



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 月一线城市地铁客流量显著回落.....	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，工业增速或将进一步下行；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%。

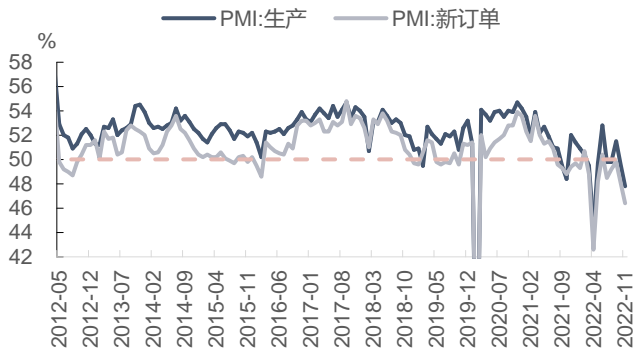
图 1: 11月宏观数据预测

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

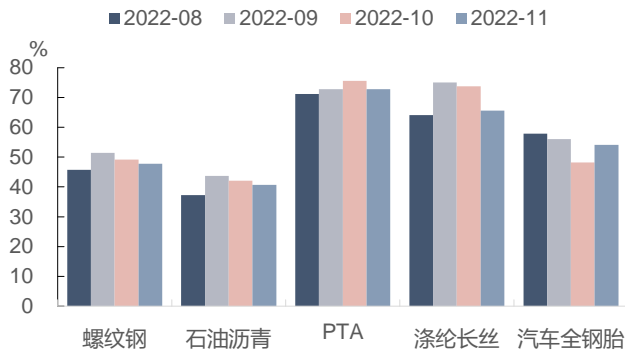
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

一、生产：疫情上升势头明显，工业生产或持续承压

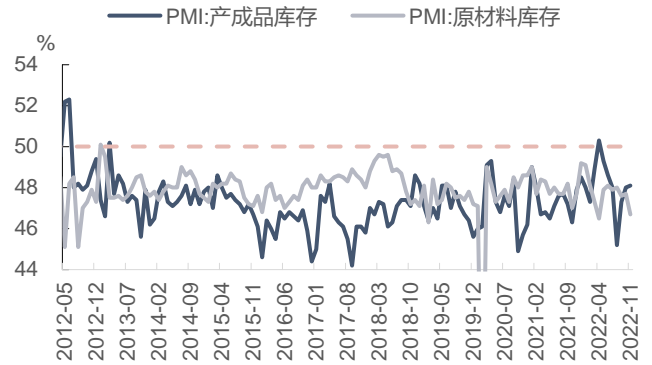
疫情再度扩散，供需两端进一步走弱，制造业PMI指数降至年内次低水平；气温偏高叠加需求偏弱，11月25省市电煤日耗同比增速降至3.1%，生产端多数行业开工率较上月进一步回落，且显著低于往年同期水平，我们预计11月工业增加值或回落1.5pct至3.5%。受疫情点多面广频发等因素影响，11月中采制造业PMI指数回落1.2pct至48.0%，为年内次低水平，仅略高于4月的47.4%。生产指数、新订单指数分别回落1.8pct、1.7pct至47.8%、46.4%，显示供需两端继续走弱。而原材料库存指数较上月回落1pct至46.7%，产成品库存指数较上月回升0.1pct至48.1%，显示企业采购意愿不强导致原材料库存下降，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


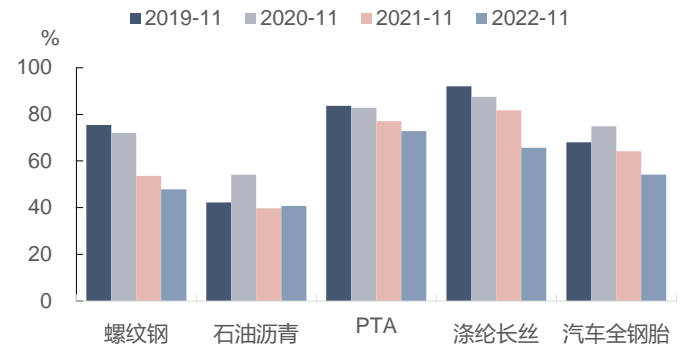
资料来源：万得，信达证券研发中心

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

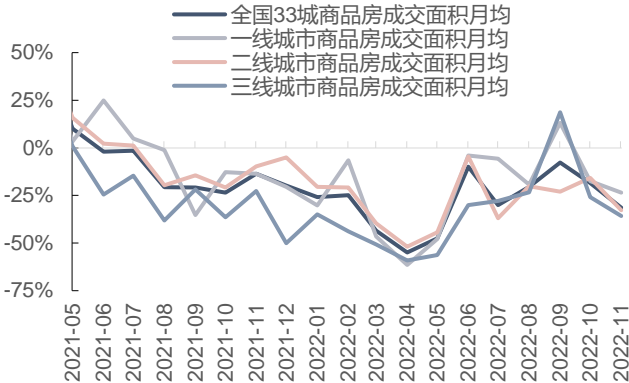
11 月地产融资政策放松力度进一步加大，但地产销售继续走低。11 月以来，央行银保监会发布“金融 16 条”、支持房企债券融资的“第二支箭”扩容、证监会决定在股权融资方面调整优化五项措施，地产信贷、债券与股权融资放松三箭齐发。而在需求端，居民购房成本也略有降低，11 月 103 个重点城市主流首套房贷利率为 4.09%，较上月下降 3BP；二套房贷利率为 4.91%，继续持平上月。但居民购房需求仍然偏弱，叠加疫情防控部分区域仍在静态管理的过程中，地产销售进一步下降，33 城商品房成交面积环比增加 3.5%，但同比增速从 10 月的-18.4%下降至-31.4%；而 11 月百强房企销售增长与 33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

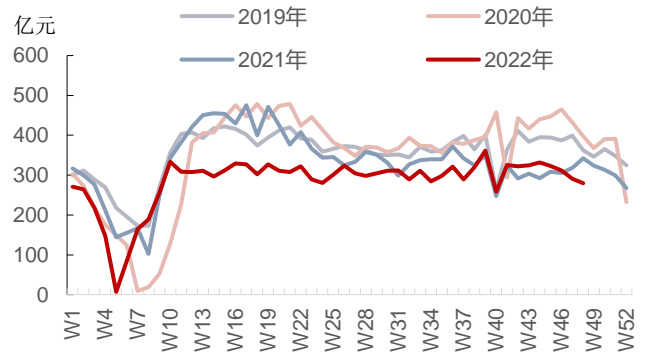
较上月增加了3.9个百分点，为年内较高水平。考虑土地购置整体的状态相对低迷，叠加施工活动尚未出现明显的改善迹象，我们预计11月房地产投资当月同比增速维持在-15.3%（前值-16.0%），对应累计同比增速-9.4%，较前值回落0.6pct。

图 6：11 月 33 城商品房成交面积同比增速大幅下降



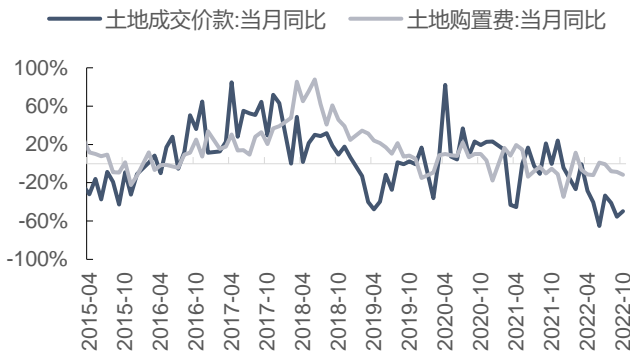
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：11 月螺纹钢表观需求仍低于往年同期



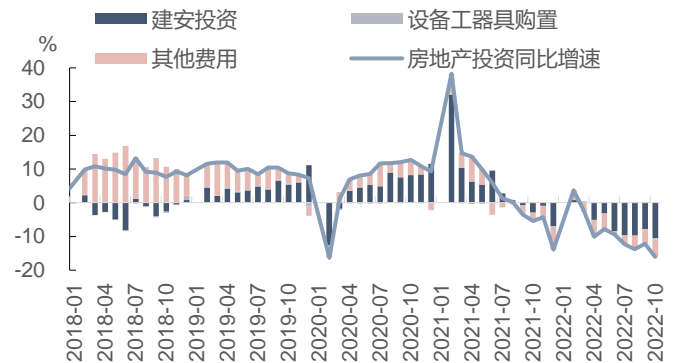
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：土地成交价款变化领先于土地购置费



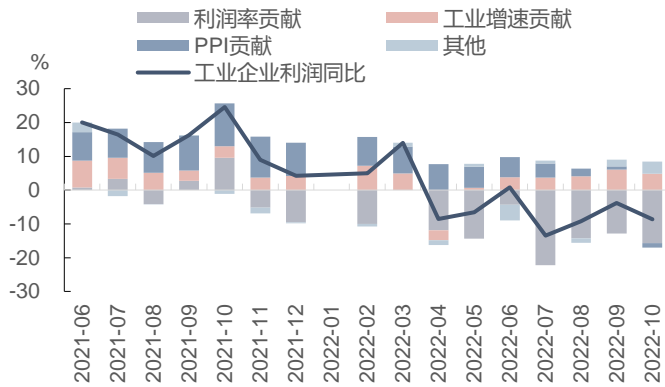
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：房地产投资同比增速拆分

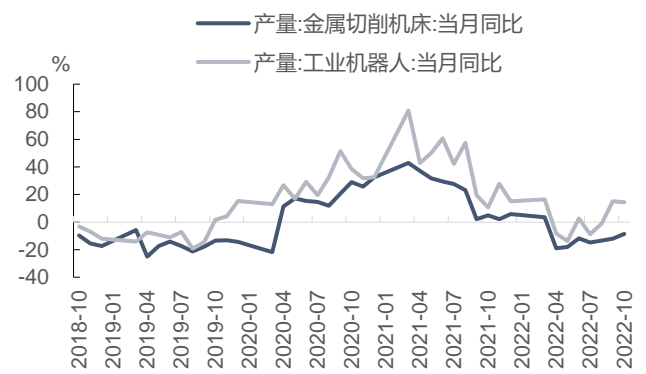


资料来源：万得，信达证券研发中心

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


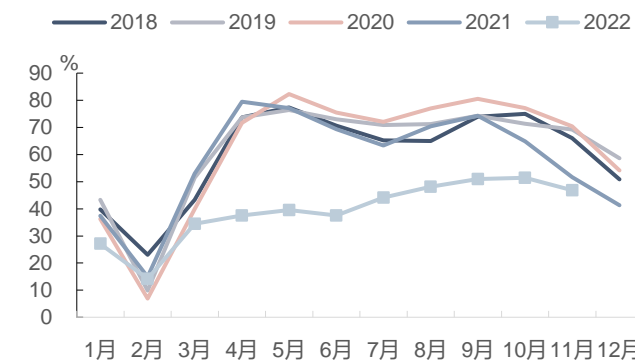
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 10月机床产量增速仍然维持负增长


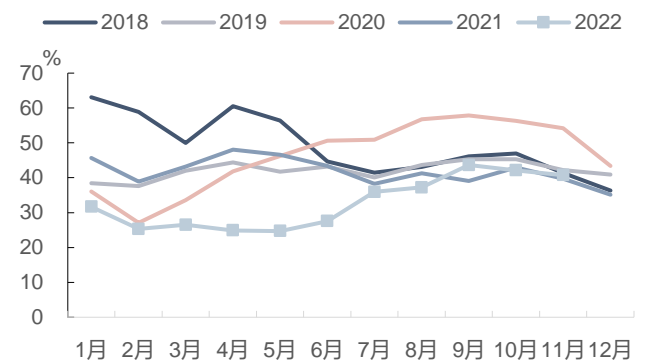
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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月一线城市地铁客流量显著回落,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

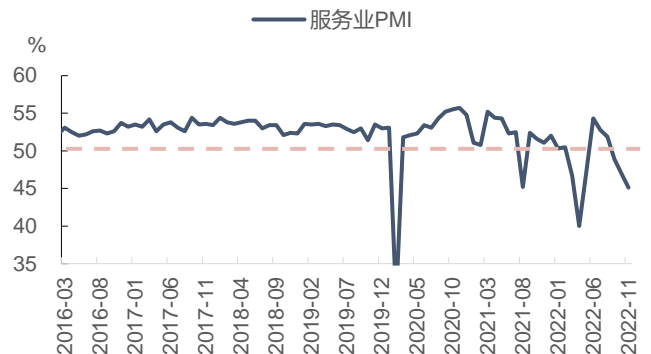
因素的影响，我们预计11月社零同比-2.2%，较上月回落1.7个百分点。

图 14: 11月疫情新增确诊人数进一步上升



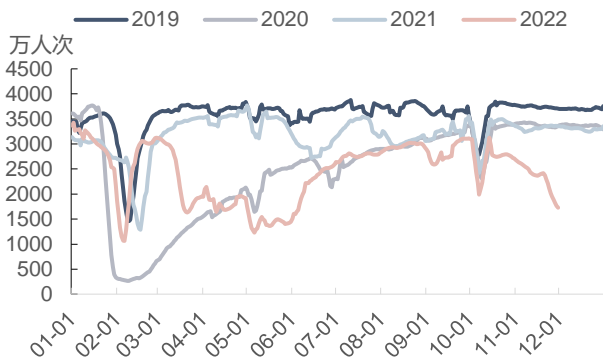
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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

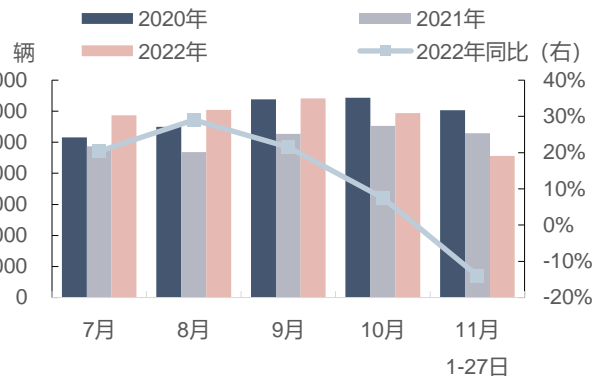
图 16: 11月一线城市地铁客运量显著回落



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

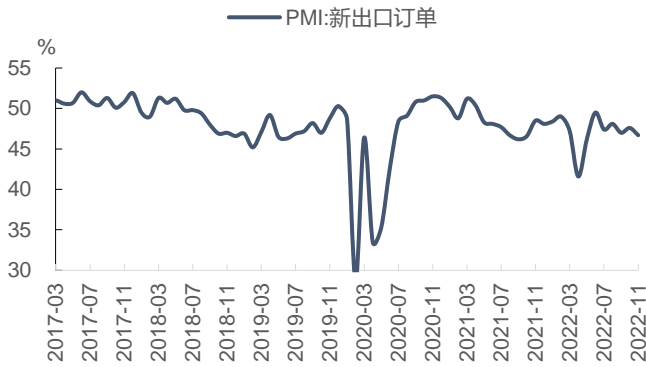
图 17: 11月全国乘用车市场日均零售数量和增速均回落



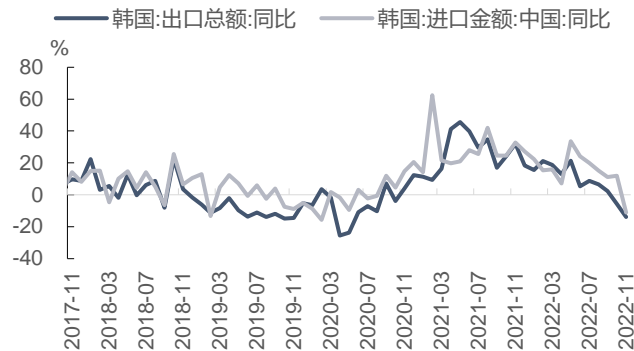
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、外贸：国内外需求持续收缩，进出口增速或继续回落

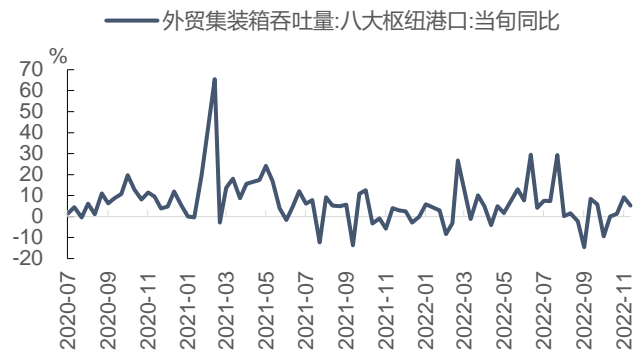
海外需求持续回落，出口运价进一步下行，空箱回落支撑外贸集装箱吞吐量，但重箱继续回落，我们预计11月出口增速继续下行至-3%。11月中采制造业PMI中的新出口订单指数环比回落0.9pct至46.7%，显示海外需求进一步收缩。11月美国Markit制造业PMI指数环比大幅下降2.8pct至47.6%，在时隔29个月后重新降至荣枯线以下，欧元区制造业PMI指数虽小幅回升0.7pct至47.1%，但也是2020年6月以来的次低值；韩国11月出口同比增速-14.0%，较10月大幅回落8.3pct，创下2020年6月以来的新低，对中国进口金额同比-11%，近两年来首次出现负值，同样显示海外需求大幅走弱。11月末上海出口集装箱运价指数降至1230，较10月末大幅下降27.6%，连续5个月环比回落，当前绝对水平已经创下2020年9月以来的新低。11月中上旬沿海8大枢纽港口集装箱外贸吞吐量同比增速从10月的-4.7%升至7.2%，但是数据的改善主要是来自于大量外贸空箱的回流，而外贸重箱同比继续下降，数量因素对出口增速的拖累或延续，同时价格因素对出口增速的支撑或进一步减弱，出口整体增速我们预计继续下滑。我们预计11月出口同比-3%，较10月下降2.7pct。

图 18: 11 月 PMI 新出口订单指数回落


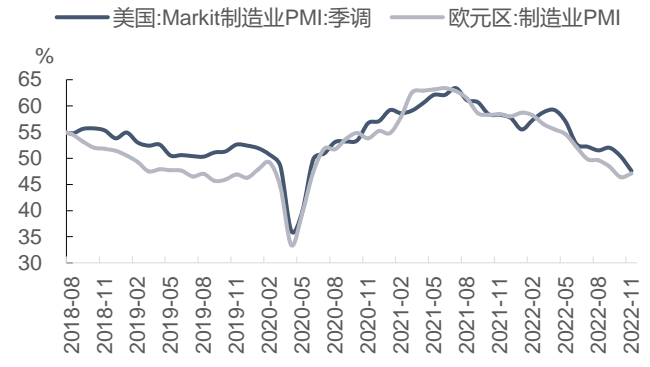
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 11 月韩国对中国进口金额同比转负


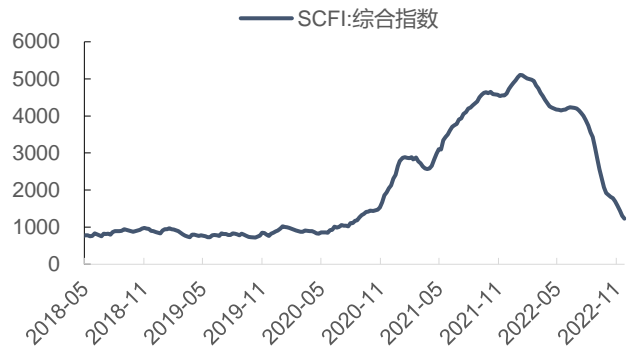
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 11 月美欧制造业 PMI 指数仍处近年低位


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

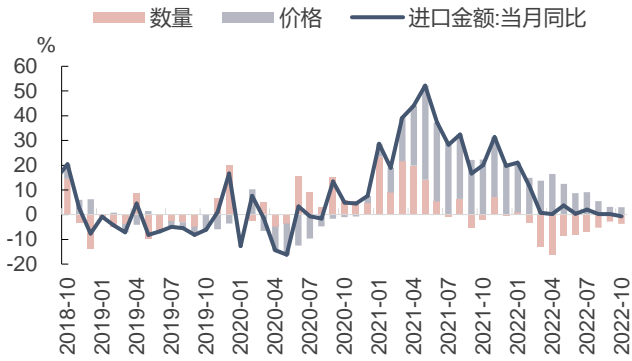
图 21: 上海出口集装箱运价指数降至近 2 年新低


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

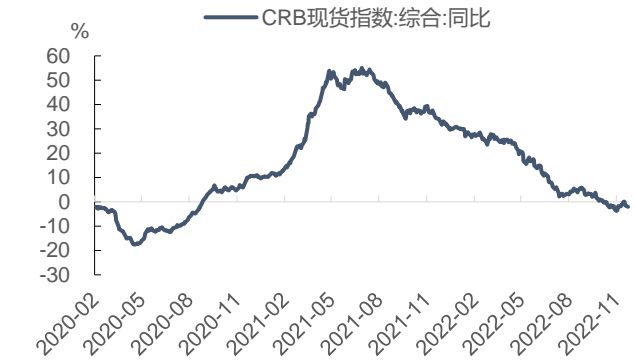
图 23: 10 月数量因素对出口的拖累加深


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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%。11 月 PMI 进口指数在荣枯线下继续回落 0.8pct 至 47.1%, 考虑国内生产与需求活动进一步走弱的影响, 我们预计数量因素继续拖累进口。价格方面, 11 月以来 CRB 现货指数止跌企稳, 但同比与 10 月大致持平, 仍存在 1%左右的负增长。考虑到去年同期进口价格大幅上涨导致基数较高, 我们预计 11 月进口同比下降 5%, 较 10 月回落 4.3pct。

图 24: 10 月数量因素对进口的拖累加剧


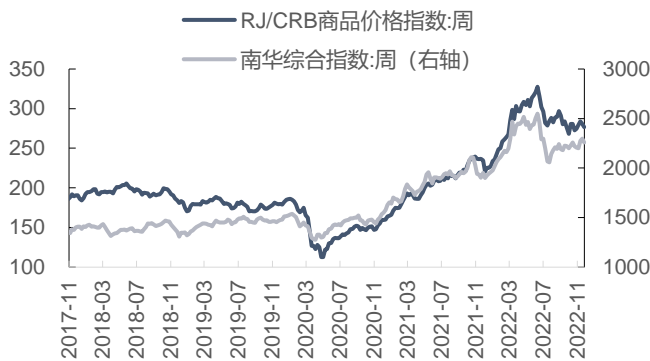
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: CRB 现货指数同比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

五、物价：预计 CPI 延续回落，PPI 略微回升

11 月大宗商品价格整体略有回升。受美元指数持续回落影响，有色金属价格大幅上升，对 PPI 带来支撑；油价整体回落，但国内成品油价格滞后调整，石化产品整体价格料将小幅回升；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 环比上升 0.2%，同比增速微升至 -1.2%。11 月市场对美联储加息的预期有所减弱，美元指数高位回落，大宗商品价格整体略有反弹。有色金属价格结束了前期的持续回落，价格出现了相对显著的回升，对 PPI 带来一定的提振。而原油方面，尽管月初布油一度升至 100 美元/桶，但随后欧盟对俄罗斯出口限价高出预期可能使制裁效果减弱，国内防疫形势再度趋紧且现货采购进入淡季，月末国际油价跌至年内最低水平，月均价环比下降 4.5%，原油开采价格料将继续回落，但考虑国内成品油价格调整的滞后性，石化行业整体产品价格料将小幅回升；黑色方面需求进入淡季，疫情频发对项目施工产生一定限制，加上地产需求不振，11 月钢材需求整体仍然萎靡，螺纹钢和铁矿石现货价格继续回落。11 月动力煤价格整体维持弱势，钢厂对焦炭采购力度放缓，炼焦煤价格也有所回落。我们预计 11 月 PPI 环比小幅上升 0.2%，同比下降 1.2%，较上月回升 0.1pct。

图 26: CRB 商品价格指数与南华综合指数走势略有回升


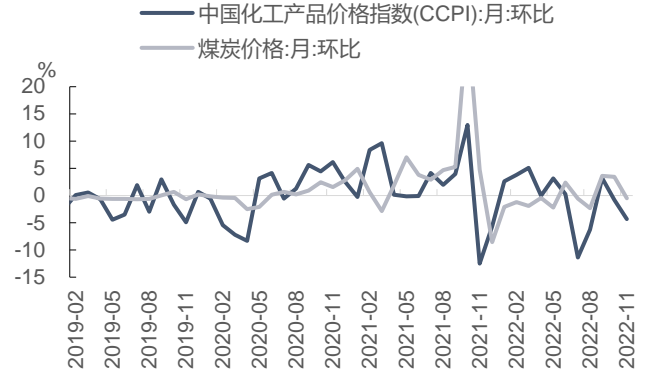
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 原油、有色金属价格环比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28: 铁矿石、钢材价格环比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

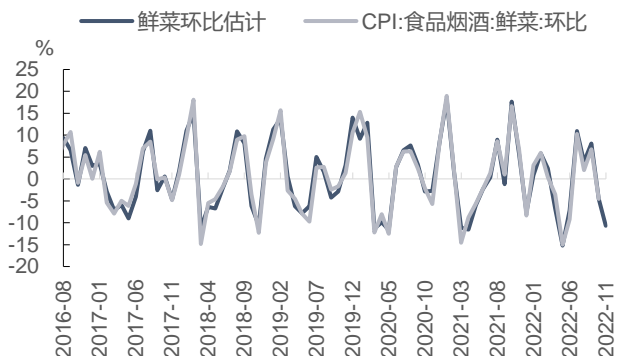
图 29: 化工产品、煤炭价格环比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

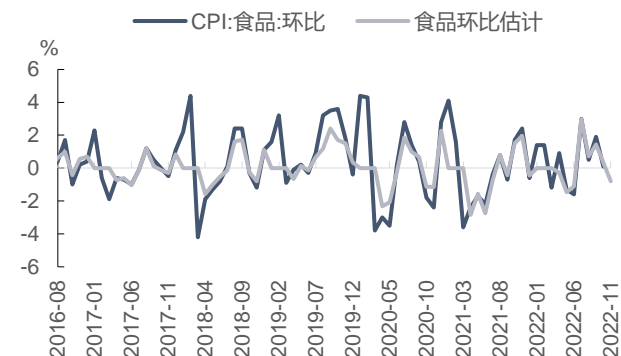
11月猪肉价格涨幅收窄, 而鲜菜价格大幅下跌拖累食品价格回落, 核心CPI降幅或略超季节性, 我们预计11月CPI环比下降0.2%, 同比上升1.5%, 较上月回落0.6pct。食品价格方面, 10月下旬以来, 随着政府连续投放冻猪肉储备, 前期压栏生猪的获利了结, 生猪出栏规模明显上升, 猪肉价格持续回落, 但11月月均价格相对10月仍然略微上行。11月蔬菜价格先跌后涨, 由于中上旬秋季蔬菜供应充足, 导致蔬菜价格延续跌势, 但随着下旬气温骤降, 露天蔬菜供应量缩减, 鲜菜价格有所反弹, 但从全月来看, 鲜菜价格均价或仍较10月显著下行, 对CPI的拖累进一步增大。从其他产品来看, 鲜果价格转为环比回升, 而禽肉价格转为回落, 水产品价格延续小幅回落, 对CPI食品项的影响相对有限。我们预计CPI食品项环比将由上月的0.1%降至-0.8%。其他方面, 从季节性因素看, 11月核心CPI通常季节性回落, 且疫情确诊人数高位上升导致消费需求进一步受到限制, 我们预计核心CPI的降幅或略超季节性。我们预计11月CPI环比下降0.2%, 同比上升1.5%, 较上月回落0.6pct。

图 30: 猪肉价格环比增速估计与实际环比增速

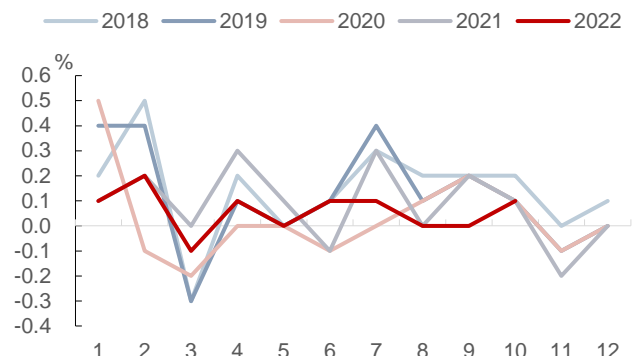

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 31: 鲜菜价格环比增速估计与实际环比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 32: 食品价格环比增速估计与实际环比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 33: 我们预计11月核心CPI环比增速仍低于季节性


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

六、金融：信贷投放小幅多增，社融增速或回落至 10.2%

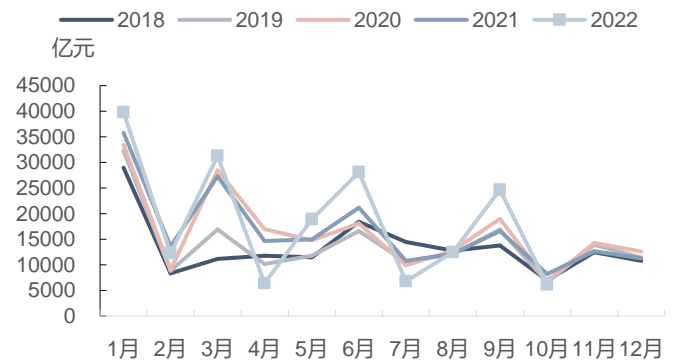
11 月 21 日央行召开信贷工作座谈会，11 月票据利率呈震荡走势，但整体略有抬升，我们预计新增信贷转为小幅多增。政策性开发性金融工具投放完毕，表外融资或小幅回落，而企业债融资规模也大幅减少，我们预计 11 月新增社融约 2.3 万亿，社融存量同比增速下降 0.1pct 至 10.2%。11 月中上旬票据利率跟随资金利率有所走高，下旬资金面有所转松，但 11 月 21 日央行与银保监会召开信贷工作座谈会，引导金融机构加大对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业群体的信贷支持力度，全力推动经济进一步回稳向上，此后票据利率逐步回升至月内高点，而月末两日票据利率有所回落，或显示表内票据仍有所冲量，我们预计信贷投放规模略有增加，11 月新增约 1.4 万亿，同比多增 1300 亿。从信贷以外的分项看，由于截至 10 月末政策性开发性金融工具资金已全部投放完毕，11 月委托贷款受到的支撑将显著减弱，而信托贷款或延续小幅压降态势，而月末票据利率的走低或对应未贴现票据规模有所减少，综合来看，我们预计 11 月表外融资下降 400 亿元左右，较去年同期少减约 2100 亿元；直接融资中，高频数据显示 11 月股票融资规模约为 1200 亿元，11 月社融口径的企业债融资或下降至 200 亿元左右；参考 11 月政府债发行与到期情况，我们预计 11 月政府债融资约 5400 亿元，同比少增约 2800 亿元。假设 11 月存款类金融机构资产支持证券和贷款核销均为近年均值水平，我们预计 11 月新增社融约 2.3 万亿，社融存量增速为 10.2%，较前值回落 0.1 个百分点。

图 34：国股转贴现票据利率走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35：新增人民币贷款



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

政策不及预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，8年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

王明路，南开大学保险硕士，曾供职于长江证券、苏宁金融、平安普惠等从事研究与投资工作。

朱金保，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

杨锦明，香港中文大学硕士，曾供职于华西证券等从事信用研究工作。

沈扬，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

张弛，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在地市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。