

疫情防控政策优化调整初期，经济下行压力短暂增大

——2022年11月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：11月规模以上工业增加值同比实际增长2.2%，增速较上月回落2.8个百分点；11月社会消费品零售总额同比下降5.9%，降幅较上月扩大5.4个百分点；1-11月全国固定资产投资同比增长5.3%，增速较前值回落0.5个百分点。

基本观点：

整体上看，当前处于疫情防控政策调整的初期阶段，11月宏观数据普遍回落并不意外，且整体并未脱离修复轨道。其中，疫情扰动带动需求下行，11月工业增加值同比增速进一步放缓，但与今年4-5月上一轮疫情高峰期相比，本轮疫情对工业生产的冲击相对较弱。11月疫情对消费扰动明显，社零同比降幅走阔。投资方面，11月基建投资全面提速，保持两位数高增，在一定程度上对冲房地产投资下滑影响，带动整体投资增速保持较强韧性，在稳定经济大盘中的作用进一步增强。11月城镇调查失业率升至5.7%，超过今年控制目标0.2个百分点，这可能是近期包括降准在内的稳增长政策加力的一个重要原因。

我们判断，四季度GDP同比增速有可能在2.5%至3.0%之间，全年增速也将达到3.0%左右。短期内宏观政策在扩投资、促消费方面有可能加大力度。明年一季度末，伴随疫情影响趋势性消退，国内消费大幅反弹，经济有望走出一个稳定上升过程；以金融支持房地产16条为标志，后续稳楼市政策也有望进一步加码，明年年中前后房地产也有望摆脱为期两年的低迷状态，经济内生增长动力将全面修复。

具体解读如下：

一、疫情扰动带动需求下行，11月工业增加值同比增速进一步放缓，但与今年4-5月上一轮疫情高峰期相比，本轮疫情对工业生产的冲击相对较弱。

11月工业增加值同比增长2.2%，增速较上月大幅放缓2.8个百分点。从大类来看，11月采矿业生产相对平稳，制造业和电力、燃气及水的生产和供应业生产则明显放缓。其中，占工业增加值约9成的制造业增加值当月同比增速从上月的5.2%降至2.0%，这与11月制造业PMI生产指数为47.8%，较上月大幅下滑1.8个百分点相印证。

我们认为，疫情波动仍然是11月工业生产增速进一步放缓的主要原因。11月，尽管国内疫情防控政策得到大幅优化，但在疫情明显升温背景下，企业生产经营活动仍受到一定影响。同时，疫情扰动下居民消费场景受限、消费心理谨慎，制造业市场需求受到较大冲击，叠加当前出口转弱，需求不振对生产端也构成拖累。不过，与上一轮疫情高峰期的工业生产表现和11月社零同比负增所反映的终端消费收缩局面相比，11月工业增加值同比增长2.2%，仍表现出工业生产的较强韧性。我们认为主要有以下几方面因素支撑：

一是在优化疫情防控二十条措施出台、疫情应对经验积累的背景下，11月各地运输物流基本保持畅通，也没有出现大规模停工停产现象。由此，本轮疫情对工业生产的冲击弱于4-5月的上一轮疫情高峰时期。二是稳增长政策从供需两端发力，供给端在财税、金融等方面不断加大对工业企业扶持力度，在帮助企业维持经营的同时，也有利于稳定企业预期，需求端政策支持下，基建投资、制造业投资高增等，对工业生产也有支撑。三是工业增加值统计的是规模以上工业企业，而受终端消费不振影响较大的多为处于产业链中下游的中小企业。因此，偏强的工业增加值数据可能存在对整体工业生产强度的高估。

展望后续，一方面，近期金融支持房地产16条、央行宣布全面降准、发改委督促政策性开发性金融工具支持的基建项目尽快形成更多实物工作量等举措都在陆续出台，这在提振内需的同时对工业生产也有拉动；但另一方面，12月以来，虽然疫情防控政策持续优化，但疫情形势较为严峻，加之近期出口减速势头显现，房地产投资仍难以摆脱负增，这些因素仍将抑制工业生产提速。同时考虑到去年同期基数有所走高，我们判断，12月工业增加值同比将维持在2.0%-3.0%附近的偏低增长水平。

二、11月疫情对消费扰动明显，社零同比降幅走阔。

11月社零同比下降5.9%，降幅较上月扩大5.4个百分点。其中，餐饮收入同比降幅较上月扩大0.3个百分点至8.4%，商品零售同比从上月的增长0.5%大幅下滑至下降5.6%。11月社零同比较大幅度收缩，主要受国内疫情反弹影响。尽管当月国内疫情防控政策得到大幅优化，但在疫情明显升温背景下，居民线下消费心理谨慎，商超、餐饮、店铺的正常经营也会受到影响。同时，受制于终端配送力量不足，11月居民线上消费效率下降，这体现于当月实物商品网上零售额同比增速仅为3.9%，较上月大幅下滑18.2个百分点。

从限额以上不同商品零售额增速来看，除粮油食品、中西药品等必需品外，11月各类别商品零售额普遍处于同比负增状态，这也符合疫情冲击下消费的结构特征。其中，由于疫情反弹影响客户到店，11月汽车零售额同比下降4.2%，增速较上月下滑8.1个百分点，对当月社零整体增速的下拉作用明显；11月石油制品零售额同比下降1.6%（前值为增长0.9%），主要原因是当月成品油价格下调，以及疫情影

响下，居民出行活动减少；另外，11月楼市表现弱于10月，商品房销售同比降幅扩大，家电、家具、建筑装饰材料等涉房消费继续受到拖累，其中家电、建筑装饰材料零售额降幅较上月进一步走阔。

今年以来，受疫情波动和楼市低迷影响，社零增速所反映的消费修复过程较为波折，其中，疫情反弹是近两个月社零再现同比负增的主要原因。进入12月，尽管疫情防控政策不断优化，但国内疫情进一步升温，北京等重点城市进入感染高峰期，对消费的干扰仍然显著。我们判断，12月社零同比仍将处于5%左右的较深负增状态。

三、投资方面，11月基建投资全面提速，保持两位数高增，在一定程度上对冲房地产投资下滑影响，带动整体投资增速保持较强韧性，在稳定经济大盘中的作用进一步增强。

1-11月，固定资产投资累计同比增长5.3%，增速较1-10月小幅回落0.5个百分点。据我们测算，11月当月固定资产投资同比增速仅为0.2%，也较上月回落4.8个百分点，主要源于当月房地产投资同比大幅下滑，制造业投资强度有所减弱，但基建投资全面提速。

三大投资板块中，基建投资累计增速保持加快势头，1-11月基建投资（宽口径）增速达到11.7%，较前值加快0.3个百分点，连续6个月走高。据我们测算，11月当月基建投资（宽口径）同比增速为14.4%，较10月增速加快1.6个百分点。与此同时，1-11月基建投资（不含电力）增速达到8.9%，也较前值加快0.2个百分点，当月同比增速升至10.6%，较上月加快1.2个百分点。

首先，月度基建投资（宽口径）连续6个月保持两位数高增，且11月进一步提速，背后是今年专项债发行前置，加之一揽子稳住经济大盘政策及接续政策中支持基建投资力度很大，政策性金融工具持续加码，PSL重出江湖；近期企业中长期贷款数据也表明，银行正在显著加大对基建项目的信贷支持力度。这抵消了严控地方政府隐性债务风险对城投平台融资的抑制效应，以及地方政府土地出让金收入下滑带来的影响，为今年以来基建投资高增长提供了充足的资金来源。

其次，今年以来受疫情波动等超预期因素频发影响，政策面显著加大了逆周期调节力度，基建投资提速符合市场普遍预期。最后，11月当月基建投资提速，与当月疫情防控政策优化调整后，短期居民消费行为更趋谨慎，经济下行压力有所增大直接相关——这要求基建投资的逆周期调节力度相应增大。

我们判断，本轮疫情升温对基建施工的影响不大。展望未来，伴随加发的5000亿专项债资金加快投放，以及岁末年初基建投资稳增长需求上升，12月当月基建投资有望延续两位数高增。我们预计全年基建投资累计同比增速将达到12.0%左右，有望拉动GDP增速加快1.2个百分点。这意味着基建投资无论在今年全年还是四季度的稳住经济大盘过程中，都发挥了中流砥柱作用。

11月房地产投资加速下滑，1-11月累计同比下降9.8%，降幅较前值加大1个百分点。据我们测算，11月当月房地产投资同比下滑19.8%，降幅较上月扩大3.7个百分点。这与当前楼市持续低迷相印证，背后是近期房企信用风险仍在暴露，房地产施工数据持续下滑。11月金融支持房地产16条等政策出台，主要针对楼市供给端发力，而当前抑制房地产投资的主要原因是楼市销售低迷，其中“金九银十”成色明显不足，11月楼市销售下滑加剧。

我们判断，后期政策面将在引导房贷利率下行方面进一步发力。这意味着在9月以来新一轮存款利率下行以及12月降准落地驱动下，未来即使政策利率（MLF利率）不动，5年期LPR报价也还有一定下调空间。这是扭转楼市预期、带动楼市尽快企稳回暖的关键。预计在各项政策调整到位支持下，2023年年中前后商品房销量有望转入趋势性回升过程，但房地产投资回升还将经历更长一段时期。我们判断，12月月度房地产投资仍将处于较高的两位数下滑过程，全年累计同比降幅也将达到两位数。

1-11月制造业投资同比增速为9.3%，较前值回落0.4个百分点，尽管增长动能有所减弱，但继续处于较快增长状态。据我们测算，11月当月制造业投资同比增速为6.2%，较上月小幅回落0.7个百分点，符合市场普遍预期。首先，今年以来制造业投资韧性很强，背后是为了推动经济转型升级、着力缓解“卡脖子”问题，政策面对制造业投资的支持力度较强。根据央行数据，制造业中长期贷款近两年多来持续高增，前三季度同比高达30.8%。另外，前期海外对“中国制造”需求较强，也对以民间投资为主的制造业投资起到了推动作用。最后，11月当月制造业投资减速，主要受全球经济放缓、美欧经济衰退阴影渐浓影响，以民间投资为主的制造业投资信心受到一定影响。

展望未来，包括9月央行设立设备更新改造专项再贷款工具在内，政策面对制造业投资的支持力度正在进一步加大。这样来看，短期内制造业投资仍有望保持较强韧性。我们判断，尽管上年同期基数较高，但12月制造业投资同比增速持续大幅下滑的可能性不大，全年仍有望保持9%的较快增长水平，将继续为促投资发挥重要支撑作用。

整体上看，尽管11月当月固定资产投资有所减速，但在年底前基建投资有望进一步加快，制造业投资韧性较强，并有效对冲房地产投资下滑带来的影响下，全年固定资产投资增速将实现5.2%的较快增长水平，较上年全年加快0.3个百分点，以扩投资带动稳增长将持续至年底。另外，考虑到今年PPI累计同比将在4.2%左右，而去年全年高达8.1%，因此今年固定资产投资实际增速将远高于去年，对今年GDP增速的实际拉动力也会显著增强。

四、11月城镇调查失业率升至5.7%，这是近期稳增长政策力度加大的一个重要原因。

11月城镇调查失业率为5.7%，较上月提升0.2个百分点，高于今年5.5%的控制目标。1-11月平均值为5.6%，也高于今年控制目标0.1个百分点。我们认为，这也是近期经济下行压力加大的一个直接体现。可以看到，11月央行降准措施出台，政策面稳增长力度加大，与此直接相关。我们预计，后期保就业政策加码空间较大，就业形势整体可控。另外，11月16-24岁青年失业率为17.1%，较上月下降0.8个百分点，但仍处于明显偏高水平。这表明当前结构性失业现象比较严重，后期通过行业政策调整，强化对青年农民工、大学生就业支持的迫切性较高。

整体上看，当前处于疫情防控政策调整的初期阶段，11月宏观数据普遍回落并不意外，且整体并未脱离修复轨道。我们判断，四季度GDP同比增速有可能在2.5%至3.0%之间，全年增速也将达到3.0%左右。短期内宏观政策在扩投资、促消费方面有可能加大力度。明年一季度末，伴随疫情影响趋势性消退，国内消费大幅反弹，经济有望走出一个稳定上升过程；以金融支持房地产16条为标志，后续稳楼市政策也有望进一步加码，明年年中前后房地产也有望摆脱为期两年的低迷状态，经济内生增长动力将全面修复。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。