

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，当前地产投资可能仍以“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

S1060519060001

liulu979@pingan.com.cn

陈蔚宁

研究助理

一般证券从业资格编号

S1060122070016

chenweining369@pingan.com.cn

风险提示：1) 原油供应出现重大变故，导致工业品价格加速上行；2) 海内外货币政策提前转向；3) 中美关系再起波澜。

免责声明：
此报告旨在为平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

