

11 月经济数据点评

——经济的趋势回暖仍需等待

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2021 年 12 月 16 日

内容提要

房地产投资数据止跌、制造业投资回暖，进而推动工业增速小幅上行。量价数据显示能耗双控政策维持偏严。

往后看，尽管房地产融资政策出现转折，但房地产新开工、投资数据的趋势回升仍需时间，消费、制造业投资的恢复相对温和，基建有望从明年发力，经济的反转仍需等待。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、经济的趋势回暖仍需等待

11 月工业增加值同比 3.8%，两年复合同比 5.4%，连续两月小幅抬升 0.2 个百分点。

从三大门类看，制造业和公用事业同比增速分别较上月上升 0.3 个和 0.7 个百分点，而采矿业则下滑 0.6 个百分点。

从已公布的行业数据看，医药、电气机械、计算机、通信设备等中下游行业表现较强，而金属制品、有色金属冶炼、非金属矿物制品等偏上游行业延续了四季度以来的弱势。

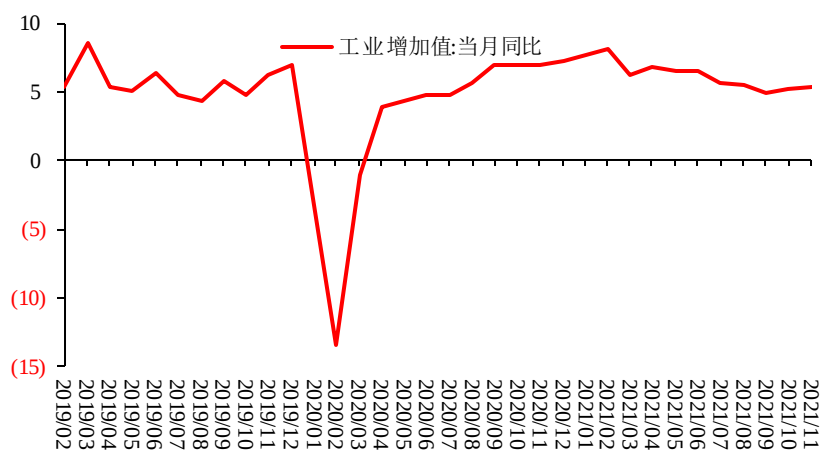
物量数据的表现类似，粗钢、水泥、焦炭、铁矿石产量增速持续下降，而原煤产量增速在 10 月转正后，本月上行 0.4 个百分点。

价格层面，11 月 PPI 环比增速为 0，较上月大幅下滑 2.5 个百分点。南华工业品指数明显走弱。

结合量价数据来看，此前工业上游与中下游走势分化演绎至极致的局面在 11 月开始反转。能耗双控政策维持偏严，房地产投资数据止跌、制造业投资回暖，进而推动工业增速小幅上行。

往后看，伴随房地产融资政策出现转折，房地产新开工、投资数据的趋势回升或许仍需时间，消费、制造业投资的恢复相对温和，基建有望从明年发力，经济的反转仍需等待。

图1: 工业增加值当月同比, %



数据来源: Wind, 安信证券; 2021 年使用 2 年复合同比

11 月固定资产投资两年复合增速 14.3%，较 10 月大幅上行 9.9 个百分点，这与去年同期投资数据中的“其他项”异常波动有关。而从单月同比看，11 月固投增速为-2.4%，较上月回升 0.5 个百分点。

拆开来看，制造业投资的上行以及房地产投资的止跌，对冲了基建投资的下行。

11 月基建投资（含电力）两年复合增速为-0.9%，较 10 月下滑 2 个百分点。尽管四季度以来财政部敦促加快地方政府专项债的发行速度，但形成实物工作量的滞后性、以及对隐性债务约束的持续存在，使得基建投资增速下半年以来围绕 0% 附近波动。未来随着稳增长措施的出台落地，基建投资可能在明年初开始反弹，但幅度预计较为温和。

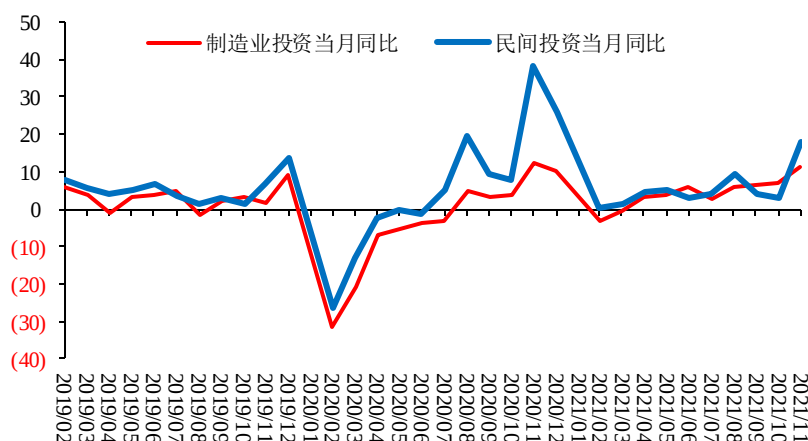
11 月制造业投资两年复合增速为 11.2%，较上月大幅上升 4.3 个百分点；在高基数的影响下，当月同比增速与上月持平，显示环比增长在提速。民间投资的表现类似。

根据已经公布的数据，11 月医药制造业、计算机、通信和其他电子设备、运

输设备制造业等行业涨幅居前，通用设备、金属制品等行业表现偏弱，这与工增数据行业层面的表现类似。

往后看，稳增长政策的陆续出台，企业经济预期的改善，以及明年疫情冲击的缓解，将推动制造业投资上行。

图2：制造业投资和民间投资同比，%



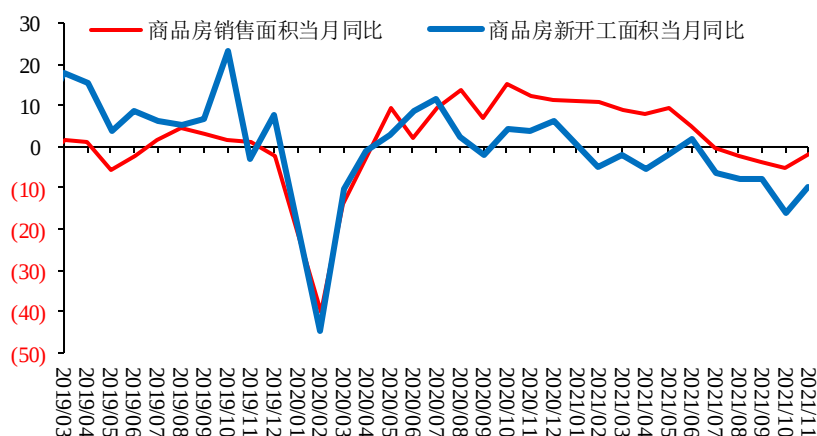
数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

11月房地产投资两年复合增速3.1%，较上月小幅回升0.1个百分点。而地产销售和新开工面积增速仍然为负，但较上月分别回升3.2个和6.5个百分点。

尽管对房地产行业债务去化的政策方向没有改变，但伴随一系列融资政策的放松，房地产行业的流动性危机得到控制，市场从无序出清转为有序出清。在此背景下，房地产各项数据此前加速下滑的状态出现缓和，这表明房地产行业的至暗时刻已经过去。

往后看，房企在短期仍然面临着债务集中到期的压力，在中长期面临着高周转高杠杆商业模式转型、以及需求见顶的压力，其对宏观经济的影响总体仍偏拖累。

图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%

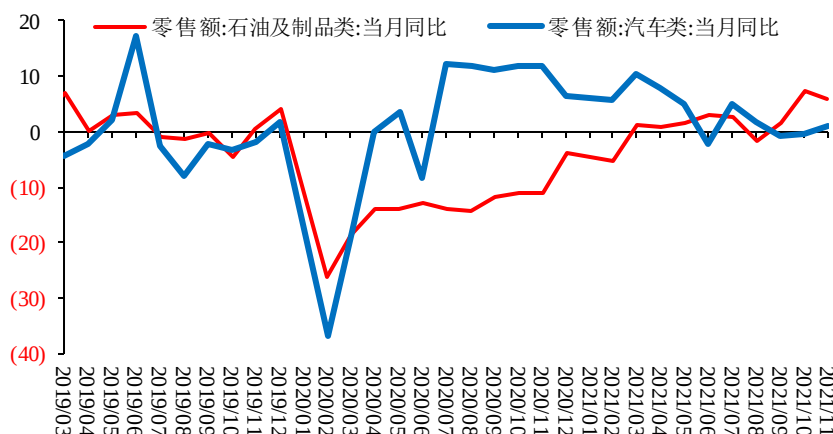


数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

11月社会消费品零售两年复合名义增速4.4%，较上月小幅回落0.2个百分点，但四季度以来的中枢表现好于三季度。

分类别看，限额以上企业零售上升，限额以下企业零售回落。分品类看，汽车、化妆品、文化办公用品等表现较好，烟酒、纺织、石油制品等表现偏弱。

图4：石油和汽车零售额同比，%

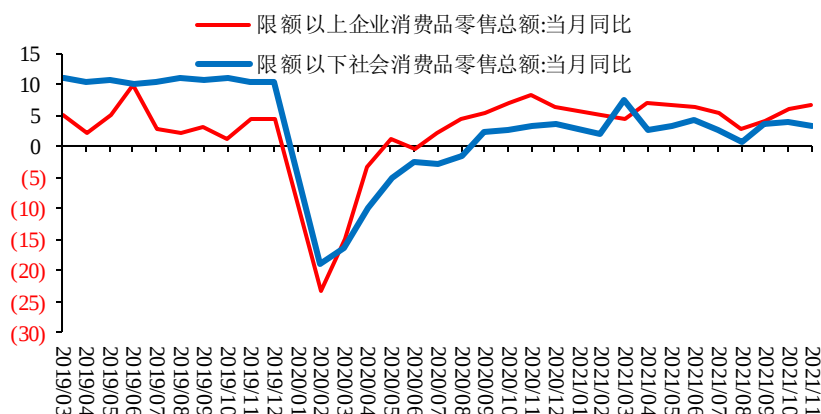


数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

考虑到传染性更强的 Omicron 变异毒株对疫情防控的压力，我国居民部门消费倾向在四季度可能仍受到明显抑制，社零增速将在比疫情前更低的中枢水平波动。

但往后看，随着疫情逐渐向流感化的方向演变，防疫措施可能出现边际转松，而稳增长基调下的促消费政策可能也会促使社零增速出现回暖。

图5：社会消费品零售当月名义同比：限额以上 V.S. 以下，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用 2 年复合同比

总体而言，11 月经济数据总体出现小幅回升，房地产投资数据止跌、制造业投资回升，消费和基建投资仍然偏弱，经济回暖的趋势尚不明确。伴随稳增长政策的出台，明年整体经济增速有望回到 5% 以上，而经济运行的节奏主要取决于政

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_31304

