

疫情扩大，经济数据全面偏冷

2020年12月4日

数据预测

		2022-11(E)	2022-10	2022-09	2022-08
内需	工增	3.0	5.0	6.3	4.2
	投资	5.2	5.8	5.9	5.8
	制造业	9.0	9.7	10.1	10.0
	房地产	-9.7	-8.8	-8.0	-7.4
	基建	11.8	11.4	11.2	10.4
	消费	-5.3	-0.5	2.5	5.4
外需	出口	-3.5	-0.3	5.9	7.2
	进口	-10.3	-0.7	0.3	0.2
物价	CPI	1.7	2.1	2.8	2.5
	PPI	-1.2	-1.3	0.9	2.3
金融	M2	11.7	11.8	12.1	12.2
	社融同比	10.0	10.3	10.6	10.5
	社融规模	18,094	9,079	35,413	24,623
	贷款规模	12,000	6,152	24,700	12,500

来源：wind，平安证券研究所；注：投资为累计同比，社融为存量同比，其他分项为当月同比；贷款规模为社融口径；新增社融和贷款单位为亿元，其他为%。

预测逻辑与假设

11月，新增确诊大幅攀升，产需同步走弱，制造业PMI继续回落至48%，处于历史2.8%分位数。叠加进出口、消费等分项去年11月基数较高，预计本月读数整体偏低。价格方面，猪、油价格有所回落，预计CPI、PPI小幅波动。金融支持地产政策在11月陆续落地，票据利率抬升，一方面与资金成本抬升有关，另一方面也显示银行“资产荒”略有缓解。但疫情干扰生产及项目开工，将限制金融数据改善的程度，新增人民币贷款或略弱于季节性。

1 疫情抬头，产需双弱

生产：开工不足、物流不畅，工增继续回落。11月疫情影响有所扩大，企业生产意愿低迷，开工不足、物流不畅等矛盾进一步凸显。生产PMI录得47.8%，环比下滑了1.8个百分点。我们预计11月工增表现弱于季节性1个百分点，同比增速回落至3.0%。

投资：基建维持力度，地产未有起色，投资继续下滑至5.2%。基建方面，11月土木工程PMI维持在62.3%的景气位置，我们预计基建投资能维持季节性水平，累计同比增速达到11.8%。**房地产方面**，在金融支持地产“三支箭”陆续发布之后，金融机构加大了对地产的支持力度。但地产企业新增投资信心难以立即修复，土地成交面积、溢价率仍在低位，当前地产投资可能还以“保交楼”为主。参考8月以来地产投资与季节性的差异，预计房地产投资累计同比约为-9.7%。**制造业**，我们根据季节性规律推算，11月制造业投资累计同比约9.0%。

出口：基数原因、疫情扰动和外需走弱的共同影响下，出口跌幅或将继续扩大。21年11月由于稳供保价等政策使生产恢复景气度、产品价格大幅上升，进出口数据表现较强，出口、进口金额分别超季节性均值37%、25%（2021年各月，出口、进口平均超季节性均值22%、15%），因此本月读数受到拖累。除此之外，11月出口PMI在10月的基础上回落0.9个百分点至46.7%；11月韩国出口同比增长仅录

得-14.0%，较10月进一步回落8.3个百分点，预示着外需进一步回落。进口方面，11月进口PMI下降0.9个百分点至47.1%。参考季节性和近几个月趋势，我们预计11月出口、进口同比分别为-3.5%、-10.3%。

消费：高基数+汽车消费增长乏力+疫情抬头，消费预计弱于季节性。去年11月，社会消费品零售总额为季调之后的全年最高水平，对本月数据形成拖累。另一方面，11月乘用车零售日均销量数据较10月环比大幅下滑32.7%，绝对值回落到5月购置税减免政策出台前的水平。最后，疫情扩大后消费场景继续受限，预计消费将弱于季节性，社零同比增速或大幅回落至-5.3%。

2 猪、油微跌，CPI、PPI小幅波动

CPI方面，11月猪价环比微跌2.3%，为今年4月以来第一次环比下降；菜价波动不大，环比微增0.2%，预计食品项CPI环比将小幅下跌0.1%。非食品项方面，WTI原油现货均价环比下降3.3%，国内汽油售价环比下降1.7%，预计非食品项CPI也偏弱。在前几个月累计涨幅的带动下，预计CPI同比约1.7%。

PPI方面，南华工业品指数11月环比上行1.2%，主要因金属指数上行3.9%，但能化、农产品价格小幅下行，我们预计生产资料价格环比接近0.1%。半导体进口均价仍在高位，生活资料价格环比可能在历史中位数（0.0%）之上；但农产品价格下降，大概率很难达到10月环比涨幅（0.5%），预计生活资料PPI环比在0.2%左右。综合来看，预计11月PPI环比约为0.1%，同比约为-1.2%。

3 银行“资产荒”缓解，但疫情恐限制社融的改善程度

11月，地产“三支箭”陆续发布，多个银行与地产企业签订授信框架协议，据财新统计，已披露的授信额度超过2.7万亿；民营地产企业也加大了债券发行力度，境内民企地产债融资净额环比增加近100亿元。11月票据利率上行20BP，一方面由于成本端压力传导，1年期国股行存单发行利率同期提价40BP，另一方面或也显示银行“资产荒”压力在缓慢改善。我们预计11月金融数据较10月略有改善，但由于疫情难以达到一个较强的水平。预计11月新增人民币贷款约1.2万亿，略低于季节性水平1.35万亿。

其他方面，11月利率债净融资约4,744亿元，主要为国债净融资增加。企业债融资还未见到明显起色，Wind口径企业债净融资额仅-1174亿元。

综上，预计9月新增社融约1.81万亿，社融存量同比约10.0%，M2存量同比约11.7%。

刘璐

分析师

投资咨询资格编号

陈蔚宁

研究助理

一般证券从业资格编号

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_49684

