

平淡的总量，凸显的结构

事件：

11月，规模以上工业增加值同比3.8%、前值3.5%，城镇固定资产投资累计同比5.2%、前值6.1%，社会消费品零售总额当月同比3.9%、前值4.9%。

点评：

■ **工业生产回升，并非指向经济见底，总量经济最差的阶段可能还没有看到**

工业生产小幅回升，主要缘于限电限产干扰减弱和能源供应的增长，制造业生产总体偏弱。11月，工业增加值同比3.8%、略高于市场预期的3.7%，两年复合5.4%、高于上月的5.2%，连续2个月小幅回升。其中，采矿业和电热燃的工业增加值两年复合增速分别为4.1%和8.2%，均较限电限产加强前的8月，提升超2个百分点，而制造业工业增加值两年复合增速为5.3%、仍低于8月的5.7%。

内需分化、外需韧性下，需求收缩对经济拖累最大的阶段可能还没有出现。需求端来看，11月呈现消费弱、投资分化、出口强的特点，其中，疫情反复下，餐饮收入两年复合下降1.7%，拖累社零回落；制造业投资支持下，固定资产投资两年复合当月增速回升0.2个百分点至3.6%，而地产和基建投资均回落。地产调控微调下，房企报表和居民行为修复尚需时日，地产投资和销售仍在惯性下滑中。

■ **结构亮点突出、中游制造表现“亮眼”，问题也很突出、结构性就业压力较大**

无论生产还是投资端，中游制造业表现均较为“亮眼”，尤其是计算机通信等行业。生产端，11月分行业工业生产两年复合增速，医药制造业、电气机械、计算机通信等行业回升明显，或与限电限产干扰消退、出口拉动等有关，下游农副产品维持高位；而上游金属制品、有色冶炼、非金属制品、化学原料等明显回落。投资端，医药制造、计算机通信、运输设备、专用设备均保持较高投资增长。

服务业和中小微企业承压下，结构性就业问题突出，就业压力上升的潜在风险或不容忽视。疫情反复等，对微观个体的“伤害”程度，远大于总量指标的回落。部分服务业、中小微企业面临生存困境，真实的就业压力可能比失业率反映的要大，3季度领取失业保险人数居高不下；结构性就业问题凸显，11月16-24岁就业人员调查失业率14.3%、创同期新高，3季度农民工外出务工同比降幅扩大。

■ **稳字当头下，政策托底加码正在蓄力中，主要抓手或由传统引擎转向新动能**

结构性问题突出、有效需求不足下，政策托底更加注重精准有效，加大“三保”投入、稳定社会大局的同时，加快经济“动能切换”。地产、基建等传统引擎作为稳增长工具的作用弱化，主要抓手或出现在以下链条：1、“十四五”期间基建重大项目的加快推进或提前启动；2、“双循环”背景下，补链强链相关产业突围项目；3、共同富裕背景下的“促消费”政策，缩小贫富差距、促进消费升级。

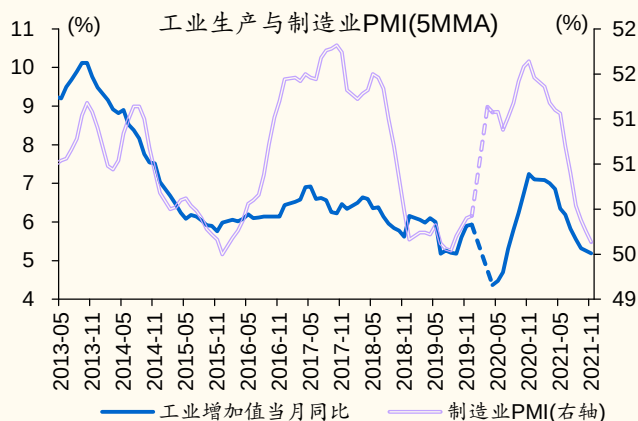
重申观点：眼下正处于转型阶段第三轮经济下台阶，经济存在阶段性超调的压力，随后回归“新稳态”下的合意区间。新一轮经济换挡，政策寻找“新稳态”的过程，映射经济增长“动能转换”的加快。眼下至2022年，宏观形势与信用环境或类似2018年底至2019年的状态，货币流动性环境或类似2015年至2016年的状态。“资产荒”的情形仍将延续，债牛基础牢固、股市结构深化。

风险提示：全球和国内疫情反复、债务风险暴露。

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

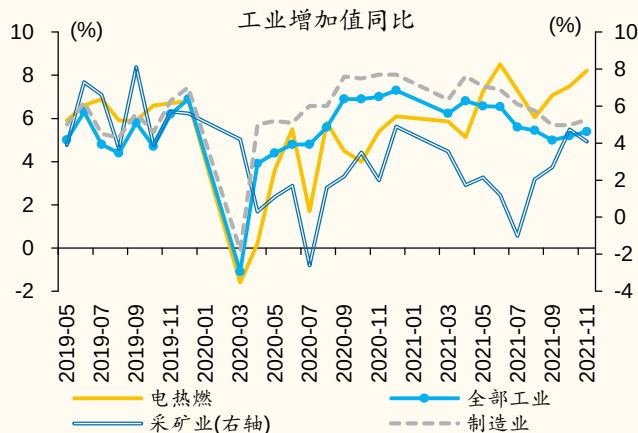
马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 经济或仍处于惯性下滑阶段



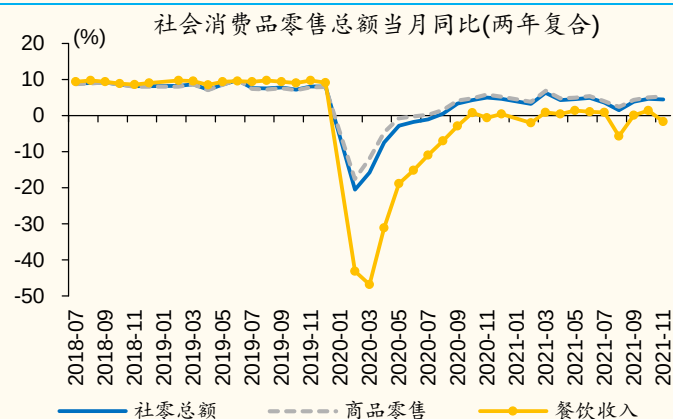
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 制造业生产尚未回到限电限产前水平



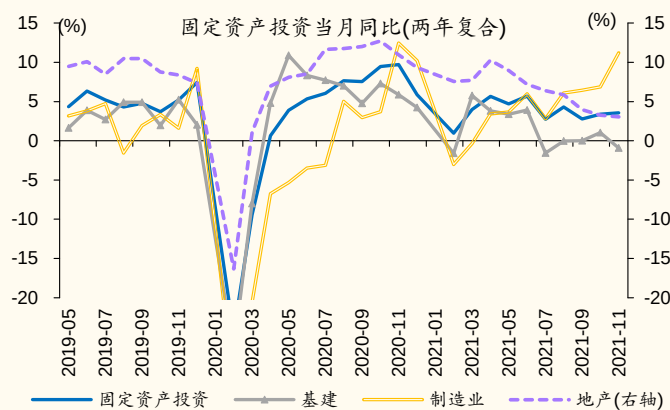
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 居民消费低迷, 餐饮收入拖累明显



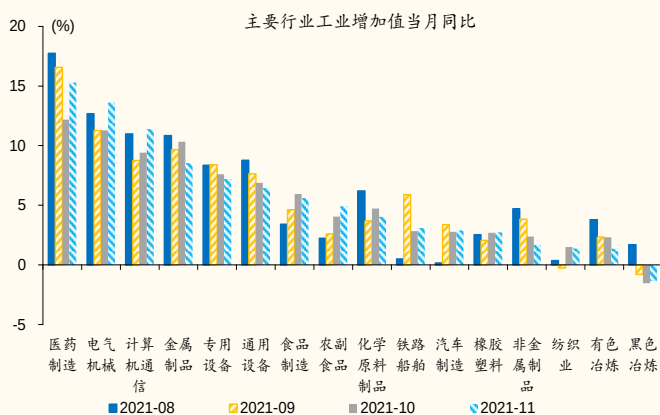
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 制造业投资支撑总体投资



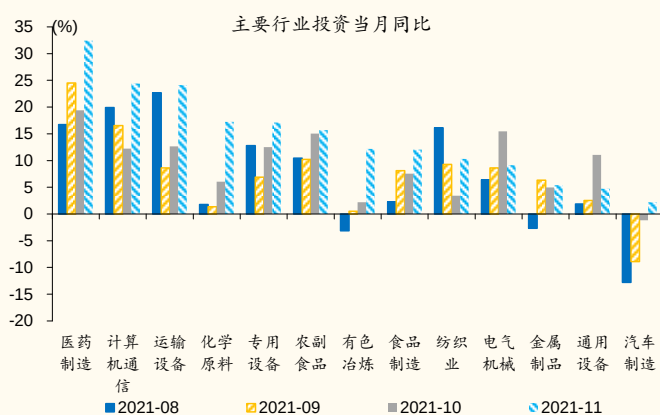
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 医药制造、电气机械等中游行业生产较好



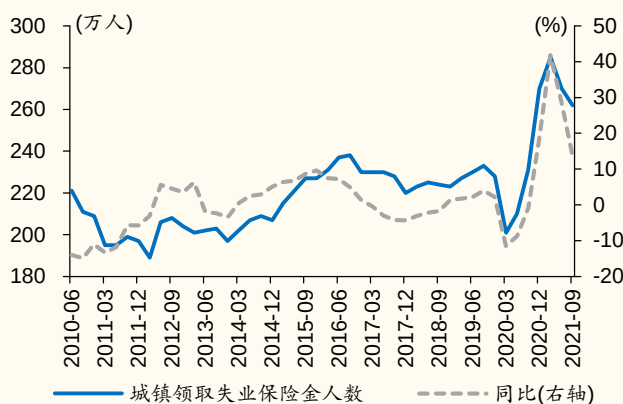
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 医药制造、计算机通信等中游行业投资较高



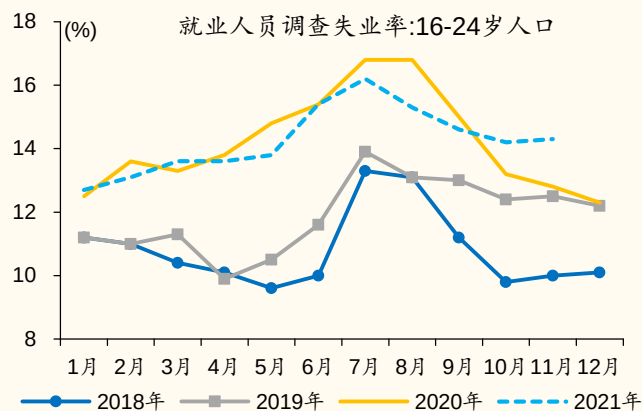
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7：领取失业保险金人数处于高位



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：年轻人调查失业率创历史同期新高



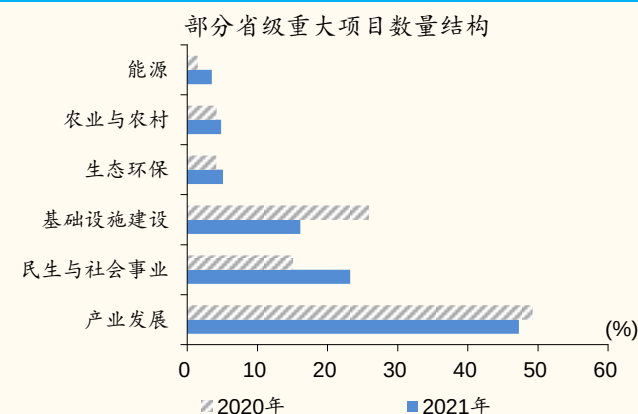
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：“十四五”项目推进或加快

会议	日期	主要内容
贯彻落实“十四五”规划纲要 加快建立现代财税体制发布会	2021年4月7日	加快建立现代财税体制，积极发挥财政职能作用，切实保障“十四五”重大战略和重点任务落到实处、取得实效。
国常会	2021年6月9日	部署推进实施“十四五”规划《纲要》确定的重大工程项目...有序做好项目实施准备，细化实化支持政策， 绝大部分项目陆续启动 ...优化审批核准程序，减少不必要审批， 保证项目尽早开工、资金高效使用...对项目推进不力的要加强督促，及时解决建设中的问题。
中央政治局会议	2021年7月30日	要挖掘国内市场潜力... 加快推进“十四五”规划重大工程项目建设。
中央经济工作会议	2021年12月10日	各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策， 政策发力适当靠前 ...适度超前开展基础设施投资...要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目。

来源：新华社、中国政府网、国金证券研究所

图表 10：重大项目以产业、民生为主



来源：各地发改委、国金证券研究所

风险提示：

- 1、全球和国内疫情反复；
- 2、债务风险暴露。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402

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_31328

