

宏观数据点评

政策底已至，经济底可期——11月经济增长数据点评

2022年12月16日

【事项】

- ◆ 据国家统计局发布数据，11月工业增加值同比增长2.2%，较10月降低2.8个百分点；1-11月全国固定资产投资累计同比增长5.3%，较1-10月降低0.5个百分点；11月社会消费品零售总额同比减少5.9%，降幅较10月份扩大5.4个百分点。

【评论】

- ◆ **政策见底，数据探底，复苏确定性提升。**11月份国内疫情扰动加剧，主要经济指标普遍回落。其中，本月消费降幅进一步扩大，地产降幅继续扩大，是经济增长的主要拖累。经济指标低于市场一致预期，催化政策有望加快发力和调整。11月以来，疫情防控政策加速调整，政策底逐步明确。往后看，预计当前处于低位的消费和地产将是后续“稳增长”政策的主要抓手。
- ◆ **中下游制造业受冲击明显。**国内长期“强生产，弱需求”格局叠加出口增速大幅回落，工业生产动力走弱，其中，汽车、电子等中下游制造业本月降幅较大。
- ◆ **基建托底作用进一步强化。**当前基建增速连续7个月提升，是唯一向上的增长动能，但目前基建单引擎驱动模式面临瓶颈，其对就业和经济的贡献有限。
- ◆ **房地产风险待化解。**在低基数的基础上，房地产投资降幅扩大至20%左右，且商品房销售、土地购置、房企信贷等领先指标降幅进一步扩大，表明房地产投资下行压力和面临的风险仍大。
- ◆ **消费复苏是主线，但短期波动难避免。**预计随着进一步优化疫情防控措施的落地落实，扩内需促消费系列政策逐步见效，消费市场发展韧性持续显现，居民消费需求有望释放。但短期看，调整疫情防控政策初期居民感染风险加大，消费行为仍偏谨慎，消费增速短期或保持低位震荡。

【风险提示】

- ◆ 新变种病毒扩散风险
- ◆ 海外经济体衰退风险外溢



挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

相关研究

《节奏放缓，周期拉长——美联储11月议息会议点评》

2022.11.04

《静候需求端拐点——10月PMI数据点评》

2022.11.01

《利润下行但结构改善——9月工业企业利润数据点评》

2022.10.27

《外需下行拖累出口——9月外贸数据点评》

2022.10.25

正文目录

1、 政策见底，数据探底，复苏确定性提升.....	3
2、 工业增加值：制造业受较大冲击.....	4
3、 投资：基建托底作用进一步增强.....	5
3.1 制造业投资下行趋势已形成，但降幅或偏慢.....	5
3.2 房地产投资下行压力仍大.....	5
3.3 基建投资对经济的提振作用有限.....	6
4、 消费：政策呵护明确，趋势性回暖可期.....	7

图表目录

图表 1：经济增长动能全面下行.....	3
图表 2：经济增长动能全面下行.....	3
图表 3：制造业增加值大幅回落，中下游受冲击较大.....	4
图表 4：汽车产量增速由正转负.....	4
图表 5：固定资产投资三大类.....	5
图表 6：利润下行，制造业投资动力不足.....	5
图表 7：房地产相关指标存在低基数效应.....	6
图表 8：主要城市房价降多增少.....	6
图表 9：基建加速形成实物工作量.....	6
图表 10：疫情扰动加剧，消费普遍回落.....	7

1、政策见底，数据探底，复苏确定性提升

11月份国内疫情扰动加剧，工业增加值、社零、固定资产投资、出口增速等主要经济指标全面回落。其中，本月消费降幅进一步扩大，地产降幅继续扩大，是经济增长的主要拖累。

图表 1：经济增长动能全面下行



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所, 数据截至 2022 年 11 月

经济指标低于市场一致预期，催化政策有望加快发力和调整。11月以来，疫情防控政策加速调整，政策底逐步明确。往后看，预计当前处于低位的消费和地产将是后续“稳增长”政策的主要抓手。其中，地产在“房住不炒”总基调下，大幅反弹概率偏低，重点工作或仍将以“稳地价、稳房价、稳预期”为主；消费持续受疫情等因素抑制，但持续发展、长期向好的态势未变，后续修复空间较大。

图表 2：经济增长动能全面下行



资料来源: 中国政府网, 东方财富证券研究所

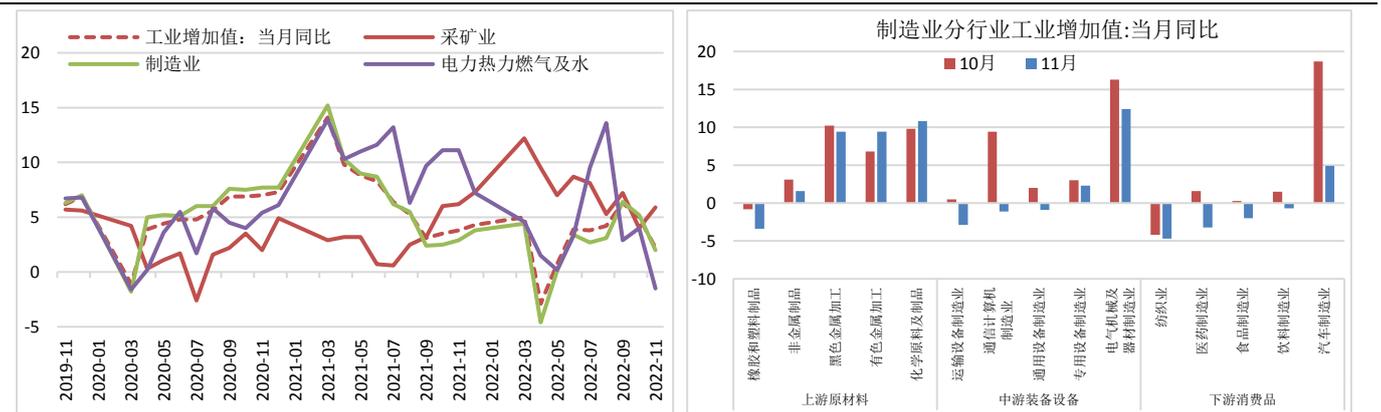
2、工业增加值：制造业受较大冲击

制造业大幅回落是工业增加值放缓的主因。分三大门类看，11月当月采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业增加值同比增长5.9%、2.0%、-1.5%，较10月份变化+1.9、-3.2、-5.5个百分点。制造业增加值在工业增加值中的占比在85%左右，其增速大幅下行是本月工业增加值放缓的主要原因。

主要工业品产销量减少。价格方面，当前国内PPI下行周期见底，11月份PPI同比降低1.3%，降幅与10月份持平，价格因素多工业增加值的负贡献边际趋于弱化。因此，本月工业增加值大幅回落主要由数量因素导致，其背后是长期“强生产，弱需求”格局下，工业生产动力走弱。

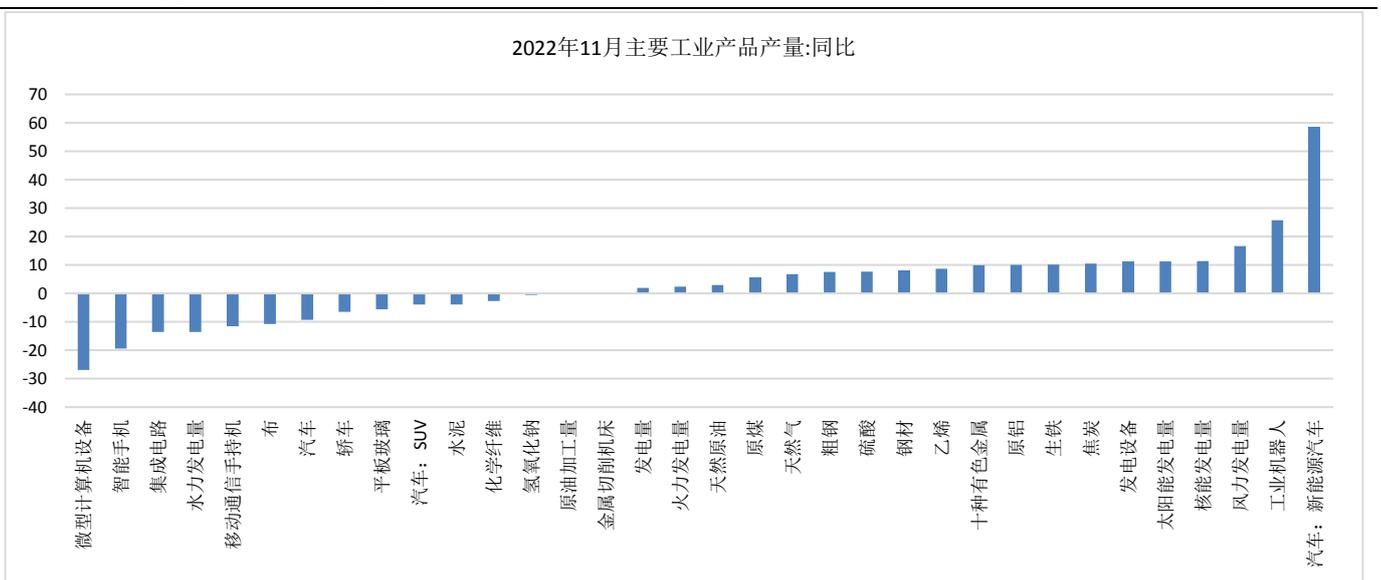
分行业看，中下游行业受冲击，汽车产量增速由正转负。上游行业生产保持平稳，有色金属加工、化学原料及制品工业增速有所回升。中下游制造业受冲击较为严重，其中，汽车制造业增加值同下降9.4%，增速较10月大幅回落18.6个百分点，为2022年5月以来首度转负；新能源汽车、SUV、轿车等细分品类增速均有所回落，对工业增加值造成较大拖累。

图表 3：制造业增加值大幅回落，中下游受冲击较大



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所, 数据截至 2022 年 11 月

图表 4：汽车产量增速由正转负

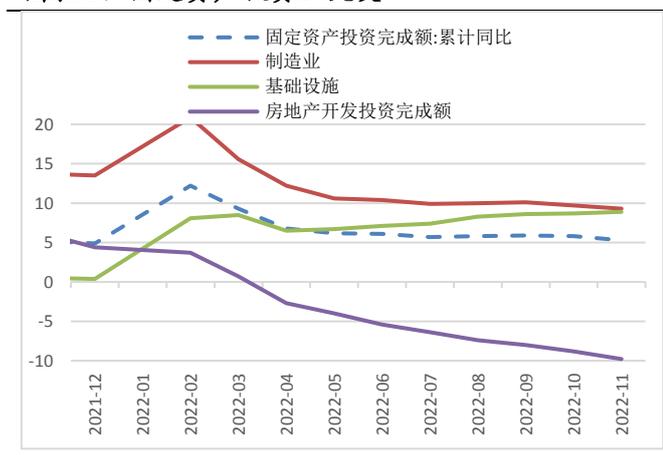


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所, 数据截至 2022 年 11 月

3、投资：基建托底作用进一步增强

1-11月固定资产投资三大支柱中，制造业投资同比增长9.3%，增速较1-10月份降低0.4个百分点；房地产投资同比降低9.8%，降幅较1-10月扩大1.0个百分点；不含电力的基础设施投资同比增8.9%，增速较1-10月份提高0.2个百分点。“制造业缓慢回落、基建托底、地产寻底”格局未变。

图表5：固定资产投资三大类



资料来源：Choice，东方财富证券研究所，数据截至2022年11月

图表6：利润下行，制造业投资动力不足



资料来源：Choice，东方财富证券研究所，数据截至2022年11月

3.1 制造业投资下行趋势已形成，但降幅或偏慢

企业进入主动去库存阶段，制造业投资增速趋降。当前PPI处于底部，工业企业利润亦连续多月负增长，制造业投资收益预期偏弱；此外，工业企业产成品存货增速高位回落，企业主动去库存需求较强，扩大生产动力不足，制造业投资后续大概率延续下行基调。

设备更新改造支持政策落地生效，制造业投资增速有望平稳降落。当前各方面积极支持重点领域设备更新改造，部分行业保持较高增速，如电气机械和器材制造业投资增长41.4%，化学原料和化学制品业投资增长19.7%，纺织服装、服饰业投资增长28.1%。同时，政策推动扩大制造业中长期贷款投放，强化投资要素保障，制造业投资有望保持韧性。

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_50251



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn