

宏观点评报告

2021 年 12 月 15 日

“稳增长”措施缓慢见效 经济低位 平稳

2021 年 11 月经济数据点评

核心内容:

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

- **“稳增长”措施缓慢见效 经济低位平稳** 11 月份经济增长相对平稳, 政策处于相对平缓期, 见效需要时间。3 季度 GDP 快速下滑, 跌破了潜在增长率水平, 8 月份变种病毒冲击、7-8 月低迷的生产以及 9 月份限产限电的影响使得经济增速下降。面对这种情况, 政策对疫情仍然严控, 同时全力保障电力生产, 以动力煤为首的大宗商品价格回落, 生产成本暂时有所下滑。房地产的限制有所放开, 但是是有节制的放开, 基建投资的恢复也显得较为缓慢, 经济的刺激政策不再是大鸣大放, 经济未来恢复速度可能偏缓。
- **工业生产稍有反弹, 制造业仍然低迷** 工业增加值同比和环比增速均有反弹, 但是仍然处于低位, 生产有所恢复但恢复速度偏缓。11 月份制造业有所恢复, 出口相关行业仍然在拉动制造业, 医药、计算机电子通讯行业生产景气度处于高位, 电气机械、通用设备生产上行, 出口订单较高的食品和农副食品行业上行。受到双控影响的煤炭、钢铁行业生产继续回升。我国工业生产暂时表现较为低迷, 出口拉动未来会逐步减弱, 房地产产业链的低迷也压制着工业生产, 预计工业生产明年 2 季度才会有所恢复。
- **新冠疫情继续影响消费增速** 居民社会零售品消费总额增速低于预期, 实际消费增速快速回落。电子通讯器材消费增速快速下行, 这是去年高基数的压制。石油产品受到油价回落的影响消费速度有所回落。汽车消费仍然处于低位。11 月份消费的低迷也与严控新冠疫情有关, 餐饮消费增速-2.7%, 自 8 月份后再次回到负增长。
- **基建仍然偏缓, 制造业高位走低, 房地产投资出现回暖迹象** 固定资产投资继续回落, 并没有太大的改善。制造业投资高位下滑, 房地产投资持续回落, 基建投资反弹途中有反复。制造业投资受到工业利润下滑的影响回落, 制造业投资可能在未来会缓慢下行。房地产投资继续下滑, 但 11 月份土地成交、房地产新开工、商品房销售额和销售面积显示出低位反弹信号, 房地产有小幅回暖, 但其全面回升要等到 2022 年 2 季度。基建投资低位下滑, 中央经济工作会议上明确基建投资要开始发力, 基建投资未来会持续上行。
- **政策进入友好期** 未来 1-2 个季度稳增长措施占主要位置, 积极的财政政策和货币政策都可以期待。影响经济运行的各种措施会缓慢实施, 例如“双减”政策, 未来一段时间进入政策友好期。
- **可能看不到经济剧烈的回升** 由于稳增长中稳定是主要含义, 尤其是对房地产行业的基本原则仍然是“房住不炒”, 房地产市场平稳健康发展; 对碳中和碳达峰目标不动摇, 这就意味着稳增长措施可能看不到太激烈的指标变化。在稳增长措施下各项指标缓慢回升, 而回升至相对平衡的位置后, 政策回到调结构。

一、“稳增长”措施缓慢见效 经济低位平稳

11 月份经济增长相对平稳，政策处于相对平缓期，见效需要时间。3 季度 GDP 快速下滑，跌破了潜在增长率水平，8 月份变种病毒冲击、7-8 月低迷的生产以及 9 月份限产限电的影响使得经济增速下降。面对这种情况，政策对疫情仍然严控，同时全力保障电力生产，以动力煤为首的大宗商品价格回落，生产成本暂时有所下滑。房地产的限制有所放开，但是是有节制的放开，基建投资的恢复也显得较为缓慢，经济的刺激政策不再是大鸣大放，经济未来恢复速度可能偏缓。

11 月份工业生产继续上行，制造业小幅恢复。制造业中，出口行业的拉动上行，出口相关产业中医药和电子通讯行业生产仍然处于高位，通用设备和电气机械生产回升，食品和农副产品生产快速上行。“双控”的行业小幅回升，煤炭钢铁行业生产小幅上行。但是下游需求的压制、房地产投资持续走低以及圣诞出口季结束会压制生产回升，预计生产需要到 2022 年 2 季度才会回归常态。

居民社会零售品消费总额增速低于预期，实际消费增速快速回落。电子通讯器材消费增速快速下行，这是去年高基数的压制。石油产品受到油价回落的影响消费速度有所回落。汽车消费仍然处于低位。11 月份消费的低迷也与严控新冠疫情有关，餐饮消费增速-2.7%，自 8 月份后再次回到负增长。

固定资产投资继续回落，并没有太大的改善。制造业投资高位下滑，房地产投资持续回落，基建投资反弹途中有反复。制造业投资受到工业利润下滑的影响回落，制造业投资可能在未来会缓慢下行。房地产投资继续下滑，但 11 月份土地成交、房地产新开工、商品房销售额和销售面积显示出低位反弹信号，房地产有小幅回暖，但其全面回升要等到 2022 年 2 季度。基建投资低位下滑，中央经济工作会议上明确基建投资要开始发力，基建投资未来会持续上行。

政策层面已经转变，12 月的政治局会议和中央经济工作会议明确稳增长是政府工作的重点，财政政策保持积极，货币政策偏宽松。未来会看到货币政策的逐步宽松，继续降准和未来降息均有可能。另一方面，财政投入仍然处于低位，需要关注基建投资的力度。

可以明确地说，未来 1-2 个季度稳增长措施占主要位置，积极的财政政策和货币政策都可以期待。影响经济运行的各种措施会缓慢实施，例如“双减”政策，未来一段时间进入政策友好期。

另一方面，由于稳增长中稳定是主要含义，尤其是对房地产行业的基本原则仍然是“房住不炒”，房地产市场平稳健康发展；对碳中和碳达峰目标不动摇，这就意味着稳增长措施可能看不到太激烈的指标变化。在稳增长措施下各项指标缓慢回升，而回升至相对平衡的位置后，政策回到调结构。

二、工业生产稍有反弹，制造业仍然低迷

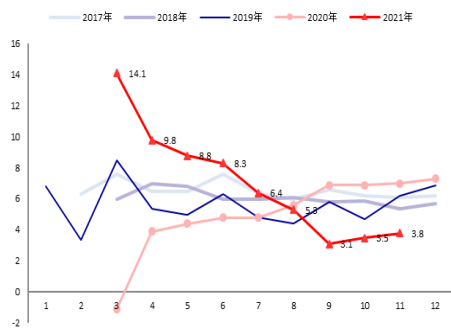
工业增加值同比和环比增速均有反弹，但是仍然处于低位，生产有所恢复但恢复速度偏缓。11 月份制造业有所恢复，出口相关行业仍然在拉动制造业，医药、计算机电子通讯行业生产景气度处于高位，电气机械、通用设备生产上行，出口订单较高的食品和农副食品行业上行。受到双控影响的煤炭、钢铁行业生产继续回升。我国工业生产暂时表现较为低迷，出口拉动未

来会逐步减弱，房地产产业链的低迷也压制着工业生产，预计工业生产明年2季度才会有所恢复。

11月份规模以上工业增加值同比增长3.8%，比上个月上行0.3个百分点，环比增长仅有0.37%。1-11月份，规模以上工业增加值同比增长10.1%。工业增加值环比稍有恢复，但仍然低于往年水平，同比有所回升，主要是制造业回升带来的，11月份全国生产稍有恢复，但仍然没有恢复至正常水平。

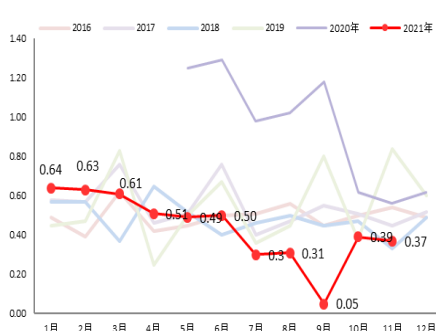
我国工业生产同比、环比小幅反弹。工业生产反弹的主要原因在于政策压制和能源限制的减缓，是对严苛政策的修正：（1）能源产品产量上行。原煤产量11月份达到3.7亿吨，在10月份3.5亿吨的基础上再次快速上行，日平均产量达到1236万吨；（2）能源以及原材料成本逐步回落，正常生产稍有修复。工业生产4季度可能低位平稳：（1）生产订单回落但不是消失，圣诞元旦需求会拉动生产回升；（2）生产停滞的过激行为得到一定程度的纠正，生产有所反弹；（3）房地产行业仍然顺势下行，预示着工业生产反弹有限；（4）从工业品产量上来看，钢铁、水泥、汽车、化纤等产品产量持续负增长，下游需求的低迷使得主要工业品产量下行。制造业面临的困难仍然较大，生产恢复至正常水平（5%-6%）仍然需要时间。预计信贷会在年末有所上升，房地产投资下滑仍然持续，工业生产的持续下滑可能会在4季度缓解，明年2季度工业生产才会恢复。

图1：工业增加值同比增速快速下滑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：工业增加值环比零增长（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

制造业和采矿业增速比上月小幅回升，电力、燃气及水的生产。采矿业生产稍有上行，对煤炭行业的生产鼓励带动了采矿业的走高。11月份制造业生产增速2.9%，比上个月上行0.4个百分点，制造业生产仍然较为低迷。采矿生产增速为6.2%，比上个月分别增长0.1%，水电燃气生产与上个月持平。我国对外出口保持平稳，11月份工业出口交货值同比增长12.6%，出口交货值13,855亿元，比上个月小幅上行。

图3：制造业快速下滑（%）

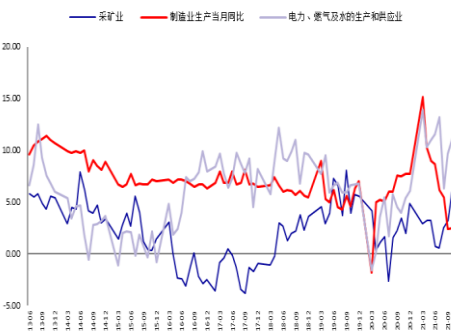
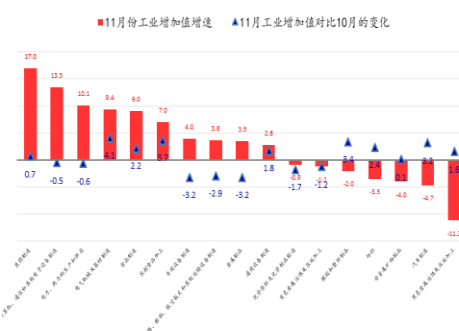


图4：生产增速当月同比（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从行业来看,医药制造行业的生产仍然处于较高的水平,计算机通讯电子设备制造业、电力热力的生产和供应以及电气机械及器材制造业生产增速较快。黑色金属延压、汽车制造、非金属矿物、纺织业生产仍然负增长。

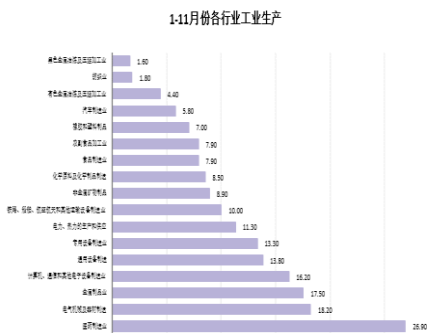
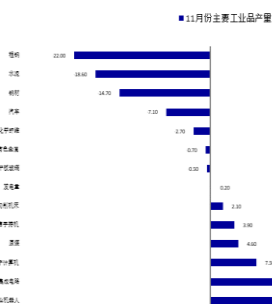
医药行业虽然生产处于高位,但其增速下滑速度较快,医药行业生产可能高位回落。计算机通信和其他电子产品、电力热力的生产供应处出现高位回落。受此影响专用设备生产回落。

11月份双控稍有放松,黑色金属压延和非金属矿物制品业稍有回暖。11月份汽车和橡胶和塑料制品生产低位回弹。11月份食品制造业和农副食品加工业生产上行。

出口相关产业景气度仍然较高。电气机械、通用设备生产上行,食品行业出口大幅增加,医药和计算机通信电子制造业生产增速处于高位。

图 5: 10 月主要工业品产量 (%)

图 6: 生产增速累计同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

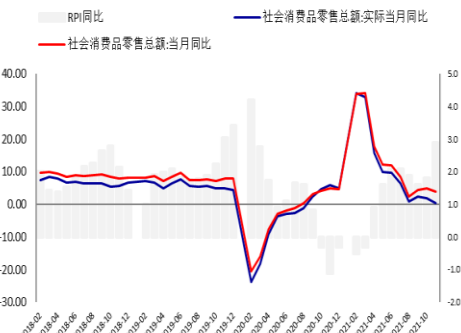
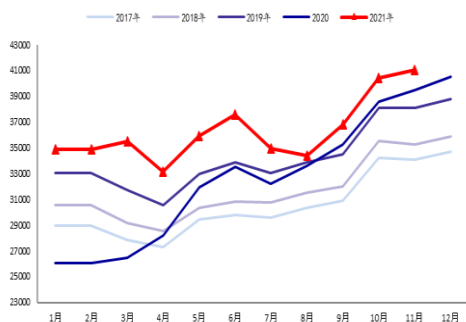
三、新冠疫情继续影响消费增速

社会零售品消费总额继续上行,11月份消费增速低于市场预期,新冠疫情继续影响我国消费。11月份原油、汽车消费稍显低迷,通讯器材消费增速受基数影响大幅下滑,其他商品消费者增速略显平稳。

11月份社会零售总额 41,043 亿元,增长速度为 3.9%,比上个月下行 1.0 个百分点,市场预期 4.7%;实际增速 0.5%,比上个月下行 1.4 个百分点。居民消费受到新冠疫情的影响,居民消费仍然较为低迷,同时物价下行也使得零售额回落。11月消费小幅超预期,商品消费上行,餐饮消费下降,新冠疫情对我国影响仍在。

图 7: 2021 年 11 月消费额上行 (%)

图 8: 消费额实际同比下滑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从居民收入和支出来看, 2021 年 3 季度城镇居民收入速度减缓, 支出同步下滑。与去年同期相比, 城镇居民收入增速增长 9.5%, 城镇居民支出增长 14.2%。城镇居民收入增长下滑, 对必需品和可选消费品的消费同步下滑。

11 月份可选消费和必选消费品增速均有所回落, 可选消费品回落速度仍然快于必选消费品。现阶段, 居民消费仍然偏保守, 疫情结束后居民消费才会缓慢恢复正常。

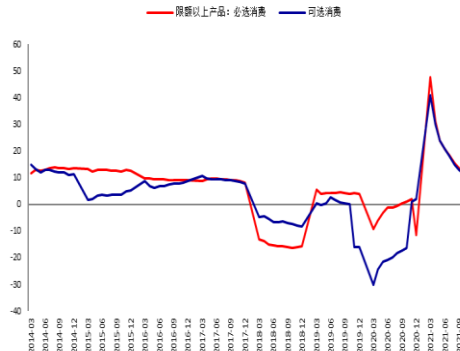
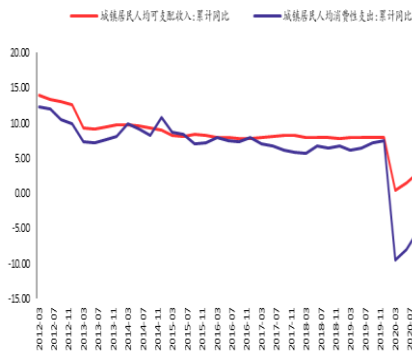
从行业来看, 11 月份汽车消费仍然下滑, 11 月份汽车消费额 3,777 亿元, 汽车消费额单月增速-9.0%。原油消费 11 月份快速上行, 原油价格处于高位, 原油消费额保持平稳, 11 月份石油及其制品消费增速 25.9%, 比上个月下行 3.4 个百分点。从人口增长的角度来看, 年内汽车消费额平稳, 2023 年才是汽车消费增长回升的第二起点。通讯器材消费单月快速下滑, 11 月份消费增长 0.3%, 比上个月下行 34.5 个百分点, 主要是去年 11 月份基数水平大幅上行。食品、日用品、药品消费增速回升。1-11 月份来看, 消费受到基数影响均有所反弹, 金银珠宝、建筑装饰材料回升较快, 文化办公用品消费较为强势, 食品和药品年内消费平稳。

11 月份新冠疫情对消费的影响仍然较为显著, 餐饮消费继续下滑。11 月份餐饮消费增速-2.7%, 比上个月下行 4.7 个百分点。

2021 年, 我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态, 由于居民收入水平和新冠疫情的影响, 消费的恢复速度偏缓。4 季度消费增速在 4.2%左右, 全年在 12.5%左右, 预计 2022 年消费增速在 4.5%左右。

图 9: 人均可支配收入和支出 (%)

图 10: 必选消费和可选消费 (%)

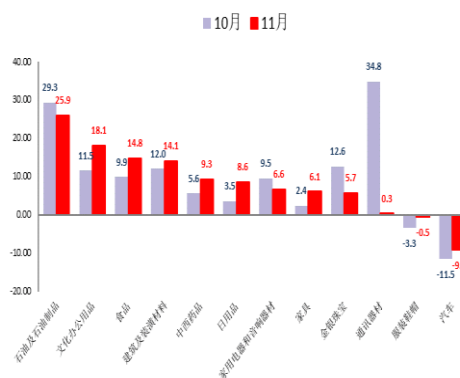
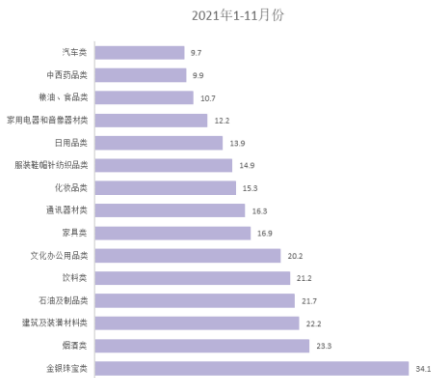


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 1-11 月份消费累计同比 (%)

图 12: 11 月份商品消费情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、基建仍然偏缓，制造业高位走低，房地产投资出现回暖迹象

2021年1-11月份投资下滑，投资额小幅不及预期。基建投资反弹受阻，房地产投资继续下行，制造业投资上行速度减缓。基建投资是经济稳增长的重点，明年1-2季度投资增速会逐步回升；房地产相关政策在9月末放松，房地产投资下滑速度在11月份有所减缓，单月来看房地产投资有小幅回暖；制造业投资受到利润影响有下行压力。11月份投资继续回落，基建投资上行速度缓慢，房地产投资继续下滑，制造业投资高位回落。

2021年1-11月份，固定资产投资额494,082亿元，同比增长5.2%，小幅低于5.4%的市场预期；比2019年同期增长7.9%，两年平均增长3.9%。11月份，房地产投资继续回落，基建投资增速再次下滑，制造业投资高位回落。

11月份固定资产投资额小幅回落，这种回落是季节性的。1-11月份民间投资281,027亿元，同比增长7.7%，而以实际投资额来看，1-11月份民间投资增速为1.05%。

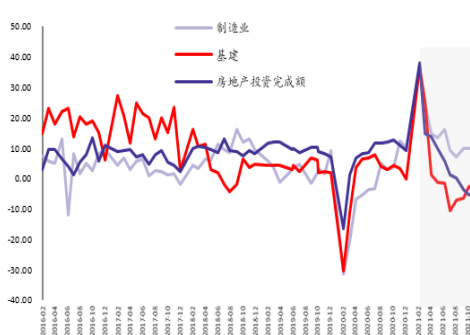
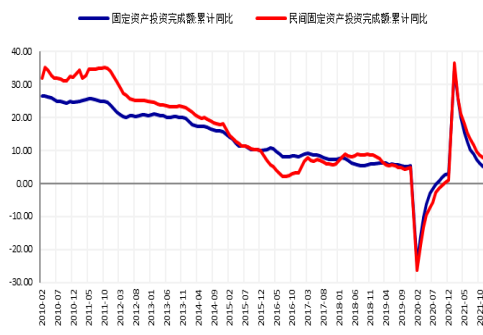
11月份单月制造业投资额2.47万亿，增速9.95%，高于2019和2020年水平，制造业投资小幅回升；1-11月份制造业投资增速13.7%，增速仍然处于高水平。10月份基建投资增加额1.44万亿，单月基建投资增速仍然负增长，投资增速-3.61%，比10月份的-2.63%下行1.09个百分点，基建投资再次回落；1-11月份基建投资增速0.5%，比上个月下滑0.5个百分点，基建投资转而回落。房地产投资下滑，单月投资额1.23万亿，比去年1.29万亿下行，当月投资增速仍然录得-4.3%，比上月的-5.4%上行1.10个百分点，房地产单月投资额继续负增长；1-11月份的累积投资增速6.0%，房地产投资增速预计在4季度持续下滑，但11月份下滑速度减缓。11月份其他产业投资大幅下滑，社会固定资产投资额本月依靠制造业推动。

固定资产投资增速逐步回落，11月份主要是有房地产投资下滑带动，基建投资低迷，制造业投资平稳。由于经济在4季度快速下滑，预计基建投资会2022年1、2季度形成实物资产，同时4季度房地产金融限制收缩，银行贷款下放速度会加快，房地产表现出了回暖迹象，预计固定资产投资增速会在2022年2季度止跌，与房地产止跌时间相似。虽然财政意图加大基建来维稳经济，但现阶段基建上升速度仍然偏缓，仍然小幅稳步的回升。

11月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的43.92%。房地产占比平稳，占总投资额的27.79%。基建投资占总投资额的28.08%，基建仍然没有投资高峰，反弹速度偏缓。其他产业行业投资额只占0.21%，民间投资低迷，疫情给各行业带来了负面影响，使得其他行业固定资产投资增速快速下滑。

图 13: 固定资产投资增速 (%)

图 14: 三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

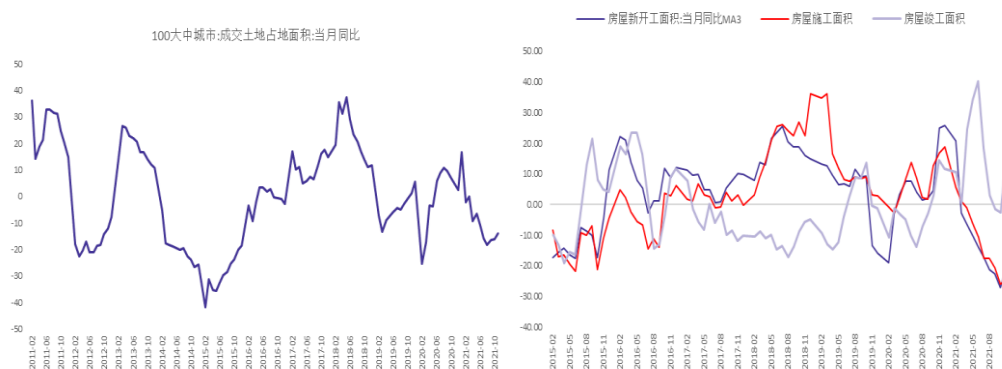
1、房地产投资小幅反弹

1-11 月份房地产总体投资增速继续走低, 但房地产单月投资增速有小幅回升。房地产市场调控已经见效, 商品房价格全面回落。10 月份对房地产金融信贷的部分开放逐步实施, 对房地产的管制有所放松。11 月份房地产新开工、土地出让面积、商品房销售面积和销售额都有触底反弹的迹象。4 季度房地产市场仍然会趋势性回落, 但房地产行业政策效果逐步显现。

1-11 月份房地产投资额 137,314 亿元, 比去年同期上行了 6.0%。2021 年 11 月份房地产单月投资增速-4.3%, 比上个月上行 1.1 个百分点, 房地产单月投资增速底部反弹。房地产行业受到金融、政策打压, 房地产开发商普遍面临资金困难, 整体行业资金情况仍然没有很大的反转, 但监管措施在逐步放开, 房地产单月投资可能会逐步回升。

图 15: 100 大中城市土地成交 (%)

图 16: 新屋开工小幅回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新屋开工和竣工面积虽然仍然在负增长, 但 11 月份显示处底部回升的态势, 竣工面积同时在加快。房地产保护措施主要保护在建项目, 连续下滑两个月的竣工面积回升, 同时房地产金融的小幅放松使得房地产开工面积也有小幅上行。1-11 月份新屋开工面积年增长率-9.1%, 比去年同期回落 1.4 个百分点; 施工面积 6.3%, 回落 0.8 个百分点; 竣工面积比 1-11 月份下滑 0.1 个百分点至 16.2%, 竣工面积单月回升, 并且仍然处于高位。房地产开工面积仍然负值增长, 但指标回升使得房地产持续下滑的状态有望在 1 个季度后有所缓解。施工面积保持相对平稳, 929 地产金融座谈会着重保障在建项目, 中央经济工作会议也对房地产合理循环给与支持。从土地流转来看, 11 月份 100 大中城市土地成交面积增速下行 13.93%, 比上月回升 1.97

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_31306

