

2021 年 11 月经济数据点评

制造业投资表现亮眼

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

2021 年 11 月，全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%，全国服务业生产指数同比增长 3.1%，固定资产投资（不含农户）累计同比增长 5.2%，社会消费品零售总额同比增长 3.9%。

平安观点：

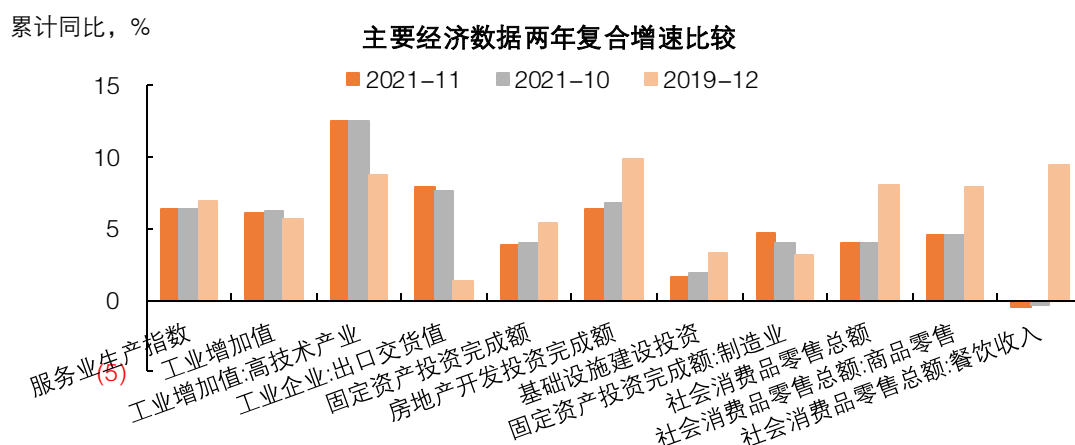
2021 年 11 月中国经济运行仍展现“小回温”特征，尤其是制造业投资表现亮眼。但中国经济增长的“不稳固、不均衡”特征依然突出，需要做好统筹逆周期和跨周期调节，打好用足政策的“提前量”。

- 一是，外需对中国经济增长的拉动再有提升，房地产、基建投资两大传统动能均显著放缓，制造业投资独木支撑固定资产投资提速。
- 二是，工业生产增速延续温和回升，服务业生产再放缓，二者均仍显著不及上半年景气水平。11 月工业企业产销率进一步下行，仍大幅低于过去几年同期，表明工业生产的需求支撑并不充足，增长后劲有限。细分行业来看：粗钢、焦炭、水泥产量下滑仍在进一步扩大，原煤产量增速未再大幅上行，表明供给约束放松带来的增量空间有限；下游手机和微型电子计算机产量增速呈显著反弹，或与芯片短缺状况有所缓解有关，但汽车产量增速未能延续回升，表明汽车缺芯问题的影响依然明显。
- 三是，房地产开发资金来源仍在修复过程中。由于房地产按揭贷款此前多在排队，政策松动后较容易上量；而银行对开发贷的谨慎情绪仍然较高，12 月 3 日银保监会要求“合理发放房地产开发贷款、并购贷款”，表明政策态度进一步缓和；自筹资金代表地产债等资本市场融资，从其修复可见房地产的“市场底”已出现。但各项开发指标尚未见明显回暖。11 月中央政治局会议强调房地产行业“良性循环和健康发展”后，预计将会带动投资资金来源加快修复，房地产投资的“经济底”，尤其是前瞻指标的“经济底”，将会渐行渐近，对 2022 年中国房地产投资不必过于悲观。
- 四是，制造业投资增长结构更趋均衡。以 2019 年为基期，考察已公布数据的 13 个制造业子行业对投资增量的贡献率：11 月汽车制造业投资降幅收窄，对于制造业投资增速发挥了重要支持作用；通用设备制造业和化学原料及制品的贡献亦有明显提升；而此前贡献较大的计算机通信和医药制造业贡献均有较显著回落。制造业投资的增长结构更加均衡，对于制造业投资增长的持续寓意积极。但考虑到去年 11 月制造业投资高增长的累积性，从两年平均角度看待当前制造业投资增长动能需警惕高估成分。
- 五是，商品零售平稳增长，但餐饮收入再度下挫。从限额以上企业商品零售数据来看，化妆品和食品饮料增速优势扩大，地产后周期降幅收窄值得关注。需关注 24 岁以下人口失业率偏高问题。11 月 16-24 岁人口失业率达到 14.3%，且比去年同期高出 1.5 个百分点，体现从年轻人口（本科及以下学历）就业压力较为突出，也是稳就业的重要环节。

一、11月中国经济运行的特点

2021年1-11月，外需对中国经济增长的拉动再有提升，制造业投资和商品消费对经济增长的拉动增强，而房地产、基建投资为代表的传统动能增速进一步放缓。以主要经济数据累计同比的两年平均来看，11月工业出口交货值进一步提升0.2个百分点至7.9%，但工业增加值增速进一步回落0.1个百分点至6.1%，体现经济增长动能偏外向，工业内需自2021年下半年以来持续放缓。11月房地产开发投资进一步下降0.3个百分点至6.4%，基建投资进一步回落0.3个百分点至1.6%，而制造业投资进一步上行0.8个百分点至4.7%。如此，制造业投资的加速增长显著平抑了房地产和基建投资之下行，整体固定资产投资增速持平于1-10月的3.9%。11月社会消费品零售总额中的商品零售增速小幅回升0.1个百分点至4.6%，而餐饮收入降幅再扩大0.2个百分点至-0.5%。疫情防控政策影响、叠加线上购物优惠力度加大，商品和餐饮消费表现呈现分化。11月服务业生产指数连续第三个月持平于6.4%的年内低位。

图表1 2021年11月出口和制造业投资表现“一枝独秀”



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021 为两年平均增速

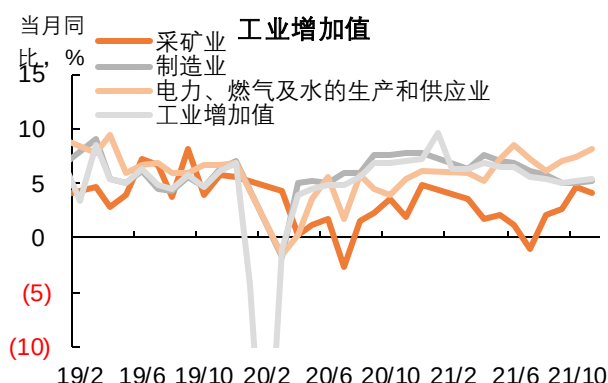
二、工业生产延续温和回升

11月工业生产延续温和回升，服务业生产再放缓，二者均显著不及上半年景气水平。以当月数据来看，11月规模以上工业增加值同比增长3.8%，较上月进一步回升0.3个百分点，但相比今年8月及之前增速水平差距仍大；两年平均增长5.4%，较上月亦进一步回升0.2个百分点，回到了今年8月水平。11月工业增加值季调环比上月显著反弹后略微下降至0.37%，而今年6月及之前一直保持在0.48%以上，说明工业生产景气度已较上半年显著走弱。11月服务业生产指数同比下滑0.7个百分点至3.1%低位；两年平均增速回落0.1个百分点至5.5%，同样显著低于今年上半年6%以上的增速水平。

分大类行业来看，采矿业对工业增加值增长的驱动减弱。以两年平均增速衡量，11月采矿业工业增加值继上月大幅反弹后，增速出现小幅回落至4.1%，表明供给约束放松带来的增量空间有限。而电热水业和制造业工业增加值增速均呈现上扬，分别达到8.2%和5.3%。电热水体现保供稳价的政策有效落实，制造业则受到更强的出口拉动。11月工业企业产销率进一步下行0.3个百分点至97%，仍大幅低于过去几年同期，表明工业生产的需求支撑并不充足，增长后劲有限。

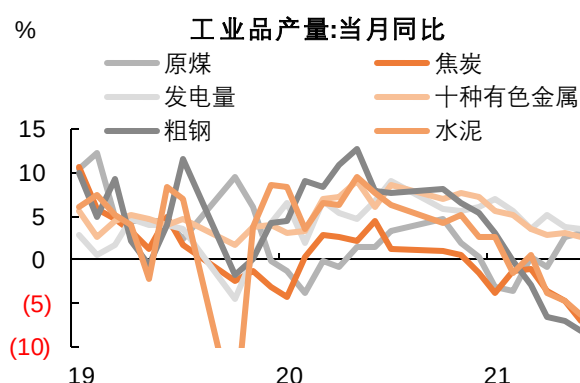
细分行业来看，部分工业品产量跌幅仍在进一步扩大。以两年平均增速衡量，11月粗钢、焦炭、水泥产量下滑仍在进一步扩大，原煤产量增速未再大幅上行。下游手机和微型电子计算机产量增速呈显著反弹，或与芯片短缺状况有所缓解有关，但汽车产量的两年平均增速继前两月反弹后略有回落，表明汽车缺芯问题的影响依然明显。

图表2 11月采矿业工业增加值增速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

图表3 11月钢铁、焦炭、水泥产量增速进一步下挫



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

三、制造业投资更趋均衡稳固

房地产、基建投资两大传统动能均显著放缓, 制造业投资独木支撑固定资产投资提速。以当月数据来看, 11月全国固定资产投资(不含农户)两年平均增长3.6%, 比上月进一步小幅回升0.3个百分点。其中, 房地产投资两年平均增速进一步下行0.3个百分点, 至3.0%, 为连续第7个月下滑; 制造业投资两年平均增速大幅上升4.3个百分点, 至11.2%, 创年内新高, 并为连续第5个月回升, 不过这其中去年11月制造业投资猛增的累积因素, 制造业投资的同比增速比上月还略降了0.1个百分点; 基建投资下挫2个百分点, 至-0.9%, 财政在基建方面的发力仍未有线索。

房地产投资方面, 开发资金来源仍在修复过程中。以当月数据来看, 11月房地产开发资金来源同比降幅收窄2.5个百分点至-7%。其中, 修复最显著的是按揭贷款, 其同比增速已扩大至10.6%, 其次是自筹资金, 增速回升到2.1%, 最后是国内贷款同比降幅收窄6.7个百分点, 至-20.5%, 而定金及预收款同比跌幅仍在进一步扩大。由于房地产按揭贷款此前多在排队, 政策松动后较容易上量; 而银行对开发贷的谨慎情绪仍然较高, 12月3日银保监会要求“合理发放房地产开发贷款、并购贷款”, 表明政策态度进一步缓和; 自筹资金代表地产债等资本市场融资, 从其修复可见房地产的“市场底”已出现。

但各项房地产开发指标尚未见明显回暖。11月70大中城市新建和二手商品住宅价格指数环比均仍为负增, 尤其二手住宅价格指数环比跌幅扩大到-0.4%, 再创2015年3月以来新低。以当月数据的两年平均增速来看, 11月房地产销售面积增速从-5%回升至-1.8%, 房屋新开工面积增速从-16.8%回到-9.3%。应该说, 两项前瞻指标均仅呈波动性回升。房屋施工面积增速进一步下降0.3个百分点, 至4.7%。11月中央政治局会议强调房地产行业“良性循环和健康发展”后, 预计将会带动投资资金来源加快修复, 房地产投资的“经济底”, 尤其是前瞻指标的经济底, 将会渐行渐近, 对2022年房地产投资不必过于悲观。

制造业投资方面, 增长结构更趋均衡。我们以2019年为基期, 考察已公布数据的13个制造业子行业对制造业投资增量的贡献率, 可见: 11月汽车制造业投资降幅收窄, 对于制造业投资增速发挥了重要支持作用; 通用设备制造业和化学原料及制品的贡献亦有明显提升; 而此前贡献较大的计算机通信和医药制造业贡献均有较显著回落。制造业投资的增长结构更加均衡, 对于制造业投资增长的持续寓意积极。但考虑到2022年11月制造业投资高增长的累积性, 从两年平均角度看待, 当前制造业投资增长动能需警惕高估成分。

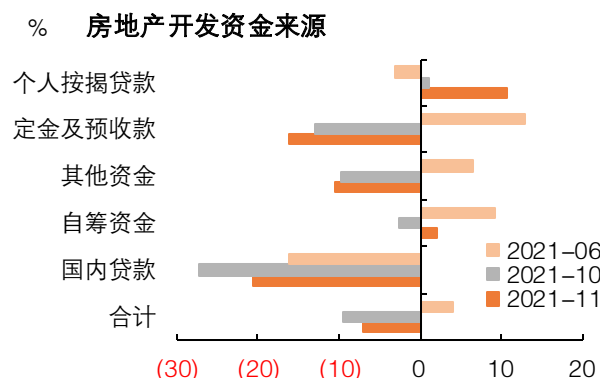
基建投资方面, 从政府债券发行来看今年财政发力是明显“后置”的, 但如果从基建投资增速代表的实物工作量来看, 今年财政发力却是“前置”的。11月基建投资增速再度放缓, 进一步突出了地方专项债在使用当中缺乏合适项目对接的问题。中央经济工作会议指出, “2022年积极的财政政策要提升效能, 更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度, 加快支出进度”。我们认为, 2022年财政政策实际力度依然可观, 但或将继续向民生领域倾斜, 主要通过推动地方专项债与“十四五”重大项目更好结合, 发挥对基建投资的支持作用。

图表4 11月制造业投资两年平均增速大幅抬升



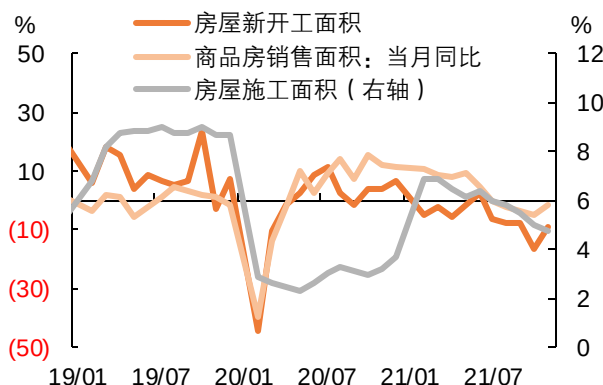
资料来源: Wind,平安证券研究所,注:2021为两年平均增速

图表5 11月房地产开发资金来源增速仍在修复之中



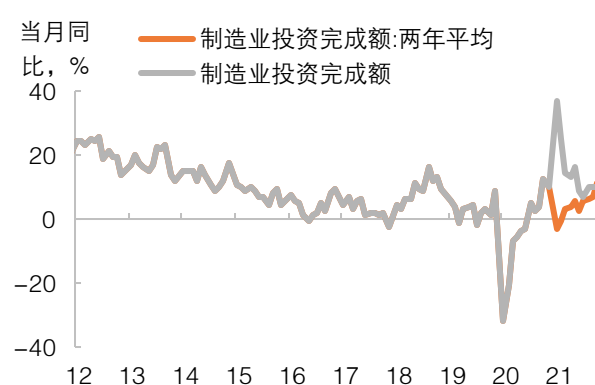
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 11月房地产销售、新开工面积增速仅小有反弹



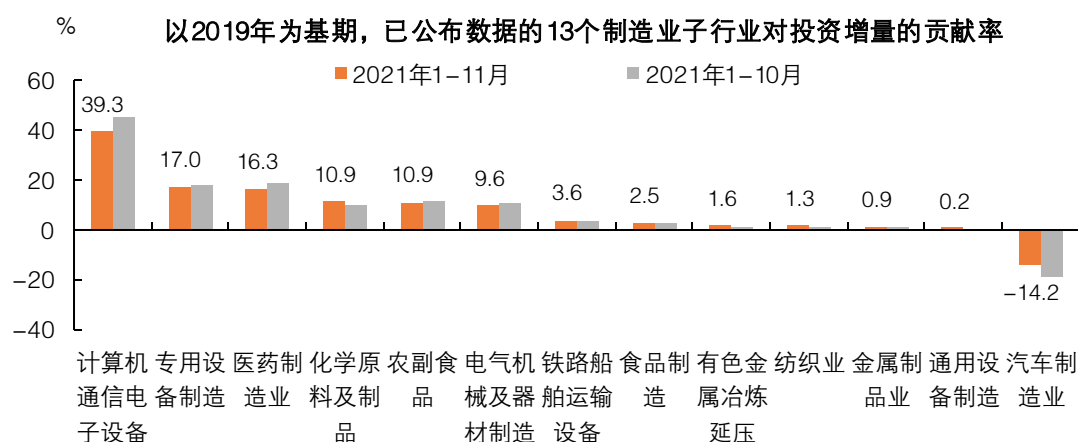
资料来源: Wind,平安证券研究所,注:2021为两年平均增速

图表7 11月制造业投资同比和两年平均增速有分化



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 11月汽车对制造业投资增长的拖累明显收窄



资料来源: Wind,平安证券研究所

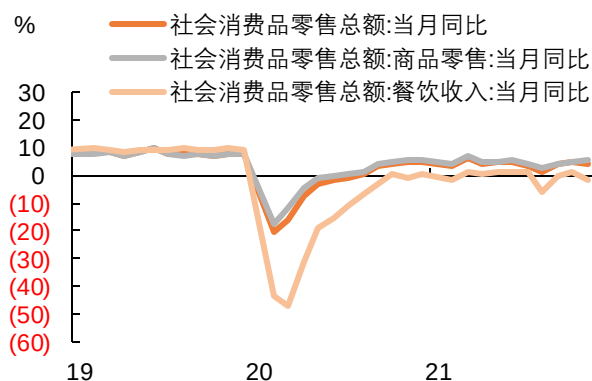
四、 餐饮消费增长再度下挫

商品零售平稳增长，但餐饮收入再度下挫。11月社会消费品零售总额同比下滑1个百分点至3.9%，两年平均回落0.2个百分点至4.4%。其中，商品零售两年平均增长5.3%，比上月进一步提升0.3个百分点；餐饮收入两年平均增长-1.7%，比上月下滑3.1个百分点。10月下旬到11月上旬，全国日新增新冠确诊病例数再度攀升，防控政策收紧再度对消费产生了场景约束。而11月是线上促销全年大月，线上消费占社零总额的比重呈季节性上升，达到24.5%。

从限额以上企业商品零售数据来看，化妆品和食品饮料增速优势扩大，地产后周期降幅收窄值得关注。11月化妆品类和饮料类的两年平均增速提升幅度最大；建筑装潢类的两年平均增速降幅显著收窄，地产后周期消费出现了一定积极动向；中西药品的两年平均增速由负转正，呈现出积极变化；而通讯器材（高位略降）、石油制品、纺织服装的两年平均增速有所放缓，受到油价回落和疫情影响。

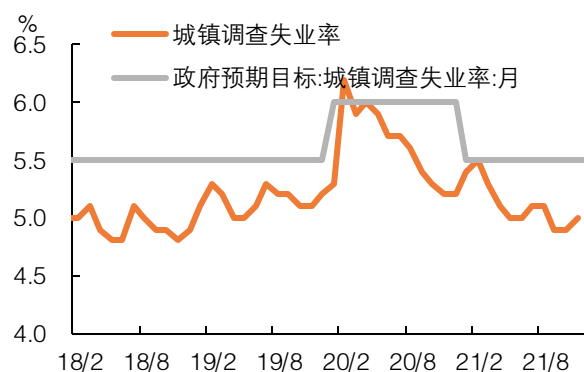
关注24岁以下人口失业率偏高问题。11月城镇调查失业率回升至5%，比去年同期低0.2个百分点；31个大中城市调查失业率持平于5.1%，大城市就业问题相对紧张。16-24岁人口失业率较高，达到14.3%，且比去年同期高出1.5个百分点，体现从年轻人口（本科及以下学历）就业压力较为突出。

图表9 11月餐饮消费再度低于2019年同期水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

图表10 11月城镇调查失业率小幅回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 11月化妆品、饮料类、中西药品和建筑装潢类零售增长情况好转



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_31330

