

经济已处底部区域，关注政策面积积极变化

——2022年11月经济数据点评

核心观点

11月经济数据明显走弱：消费方面，社零同比和实际同比继10月之后继续为负，且下滑幅度加深；投资方面，基建投资增速较10月上行，继续维持高增速，制造业投资增速略有下降但保持韧性，房地产投资同比下滑达20%左右，降幅较10月明显加深，带动固投当月同比仅录得+0.7%；出口方面，受全球需求走弱和国内疫情对工业生产的冲击双重影响，我国11月以美元计价出口增速录得-8.7%，为2020年3月以来最低；工增方面，因疫情扰动对工业生产的影响持续加大，且出口增速在外需快速下滑的压力下出现了较大幅度的回落，工业生产出现了超预期的回落。

11月经济数据的全面走弱在此前不太理想的11月PMI数据和11月金融数据公布后已有征兆，除房地产筑底、外需持续走弱等相对中长期的因素外，疫情的冲击对11月经济扰动也比较明显。我国疫情在10月下旬开始明显加重，单日新增本土确诊+无症状感染者数量在9月末为754例，10月末升至2829例，11月10日突破1万例，11月15日突破2万例，11月23日突破3万例，11月27日达到40273例的阶段高点，创出国内单日感染病例数的高点（此前高点为今年4月份的29390例）。虽然11月11日，国务院联防联控机制已经发布了关于进一步优化新冠肺炎疫情防控的20条措施，但此前的封控政策在11月仍有较强的延续性，对物流、居民出行等均产生了较大影响，对11月消费、工业生产均有一定负面冲击。

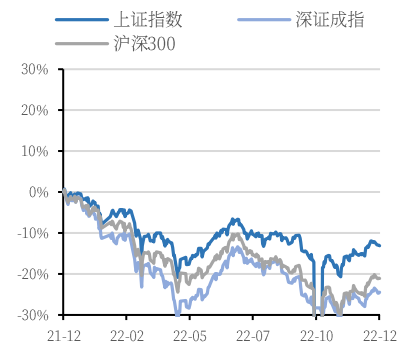
我们认为，在目前经济已处底部区域的情况下，更值得关注的是政策变化带来的积极预期。防控政策方面，截止12月中旬，我们已经看到了疫情防控政策的实质性放松。11月29日，国务院联防联控机制举行新闻发布会，会上强调，封控管理要快封快解、应解尽解，减少因疫情给群众带来的不便。12月7日，国务院联防联控机制综合组发布了优化落实新冠肺炎疫情防控“新十条”。截止12月15日，全国大多数地区已经实现了在新防控措施的基础上居民的自由流动。居民聚集和流动逐步恢复之下，后续内需有望持续恢复，消费有望成为支撑经济加速复苏的重要力量。房地产政策方面，金融16条的推出有助于房地产供给端的风险和抑制因素持续缓解，后续如居民购房意愿随着居民预期的好转而逐步恢复，房地产对经济的拖累效应有望逐步降低。基建方面，2023年专项债额度已提前下达，基建有望在岁末年初继续成为稳增长的重要力量。

近日，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，对扩大内需战略提出了目标及重点任务部署，12月15日，发改委发布《“十四五”扩大内需战略实施方案》，在全面促消费、扩投资等方面提出八个方面重点任务，扩内需将成为明年的宏观政策主线。此外，央行在12月全面降准释放了约5000亿流动性的情况下，在12月15日超预期加量续做MLF，净投放1500亿元，体现了央行在维持流动性合理充裕和支持稳增长方面的积极态度。

主要数据

上证指数	3168.6478
沪深300	3951.9885
深证成指	11358.1069

主要指数走势图



作者

符畅	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S06401220900025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

美联储比市场预期偏鹰，但逐步转鸽仍是明年主线 —2022-12-15
社融数据走弱或已近尾声 —2022-12-14
金融市场分析周报 —2022-12-13

中长期看，我国经济触底反弹、逐步企稳的趋势较为明确。但短期内，疫情防控政策调整带来的大量居民的感染，可能一定程度影响未来几个月的经济复苏速度。12月9日，钟南山院士及团队成员接受媒体采访时表示，根据团队模型测算，预计广州第一波感染峰值可能会在明年一月中上旬到二月中旬到来，三月份中上旬进入平稳阶段。参考钟南山团队对广州疫情发展的预测，我国经济有望在磨底2到3个月后，在明年上半年实现回稳向上。即将召开的中央经济工作会议关于经济的预期需重点关注。

图1 月度经济数据情况

	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零(当月同比)	-5.9	-0.5	2.5	5.1	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5
社零:商品零售(当月同比)	-5.6	0.5	3.0	5.1	3.2	3.9	-5.0	-9.7	-2.1
社零:餐饮(当月同比)	-8.4	-8.1	-1.7	8.4	-1.5	-4.0	-21.1	-22.7	-16.4
固投(累计同比)	5.3	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3
制造业投资(累计同比)	9.3	9.7	10.1	10.0	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6
基建投资(累计同比)	11.7	11.4	11.2	10.4	9.6	9.3	8.2	8.3	10.5
房地产开发投资(累计同比)	-9.8	-8.8	-8.0	-7.4	-6.4	-5.4	-4.0	-2.7	0.7
固投(当月同比)	0.7	5.0	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7
制造业投资(当月同比)	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9
基建投资(当月同比)	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.3	11.8
房地产开发投资(当月同比)	-19.9	-16.1	-12.1	-13.8	-12.1	-9.6	-7.7	-10.1	-2.4
出口金额(美元,当月同比)	-8.7	-0.3	5.9	7.2	18.0	17.1	16.3	3.5	14.4
进口金额(美元,当月同比)	-10.6	-0.7	0.3	0.2	2.0	0.4	3.7	0.2	0.7
工业增加值(当月同比)	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0
服务业生产指数(当月同比)	-1.9	0.1	1.3	1.3	0.6	1.3	-5.1	-6.1	-0.9
制造业PMI	48.0	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	45.1	47.0	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40.0	46.7

资料来源: wind, 中航证券研究所

一、11月社零同比下滑幅度加深，防控政策优化下，未来消费预期总体向好，但短期内复苏力度存疑

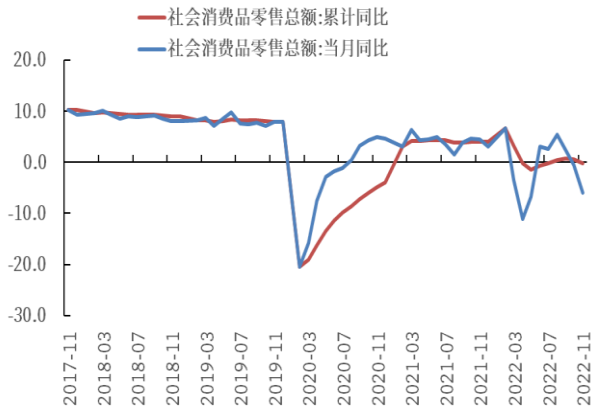
2022年11月，社零同比-5.9%，明显低于市场预期的-2.5%，较10月-5.4PCTS。排除价格因素，11月社零实际同比-7.6%，下滑幅度同样较10月加深。11月社零环比录得+0.15%，为2011年以来历年11月社零环比倒数第2。11月商品零售同比-5.6%（10月+0.5%）、餐饮收入同比-8.4%（10月-8.1%），限额以上社零同比-5.8%（10月-0.5%）。

从具体的商品类别角度，除粮食和中西药品两类商品销售额对限额以上商品零售额为正向拉动外，其余商品对限额以上商品零售额的拉动均为负。其中，服装、家电、汽车和通讯器材类商品11月销售下滑最为明显。

11月社零的再次超市场预期走弱，除居民收入增速下降、消费倾向降低等相对中长期因素外，短期的疫情冲击影响更大。交通运输部数据显示，11月我国52个城市地铁客流量环比-16.7%、同比-27.9%。此外，交通运输部网约车监管信息交互系统数据显示，11月网约车订单量环比为-11.4%。从分项社零数据看，疫情冲击对11月消费的超预期走弱具有合乎逻辑的解释力：限额以上商品类别中，相对更依赖线下聚集接触性消费的服装、家电（该类商品还受到房地产低迷影响）、汽车和通讯器材类商品销售走弱更为明显；11月餐饮收入同比-8.4%，较10月降幅加深。

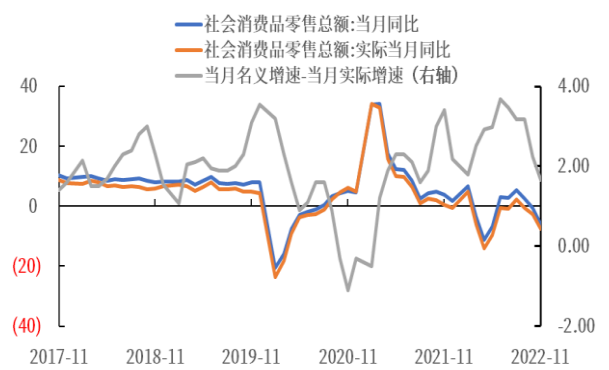
11月11日，国务院联防联控机制发布了关于进一步优化新冠肺炎疫情防控的20条措施，进一步提升防控的科学性和精准性。11月29日，国务院联防联控机制举行新闻发布会，会上强调，要精准判定风险区域，封控管理要快封快解、应解尽解。自此，防控措施优化进入实质性落地阶段。12月7日，国务院联防联控机制综合组公布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，对风险区划定和管理、核酸检测、隔离方式等工作提出十个方面进一步的优化要求。截止12月中旬，全国各地已经陆续解除此前的严格封控措施，远期看，此前一直限制居民消费的出行限制将持续减弱，居民消费的远期改善预期较强。但另一方面，12月上旬17个大中城市地铁客流量同比全部为负，17个城市加总地铁客流量同比也未较11月下旬明显改善。这表明在严格封控措施放开的初期，由于大量的居民相继确诊而居家休息，以及其余居民自主居家避免感染的行为，居民出行难以在短期内明显恢复。因此，虽然远期看消费复苏预期较强，但单独12月的消费复苏或仍相对有限。

图2 11月社零同比增速继续走弱(%)



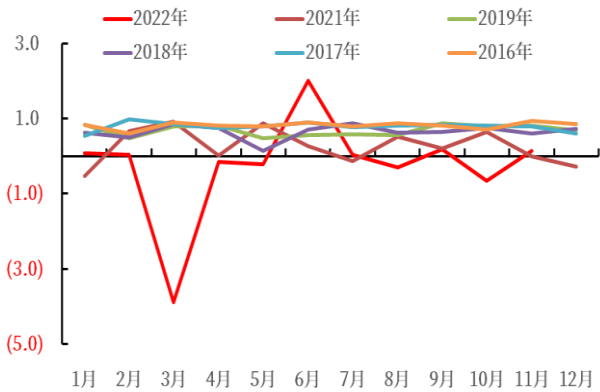
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 11月实际社零同比增速继续为负(%)



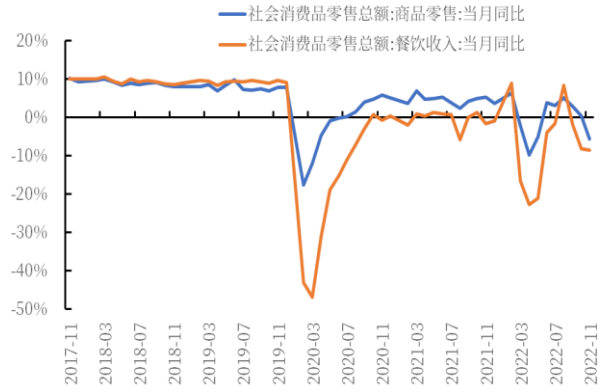
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 11月社零环比弱于历史同期(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 11月餐饮收入同比萎缩幅度加深



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11
粮油、食品类	0.40%	0.91%	0.98%	0.90%	0.67%	0.91%	1.27%	1.03%	1.27%	0.97%	1.09%	1.38%
中西药品类	0.30%	0.33%	0.36%	0.36%	0.31%	0.43%	0.40%	0.31%	0.45%	0.28%	0.33%	0.32%
家具类	-0.05%	-0.08%	-0.09%	-0.10%	-0.08%	-0.08%	-0.13%	-0.15%	-0.09%	-0.06%	-0.04%	0.07%
文化办公用品类	-0.06%	-0.05%	0.24%	0.19%	0.30%	0.28%	-0.07%	-0.11%	0.24%	0.25%	0.19%	0.52%
烟酒类	-0.06%	-0.02%	-0.34%	0.24%	0.22%	0.14%	0.10%	-0.20%	0.20%	0.52%	0.23%	0.35%
饮料类	-0.11%	0.07%	0.10%	0.12%	0.06%	0.04%	0.14%	0.10%	0.20%	0.21%	0.18%	0.24%
金银珠宝类	-0.12%	-0.05%	0.04%	0.13%	0.38%	0.13%	-0.32%	-0.48%	-0.34%	0.45%	0.00%	0.10%
建筑及装潢材料类	-0.13%	-0.12%	-0.11%	-0.13%	-0.11%	-0.06%	-0.10%	-0.16%	0.01%	0.06%	0.10%	0.17%
化妆品类	-0.17%	-0.09%	-0.08%	-0.16%	0.01%	0.22%	-0.29%	-0.51%	-0.18%	0.17%	0.05%	0.30%
石油及制品类	-0.20%	0.14%	1.42%	2.44%	2.12%	1.89%	1.17%	0.65%	1.42%	3.03%	1.88%	2.75%
日用品类	-0.47%	-0.10%	0.25%	0.18%	0.03%	0.21%	-0.32%	-0.47%	-0.04%	0.51%	0.78%	0.43%
通讯器材类	-0.95%	-0.44%	0.23%	-0.17%	0.17%	0.31%	-0.26%	-0.81%	0.11%	0.21%	0.01%	0.02%
汽车类	-1.06%	1.04%	3.92%	4.56%	2.84%	3.87%	-4.82%	-9.83%	-2.40%	1.14%	-2.40%	-2.88%
家用电器和音像器材类	-1.26%	-0.80%	-0.35%	0.20%	0.45%	0.25%	-0.62%	-0.44%	-0.26%	0.64%	-0.39%	0.47%
服装鞋帽、针、纺织品类	-1.51%	-0.70%	-0.04%	0.39%	0.06%	0.10%	-1.47%	-1.86%	-1.08%	0.47%	-0.23%	-0.05%
限额以上企业商品零售总额	-5.70%	0.00%	6.60%	9.10%	7.50%	8.80%	-5.30%	-13.80%	-0.42%	9.10%	1.70%	4.50%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 居民出行仍在下滑

时间区间	同比正增长城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门
12月上旬	0	-37.4%	-73.9%	-18.9%	-47.0%	-17.2%	-27.2%	-57.5%	-31.0%	-20.2%	-75.2%	-10.3%	-29.4%	-42.1%	-10.4%	-40.5%	-79.6%	-6.0%
11月下旬	1	-44.4%	-75.9%	-6.7%	-75.7%	-22.5%	-32.4%	-80.8%	-59.2%	-3.4%	-99.5%	-12.5%	-17.0%	-48.9%	-24.2%	-43.2%	-98.3%	1.4%
11月中旬	3	-28.5%	-32.4%	-17.9%	-68.2%	30.4%	-15.4%	-29.5%	-38.4%	-11.6%	-96.1%	-8.3%	4.0%	-32.3%	-5.4%	-37.8%	-67.7%	5.2%
11月上旬	3	-17.0%	-12.5%	-11.8%	-53.3%	34.5%	-20.1%	-46.8%	-24.8%	-2.5%	-6.2%	-9.2%	20.1%	-29.2%	-12.0%	-31.9%	-55.5%	11.7%
10月下旬	3	-20.9%	-13.1%	-18.5%	-33.6%	-10.3%	-35.4%	-49.9%	-34.0%	-16.4%	-12.4%	-13.6%	27.9%	-21.3%	-35.2%	-21.4%	9.0%	13.4%
10月中旬	1	-19.3%	-24.6%	-18.7%	-13.7%	-14.0%	-13.1%	-18.4%	-41.1%	-19.1%	-28.6%	-19.5%	-6.1%	-19.3%	-13.4%	-27.3%	-19.2%	27.0%
10月上旬	3	-12.9%	-10.1%	-11.0%	-6.5%	-21.3%	4.0%	-20.6%	-29.4%	-5.2%	-14.9%	-21.9%	-4.9%	-52.5%	-3.0%	-25.8%	-24.8%	88.7%
9月下旬	6	-5.0%	-9.9%	-5.4%	-5.1%	-15.6%	14.4%	1.2%	-10.5%	4.7%	-3.2%	-12.0%	27.2%	-27.1%	-3.6%	-15.7%	-29.1%	205.9%
9月中旬	6	-12.4%	-13.2%	-6.0%	-6.6%	-70.8%	14.1%	6.4%	-3.4%	6.6%	-6.1%	-20.7%	18.5%	-28.1%	-12.3%	-12.4%	-39.5%	80.4%
9月上旬	5	-21.3%	-12.7%	-12.2%	-10.9%	90.9%	26.7%	-17.1%	-3.1%	13.5%	-26.7%	-53.8%	38.0%	-9.9%	-7.6%	-3.2%	-67.4%	6.0%
8月下旬	9	-0.1%	4.2%	-5.1%	13.3%	-18.4%	61.0%	37.5%	-24.2%	19.0%	-45.7%	-15.0%	53.5%	-8.4%	11.7%	-8.9%	-33.3%	3.0%
8月中旬	11	4.8%	3.2%	-19.6%	6.1%	-3.3%	130.6%	123.0%	3.0%	20.9%	-12.2%	-7.9%	100.6%	16.9%	11.6%	-6.5%	46.1%	-26.6%
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.9%	11.6%	13.8%
7月中旬	6	-12.7%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%
7月上旬	9	-16.0%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%
6月下旬	10	-8.3%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%
6月中旬	7	-10.1%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%
6月上旬	6	-18.8%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%
5月下旬	3	-38.2%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%
5月中旬	3	-40.4%	-77.2%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%
5月上旬	0	-44.1%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%
4月下旬	2	-38.4%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%
4月中旬	1	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%
4月上旬	0	-43.2%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%
3月下旬	0	-35.5%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%
3月中旬	1	-40.0%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%
3月上旬	8	-8.0%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%
11月	3	-30.1%	-40.4%	-12.3%	-65.8%	11.3%	-22.6%	-52.4%	-41.7%	-6.0%	-71.0%	-10.0%	1.4%	-36.9%	-13.9%	-37.7%	-77.0%	6.1%
10月	2	-18.1%	-16.9%	-16.6%	-19.1%	-14.7%	-17.1%	-30.5%	-35.0%	-13.8%	-18.5%	-17.9%	4.4%	-31.7%	-17.8%	-24.7%	-13.3%	32.9%
9月	5	-12.8%	-11.8%	-7.9%	-7.5%	-58.6%	18.1%	-3.2%	-6.0%	8.1%	-12.0%	-29.0%	27.7%	-21.7%	-7.8%	-10.7%	-44.9%	62.8%
8月	12	7.2%	7.1%	-12.2%	10.1%	-7.1%	125.6%	81.0%	5.2%	22.9%	-14.7%	-9.3%	106.0%	15.6%	9.4%	-3.0%	21.2%	10.9%
7月	10	-13.0%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	-9.2%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%
6月	8	-12.4%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.4%	25.5%
5月	1	-40.8%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%
4月	1	-41.0%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.9%	-39.7%	-23.4%	12.0%
3月	3	-28.3%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%

资料来源：wind，中航证券研究所

二、受房地产投资下滑幅度加深拖累，11月固投增速明显走低

2022年11月，固投同比+0.7%，较10月-4.3PCTS，其中，制造业投资增速+6.2%（较10月-0.7PCTS），基建投资增速+13.9%（较10月+1.1PCTS），房地产投资增速-19.9%（较10月-3.8PCTS）。制造业投资保持韧性、基建投资增速较10月提升并维持高位，二者投资增速均明显高于固投同比增速，但房地产投资增速再次明显下滑，依然是固投的主要拖累项。11月固投增速明显低于1-10月固投累计增速，带动1-11月固投累计增速录得+5.3%，较1-10月-0.5PCTS。

（1）制造业投资保持韧性

2022年11月，制造业投资增速+6.2%，较10月-0.7PCTS，带动11月固投总体增速+3.2PCTS。受11月当月同比增速较1-10月累计同比增速下行影响，2022年1-11月制造业投资增速+9.3%，较1-10月下行0.4PCTS。

2022年11月官方制造业PMI录得48.0%，较10月-1.2PCTS，且继10月之后，再次位于荣枯线之下。11月，疫情对制造业企业需求和生产均带来不利影响，据统计局表示，部分生产活动有所放缓，产品订货量减少。疫情冲击和外需走弱下，11月制造业需求走弱，制造业企业采购意愿下滑，生产经营活动预期下降明显，原材料库存去化，产成品库存累积。需求和预期边际转弱之下，11月制造业投资同比增速较10月下行。

分行业看，铁路船舶航空航天、有色金属冶炼加工以及计算机和通信制造业 1-11 月投资增速较 1-10 月下行较多，而金属制品业和电气机械及器材制造业是公布投资增速的行业，唯 2 的 1-11 月投资增速较 1-10 月上行的行业。值得注意的是，2022 年 1-11 月，高技术制造业累计同比增速达到 23.0%，较 1-10 月略下行，但仍然明显高于制造业投资总体累计增速。

(2) 房地产投资同比下滑幅度再加深

2022 年 11 月房地产投资增速-19.9%，较 10 月-3.8PCTS，连续两个月降幅扩大，续创年内最大同比降幅，带动 11 月固投同比下行 5.1PCTS。11 月，住宅和办公楼投资同比分别为-18.4%和-20.5%，降幅均较 10 月加深，商业营业用房投资同比-24.8%，降幅与 10 月相近。11 月，本年土地成交价款同比-50.6%，较 10 月降幅扩大 0.6PCTS。

房屋销售方面，11 月商品房销售额和销售面积同比分别为-31.7%和-32.8%，降幅分别较 10 月加深 7.8PCTS 和 9.5PCTS，均为降幅连续两个月扩大。房地产施工方面，11 月房屋施工面积同比-52.0%（较 10 月-20.7PCTS），其中新开工面积同比-50.4%（较 10 月-14.8PCTS）、竣工面积同比-20.5%（较 10 月-11.6PCTS）。土地购置方面，11 月本年土地购置面积同比-58.9%（较 10 月-5.9PCTS）。房地产开发资金方面，11 月房企开发到位资金同比-35.4%（较 10 月-9.4PCTS），其中国内贷款同比-30.5%（较 10 月-12.2PCTS）、自筹资金-38.8%（较 10 月-18.1PCTS）、定金及预收款同比-30.4%（较 10 月+0.6PCTS）、个人按揭贷款-41.8%（较 10 月-10.4PCTS）。

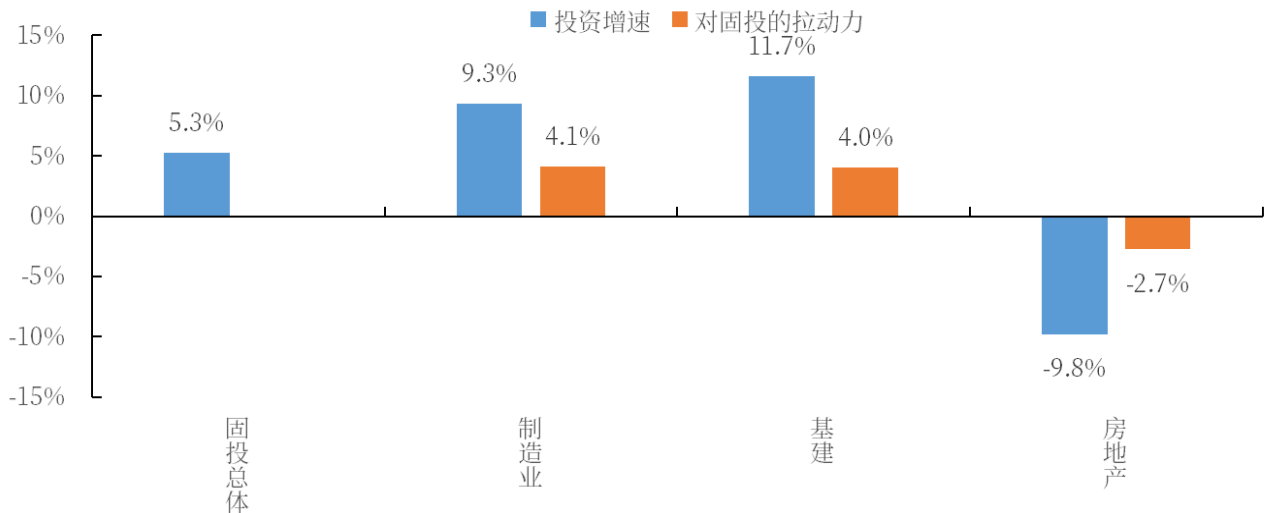
11 月地产相关数据继续全面恶化：11 月房地产投资下滑幅度较 10 月加深；11 月商品房销售额和销售面积下滑幅度均超过 30%，较 10 月下滑幅度进一步加深；11 月房屋施工面积和土地购置面积同比下滑幅度均超过 50%，且下滑幅度均较 10 月加深；11 月房企开发到位资金下滑幅度达到 30%以上，下滑程度较 10 月加剧。

金融 16 条的推出，一定程度上对房企融资实现了部分松绑，后续房企融资有望持续改善。但如我们此前多次强调的，居民购房作为整个房地产投资链条的主要价值出口，其趋势的持续走弱对整个房地产投资链条产生了较大的抑制作用。因此，在居民购房意愿出现明显恢复之前，关于房地产的诸多金融政策更多的作用在于稳住房地产链条基本运行，遏制房地产投资持续下行的趋势，难以支撑房地产市场的实质性回暖。后续房地产投资的明显好转，可能要等到居民信心恢复、购房意愿明显回升之后。

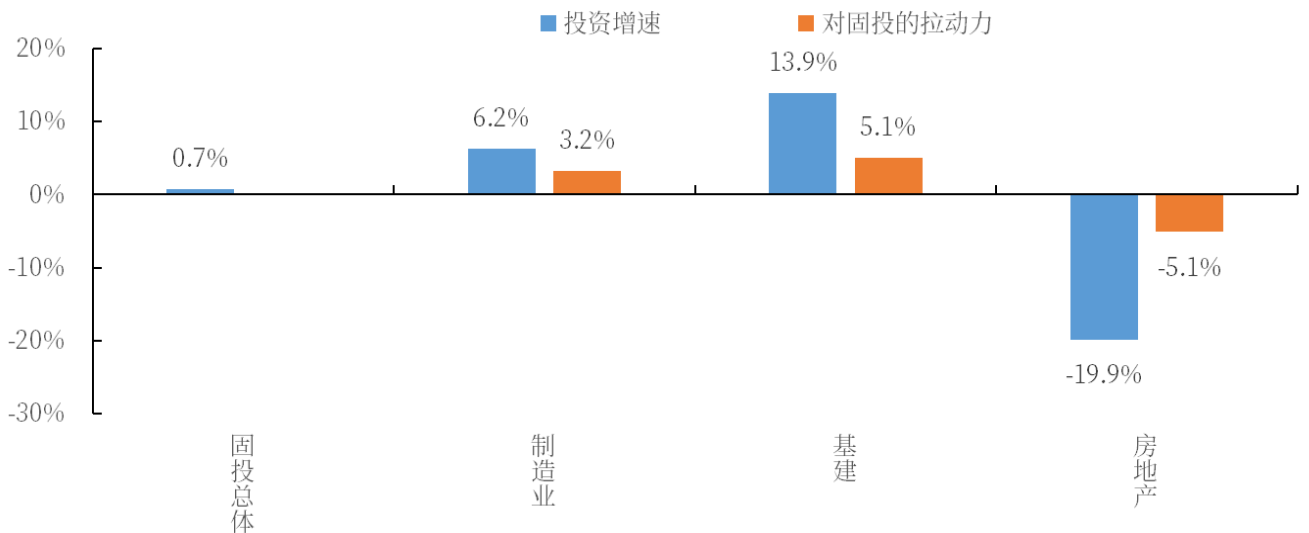
(3) 基建投资维持高增速

2022 年 11 月，基建投资同比+13.9%，较 10 月+1.1PCTS，仍然属于 2018 年以来相对高的增速。各地积极落实稳增长政策、相关项目快速推进下，11 月基建投资仍然实现了较高增速。今年上半年基本用尽全年专项债发行额度后，7、8 和 9 月新发行专项债仅有 613 亿元、516 亿元和 241 亿元。但 9 月 7 日国常会安排地方盘活 5000 多亿专项债限额后，地方政府积极行动，10 月新发行专项债规模达到 4279 亿元，规模较 7、8 和 9 月明显回升。根据我们的统计，11 月全月及 12 月上旬新发行专项债规

模分别为 455 亿元和 26 亿元。虽然 11 月和 12 月, 新发行专项债规模再次降为低位, 但预计 10 月新发行的 4000 多亿专项债对 12 月基建投资仍有一定支撑, 叠加前期项目的持续推进, 12 月基建投资增速仍有望维持 2018 年以来的相对高位。根据媒体报道, 目前已有部分省份提前下达明年专项债额度, 预计岁末年初基建投资仍能维持一定强度。

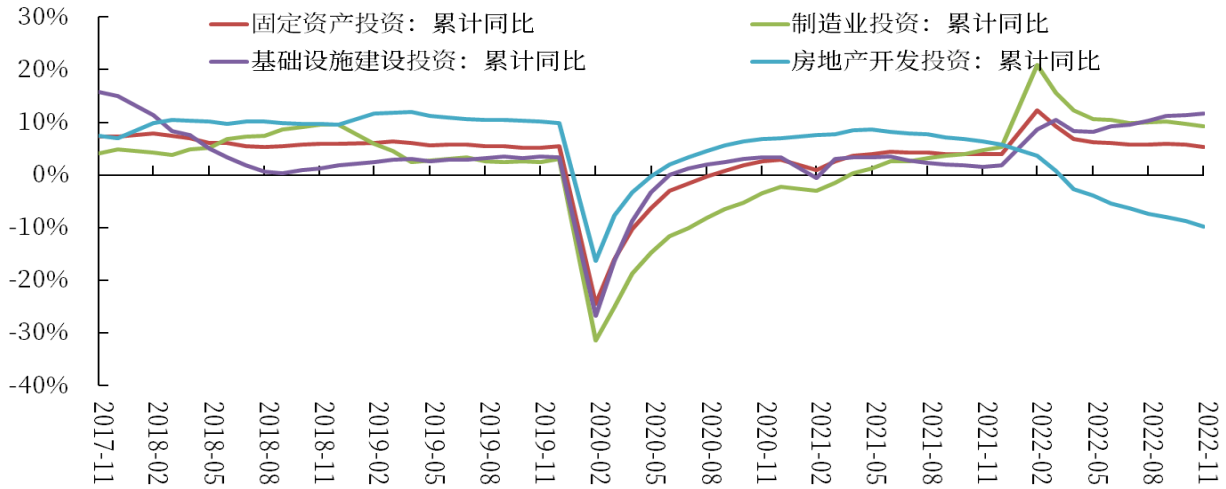
图8 2022 年 1-11 月固投及主要分项投资增速及拉动力


资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 2022 年 11 月固投及主要分项投资增速及拉动力


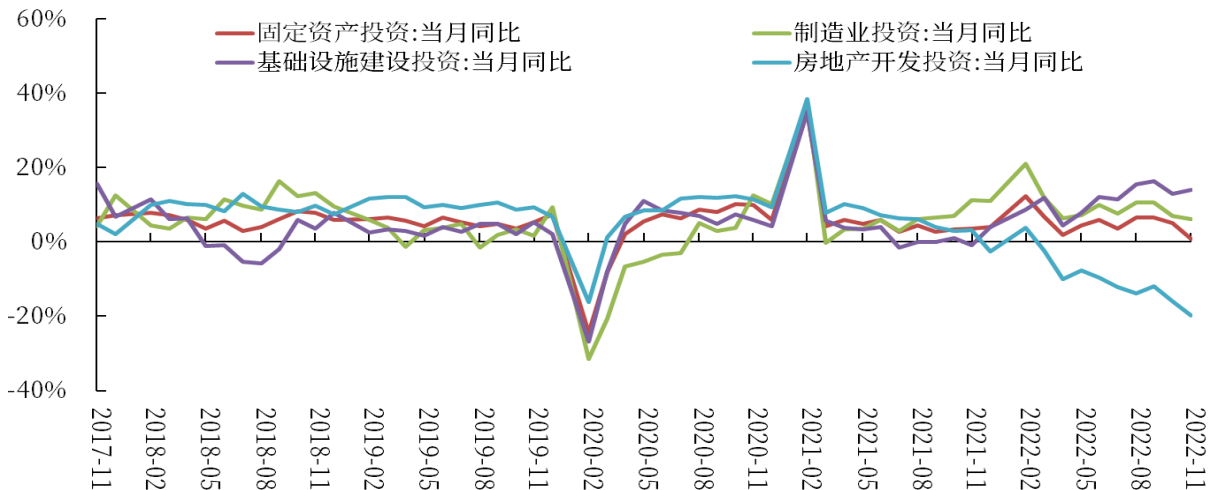
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 固投及主要分项累计同比走势



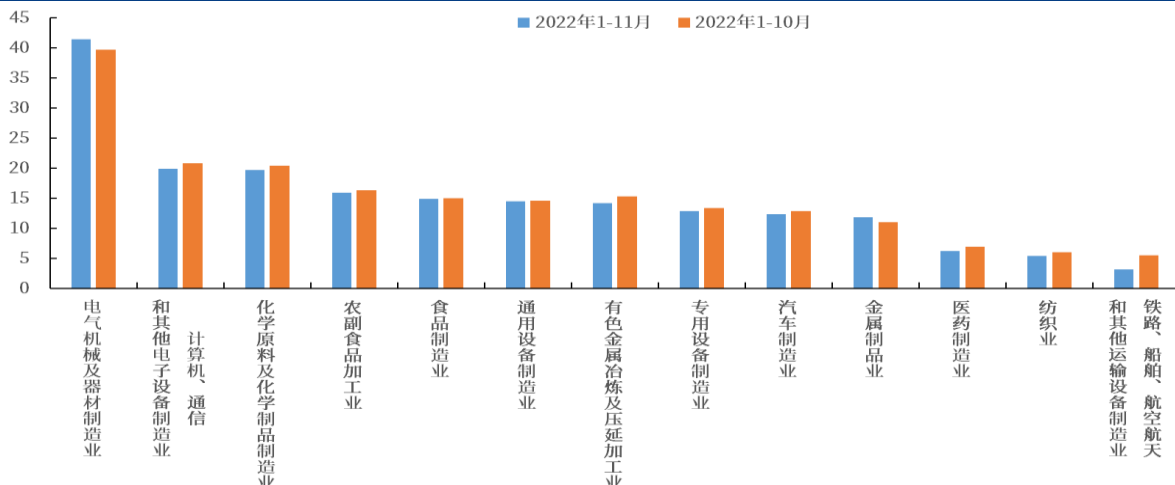
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图11 固投及主要分项当月同比走势



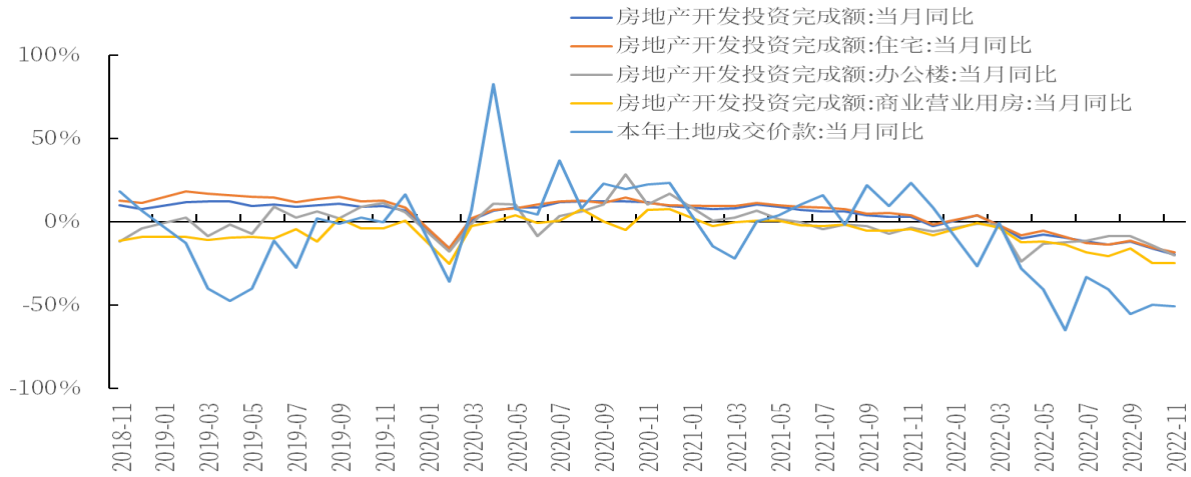
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图12 制造业分行业累计投资增速 (%)



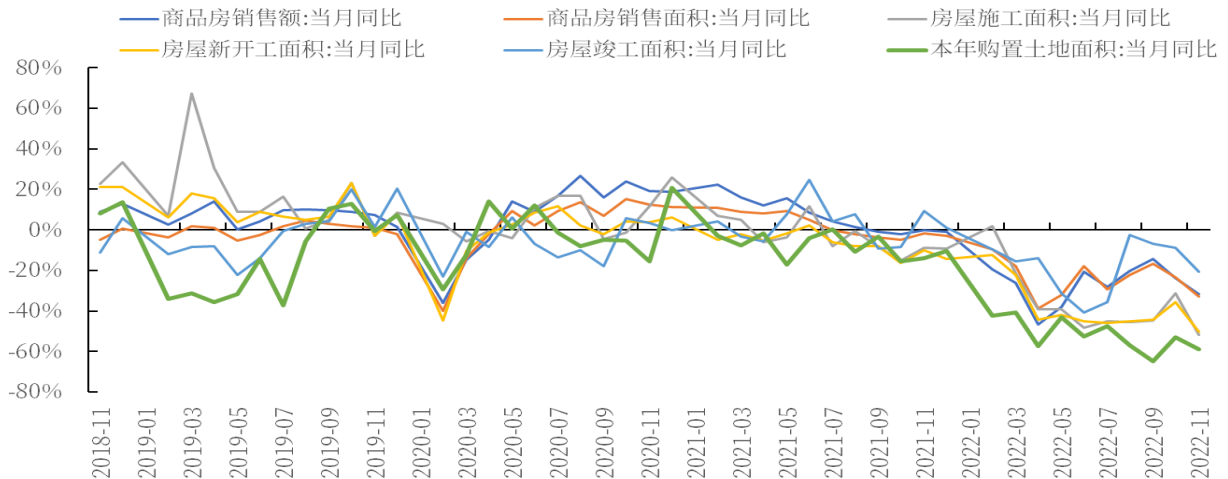
资料来源: wind, 中航证券研究所

图13 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



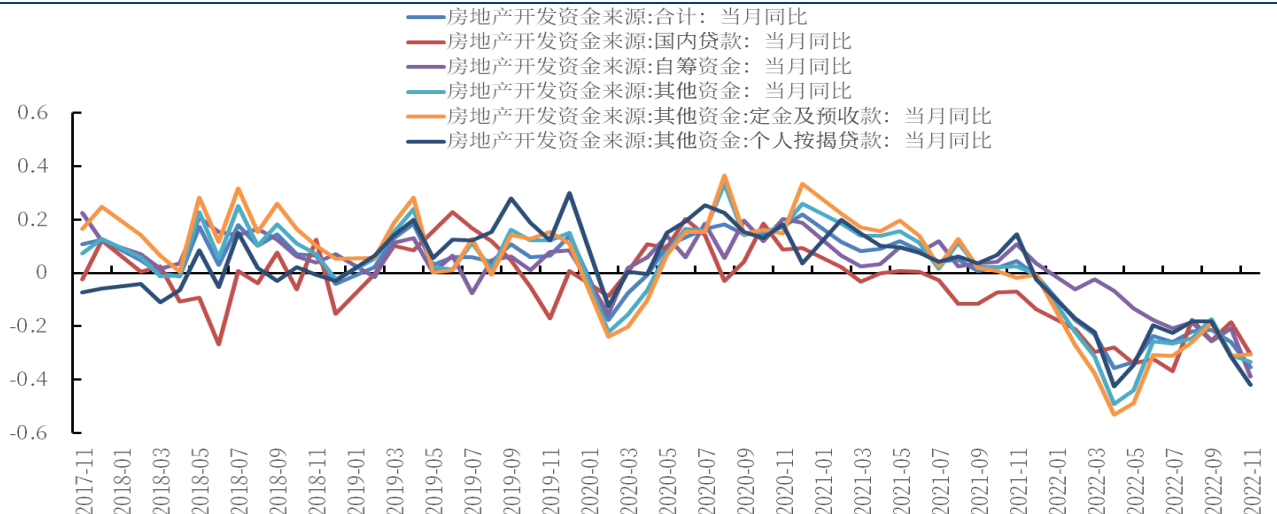
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图14 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图15 房地产开发资金到位情况走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

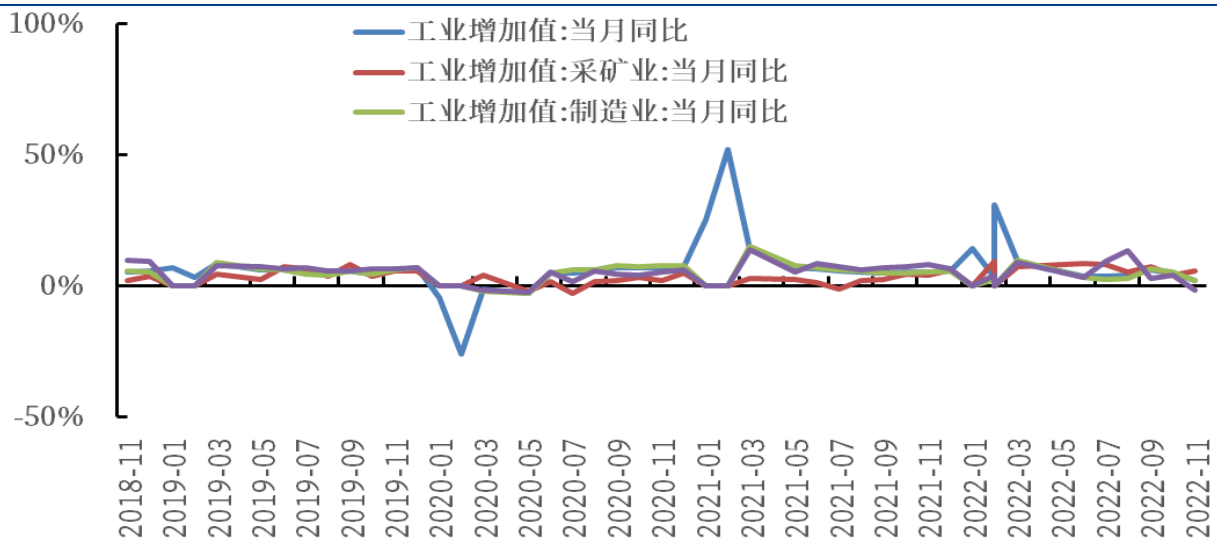
三、11月工业增加值超预期回落，后续修复不确定性强

2022年11月，工业增加值同比+2.2%（市场预期+3.68%），较10月-2.8PCTS，显著低于市场预期。分三大门类看，采矿业增加值同比增长5.9%（较9月+1.9PCTS），制造业+2.0%（较9月-3.2PCTS），公用事业同比-1.5%（较9月-5.5PCTS）。

进入十一月疫情扰动对工业生产的影响持续加大，且出口增速在需求快速下滑的压力下出现了较大幅度的回落，工业生产出现了超预期的回落，公用事业同比增速落入负值区间。从子行业来看，已公布当月增加值增速的17个子行业中，增加值占比较高的制造业增速较10月下行幅度较大，其中汽车制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业录得两位数的降幅，其余电气机械及器材制造业、运输设备制造业、通用设备制造业、医药制造业和橡胶和塑料制品业等同比增速较10月有超过2.52 PCTS的回落。增加值同比增速较10月有所改善的子行业分别为化学原料及化学制品制造业（+1.0%）、有色金属冶炼及压延加工业（+2.6%）和金属制品业（+2.8%），

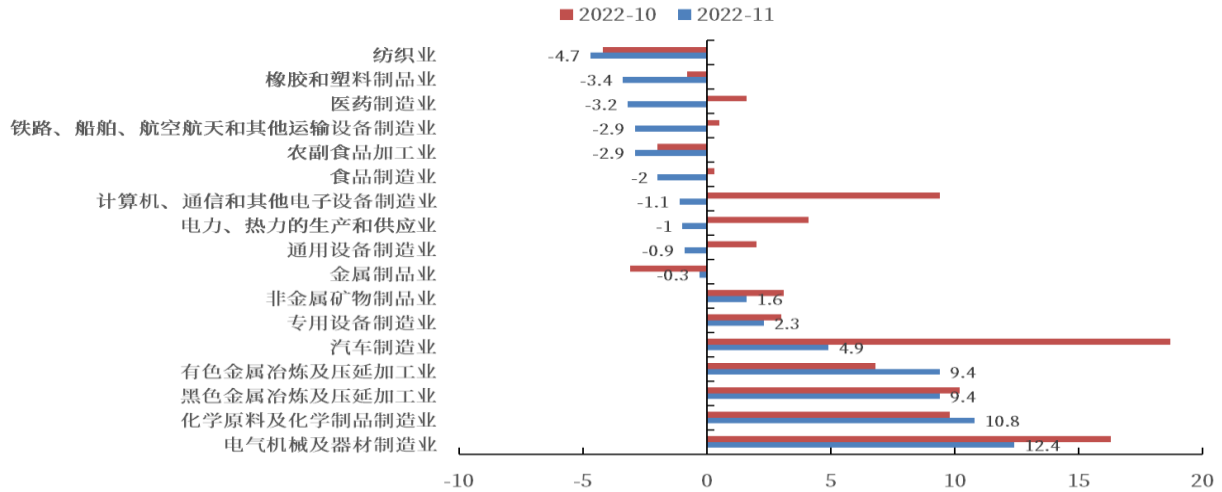
11月份工业增加值的超预期回落表明我国经济恢复仍处于筑底阶段，基础相对薄弱。外需方面，11月出口同比增长-8.7%，出口增速较10月份进一步下降，整体呈现出加速回落迹象。我国出口外部环境面临较大压力，全球经济放缓，需求回落带动出口下行。另一方面，内需疲弱的趋势尚未出现拐点，11月官方制造业PMI录得48.0%，较10月-1.2PCTS，再次位于荣枯线之下。在外部经济环境走弱的同时，国内疫情的再次爆发对制造业负面影响较大，制造业需求和生产同步走弱，采购意愿下滑，生产经营活动预期下降明显。往后看，随着疫情防控优化措施落实落细，居民出行有望得到显著改善，消费场景的修复可能带动预期改善。然而出口持续负增是受到全球下行周期的影响，短期内外需走弱的趋势难以扭转，叠加欧美央行加息的分化和地缘政治风险的起伏不定，后续工业生产修复变数较多。

图16 三大行业子行业增加值当月同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所

图17 工业子行业当月增加值同比 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕淇，18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳，18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉，13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637