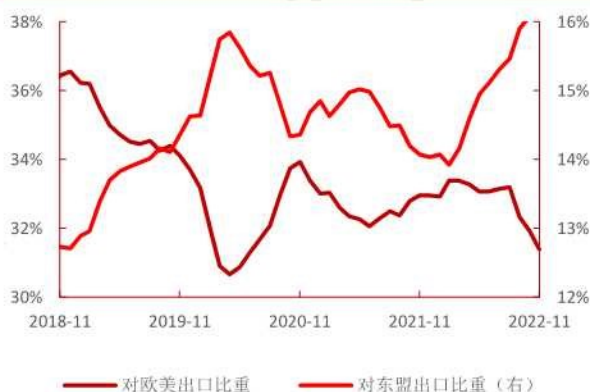
■ 外需下滑带动制造业投资小幅放缓，但仍有韧性

11月出口（以美元计价）同比降8.7%，预期降1.5%，外需下滑下，出口增速降幅扩大。出口回落延续对制造业投资的拖累，数据上可以看到，1-11月制造业投资累计增速9.30%，前值9.70%，11月单月同比6.20%，前值6.88%。

从出口产品看，几乎所有分项同比全线下滑，唯一的亮点是汽车同比增速为113.1%，这也表明我国以新能源汽车为主的汽车产业升级对外贸促进作用明显。从出口国别来看，11月我国对美国、欧盟、东盟地区出口分别同比增长-25.4%、-10.6%、5.2%，增速较10月分别下滑12.9、1.7、15.1个百分点，其中对美国及欧盟出口大幅回落是主要原因，值得注意的是，对东盟出口仍保持正增长，主因今年初RCEP（区域全面经济伙伴关系协定）生效，关税减让及贸易便利化降低了中国与东盟开展贸易合作的成本。

外需下滑及国内经济仍较弱下，制造业投资小幅下滑但仍有韧性。制造业投资中，受出口下滑影响，可以看到化学原料及化学制品、专用设备、计算机通信及其他电子设备制造业投资增速均较前值有所下滑，但电器机械及器材制造业则在2000亿元设备更新改造专项再贷款政策发力下有所提升。可以看到高技术制造业11月累计同比增长为23%，仍是制造业主要支撑项。

图7 东盟在我国出口比重中不断抬升（%）



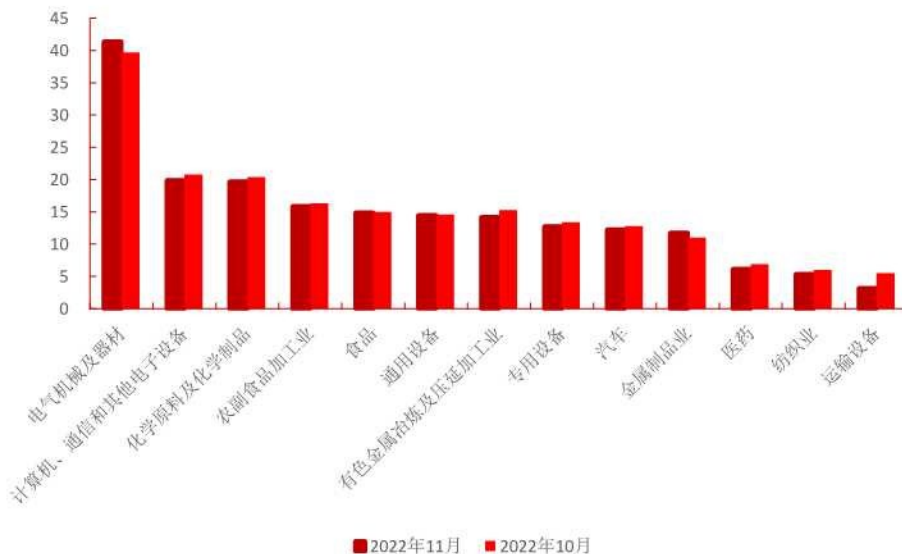
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图8 高技术制造业为主要支撑（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 9 出口下滑带动制造业投资分项回落，电气机械则在更新设备政策下高位提升（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

后续来看，11月摩根大通全球制造业PMI降至48.0%，已连续四个月处于收缩区间，同时美、欧、日等发达经济体PMI制造业指数均降至荣枯线以下，也可以看到作为全球宏观经济的晴雨表，韩国11月出口增速为-14.0%，降幅较上月扩大8.3个百分点。后续随着欧美经济进一步放缓甚至衰退，出口将延续承压。制造业投资也将持续受到负面影响，但预计明年制造业在政策支撑下仍将有韧性。

■ 地产投资进一步下滑，各分项数据延续回落

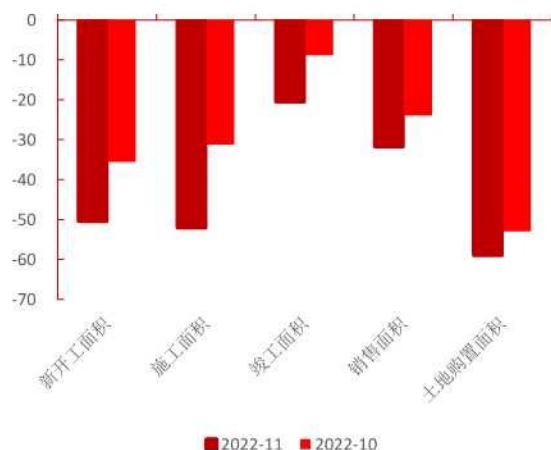
1-11月地产投资累计增速-9.80%，前值-8.80%，11月单月同比-19.89%，前值-16.08%，地产仍是投资的主要拖累，同时地产销售仍延续回落，11月地产销售面积单月同比由10月的-23.32%回落至-32.84%。

地产各分项数据全面下滑，疫情扩散对建筑施工产生一定影响，11月新开工面积当月同比-50.40%，施工面积当月同比-51.98%，竣工面积当月同比-20.49%，分别较10月回落14.8、20.7和11.6个百分点，同时销售延续回落，房企回款困难，房地产开发资金来源同比还从-24.7%进一步下行至-25.7%，其中国内贷款同比降幅还扩大了0.3个百分点，可见自身基本面如果不好，从授信到“真金白银”支持还

有一个过程。整体回款困难下，11月土地购置面积当月同比-58.89%，也较前值回落5.89个百分点。

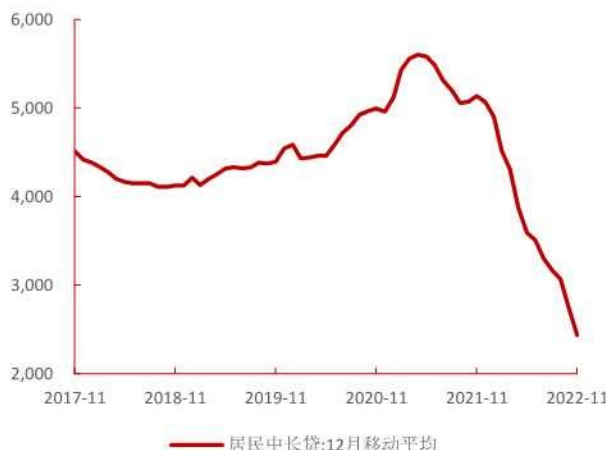
11月地产投资进一步下滑，一方面是因疫情对房地产销售和施工形成一定压制，另一方面也和房企融资政策松绑到实际见效需要时间有关。随着疫情脉冲式影响趋弱，后续民营房企融资难的边际好转，“保交楼”要求下房地产对中国经济的拖累或将趋弱，叠加稳地产政策还可能进一步放松，政策效果将逐步显现，预计2023年地产景气有望逐步企稳修复。

图 10 11 月地产相关数据全线下滑（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 11 居民中长贷延续下滑（亿元）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 12 12 月以来地产销售有所回暖但仍低于往年同期（万平方米）

30 大中城市商品房成交面积：7 日移动平均



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_50481

