工业增加值温和回升，制造业投资上行

——11 月经济活动数据点评

相关研究：

1. 《平均增速已现疲态，疫情反复冲击社零》 2021.08.19
2. 《制造业修复延续，消费超预期回落》 2021.09.16
3. 《当季GDP增速破5，经济下行压力显现》 2021.10.22

分析师： 祁宗超
证书编号： S0500519010001
Tel： (8621) 50295364
Email： qizc@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼湘财证券研究所

核心要点：

❑ **事件：**

11 月全国固定资产投资（不含农户）累计同比增速 5.2%，前值 6.1%；社会消费品零售总额累计同比增长 13.7%，前值 14.9%；11 月当月，社会消费品零售总额同比增长 3.9%，前值 4.9%；规模以上工业增加值累计同比 10.1%，前值 10.9%，当月同比 3.8%，前值 3.5%。

❑ **负面影响逐步消失，工业增加值有所上升**

11 月的经济数据整体来看亮点不多，从当月同比增速来看，11 月工业增加值两年平均增速录得 5.4%，较上月的两年平均增速回升 0.2 个百分点。三季度受疫情和汛情影响，同时部分地区在能耗双控政策下，进行了拉闸限电，使得三季度工业增加值下滑较快。四季度以来，随着这些负面因素的逐步消失，工业增加值增速无论从当月同比还是两年平均复合增速来看都呈现温和回升态势。分结构来看，采矿业及制造业增加值增速分别回升 0.2 和 0.4 个百分点，电力、燃气及水的供应业增加值同比增速与前值持平。

❑ **基建投资未见发力，制造业投资延续上行**

从两年平均增速看，制造业投资是三项中唯一两年平均增速还处于上升趋势中的，且 11 月的上升趋势有所加速。具体看，制造业投资两年平均增速录得 4.7%，较前值上升 0.7 个百分点，基建投资两年平均增速录得 0.7%，较前值回落 0.1 个百分点，房地产投资两年平均增速录得 6.4%，较前值回落 0.3 个百分点。12 月中央经济工作会议中对稳增长更加重视，提出“适度超前开展基础设施投资”，预计明年一季度在经济增长下行压力增大时，基建投资能够有所发力。房屋新开工及销售增速仍然处于下滑趋势中，房屋竣工同比增速下行有所放缓，可能与房地产行业监管政策边际调整，保施工、保交付政策持续出台有关。

❑ **消费低位回落，修复仍然艰难**

11 月社会消费品零售总额累计同比增速 13.7%，较前值回落 1.2 个百分点，当月同比增长 3.9%，较前值回落 1.0 个百分点。当月同比两年平均增速 4.4%，较前值回落 0.2 个百分点。11 月份社零中餐饮收入增速录得-2.7%，增速的两年平均值录得-6.5%，疫情的反复仍然对线下服务业有着较大的抑制。汽车零售当月同比增速录得-9.0%，降幅较前值有所收窄，两年平均值为 3.5%，低位震荡回升。总体来看，在全球疫情完全得到控制前，消费的复苏仍将是个艰难的过程。

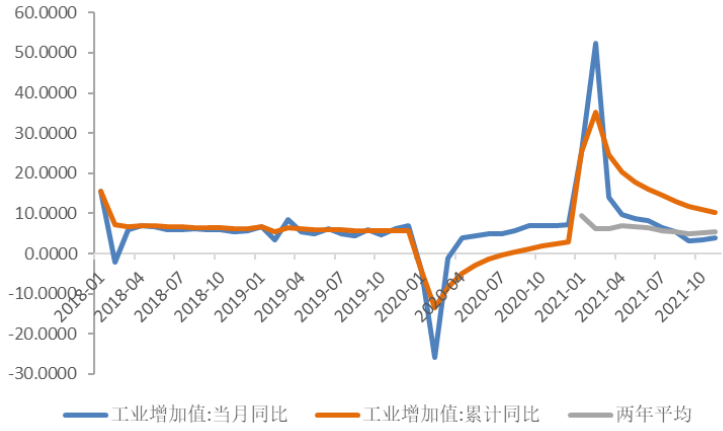
❑ **风险提示**

疫情反复对消费影响持续，宽松政策不及预期

1 供给端回升但整体弱于三季度

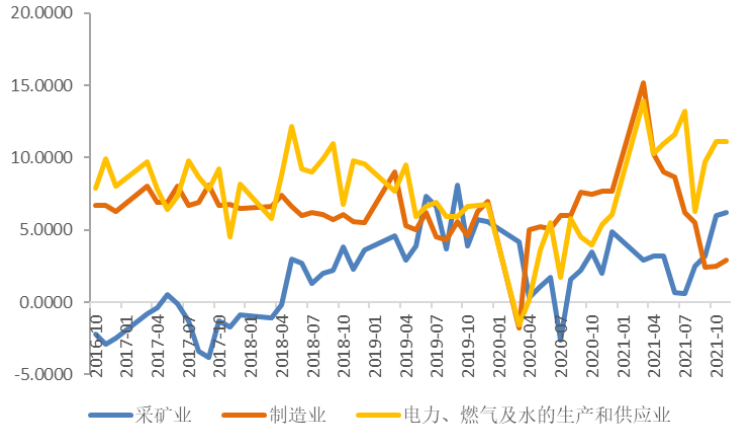
11 月的经济数据整体来看，亮点可能仅是两年平均增速继续上行的制造业投资，供给端和需求端的其他表现则仍显疲弱。工业增加值的回升主要因为三季度的负面影响逐步消失，固定资产和消费则低位震荡。具体看，供给端在疫情汛情冲击、能耗双控拉闸限电等负面影响逐步消失之后，呈现出了温和回升的状态，但因为去年四季度高基数原因，同比增速整体仍弱于三季度。需求端固定资产投资同比增速虽然回落，但两年平均增速基本保持平稳，较疫情前的水平仍低。消费整体处于低位震荡水平，在变种疫情仍时而侵扰的背景下，消费的复苏可能仍将是个艰难的过程。

图 1 工业增加值同比数据有所回升（%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 2 采矿业和制造业工业增加值增速回升（%）



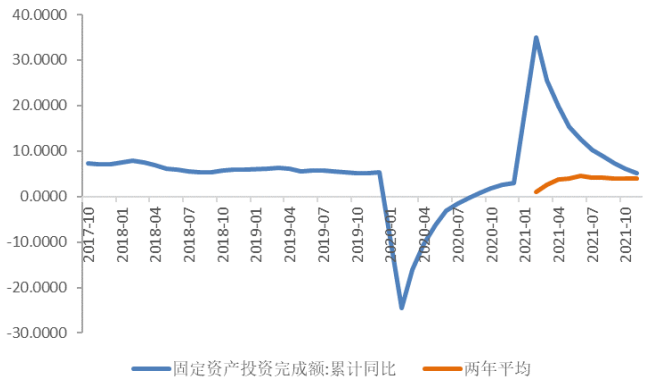
资料来源：湘财证券研究所、Wind

供给端来看，11 月工业增加值当月同比 3.8%，较上月回升 0.3 个百分点，连续两月回升。1-11 月工业增加值累计同比 10.1%，较上月回落 0.8 个百分点。从当月同比增速来看，11 月工业增加值两年平均增速录得 5.4%，较上月的两年平均增速回升 0.2 个百分点。三季度受疫情和汛情影响，同时部分地区在能耗双控政策下，进行了拉闸限电，使得三季度工业增加值下滑较快。四季度以来，随着这些负面因素的逐步消失，工业增加值增速无论从当月同比还是两年平均复合增速来看都呈现温和回升态势。分结构来看，采矿业及制造业增加值增速分别回升 0.2 和 0.4 个百分点，电力、燃气及水的供应业增加值同比增速与前值持平。从两年平均增速来看，下半年工业增加值同比增速呈现出小 V 型走势，当月同比来看，因为去年的基数原因，四季度工业增加值同比增速要较三季度更低。

2 制造业投资平均增速延续上行

需求端方面，11 月固定资产投资完成额累计同比增速录得 5.2%，较前值 6.1%回落 0.9 个百分点。两年平均增速录得 3.9%，与前值持平。分项来看，制造业投资累计同比增速 13.7%，较前值回落 0.5 个百分点，基建投资录得 0.5%，较前值回落 0.5 个百分点，房地产投资录得 6.0%，较前值回落 1.2 个百分点。从两年平均增速看，制造业投资是三项中唯一两年平均增速还处于上升趋势中的，且 11 月的上升趋势有所加速。具体看，制造业投资两年平均增速录得 4.7%，较前值上升 0.7 个百分点，基建投资两年平均增速录得 0.7%，较前值回落 0.1 个百分点，房地产投资两年平均增速录得 6.4%，较前值回落 0.3 个百分点。

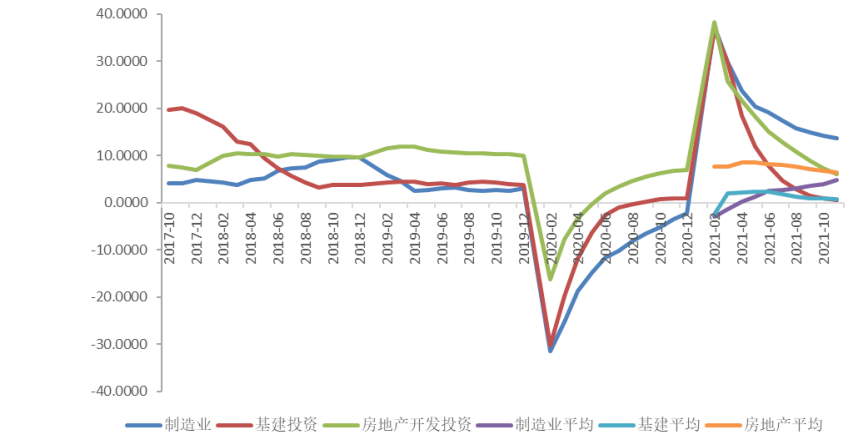
图 3 固定资产投资两年平均增速开始回落（%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

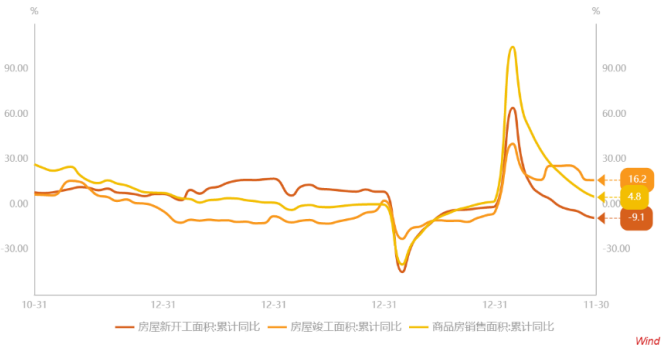
得益于制造业企业利润增速逐步回升，剔除了基数效应后，制造业投资修复趋势仍在延续。此外，制造业投资增速在疫情前处于小周期低位，疫情导致的去库存有望推动制造业投资增速回升至疫情前的增速水平之上。基建投资在财政支出节奏放缓、严控地方政府隐性债务的背景下表现较为疲弱，12 月中央经济工作会议中对稳增长更加重视，提出“适度超前开展基础设施投资”，预计明年一季度在经济增长下行压力增大时，基建投资能够有所发力。房屋新开工及销售增速仍然处于下滑趋势中，房屋竣工同比增速下行有所放缓，可能与房地产行业监管政策边际调整，保施工、保交付政策持续出台有关。从行业监管政策来看，在房住不炒的搭框架下，明年的政策有望继续转宽以保证房地产行业软着陆。由于今年土地出让增速持续下行，明年地产投资仍有下行压力，但预计下行速度边际放缓。

图 4 制造业投资两年平均增速继续回升（%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 5 制造业投资两年平均增速继续回升（%）

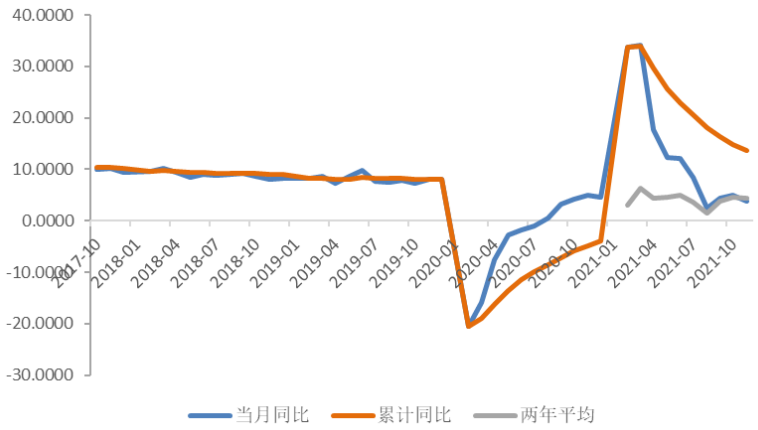


资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 消费增速低位回落，复苏艰难

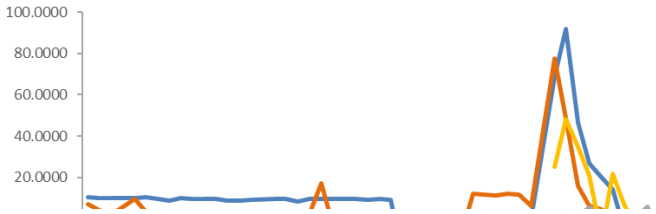
11 月社会消费品零售总额累计同比增速 13.7%，较前值回落 1.2 个百分点，当月同比增长 3.9%，较前值回落 1.0 个百分点。当月同比两年平均增速 4.4%，较前值回落 0.2 个百分点。11 月份社零中餐饮收入增速录得-2.7%，增速的两年平均值录得-6.5%，疫情的反复仍然对线下服务业有着较大的抑制。汽车零售当月同比增速录得-9.0%，降幅较前值有所收窄，两年平均值为 3.5%，低位震荡回升。总体来看，在全球疫情完全得到控制前，消费的复苏仍将是个艰难的过程。

图 6 社零两年平均增速震荡下行（%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 7 餐饮收入增速有所反弹（%）



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_31577