

宏观点评 20221216

11月经济：数据的“坏消息”是政策的“好消息”？

2022年12月16日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《美联储首次转向：利好还是利空？》

2022-12-14

《中国防疫优化如何影响美国通胀：加把火还是泼冷水？》

2022-12-13

■ **11月经济表现明显不及预期，但是市场的反应很淡定。**11月的经济数据预演了一次内外需双双大幅降速时经济的场景——除了基建以外全面降温，经济不及预期的表现仅次于今年第二季度上海封控期间。不过，从另一层面去思考，恰恰可能是因为**11月经济数据的差，才倒逼防疫优化的快速转向，使得政策制定者将扩大内需和稳定经济放到更加重要的位置**，在12月政治局会议中更加强调政策协调、形成合力。而这很可能也将成为接下来中央经济工作会议的核心主题。**经济数据的“坏消息”反而可能是未来政策的“好消息”**。从具体数据上看：

■ **工业面临的三重逆风：内需弱+外需弱+供给约束。**11月工业生产的表现明显偏弱，同比增长2.2%（上月为5.0%）；季调环比0.31%，创下有历史数据以来的同期最低。从分项上看，同比拉动下滑最大的三个行业分别是汽车、计算机等电子设备以及供电供热（图1）。**汽车制造降温背后主要内需主动或者被动的回落**：一方面，11月汽车销售同比下半年以来首次转负；另一方面，乘联会表示在疫情和部分地区防控加码的影响下，经销商闭店的比例在上升。**计算机等电子设备制造放缓则凸显出外需的疲软**，11月集成电路、手机以及数据处理设备是出口最大的拖累。除此之外，今年工业生产和物流速度关系较为密切，从11月PMI供应商交货时间变长可以看出，由于局部疫情防控的加码，**11月整体物流“慢下来”也给生产活动造成了不小的拖累**。

■ **制造业投资：政策导向明显。**2022年以来由于内需的走弱，制造业投资的主要需求拉动主要来自于两个方面，一是**政策支持下的重大项目建设拉动**，比较典型的是电力设备行业，在主要的28个行业中该行业是唯一一个在下半年持续加速投资的部门，背后重要的因素是今年能源基建投资保持着较高的增速，在这一点上制造业和基建投资的界限模糊化了；二是**出口的拉动**，其中比较突出的是化工等行业，不过近期在出口增速放缓、前景不明的情况下，投资增速也有所放缓（图2和3）。

■ **基建：逆势加速，交运年末发力。**11月广义基建投资逆势继续加速，当月同比增速达13.9%（上月为12.8%），三大组成部分中能源基建投资增速最快，但是由于体量相对较小，对于整体基建的拉动较为稳定。**回顾今年以来，第三季度基建的主要驱动水利和公共设施投资，不过到了第四季度增速开始放缓，交通仓储尤其是铁路投资转而开始发力**。

展望2023年，尽管今年基数较高，稳经济的重要抓手依旧是“发挥投资的关键性作用”，基建以及与基建相关的制造业投资将依旧是主要的政策发力点之一，**这意味着二者在增速上大概率将保持在5%（实际增速）以上**。

■ **地产：仍在量价齐跌，政策传导、数据持续改善还需时间和环境。**11月地产投资跌幅继续扩大，同比增速跌至-19.9%（上月为-16%），从相关面积指标来看，跌幅依旧很大（图7），拿地和新开工的继续萎靡意味着明年地产投资的复苏会十分缓慢，地产销售面积的跌幅今年仅次于4月上海封控期间。价格方面，70城房价继续下跌，虽然价格环比跌幅有所收窄，但无可否认的是地产目前仍旧处于“量价齐跌”的疲软境地中（图8）。

地产投资相关数据的低点可能要到明年第一季度才会出现。12月受基数影响，至少从截至12月中旬来看地产销售同比增速会反弹，不过我们**预计地产投资相关数据的低点要到2023年第一季度才会出现**：一方面，当前疫情的反复仍会阻碍地产支持政策充分发挥效应，可能要到第一季度末才会有明显的起色；另一方面，2022年第一季度地产相关数据的基数偏高，会进一步使得同比数据承压。我们预计仍会有**相关支持政策（尤其是需求端）**出台，不过可能需要等到疫情达峰之后。

■ **疫情反弹压制消费需求，11月社零跌幅急剧扩大。**防疫政策大幅优化，

政策放松初期疫情反弹加剧，消费者信心低迷，社零同比增速录得-5.9%（彭博一致预期降 3.9%）。食品和药物以外的产品对 11 月社零贡献普遍转负，此前拉动消费的汽车零售同比降 4.2%，拖累社零增速 1pp（10 月拉动 1pp）（图 10）；增速方面，通讯器材、家电和服装领跌，高基数下跌幅分别为-17.6%、-17.3%、-15.6%（图 11）。餐饮消费同比降幅扩大至 8.4%（10 月降 8.1%）。

今年我国消费者信心下滑至历史低位，预防性储备意愿显著增强，边际消费倾向下滑。消费增长的放缓幅度大于可支配收入增长的放缓，超额储蓄增加，但是鉴于居民可支配收入中定期存款为大头，并且比重持续提升，这部分通常不会用于消费，因此超额储蓄未能显著提振消费（图 12-图 13）。

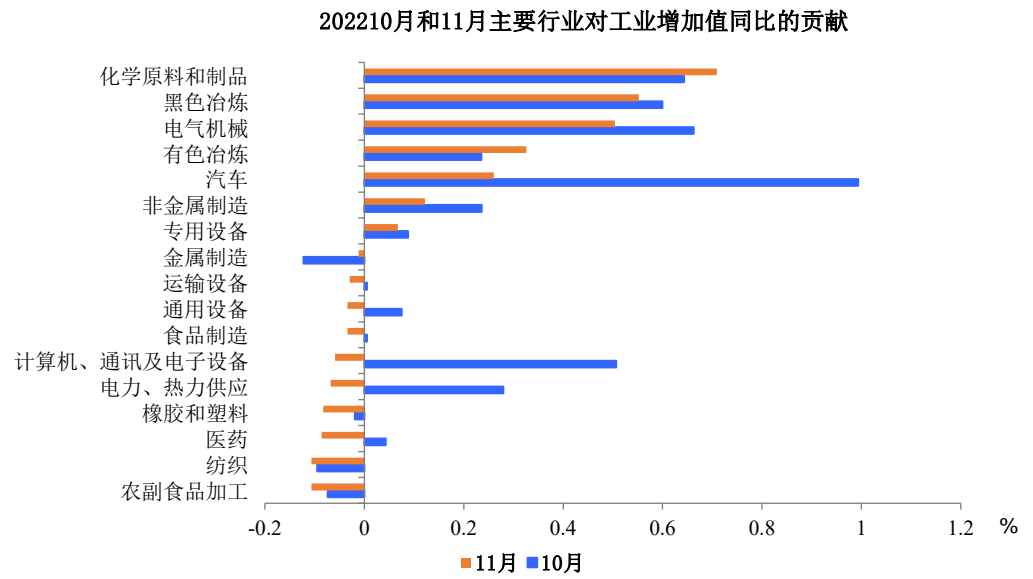
- **2023 年中央主导的普惠式消费刺激可期，数字消费券或成为主要形式。**我们此前的报告（《2023 年 GDP 增速 5%需要多大的政策发力？》）测算下，如果明年增速目标为 5%，来自消费的缺口占比将近三分之一。12 月政治局会议提到了发挥消费的基础性作用，这意味一定要补消费的“短板”，虽然防疫政策大幅优化将带来利好，但尚不足以弥补消费的缺口，普惠式的刺激政策可期。

中国香港特区政府 2021 年推出的数字消费券计划具备参考意义，该计划曾有效提振消费并对小微企业构成支撑。宋铮教授团队的研究显示¹：港府发放的每 1 单位消费券额外撬动了 0.8 单位的消费，效果接近历史上消费刺激政策的上限，每一港元消费券金额至少会有 0.45 港元用于非耐用品与服务类消费（保守估计）。上述研究表示，该计划的短期刺激效果尤为显著，收到消费券的第一周，用户便消费了其面额的三分之一，截至 2021 年末，消费仍实现显著正增长（图 14）。

- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外衰退提前到来。中国疫情出现超市场预期反复，防疫继续收紧。

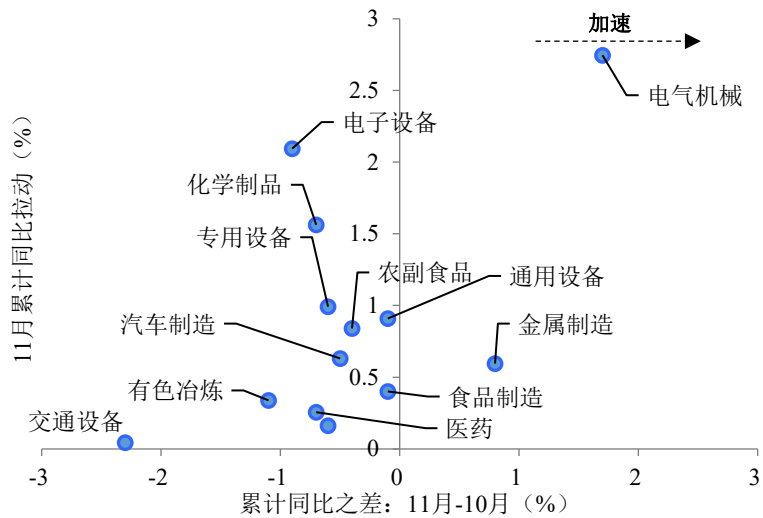
¹ Geng, Hao, Matthew Ce Shi and Zheng (Michael) Song, Evaluating Hong Kong Consumption Voucher Scheme, Working Paper, Chinese University of Hong Kong, 2022

图1: 2022年11月主要行业对工业增加值的贡献



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2：2022年11月部分行业制造业投资表现：电机行业表现突出



数据来源：Wind，东吴证券研究所

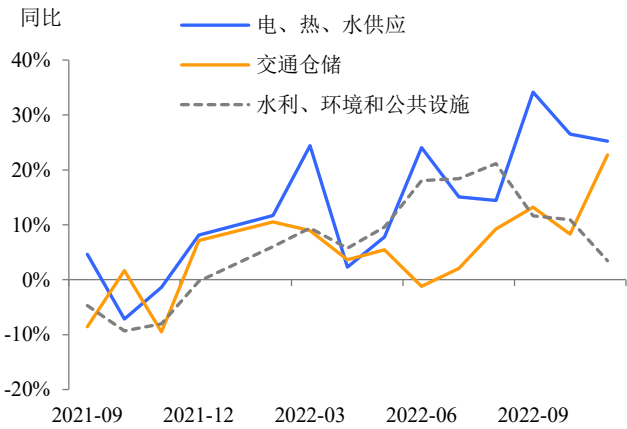
图3：2022年主要行业制造业投资增速加速情况

	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	加速月份占比
农副食品	-4.10	-2.30	-4.00	-2.40	-0.90	0.00	0.80	-0.30	-0.40	10.0%
食品制造	-2.60	-0.90	-2.00	-4.00	-0.60	0.40	-2.60	0.60	-0.10	20.0%
酒饮和茶	1.60	-5.70	-2.50	-4.00	3.30	-2.50	1.30	-2.30		33.3%
烟草	-15.60	4.50	18.00	-1.70	5.10	-0.30	2.30	-0.90		44.4%
纺织业	-12.50	-7.70	-3.00	-1.20	-0.80	-3.50	-1.30	-0.30	-0.60	0.0%
纺服	-8.90	-1.00	-3.60	1.10	-1.00	-1.90	-0.10	-2.40		11.1%
皮革制鞋	0.00	0.40	-2.10	-0.50	0.30	-3.30	1.10	0.30		44.4%
木材加工	0.20	-4.80	-1.50	0.60	-0.70	1.30	0.40	-0.50		44.4%
家具	10.90	1.90	-3.10	-1.20	-1.30	2.20	-0.80	-1.00		33.3%
造纸	8.90	-4.70	-0.60	-4.60	-0.40	-0.60	-0.90	0.10		22.2%
印刷	-7.90	-7.50	-10.90	-3.30	-2.60	-5.20	-2.90	-1.60		0.0%
文娱用品	-1.20	-2.90	2.40	-1.90	0.20	-0.40	-1.20	0.00		22.2%
燃料加工	-29.40	-3.40	-5.90	-11.20	1.10	-1.40	-4.50	-1.40		11.1%
化学制品	-0.20	0.20	-3.00	1.90	0.90	1.90	1.40	1.10	-0.70	60.0%
医药	-9.80	-7.50	-1.80	-2.70	1.00	0.30	0.20	0.00	-0.70	30.0%
化纤	-16.90	1.60	-3.30	-3.40	-1.50	-0.90	2.50	-5.00		22.2%
橡胶塑料	-3.00	-1.80	-2.80	-0.60	-2.60	0.20	-2.30	-0.40		11.1%
非金属制造	-5.40	-3.60	-1.60	-0.30	-1.20	-0.60	-0.30	-1.20		0.0%
黑色冶炼	10.60	-4.60	-2.10	1.30	0.10	-0.80	1.00	-2.00		44.4%
有色冶炼	-10.20	3.60	1.10	-3.50	0.50	1.50	1.30	1.40	-1.10	60.0%
金属制造	-11.10	-4.40	-2.40	-2.70	-1.20	-0.80	-0.10	-1.60	0.80	10.0%
通用设备	-2.80	0.10	-2.20	-2.60	-3.30	-0.60	-0.20	-2.10	-0.10	10.0%
专用设备	-3.50	-4.60	-3.70	-2.00	-0.10	-1.30	0.00	-1.60	-0.60	0.0%
汽车制造	1.10	-2.00	0.80	-2.30	1.00	3.00	-0.20	0.10	-0.50	50.0%
交通设备	-14.10	-10.30	2.50	0.00	-1.90	-3.00	-3.50	-0.50	-2.30	10.0%
电气机械	-14.30	-5.50	0.20	-0.10	0.50	1.20	1.10	0.20	1.70	60.0%
电子设备	-7.30	-5.70	-0.40	-1.80	-1.30	0.10	1.20	0.90	-0.90	30.0%
仪器仪表	-9.20	-3.50	3.00	-0.20	0.50	2.60	-2.30	2.90		44.4%
加速行业占比	21.4%	25.0%	25.0%	14.3%	42.9%	39.3%	42.9%	32.1%	15.4%	

注：表中主体部分的数据为每月各行业制造业投资累计同比和上月之差，单位为%。

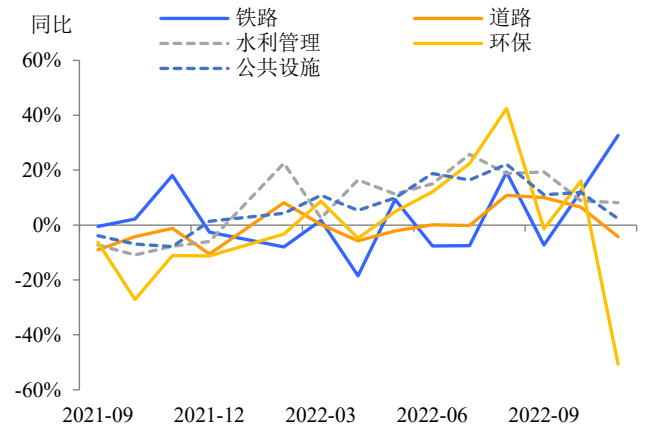
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 2022年能源基建投资保持较高增速(当月同比)



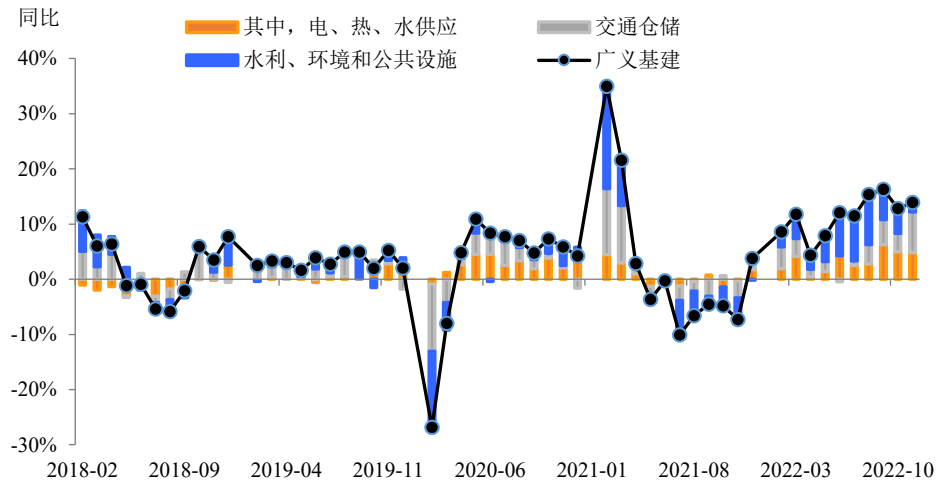
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022年11月铁路投开始发力(当月同比)



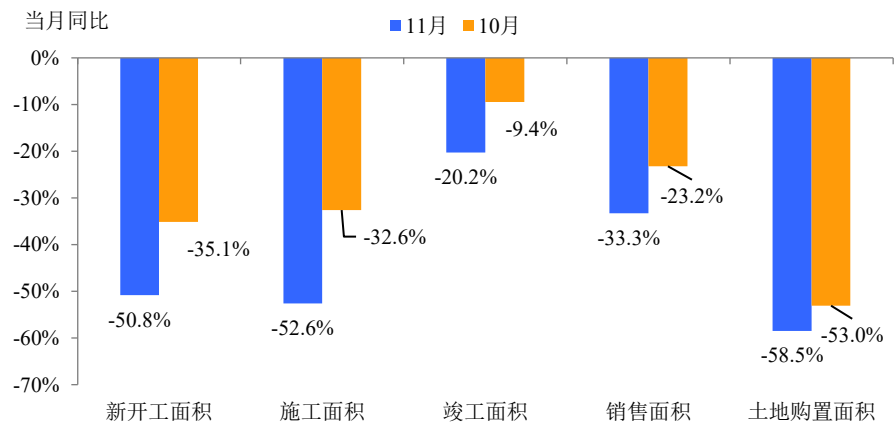
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022年基建投资: 第三季度靠水利, 第四季度可能靠交通仓储(当月同比)



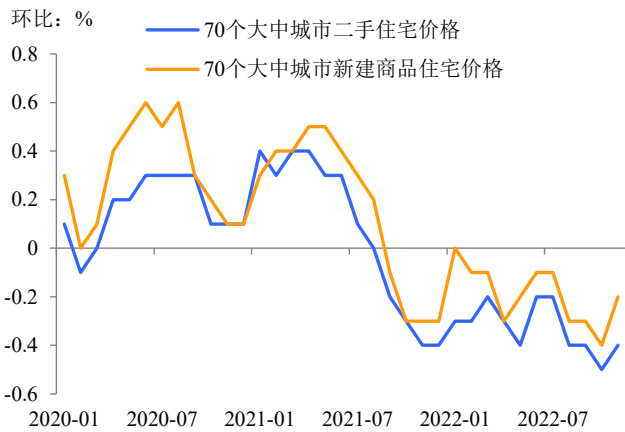
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：2022年10月和11月地产相关面积数据



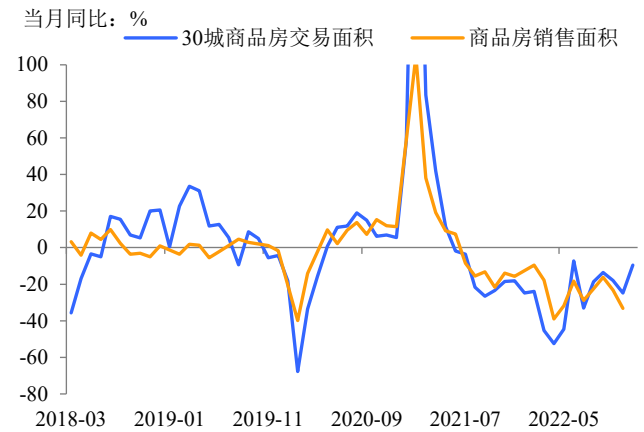
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：11月70城房价环比跌幅有所收窄



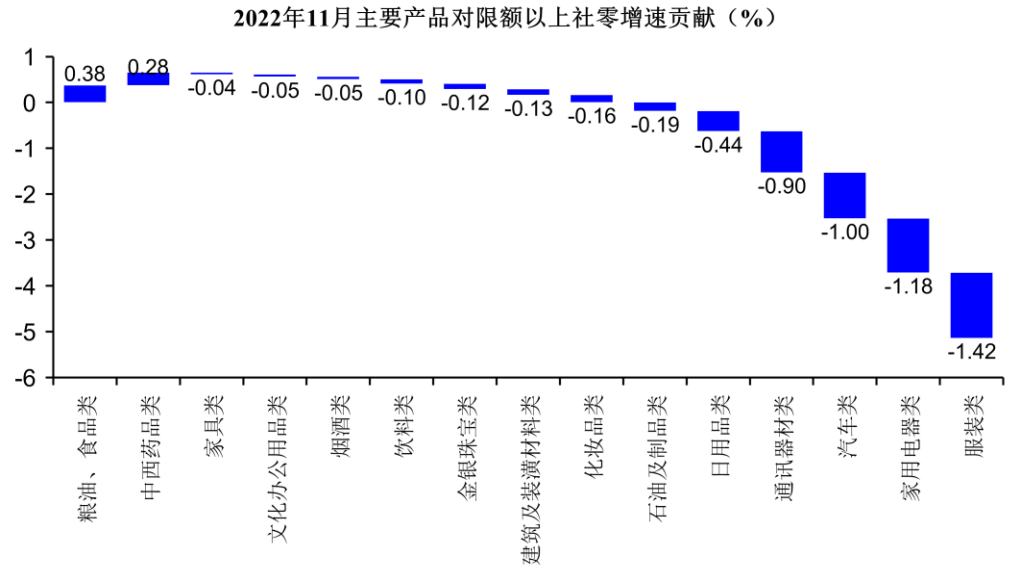
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：12月的地产销售数据可能有所改善



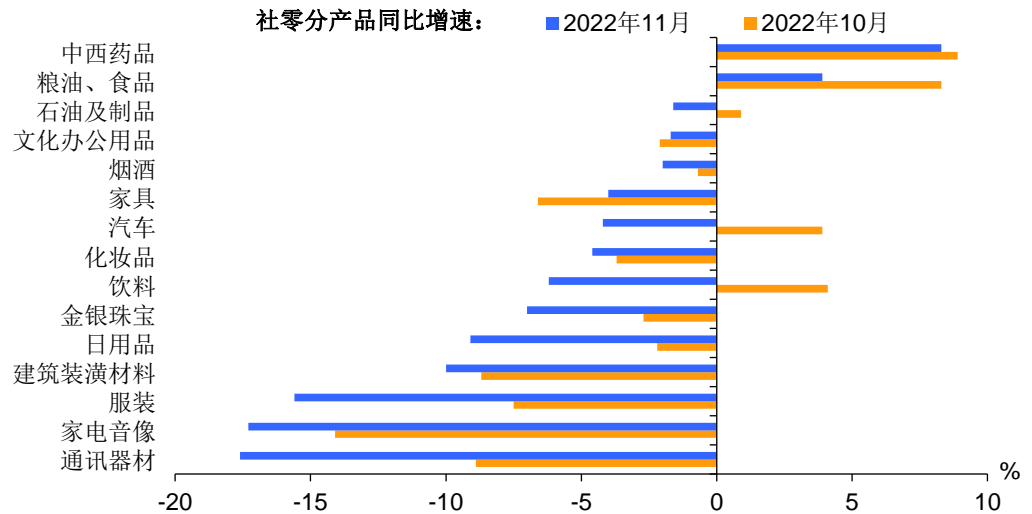
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 2022年11月, 主要产品对限额以上社零增速贡献普遍为负



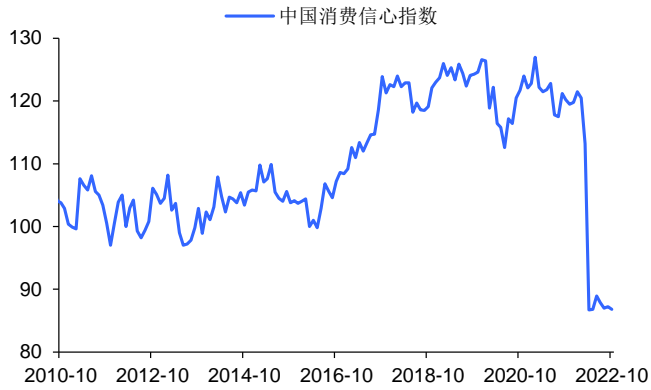
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022年11月, 各产品消费跌幅较10月普遍扩大



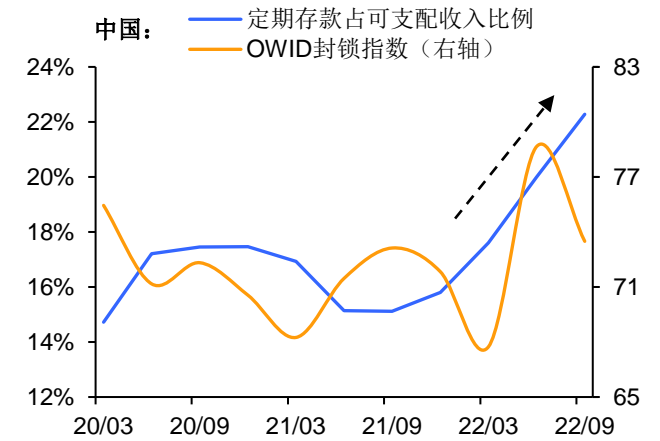
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2022年我国消费者信心跌落至历史低位



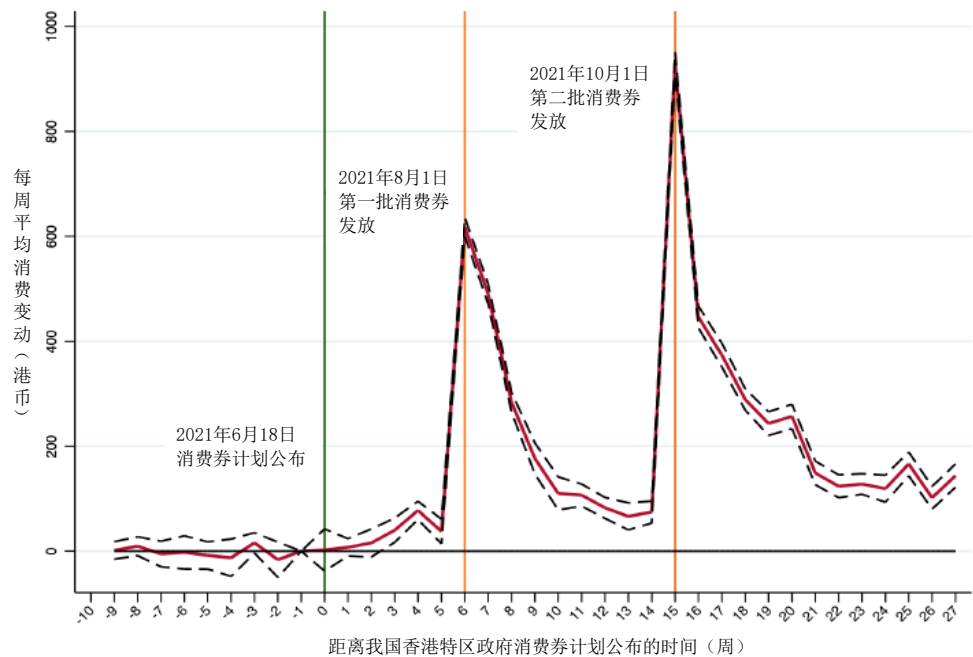
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 防疫政策收紧推动预防性储备占比上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 我国香港 2021 年消费券计划对消费的拉动



数据来源: Geng, Hao, Matthew Ce Shi and Zheng (Michael) Song, Evaluating Hong Kong Consumption Voucher Scheme, Working Paper, Chinese University of Hong Kong, 2022, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

