



Research and
Development Center

疫情反复淡季更淡 11 月数据或延续颓势

—— 2022 年 11 月经济数据展望

2022 年 12 月 4 日

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮 箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

2022 年 11 月经济数据展望

2022 年 12 月 4 日

- 受疫情反复影响, 10 月主要经济指标全面下行, 工业增加值降至 5%, 社零、出口增速转负, 制造业、基建、地产投资增速全线回落, 信贷数据也大幅走弱, 而 11 月经济数据或将延续颓势。
- **生产:** 疫情再度扩散, 供需两端进一步走弱, 制造业 PMI 指数降至年内次低水平; 气温偏高叠加需求偏弱, 25 省市电煤日耗同比增速降至 3.1%, 生产端多数行业开工率较上月进一步回落, 且显著低于往年同期水平, 我们预计 11 月工业增加值或回落 1.5pct 至 3.5%。
- **固投:** 11 月地产融资政策放松力度进一步加大, 但地产销售继续走低; “保交楼”政策利好频出, 但高频数据仍然表现偏弱, 短期提振效果可能相对有限, 叠加土地市场仍然偏冷, 我们预计 11 月单月地产投资同比或维持在 -15.3% 的低位。企业利润下滑制约内生扩张动力, 设备更新改造专项再贷款对于制造业本身的投资贡献有限, 我们预计 11 月制造业投资单月增速降至 6.3%。政策性开发性金融工具退坡, 但前期专项债限额集中发行或对形成实物工作量起到一定提振, 土木建筑业 PMI 有所走高, 叠加去年同期基数下滑, 我们预计基建投资单月同比增速或升至 14.0%。综合来看, 我们预计 11 月固定资产投资当月同比升至 4.6%, 而累计同比下降至 5.6%。
- **社零:** 11 月疫情形势愈加严峻, 11 月服务业 PMI 指数在收缩区间进一步下探, 一线城市地铁客运量显著回落, 乘用车零售同比增速也由正转负至 -14%。我们预计 11 月社零增速或降至 -2.2%。
- **出口:** 海外需求持续回落, 韩国对华出口大幅回落, 国内出口运价进一步下行, 空箱回落支撑外贸集装箱吞吐量, 但重箱继续回落, 我们预计 11 月出口增速继续下行至 -3%。大宗商品价格企稳但同比仍然负增长, 国内生产与需求活动进一步走弱, 且考虑去年同期基数明显升高, 我们预计 11 月进口增速降幅进一步扩大至 -5%。
- **物价:** 11 月大宗商品价格整体略有回升。有色金属价格大幅上升, 油价整体回落, 但国内成品油价格调整存在滞后性, 国内需求不振, 煤炭、钢材价格整体均有所回落。我们预计 11 月 PPI 同比增速微升至 -1.2%。11 月猪肉价格环比微升, 但菜价大跌拖累食品, 核心 CPI 降幅或略超季节性, 我们预计 11 月 CPI 同比上升 1.5%, 较上月回落 0.6pct。
- **金融:** 11 月央行召开信贷工作座谈会, 票据利率中枢略有抬升, 我们预计新增信贷小幅回升至 1.4 万亿。政策性开发性金融工具投放完毕, 表外融资或小幅回落, 而企业债融资规模也大幅减少, 我们预计 11 月新增社融约 2.3 万亿, 社融存量同比增速下降 0.1pct 至 10.2%。
- **风险因素:** 政策不及预期。



目录

一、生产：疫情上升势头明显，工业生产或持续承压	4
二、固定资产投资：预计地产延续弱势，基建小幅回升，制造业继续下行	5
三、社零：疫情对消费冲击扩大，社零增速降幅或加深	7
四、外贸：国内外需求持续收缩，进出口增速或继续回落	8
五、物价：预计 CPI 延续回落，PPI 略微回升	10
六、金融：信贷投放小幅多增，社融增速或回落至 10.2%	12
风险因素	12

图目录

图 1：11 月宏观数据预测	4
图 2：11 月 PMI 生产、新订单指数继续回落	5
图 3：11 月 PMI 原材料库存指数回落、产成品库存指数回升	5
图 4：11 月生产端多数行业开工率较上月有所回落	5
图 5：主要行业开工率普遍低于往年同期水平	5
图 6：11 月 33 城商品房成交面积同比增速大幅下降	6
图 7：11 月螺纹钢表观需求仍低于往年同期	6
图 8：土地成交价款变化领先于土地购置费	6
图 9：房地产投资同比增速拆分	6
图 10：工业企业利润增速拆分	7
图 11：10 月机床产量增速仍然维持负增长	7
图 12：11 月水泥发运率继续回落	7
图 13：11 月石油沥青装置开工率回落	7
图 14：11 月疫情新增确诊人数进一步上升	8
图 15：11 月服务业 PMI 指数大幅回落	8
图 16：11 月一线城市地铁客运量显著回落	8
图 17：11 月全国乘用车市场日均零售数量和增速均回落	8
图 18：11 月 PMI 新出口订单指数回落	9
图 19：11 月美欧制造业 PMI 指数仍处近年低位	9
图 20：11 月韩国对中国进口金额同比转负	9
图 21：上海出口集装箱运价指数降至近 2 年新低	9
图 22：11 月中上旬沿海八大枢纽港口集装箱吞吐量同比增速	9
图 23：10 月数量因素对出口的拖累加深	9
图 24：10 月数量因素对进口的拖累加剧	10
图 25：CRB 现货指数同比增速	10
图 26：CRB 商品价格指数与南华综合指数走势略有回升	10
图 27：原油、有色金属价格环比增速	10
图 28：铁矿石、钢材价格环比增速	11
图 29：化工产品、煤炭价格环比增速	11
图 30：猪肉价格环比增速估计与实际环比增速	11
图 31：鲜菜价格环比增速估计与实际环比增速	11
图 32：食品价格环比增速估计与实际环比增速	11
图 33：我们预计 11 月核心 CPI 环比增速仍低于季节性	11
图 34：国股转贴现票据利率走势	12
图 35：新增人民币贷款	12

受疫情反复影响，10月主要经济指标全面下行，工业增加值降至5%，社零、出口增速转负，制造业、基建、地产投资增速全线回落，信贷数据也大幅走弱，我们认为11月经济数据或将延续颓势。疫情波及范围进一步扩散，尽管防疫措施正在逐步优化，但随着高频数据仍然偏弱运行，工业增速或将继续下行；受基数效应影响，基建投资增速或小幅回升，地产投资降幅也将小幅收窄，但制造业投资增速或将进一步回落。11月乘用车销售同比大幅负增长，疫情反复下社零增速降幅或将进一步加大。国内外需求持续收缩，外贸高频数据继续维持弱势，我们预计进出口增速也将进一步下滑。11月CPI增速料将进一步回落，同比增速降至1.5%左右；PPI环比微升，同比增速或升至-1.2%。11月央行召开信贷座谈会，票据利率中枢有所回升，我们预计11月信贷投放或小幅多增，但社融增速或将回落至10.2%。

图 1：11 月宏观数据预测

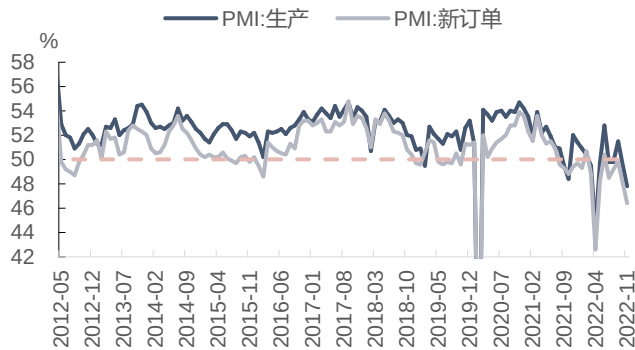
单位：%、亿元	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11E
工业增加值:当月同比	5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	3.5
固定资产投资:当月同比	6.7	1.8	4.5	5.8	3.5	6.5	6.7	4.3	4.6
房地产投资:当月同比	-2.4	-10.1	-7.8	-9.4	-12.3	-13.8	-12.1	-16.0	-15.3
制造业投资:当月同比	11.9	6.4	7.1	9.9	7.5	10.6	10.7	6.9	6.3
基建投资:当月同比	11.8	4.3	7.9	12.0	11.5	15.4	16.3	12.8	14.0
社零消费:当月同比	-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-2.2
出口:当月同比(美元)	14.4	3.5	16.3	17.4	17.9	7.1	5.7	-0.3	-3.0
进口:当月同比(美元)	0.6	0.1	3.9	0.8	2.2	0.3	0.3	-0.7	-5.0
CPI:当月同比	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.5
PPI:当月同比	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.2
新增人民币贷款:当月值	31300	6454	18900	28100	6790	12500	24700	6152	14000
新增社融:当月值	46475	9430	28338	51701	7620	24322	35271	9079	22860
社融存量:累计同比	10.5	10.2	10.5	10.8	10.7	10.5	10.6	10.3	10.2

资料来源：万得，信达证券研发中心

一、生产：疫情上升势头明显，工业生产或持续承压

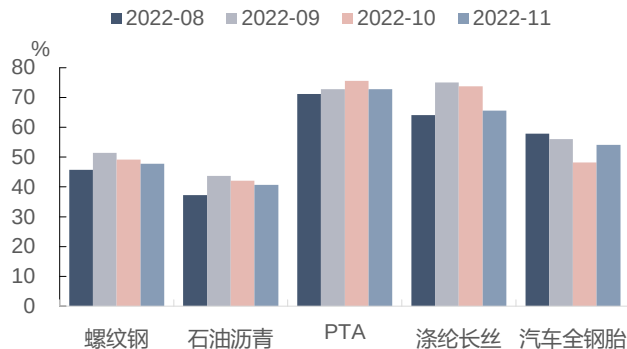
疫情再度扩散，供需两端进一步走弱，制造业 PMI 指数降至年内次低水平；气温偏高叠加需求偏弱，11月25省市电煤日耗同比增速降至3.1%，生产端多数行业开工率较上月进一步回落，且显著低于往年同期水平，我们预计11月工业增加值或回落1.5pct至3.5%。受疫情点多面广频发等因素影响，11月中采制造业 PMI 指数回落1.2pct至48.0%，为年内次低水平，仅略高于4月的47.4%。生产指数、新订单指数分别回落1.8pct、1.7pct至47.8%、46.4%，显示供需两端继续走弱。而原材料库存指数较上月回落1pct至46.7%，产成品库存指数较上月回升0.1pct至48.1%，显示企业采购意愿不强导致原材料库存下降，同时需求不足及运输受阻导致产成品被动累库，这也与供应商配送时间指数的回落相互印证。从高频数据来看，11月沿海8省与内陆17省电煤日耗环比增加5.8%，但由于国内气温整体高于往年，且需求相对疲弱，日耗同比增速由10月的5.5%降至3.1%；生产端多数行业开工率相比上月进一步回落，且显著低于往年同期水平，如螺纹钢、PTA、涤纶长丝，而基数影响下汽车全钢胎的开工率环比有所回升，其相比于往年同期仍明显偏低。考虑11月疫情范围扩大对生产造成较大负面拖累，我们估计11月工业增加值同比增速约3.5%，较10月回落1.5个百分点。

图 2：11 月 PMI 生产、新订单指数继续回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：11 月生产端多数行业开工率较上月有所回落



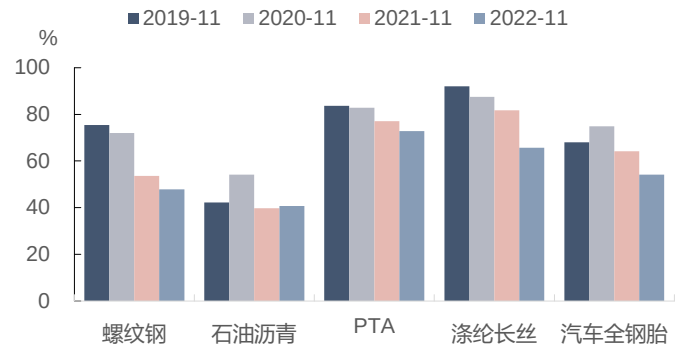
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：11 月 PMI 原材料库存指数回落、产成品库存指数回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：主要行业开工率普遍低于往年同期水平



资料来源：万得，信达证券研发中心

二、固定资产投资：预计地产延续弱势，基建小幅回升，制造业继续下行

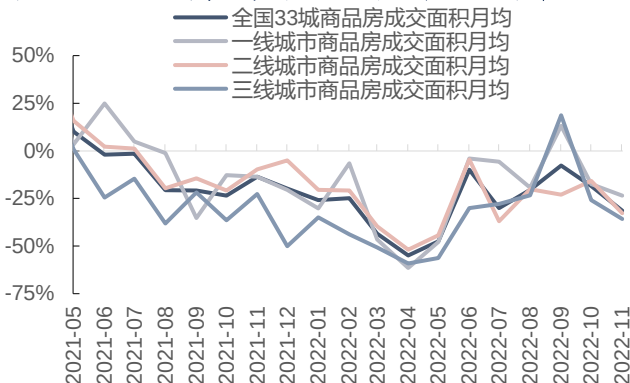
11 月地产融资政策放松力度进一步加大，但地产销售继续走低。11 月以来，央行银保监会发布“金融 16 条”、支持房企债券融资的“第二支箭”扩容、证监会决定在股权融资方面调整优化五项措施，地产信贷、债券与股权融资放松三箭齐发。而在需求端，居民购房成本也略有降低，11 月 103 个重点城市主流首套房贷利率为 4.09%，较上月下降 3BP；二套房贷利率为 4.91%，继续持平上月。但居民购房需求仍然偏弱，叠加疫情防控部分区域仍在静态管理的过程中，地产销售进一步下降，33 城商品房成交面积环比增加 3.5%，但同比增速从 10 月的-18.4%下降至-31.4%；而 11 月百强房企销售增长与 33 城数据类似，单月实现销售操盘金额 5589.8 亿元，环比微降 0.3%，同比降低 25.5%，与 9-10 月基本持平。

施工端，“保交楼”政策利好频出，但高频数据仍然表现偏弱，短期提振效果可能相对有限。央行、银保监会的“金融 16 条”中支持开发信贷政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构提供配套融资支持；11 月 21 日，人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作，且第一财经报道，央行拟发布保交楼贷款支持计划，至 2023 年 3 月 31 日前央行将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。但从高频数据上看，11 月水泥发运率、螺纹钢表观需求环比均有所回落，并且仍显著低于历年同期，显示政策对地产施工的短期提振效果有限。

土地成交热度仍然偏冷，叠加施工偏弱的影响，我们预计 11 月单月地产投资增速或维持在-15.3%的低位。年末多地加大供应规模，但土地市场整体仍然偏冷，11 月 300 城土地成交总金额 4199 亿元，环比下降 5.5%，同比减少 18.9%，降幅较上月的-17.3%略有扩大；而土拍平均溢价率为 2.9%，较上月增加了 0.8 个百分点，主要是由于北京、深圳等一线城市有多宗土地触顶成交，而三四线城市多数地块仍以低价成交；土地平均流拍率上升至 16.1%，

较上月增加了 3.9 个百分点，为年内较高水平。考虑土地购置整体的状态相对低迷，叠加施工活动尚未出现明显的改善迹象，我们预计 11 月房地产投资当月同比增速维持在-15.3%（前值-16.0%），对应累计同比增速-9.4%，较前值回落 0.6pct。

图 6：11 月 33 城商品房成交面积同比增速大幅下降



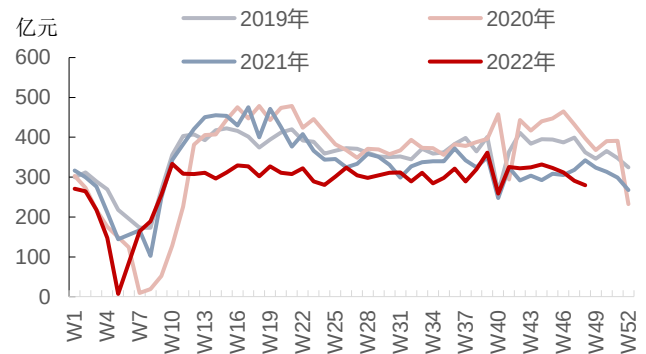
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：土地成交价款变化领先于土地购置费



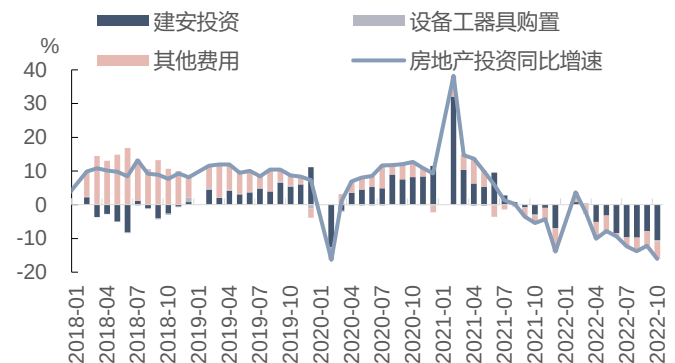
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：11 月螺纹钢表观需求仍低于往年同期



资料来源：万得，信达证券研发中心

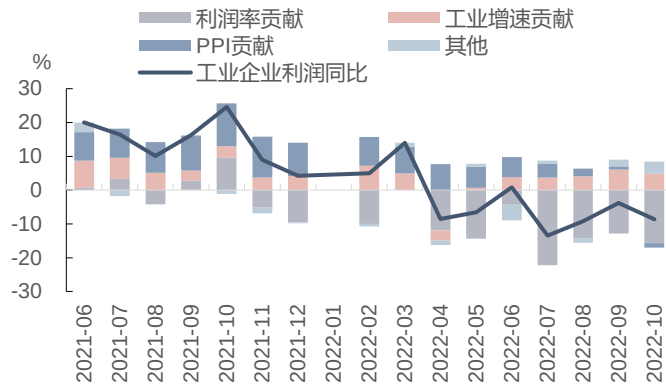
图 9：房地产投资同比增速拆分



资料来源：万得，信达证券研发中心

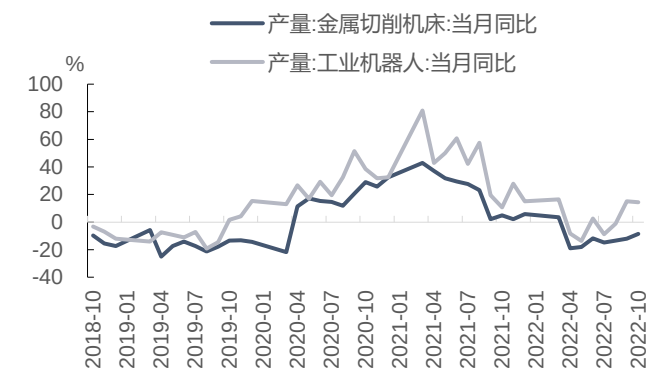
企业利润进一步下滑，或制约制造业企业内生性扩张动力，设备更新改造专项再贷款对于制造业本身的投资贡献有限，我们预计 11 月制造业投资增速继续回落，单月增速降至 6.3%。10 月制造业投资单月同比增速回落至 6.9%，而从微观数据上看，10 月工业机器人产量小幅回落 0.7pct，机床产量同比降幅略有收窄，但 10 月工业企业利润累计增速降幅继续扩大，单月降幅从-3.8%升至-8.6%，企业产量、产品价格、及利润率均带来了拖累。尽管央行在 9 月末设立 2000 亿设备更新改造再贷款，11 月 23 日国常会提出“加快设备更新改造落地，在已基本完成项目贷款签约基础上，要把工作重点转向专项再贷款发放和财政贴息拨付，督促用款单位加快设备购置和改造”，但设备更新改造专项再贷款政策主要支持教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等 10 个领域，多数是为服务业进行的投资，其与制造业投资的重合度不高。因此，在制造业利润偏弱、整体产能压力有限的背景下，相关政策对制造业投资的提振作用可能相对有限。我们预计 11 月制造业投资同比增速或继续回落 0.6pct 至 6.3%，累计同比增速约 9.3%，较上月回落 0.4pct。

图 10: 工业企业利润增速拆分



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 10 月机床产量增速仍然维持负增长

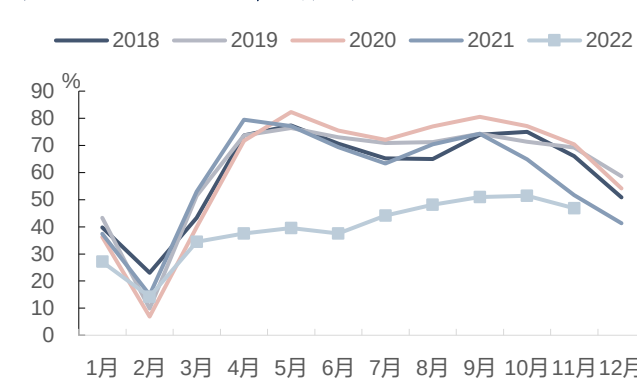


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

11 月政策性开发性金融工具退坡, 但前期专项债限额集中发行或对形成实物工作量起到一定提振, 石油沥青装置开工率、水泥发运率相比去年同期的差距显著收窄, 土木建筑业 PMI 有所走高, 以及考虑去年同期基数有所下滑, 我们预计基建投资单月同比增速或升至 14.0%。Q3 货币政策执行报告显示, 截至 10 月末, 两批政策性开发性金融工具合计已投放 7400 亿元, 而 11 月 16 日发改委新闻发布会也表示, 7399 亿元金融工具资金已全部投放完毕。尽管 11 月新增专项债仅发行 455 亿元, 但考虑到从其拨付项目形成实际工作量可能存在一定时滞, 我们预计 10 月专项债结存限额集中发行也将有助于形成实物工作量。从高频数据上看, 11 月石油沥青装置开工率环比回落 1.4pct 至 40.7%, 而水泥发运率也略有下行, 尽管仍处于历年偏低水平, 但与去年同期的差距进一步缩小。与此同时, 11 月建筑业 PMI 环比回落 2.8pct 至 55.4%, 尤其是土木建筑业指数回升 1.5pct 至 62.3%, 显示企业施工进度略有加快。并且考虑去年同期基数较低, 我们预计 11 月基建投资(全口径)当月同比增速约 14.0% (前值 12.8%), 累计同比增速约 11.7%, 较前值上升 0.3pct。

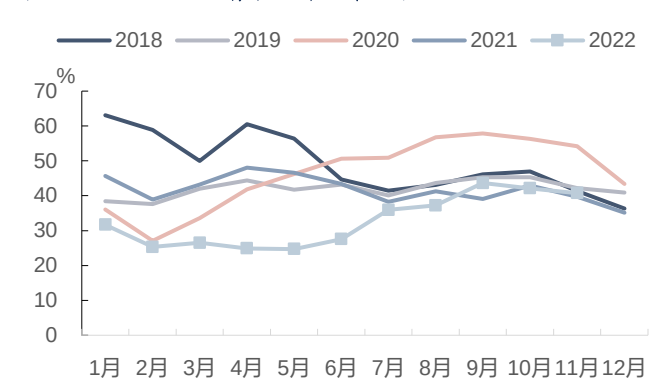
综合来看, 我们预计 11 月固定资产投资当月同比增速 4.6% (前值 4.3%), 累计同比增长 5.6%, 较前值回落 0.2 个百分点。

图 12: 11 月水泥发运率继续回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 11 月石油沥青装置开工率回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、社零：疫情对消费冲击扩大，社零增速降幅或加深

11 月疫情形势愈加严峻, 7 日内国内有本土新增病例的城市已经超过了 4 月初的峰值, 目前仍在高位增长的过程中, 这也导致 11 月服务业 PMI 指数环比下降 1.9pct 至 45.1%, 在收缩区间进一步下探。11 月一线城市地铁客运量显著回落, 月均仅 2255 万人次, 略高于 4-5 月份, 相比去年同期大幅下降 32.4%, 或指向服务消费受到的约束较大。而根据乘联会数据, 11 月 1-27 日乘用车零售 123.0 万辆, 环比上月同期大幅下降 15%, 同比增速也由上月的 7% 左右降至 -14%, 由于各地疫情反弹导致经销商闭店比例上升, 订单情况受到了较大影响。综合各方面



因素的影响，我们预计11月社零同比-2.2%，较上月回落1.7个百分点。

图 14: 11 月疫情新增确诊人数进一步上升



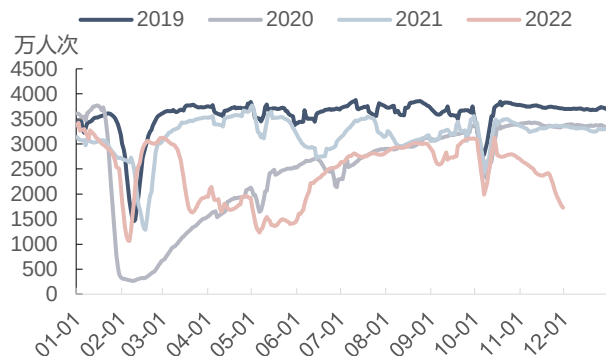
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 11 月服务业 PMI 指数大幅回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

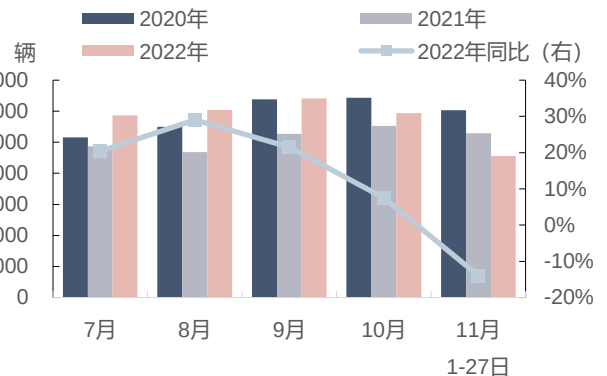
图 16: 11 月一线城市地铁客运量显著回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

注: 包含北京、上海、广州、深圳数据

图 17: 11 月全国乘用车市场日均零售数量和增速均回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、外贸：国内外需求持续收缩，进出口增速或继续回落

海外需求持续回落，出口运价进一步下行，空箱回落支撑外贸集装箱吞吐量，但重箱继续回落，我们预计11月出口增速继续下行至-3%。11月中采制造业PMI中的新出口订单指数环比回落0.9pct至46.7%，显示海外需求进一步收缩。11月美国Markit制造业PMI指数环比大幅下降2.8pct至47.6%，在时隔29个月后重新降至荣枯线以下，欧元区制造业PMI指数虽小幅回升0.7pct至47.1%，但也是2020年6月以来的次低值；韩国11月出口同比增速-14.0%，较10月大幅回落8.3pct，创下2020年6月以来的新低；对中国进口金额同比-11%，近两年

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_49663

