



宏观研究

【粤开宏观】前期政策纠偏效果初显，经济仍在寻底之中：11 月经济数据解读

2021 年 12 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进、原野、徐凯舟

近期报告

《【粤开宏观】排头兵的“优”与“忧”——广东 122 个区县财政经济地图与发展不平衡体现》2021-11-30

《【粤开宏观】破旧立新的“5 时代”：2022 年中国宏观经济展望》2021-12-05

《【粤开宏观】稳增长重回政策首要目标：政治局会议释放十大信号》2021-12-06

《【粤开宏观】专项债投向以及存在的问题：回顾、反思与 2022 年展望》2021-12-07

《【粤开宏观】明年经济工作定调：中央经济工作会议》2021-12-10

事件

11 月规模以上工业增加值同比增长 3.8%，预期 3.7%，前值 3.5%；

1-11 月固定资产投资同比增长 5.2%，预期 5.3%，前值 6.1%；

1-11 月房地产开发投资同比增长 6.0%，前值 7.2%；

11 月社会消费品零售总额同比增长 3.9%，预期 3.6%，前值 4.9%。

风险提示：疫情变化超预期、美联储政策收紧超预期



目 录

一、前期政策纠偏效果初显，工业生产加快，地产销售、竣工反弹；但经济下行压力仍大，疫情冲击消费回落，项目不足基建下滑	3
二、工增：出口强劲、设备投资走强、保供稳价，生产加快	4
三、消费：餐饮消费再度中断，商品消费缓慢复苏	5
四、制造业投资继续回升，房地产销售竣工反弹，基建投资仍未发力	6
1、房地产投资：销售、新开工、施工、竣工出现弱企稳迹象	6
2、基建投资仍未发力	7
3、制造业投资：终端需求带动装备制造、消费品制造投资走强	8

图表目录

图表 1：11 月工业生产、制造业投资回升，消费、房地产、基建投资下滑	4
图表 2：11 月规模以上工业增加值两年平均增速较 10 月回升 0.2 个百分点	5
图表 3：商品消费保持韧性，餐饮消费再度下滑	6
图表 4：房地产各项指标边际好转	7
图表 5：基建投资持续下滑	8
图表 6：1-11 月制造业投资两年平均增长 4.3%，高于 1-10 月 0.5 个百分点	8



一、前期政策纠偏效果初显，工业生产加快，地产销售、竣工反弹；但经济下行压力仍大，疫情冲击消费回落，项目不足基建下滑

1、我们在点评 10 月经济数据时指出：当前中国经济正处于从政策底到经济寻底的过渡阶段。11 月的经济数据显示：政策纠偏效果部分显现，但经济惯性下行压力仍大，尚未触底。

“政策底”已过，稳增长上升，进入政策呵护经济阶段。1) 12 月中央政治局会议和中央经济工作会议对形势的判断更加严峻，提出了当前面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，重提“六稳”“六保”，稳字当头，要求政策发力适当靠前，提前应对下行压力。2) 12 月 6 日，中国人民银行宣布全面降准 0.5 个百分点，12 月 7 日又下调了支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点。3) 12 月 13 日有媒体报道，2022 年提前批专项债额度已下达，可下达的最大额度为 2.19 万亿。4) 房地产方面，部分城市房贷利率下调，部分银行房贷额度有所松动、放款速度加快。

11 月经济在前期政策纠偏作用下出现局部向好迹象。1) 得益于出口强劲、保供稳价、供给约束政策纠偏，11 月规模以上工业增加值两年平均增长 5.4%，连续两个月回升。2) 1-11 月制造业投资两年平均增长 4.7%，继续稳步恢复。3) 房地产政策边际调整，满足房企合理融资和居民合理购房需求，11 月房地产销售、新开工、施工同比降幅收窄，房企加快竣工，竣工面积两年平均同比由负转正，从 10 月的-8.3%升至 9.1%。

经济短期下行压力仍大，等待政策发力。1) 受疫情反弹冲击，11 月社会消费品零售总额两年平均增长 4.4%，较 10 月回落 0.2 个百分点，其中餐饮收入增速由正转负，从 10 月的 1.4%降至-1.7%。2) 房地产势大力沉，11 月房地产投资仍在下行，两年平均增长 3.0%，较 10 月回落 0.3 个百分点。3) 受项目不足制约，基建投资未能如期反弹，1-11 月两年平均增长 1.6%，延续 7 月以来的下滑趋势。4) 11 月经济增长动能仍主要来自外需，内需动能不足。若未来出口回落，将进一步加大经济下行压力。

2、工业增加值：出口强劲、设备投资走强、保供稳价，生产加快。11 月规模以上工业增加值两年平均增长 5.4%，较 10 月加快 0.2 个百分点。一是机电、交运设备等中游行业生产有所回升，或受益于出口和国内设备工器具投资走强。二是保供稳价利好中下游行业生产。

3、消费：餐饮消费转为负增长，商品消费保持韧性，汽车、粮油等为拉动项，通信器材为主要拖累。11 月社会消费品零售总额两年平均增长 3.9%，较 10 月下滑 0.2 个百分点。一是受疫情多点散发等因素影响，餐饮消费再度中断，两年平均增速转负。二是商品消费仍具韧性，两年平均增速较 10 月提升 0.3 个百分点。其中，汽车消费随着芯片短缺缓解提振，粮油、饮料等消费随下游价格上涨有所回升；通讯器材是主要拖累项，或由于苹果手机去年在 11 月上市销售，导致去年的高基数。

4、房地产投资：销售、新开工、施工、竣工出现弱企稳迹象。11 月房地产开发投资完成额两年平均增速为 3.0%，较上月下滑 0.3 个百分点，连续 7 个月下降。销售面积、新开工面积、竣工面积、施工面积的两年平均增速分别较上月回升 3.1、7.5、17.4 和 7.2 个百分点。一是居民房贷放松，释放了部分积压需求，拉动销售回暖。二是开发贷加速投放，房企在银行间市场发债导致其资金端修复，但土地购置面积仍低迷，新开工、施工底部并不牢固。三是保交房等底线要求下，竣工大幅回升。

5、基建投资仍未发力。1-11 月基建投资两年平均增长 1.6%，较 1-10 月下滑 0.3 个百分点。2021 年专项债的发行已基本进入尾声，11 月底基本已完成 95%，然而缺项



目的情况短期尚未缓解。明年来看，基建发力仍然值得期待，但幅度有限，预计全年增速在 4% 左右。

6、制造业投资：终端需求带动装备制造、消费品制造投资走强。1-11 月制造业投资两年平均增长 4.3%，较 1-10 月加快 0.5 个百分点。装备领域，交运设备、电子、电气、汽车制造投资回升，主因机电产品出口走强、汽车芯片短缺缓解。消费品领域，农副产品加工、食品制造、纺织、医药投资受终端需求上升带动。

图表1：11 月工业生产、制造业投资回升，消费、房地产、基建投资下滑

两年平均同比增速（%）	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07
工业增加值（当月）	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6
固定资产投资（累计）	3.9	3.8	3.8	4.0	4.3
制造业投资（累计）	4.3	3.8	3.3	3.3	3.1
房地产投资（累计）	6.4	6.7	7.2	7.7	8.0
基建投资（累计）	1.6	1.9	2.0	2.3	2.7
社会消费品零售总额（当月）	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6

资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、工增：出口强劲、设备投资走强、保供稳价，生产加快

11 月规模以上工业增加值同比增长 3.8%，两年平均增长 5.4%，较 10 月加快 0.2 个百分点。其中，制造业、电热燃水生产和供应业两年平均增速分别从上月的 5.0%、7.5% 回升到 5.3%、8.2%，采矿业两年平均增速从 4.7% 下降到 4.1%。

一是机电、交运设备等中游行业生产有所回升，或受益于出口和国内设备工器具投资走强。11 月中游行业表现较好，电气、电子、交运设备行业增加值回升明显，两年平均增速高于上月 2.3、2、0.3 个百分点，工业机器人、微型电子计算机、智能手机产量两年平均增速从上月的 23.8%、14%、0.8% 提高到 29.8%、16.1%、6.8%。外需方面，11 月美、欧、东南亚等地经济活动持续恢复，我国出口总额、工业出口交货值两年平均增速高于上月 2.5、2.9 个百分点，其中计算机、手机、音视频设备、集成电路出口实际增速较上月明显提升。内需方面，国内设备工器具投资回升或带来中游产品需求提升。1-11 月固定资产投资两年平均增速较 1-10 月回升 0.1 个百分点，其中设备工器具投资回升 0.2 个百分点。

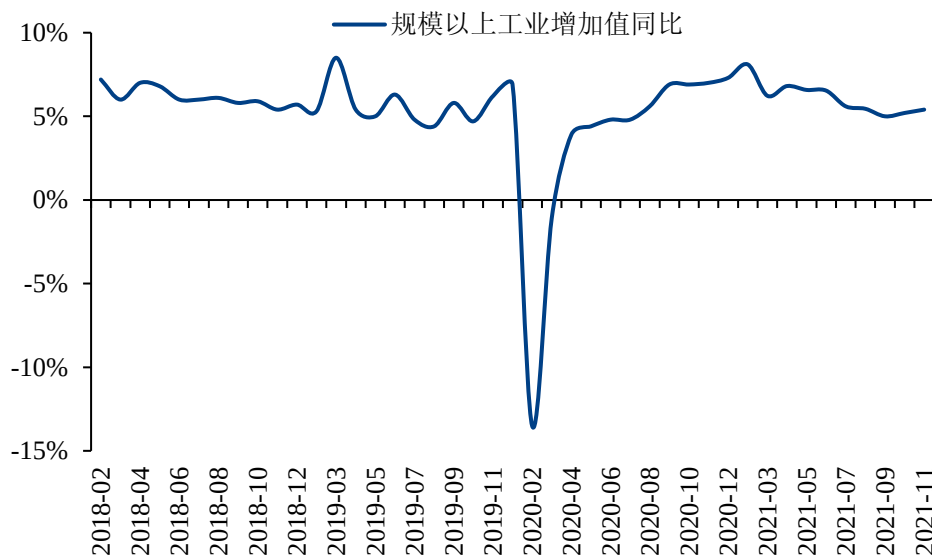
二是保供稳价利好中下游行业生产。10 月中旬以来，有关部门有效统筹煤电油气保障和供应，上游大宗商品价格由涨转跌。其中，采煤业、铁矿业 PPI 领跌，11 月环比分别下降 4.9%、6.3%。流通领域价格数据显示，煤、钢、有色、化工等领域产品价格环比下降，钢铁主要品种价格降至二季度以来低位。在价格下降的同时，能源等部分行业产量不减反增，对工业生产企稳回升提供了支撑。11 月原煤产量、火发电量、原油加工量两年平均增速好于上月 0.3、0.1、2.9 个百分点。此外，PTA 开工率较 10 月明显回升，化纤产量两年平均增速较上月提高 1.8 个百分点。

但是，政策性限产、降价等因素影响下，钢铁等一些上游行业生产走弱。11 月，钢铁行业增加值两年平均下降 1.3% 且连续 3 个月负增长，钢产量两年平均增速低于上月 1.2 个百分点，唐山钢厂高炉开工率由上月月均的 54% 降至 45%，明显低于历史同期开工率。严格的减碳减排、压减产量两个政策因素与价格下降的市场因素或将持续压制钢



铁工业生产。自 11 月中旬开始，京津冀钢铁行业开始实施错峰生产，通知要求错峰生产比例不低于上一年同期粗钢产量的 30%，措施将持续至明年 3 月 15 日。有色、建材、化工增加值两年平均增速分别较上月下降 1、0.7、0.7 个百分点，或同样与减碳减排、产品价格下降等因素有关。

图表2：11 月规模以上工业增加值两年平均增速较 10 月回升 0.2 个百分点



资料来源：Wind、粤开证券研究院，注：2021 年为两年平均增速

三、消费：餐饮消费再度中断，商品消费缓慢复苏

11 月社会消费品零售总额两年平均增速为 3.9%，较上月小幅下滑 0.2 个百分点。

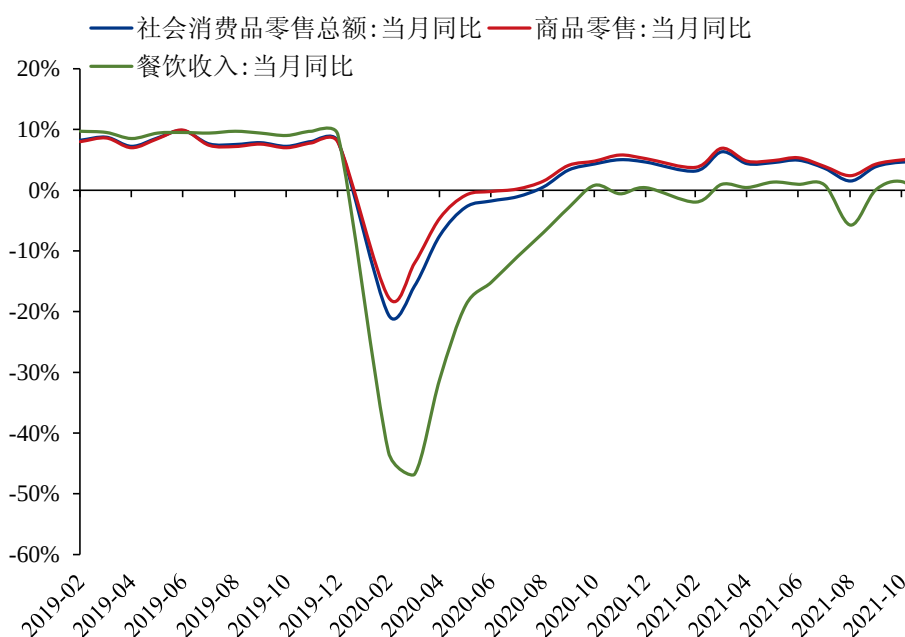
第一，受疫情多点散发等因素影响，餐饮消费再度中断。两年平均增速为-1.7%，较上月下滑 3.1 个百分点。

第二，商品消费仍具韧性。11 月商品零售两年平均增速为 5.3%，较 10 月提升 0.3 个百分点，16 个公布数据的品类中有 11 个两年平均增速较上月提升。其一，汽车类消费回升。11 月中汽协、乘联会乘用车销量增速降幅收窄，说明终端需求在改善；与此同时，随着芯片短缺的影响逐步减弱，供给开始恢复。中汽协表示，汽车经销商开始加大补库，为春节前消费旺季做准备。其二，粮油、饮料等消费随下游价格上涨有所回升。其三，通讯器材成为主要拖累项，或由于苹果手机去年在 11 月上市销售，导致去年的高基数。

第三，预计今年底明年初消费还具有一定的复苏空间。12 月 8 日，国家发改委提出“鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代。”12 月 11 日，统计局局长宁吉喆表示，2022 年必须充分挖掘国内需求的潜力，其中包括落实好提振汽车、家电等大宗消费的相关举措。相关政策有望对今年底明年初的消费产生提振，尤其是家具类、汽车类。



图表3：商品消费保持韧性，餐饮消费再度下滑



资料来源：wind、粤开证券研究院（两年平均值）

四、制造业投资继续回升，房地产销售竣工反弹，基建投资仍未发力

1、房地产投资：销售、新开工、施工、竣工出现弱企稳迹象

11月房地产开发投资完成额两年平均增速为3.0%，较上月下滑0.3个百分点，连续7个月下降。销售面积、新开工面积、竣工面积、施工面积的两年平均增速分别较上月回升3.1、7.5、17.4和7.2个百分点。

第一，销售面积出现弱企稳态势。如我们在2022年经济展望中所述，政策边际放松下，销售面积将率先回暖。一是居民房贷确定性放松，释放了部分积压需求，11月个人住房贷款增加4013亿元，较10月多增532亿元。二是需求较供给对政策更敏感，政策底之后，销售通常较快回暖，率先触底回升，而开工、施工、投资拐点则有一定滞后。三是销售周期性波动程度趋于下降，量价失速下跌的可能本身并不大。**只是目前看，企稳速度似乎快于预期，需进一步观察房地产税落地对居民购房意愿的影响，以及落地后二手房对新房可能的挤压。**

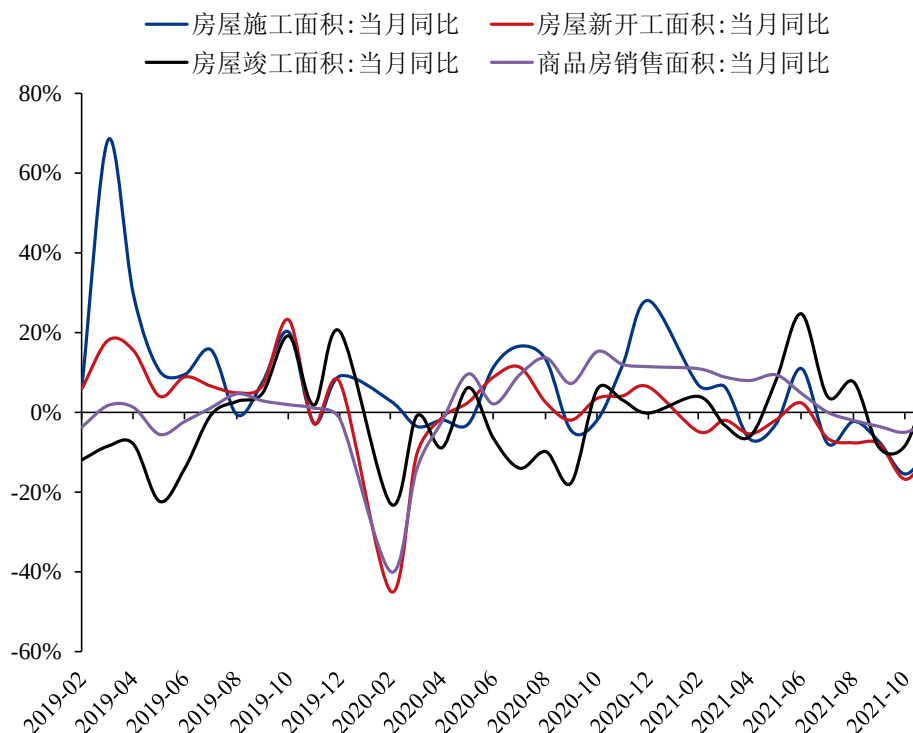
第二，新开工、施工降幅收窄，但大概率出现二次探底。新开工、施工回升主要由于政策趋向宽松对房企资金端产生修复。一是开发贷投放加速；二是11月以来大量房企在银行间市场发行债务融资工具；三是近期并购专项信用工具落地。12月8日证券时报消息显示招商蛇口等企业拟在银行间债市注册发行并购票据，募集资金用于房地产项目的兼并收购。然而，土地端仍然未见回暖，将对后续的新开工、施工产生一定制约，即房企没地用于新开工。1-11月房企土地购置面积两年平均增速为-8.2%，较上月进一步下滑1个百分点，由此我们认为新开工、施工的回暖并不稳定。

第三，保交房底线要求下，竣工面积同比增速大幅回升，当月同比两年平均增长



17.4%。

图表4：房地产各项指标边际好转



资料来源：wind、粤开证券研究院（两年平均值）

2、基建投资仍未发力

1-11月，基建投资增速两年平均为1.6%，较1-10月回落0.3个百分点。2021年专项债的发行已基本进入尾声，11月底基本已完成95%，然而缺项目的情况短期尚未缓解。

明年来看，基建发力仍然值得期待。中央经济工作会议明确强调“基础设施建设要适度超前”。超前基建的主要意图在于稳投资，扩大有效投资，实现稳增长、补短板、优化供给结构的作用，超前基建能够提高生产效率。目前可能更多投向新基建以及智慧城市、地下管廊等领域，以提高应对突发的极端自然灾害和提高大城市管理能力。

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_31223

