

2022年12月15日

## 消费修复受阻，关注扩内需资金的“来”与“去”

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

### ● 工业生产和服务生产均大幅回落

疫情扩散、价格水平下行，叠加外需加速走弱，工业生产呈低基数上的低增长。11月工业增加值同比为2.2%，在低基数的支撑上（2021年11月为3.8%）仍较前值回落了2.8个百分点。分行业看，上游采掘加工业相对稳定、中游设备制造受创较重。11月服务业生产指数同比较前值下滑了2.0个百分点至-1.9%，自6月经济迈入修复阶段首次转负。

### ● 固定资产投资增速相对平稳

(1) **地产**：基本来看，地产投资延续下滑、仅竣工跌幅较窄。政策端，重心从需求端转向供给端。“金九银十”失守，指向需求端宽松提振销售回款改善房企融资的政策路径不畅，监管层重心逐步向供给端倾斜，包括“地产16条”、保函置换、“三支箭”、REITs增量扩围等齐落地，地产已形成信贷、发债、预售资金等多个维度的融资支持政策体系。房企和地产链的信用修复较为显性，但2023年地产消费的修复情况仍存不确定性。

(2) **制造业**：增速小幅回落，信贷放量到投资扩产渐行渐近。分行业来看，计算机通信电子、电气机械、医药等高端制造表现较好。三季度以来“国民”分化出现收窄，民企投资占比逐渐收复失地，同时2022年Q3制造业贷款需求指数出现触底回升迹象。《“十四五”扩大内需战略实施方案》指出“加大制造业投资支持力度”、“引导各类优质要素向制造业集聚”，包括结构性工具在内的制造业支持政策仍将延续发力，从信贷放量到制造业投资扩产或已渐行渐近。

(3) **基建**：政策性金融工具持续形成实物工作量。我们对基建的判断一直以来较市场更为乐观，11月基建分项经受疫情冲击逆势向上，或指向政策性金融工具和限额空间完成投放后，基建新订单减少但在手订单持续形成实物工作量。高频开工数据指向12月基建景气度边际下行，预计全年基建增速约为11.5%。

### ● 消费向疫前回归路径或较坎坷，稳内需紧迫性上升；失业率再次升超5.5%

(1) **消费方面**，11月疫情“量”、“质”均有所加剧，对消费冲击进一步扩大。在《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》我们曾提示风险，“亚洲多个国家/地区取消动态清零政策后，T+1季度私人消费走势出现分化，T+2、T+3季度均有改善但修复斜率并不陡峭”。目前来看，居民消费向疫前回归路径或较坎坷，稳内需紧迫性上升。我们梳理了2022年28轮消费券数据，测算今年消费券总体拉动为9.5倍、高于2020年的6.4倍。地方财力制约了消费券的“用好用足用准”，市场并不担心消费政策的拉动效应而是忧虑其“资金来源”。我们预计明年促消费政策的形式和手段可能有所创新，必要时或可考虑“财政直达消费”。

(2) **就业方面**，11月城镇调查失业率再次升超全年目标中枢，针对大学生等重点群体帮扶逐步见效，但全年5.5%的失业率目标中枢仍需“降缓返补”助企纾困和稳就业政策持续发力，落实落细就业优先政策。

● **风险提示**：国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退

### 相关研究报告

《美联储紧缩进入新阶段——美联储12月FOMC会议点评—宏观经济点评》-2022.12.15

《基于搜索指数还原疫情水平——宏观量化策论之一—宏观经济点评》-2022.12.14

《通胀连续下行，美联储内部可能分化——美国11月CPI点评—宏观经济点评》-2022.12.14

## 目 录

1、 工业和服务生产均大幅回落 .....	3
2、 固定资产投资增速相对平稳 .....	4
2.1、 地产：筑底仍未结束，政策重心从需求转向供给 .....	4
2.2、 制造业：增速小幅回落，信贷放量到投资扩产渐行渐近 .....	5
2.3、 基建：政策性金融工具持续形成实物工作量 .....	6
3、 消费向疫前回归路径或较坎坷，稳内需急迫性上升；失业率升超 5.5%，高校就业延续改善 .....	7
4、 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1： 各地积极落实“新十条” .....	3
图 2： 工业生产较快回落 .....	4
图 3： 工业生产环比季调大幅低于季节性 .....	4
图 4： 地产基本面延续下探 .....	4
图 5： 地产融资端相对稳定 .....	4
图 6： 居民生活和消费半径收窄，12 月地产销售仍承压 .....	5
图 7： 制造业投资增速小幅回落 .....	5
图 8： 高端制造景气度仍高 .....	5
图 9： 民企主体逐步修复制制造业投资“失地” .....	6
图 10： 民企利润筑底、国民分化收窄 .....	6
图 11： 政策性金融工具仍在形成实物工作量 .....	6
图 12： 铁路运输、交通运输改善较快 .....	6
图 13： 12 月水泥开工回落 .....	7
图 14： 11 月挖机开工向下 .....	7
图 15： 12 月沥青开工快速下行 .....	7
图 16： 交通、建筑沥青开工均回落 .....	7
图 17： 疫情对消费冲击加剧 .....	8
图 18： 分项仅家具类环比改善 .....	8
图 19： 取消动态清零政策后，亚洲地区私人消费改善但斜率并不陡峭 .....	8
图 20： 2022 年下半年消费券拉动效应显著提升 .....	9

2022年1-11月工业增加值累计同比3.8%，社零累计同比-0.1%，固定资产投资累计同比5.3%（预期5.6%）。其中，基建投资11.65%，制造业投资9.3%，房地产投资-9.8%。

## 1、工业和服务生产均大幅回落

11月以来我国防疫优化迈进新阶段。伴随“二十条”和“新十条”的稳步推进，各地疫情逐步发散，第一波冲击已实质性到来。

**疫情扩散、价格水平下行，叠加外需加速走弱，工业生产呈低基数上的低增长。**11月工业增加值同比为2.2%，在低基数的支撑上（2021年11月为3.8%）仍较前值回落了2.8个百分点，指向工业生产实际下滑幅度可能更深。工业生产环比季调为-0.3%、低于前五年同期均值的0.4%。出口方面，11月出口交货值累计同比回落了0.5个百分点至5.0%，连续3个月回落，外需走弱叠加价格水平下行，出口增速降幅扩大，其对工业生产的支持力度逐步降低。分行业看，上游采掘加工业相对稳定、中游设备制造受创较重。11月金属制品、有色金属冶炼、化学制品、黑色金属冶炼较前值变动了2.8、2.6、1.0、-0.8个百分点，而计算机通信电子制造、汽车制造分别回落了13.8、10.5个百分点。

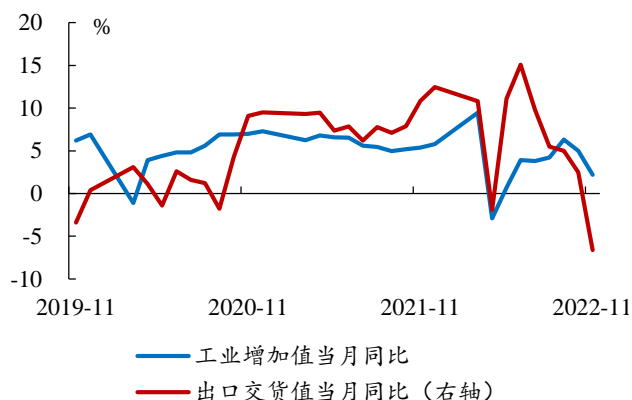
**疫情多发散发下，11月服务业生产指数延续走弱。**11月服务业生产指数同比较前值下滑了2.0个百分点至-1.9%，自6月经济迈入修复阶段首次转负。根据统计局数据，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业生产指数分别增长10.2%、7.3%。受益于“双十一”促销活动、信贷政策稳步发力支持实体经济，邮政、货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间，但接触型聚集型服务行业商务活动指数延续回落。

图1：各地积极落实“新十条”



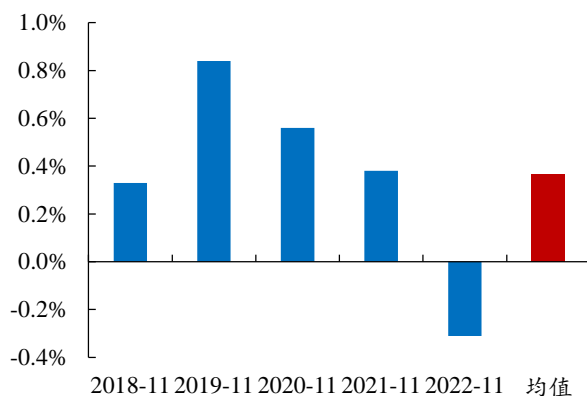
数据来源：央视新闻、各地人民政府网、开源证券研究所

图2：工业生产较快回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图3：工业生产环比季调大幅低于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

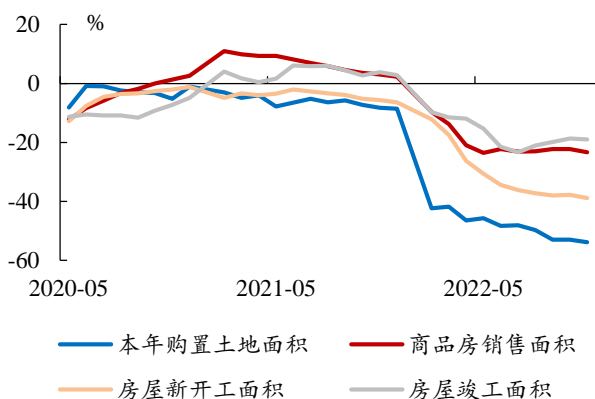
## 2、固定资产投资增速相对平稳

1-11月固定资产投资累计同比较前值回落0.5个百分点至5.3%，三年复合平均增速4.4%，其中基建“一枝独秀”。

### 2.1、地产：筑底仍未结束，政策重心从需求转向供给

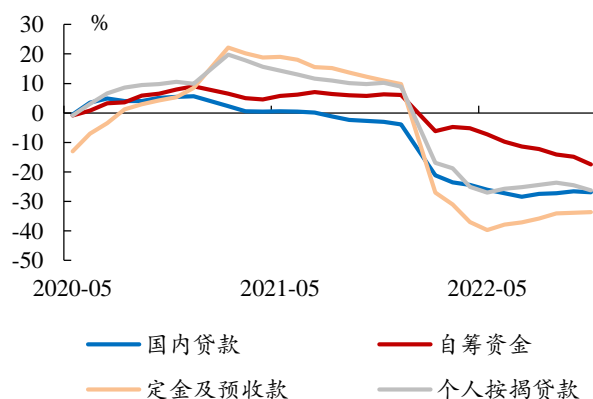
(1)基本面看，地产投资延续下滑、仅竣工跌幅较窄。1-11月地产投资累计同比较前值回落1.0个百分点至-9.8%，同比降幅扩大至-19.9%、为年内最低。前端看，销售、拿地、新开工均弱。1-11月商品房销售面积同比-23.3%（前值-22.3%），土地购置面积同比-53.8%（前值为-53.0%），新开工面积同比-38.9%（前值-37.8%）；后端的竣工面积累计同比小幅回落至-19.0%（前值为-18.7%），或系疫情扰动、结束了连续3个月的改善形势。目前第二批专项借款、免息再贷款稳步推进，11月18日河南省全省金融工作座谈会指出“以保企业为重点，以保民生为目的，坚定信心、因城施策，支持优质房地产企业、建筑企业健康发展，支持保交楼项目尽快复工，支持刚需和改善性住房需求”，纾困原则已出现边际转向。

图4：地产基本面延续下探

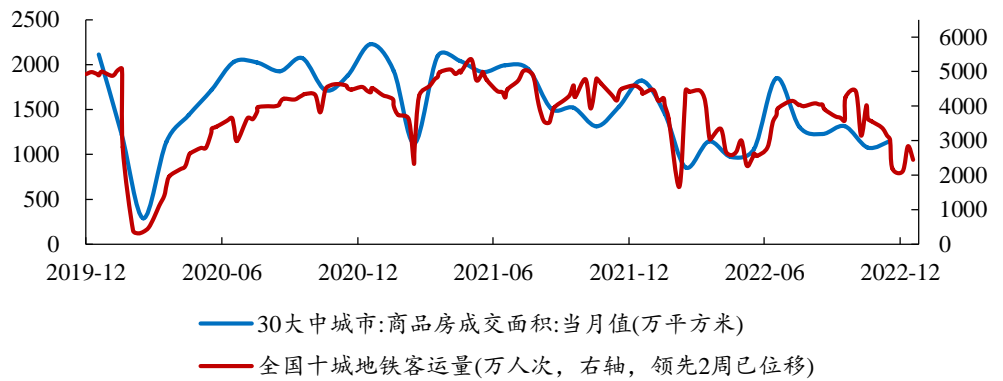


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图5：地产融资端相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

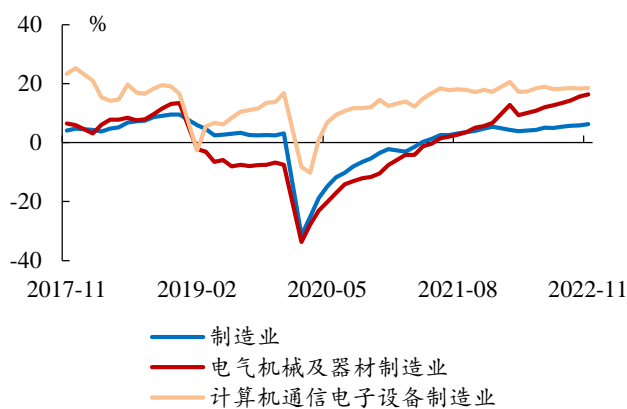
**图6：居民生活和消费半径收窄，12月地产销售仍承压**


数据来源：Wind、开源证券研究所

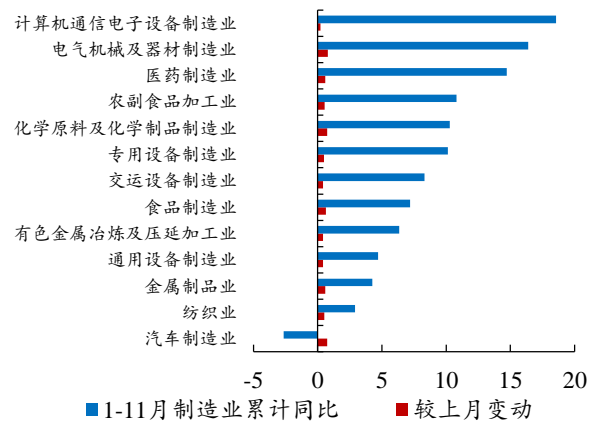
**(2)政策端，重心从需求端转向供给端。**“金九银十”失守，指向需求端宽松提振销售回款改善房企融资的政策路径不畅，监管层重心逐步向供给端倾斜，包括“地产16条”、保函置换、“三支箭”、REITs增量扩围等齐落地，地产已形成信贷、发债、预售资金等多个维度的融资支持政策体系。房企和地产链的信用修复较为显性，但2023年地产消费的修复情况仍存不确定性。

## 2.2、制造业：增速小幅回落，信贷放量到投资扩产渐行渐近

1-11月制造业投资累计同比增长9.3%，较前值回落了0.4个百分点。分行业来看，计算机通信电子、电气机械、医药等高端制造表现较好，三年复合平均增速分别为18.6%、16.4%、14.7%，电气机械向好态势较为明朗。从“国民”投资占比来看，2022年1-10月制造业投资民企占比为84%、低于前五年88%的平均水平，但三季度以来“国民”分化出现收窄，民企投资占比逐渐收复失地，同时2022年Q3制造业贷款需求指数出现触底回升迹象。政策面，12月15日发改委发布《“十四五”扩大内需战略实施方案》指出“加大制造业投资支持力度”、“引导各类优质要素向制造业集聚”，包括结构性工具在内的制造业支持政策仍将延续发力，从信贷放量到制造业投资扩产或已渐行渐近。

**图7：制造业投资增速小幅回落**


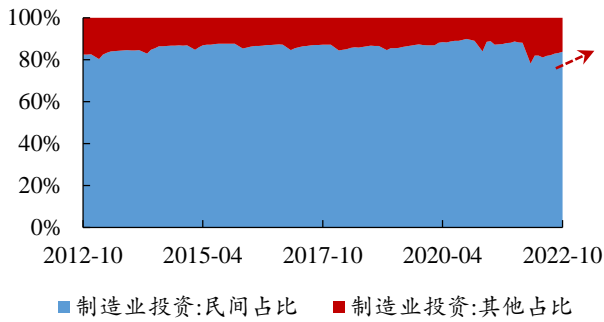
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

**图8：高端制造景气度仍高**


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2022年为三年复合增速

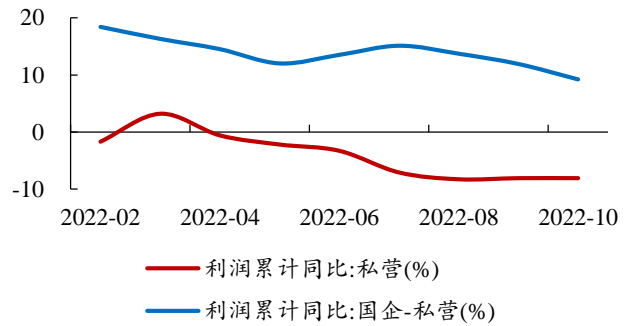


图9：民企主体逐步修复制造业投资“失地”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：民企利润筑底、国民分化收窄



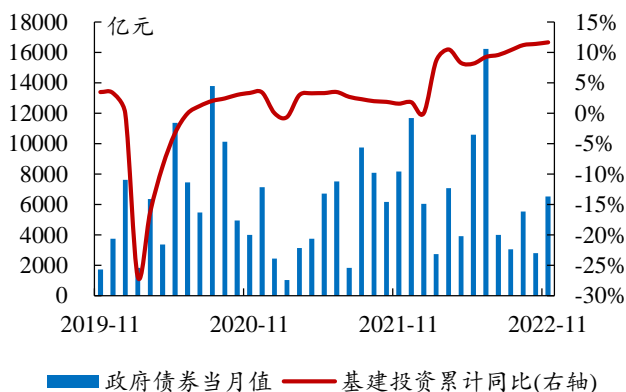
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.3、基建：政策性金融工具持续形成实物工作量

1-11月广义基建增速为11.65%，较前值提升了0.26个百分点；狭义基建（不含电力）增速8.9%，前值8.7%。我们对基建的判断一直以来较市场更为乐观，11月基建分项经受疫情冲击逆势向上，或指向政策性金融工具和限额空间完成投放后，基建新订单减少但在手订单持续形成实物工作量。分行业看，1-11月电热燃水、水利管理业、水利环境、公共设施管理业保持超过10%的高增速，分别为17.8%、15.5%、12.8%、12.8%。其中，铁路运输、交通运输增速有明显提升，与政策性金融工具在投向上侧重于“交通基础设施”有关。

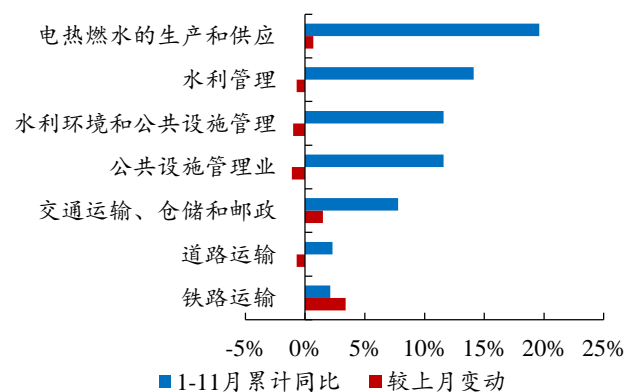
开工端，12月水泥磨机运转率、水泥发运率分别下滑至36.0%、38.1%；12月石油沥青装置开工率为31.6%、较11月末回落了6.0个百分点，其中交通沥青开工自12月以来迅速下滑；11月挖掘机开工小时同比较前值下行了4.6个百分点至-11.3%。高频开工数据指向12月基建景气度边际下行，预计全年基建增速约为11.5%。

图11：政策性金融工具仍在形成实物工作量

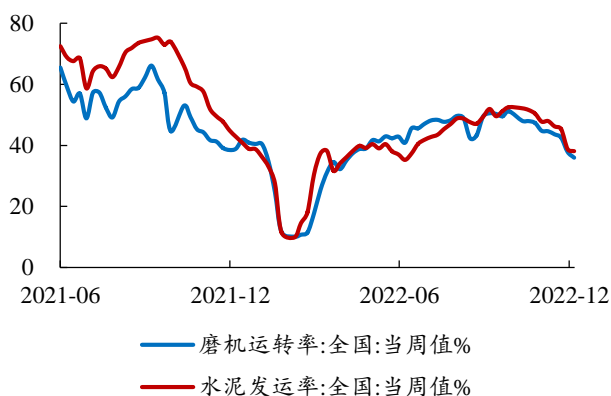


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

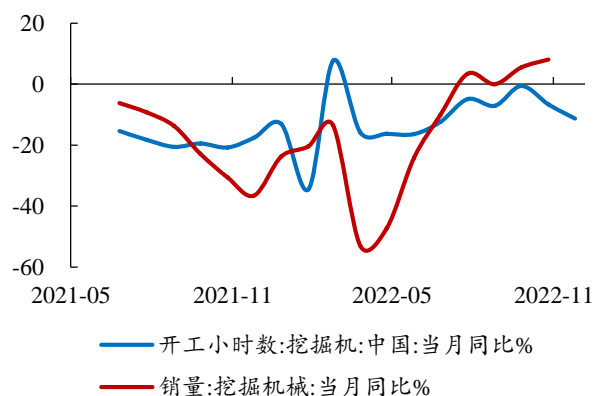
图12：铁路运输、交通运输改善较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图13: 12月水泥开工回落**


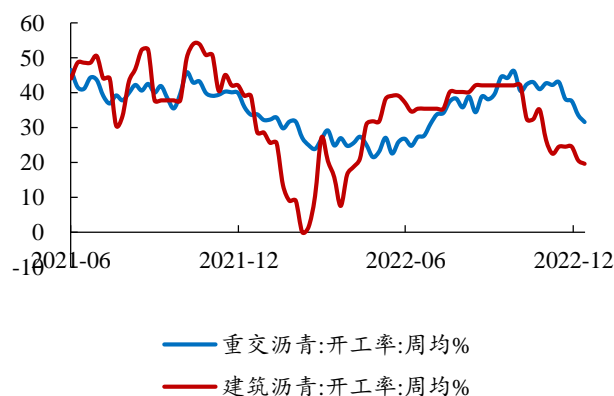
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图14: 11月挖机开工向下**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图15: 12月沥青开工快速下行**


数据来源: Wind、开源证券研究所

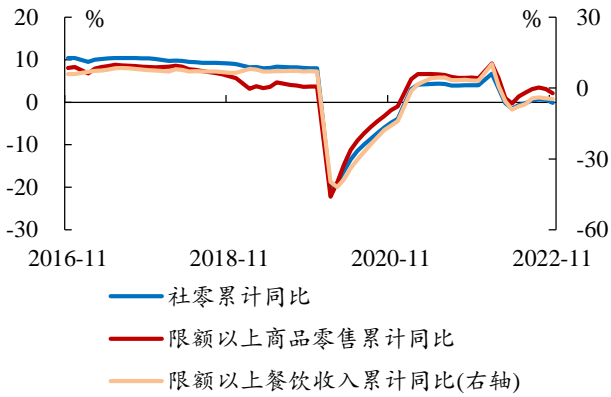
**图16: 交通、建筑沥青开工均回落**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、消费向疫前回归路径或较坎坷，稳内需急迫性上升；失业率升超5.5%，高校就业延续改善

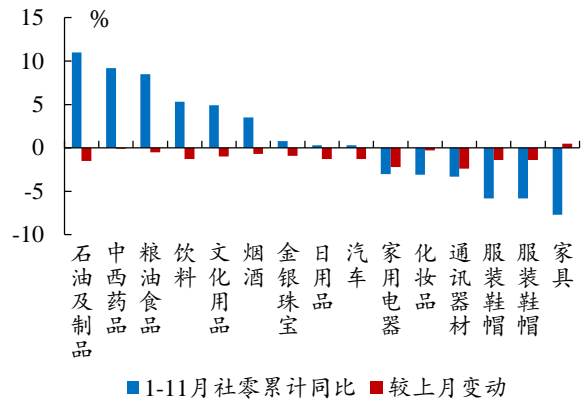
(1)消费方面，11月疫情“量”、“质”均有所加剧，其一在于防疫优化稳步推进、疫情呈现多点散发，其二在于BF.7等变异毒株传染性增强，因而对消费的冲击进一步扩大。1-11月社零累计同比为-0.1%、3月以来首次转负；社零当月同比-5.9%、较前值下滑了5.4个百分点。消费分项全线走弱，仅家具类改善，其中汽车消费累计同比为0.3%，结束了连续6个月的改善态势。在《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》我们曾提示风险，“亚洲多个国家/地区取消动态清零政策后，T+1季度私人消费走势出现分化，T+2、T+3季度均有改善但修复斜率并不陡峭”。

图17: 疫情对消费冲击加剧



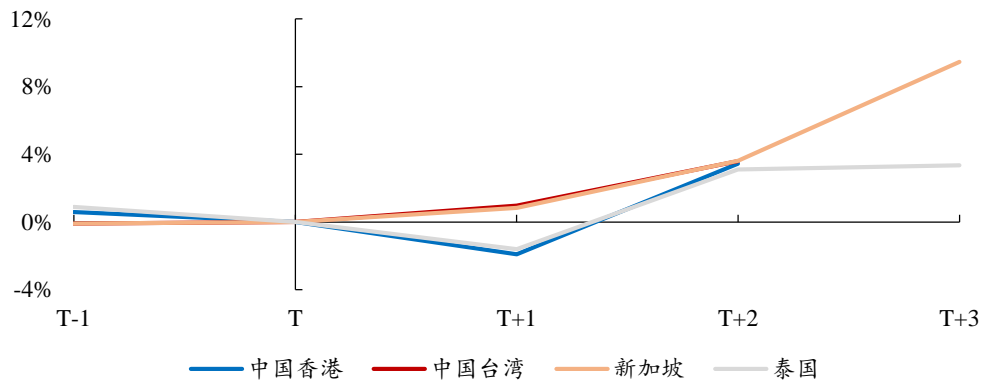
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

图18: 分项仅家具类环比改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

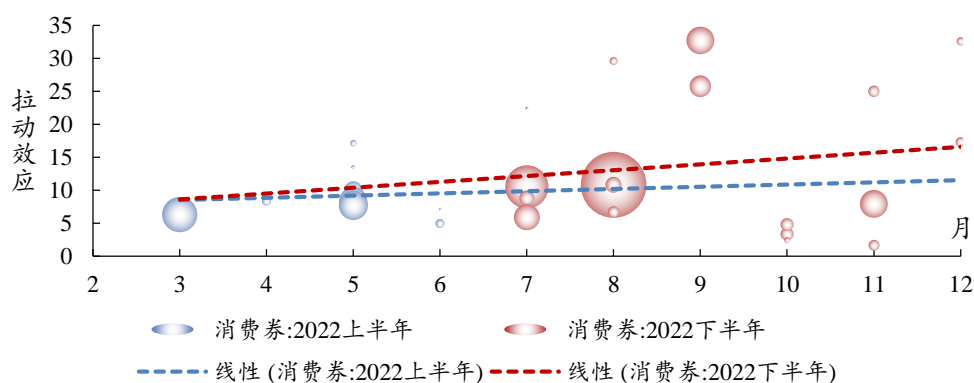
图19: 取消动态清零政策后, 亚洲地区私人消费改善但斜率并不陡峭



数据来源: Wind、开源证券研究所; T 表示动态清零时点

目前来看, 居民消费向疫前回归路径或较坎坷, 稳内需迫切性上升。我们梳理了 2022 年 28 轮消费券数据, 测算今年消费券总体拉动为 9.5 倍、高于 2020 年的 6.4 倍。需要指出的是, 地方财力制约了消费券的“用好用足用准”, 截至 2022 年 11 月 27 日, 我们统计省级、城市消费券发放约 142 亿元, 考虑到信息收集可能存在遗漏, 2022 年全国发放消费券约为 200 亿元, 仅相当于 2020 年 1-5 月的消费券发放水平 (190 多亿元), 地方财力仍是明年消费加码的制约项。包括《“十四五”扩大内需战略实施方案》要求“促进消费投资, 内需规模实现新突破”, 市场并不担心消费政策的拉动效应而是忧虑其“资金来源”。我们预计明年促消费政策的形式和手段可能有所创新, 必要时或可考虑“财政直达消费”。



**图20：2022 下半年消费券拉动效应显著提升**


数据来源：各地人民政府网、开源证券研究所；圆点面积表示消费券发放金额

(2)就业方面，11月城镇调查失业率为5.7%，再次升超全年目标中枢。分结构来看，25-59岁就业人员调查失业率为5.0%、较前值上行了0.3个百分点，16-24岁就业人员调查失业率下降0.8个百分点至17.1%。用工方面，11月大型、中型、小型企业的从业人员PMI较上月分别回落了0.6、0.7、1.9个百分点。针对大学生等重点群体帮扶逐步见效，但全年5.5%的失业率目标中枢仍需“降缓返补”助企纾困和稳就业政策持续发力，落实落细就业优先政策。

#### 4、风险提示

1. 国内疫情反复超预期：如果疫情防控优化政策反复不定，或者优化之后经济存在短期扰动，那么经济可能存在超预期下行压力。
2. 俄乌冲突反复超预期：如果俄乌冲突再度超预期升温，那么可能造成通胀再度攀升。
3. 美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn