

## 短期经济仍受疫情抑制，中期经济趋于修复

### ——11月经济数据点评

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

#### 报告要点

由于疫情扩散影响，11月份我国投资、消费当月同比增速分别回落4.3、5.4个百分点至0.7%、-5.9%。需求的显著下滑导致工业增加值与服务业生产指数当月同比增速分别回落2.8、2.0个百分点至2.2%、-1.9%。虽然防疫政策已经优化，但未来1-2个月国内疫情处于扩散期，预计经济仍受疫情抑制；随后随着疫情的消退与平稳，预计国内投资、消费、工业生产与服务业生产均将趋于修复。

#### 摘要：

**数据：**1-11月固定资产投资同比增长5.3%，预期5.6%，前值5.8%。11月社会消费品零售总额同比下降5.9%，预期降2.5%，前值降0.5%；工业增加值同比增长2.2%，预期3.7%，前值5.0%；服务业生产指数同比下降1.9%，前值增长0.1%。

#### 点评：

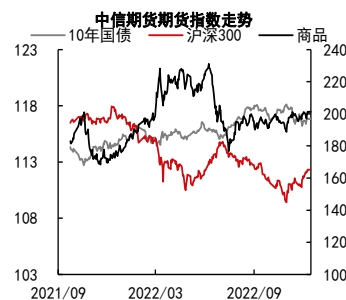
**1、11月投资受疫情抑制显著，未来投资将随疫情消退而修复。**11月份固定资产投资当月同比增长0.7%，增速回落4.3个百分点。其中，房地产、基建、制造业投资分别同比增长-19.9%、13.9%、6.2%，增速分别变化-3.9、1.1、-0.7个百分点。国内疫情扩散对居民购房意愿有明显抑制，11月份商品房销售面积同比降幅扩大10个百分点至33.3%；房屋新开工和购置土地面积分别同比减少50.8%、58.5%，降幅仍然很大；前期新开工大幅下降的滞后传导效应使得11月份房地产投资同比降幅进一步扩大。未来1-2个月疫情对房地产的抑制仍然显著；随着疫情消退，未来房地产会有所修复。稳增长持续发力支持11月份基建投资同比增速小幅回升。短期国内经济仍然面临压力，稳增长继续发力，预计基建投资仍将保持较快增长。在高基数情况下，11月制造业投资同比增速维持稳定，说明环比显著改善。12月份制造业投资仍面临高基数效应，但考虑到政策支持设备更新改造，预计12月制造业投资同比增速大体稳定。未来1-2个月疫情扩散还会对投资有明显抑制，而稳增长继续发力，预计固定资产投资同比增速大体稳定；未来随着疫情消退，固定资产投资增速将趋于回升。

**2、未来1-2个月消费仍受疫情抑制，随后疫情消退将驱动消费修复。**11月社会消费品零售总额同比增速回落5.4个百分点至-5.9%。其中，餐饮收入同比下降8.4%，降幅大体不变；商品零售同比下降5.6%，降幅扩大6.1个百分点。其中，家电、通讯器材、纺织服装等消费表现较差。虽然国内防疫政策已经优化，但未来1-2个月国内疫情处于扩散期，对消费的抑制仍然显著；未来随着疫情消退，消费将趋于修复。

**3、需求走弱使得11月工业增速回落，预计短期仍偏弱。**由于疫情的扩散以及外需的走弱，11月份我国投资、消费、出口均明显走弱，工业增加值同比增速回落2.8个百分点至2.2%。未来1-2个月国内需求仍受疫情抑制，预计工业生产仍然偏弱。

**4、服务业短期仍受疫情抑制，中期趋于修复。**由于国内疫情扩散，11月服务业生产指数同比增速回落2个百分点至-1.9%。由于管控措施大幅度减少，部分地区的部分服务性行业会有所修复，但短期新增感染数量大幅增加，对整体服务业的修复仍构成约束。预计未来1-2个月服务业仍然偏弱，在疫情平稳之后，服务业将逐步修复。

**风险提示：**疫情扩散时间长于预期、房地产恢复不及预期



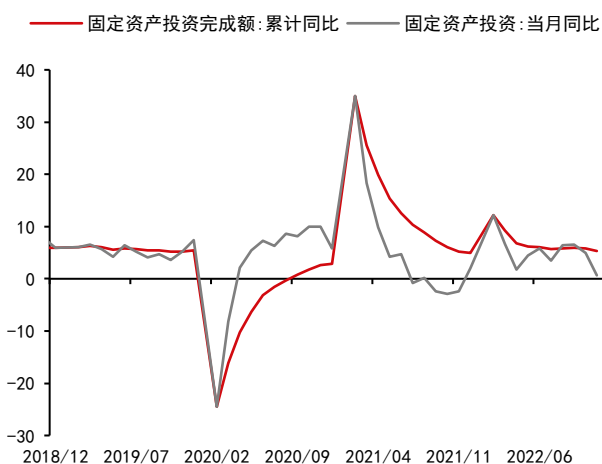
#### 宏观研究团队

研究员：  
刘道钰  
021-80401723  
liudaoyu@citicsf.com  
从业资格号：F3061482  
投资咨询号：Z0016422

## 一、11 月投资受疫情抑制显著，未来投资将随疫情消退而改善

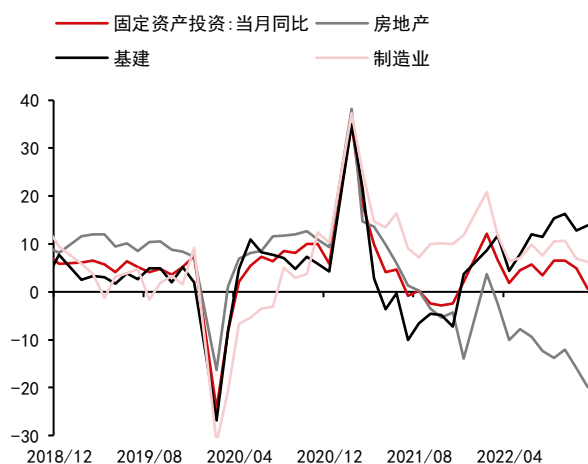
11 月份固定资产投资同比增速回落 4.3 个百分点，房地产投资增速明显回落，基建和制造业投资增速相对稳定，其它投资增速降幅较大。1-11 月固定资产投资同比增长 5.3%，明显低于预期值 5.6%和前值 5.8%；11 月份固定资产投资当月同比增长 0.7%，较 10 月回落 4.3 个百分点。分项来看，11 月份房地产、基建、制造业投资分别同比增长-19.9%、13.9%、6.2%，较 10 月增速分别变化-3.9、1.1、-0.7 个百分点。房地产投资同比增速回落显著，不过基建和制造业投资同比增速相对稳定。考虑到固定资产投资同比增速降幅略高于房地产投资增速降幅，预计其它投资（房地产、制造业、基建以外）同比增速降幅较大，这与疫情扩散有关。

图表1：固定资产投资累计及当月同比



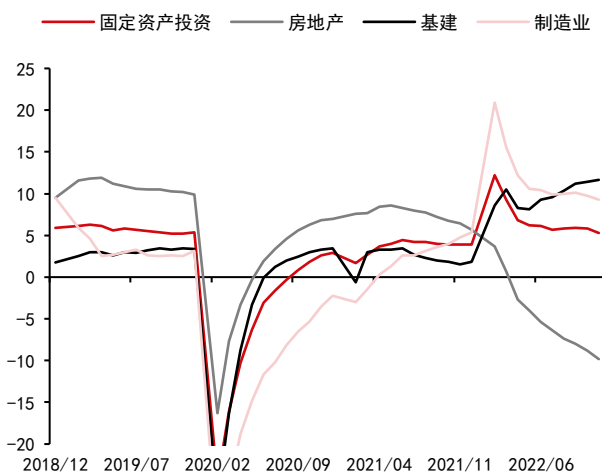
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：固定资产投资及其主要分项的当月增速



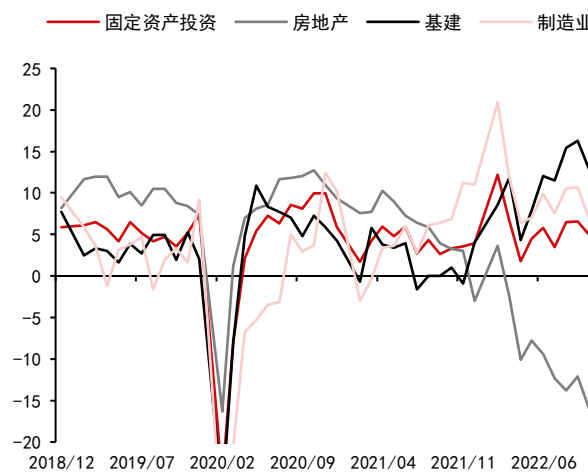
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：固定资产投资累计同比(2021 年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

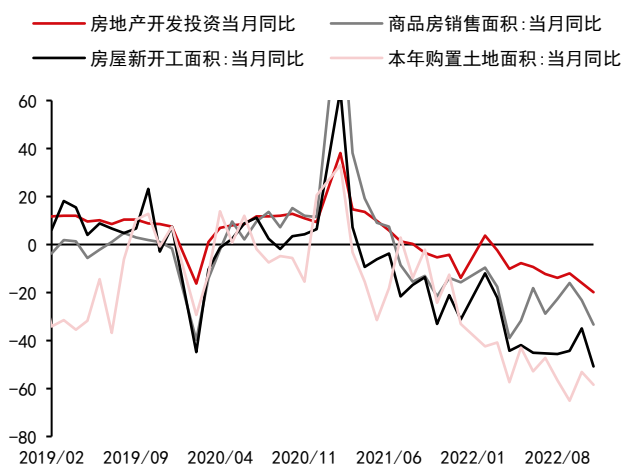
图表4：固定资产投资当月同比(2021 年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

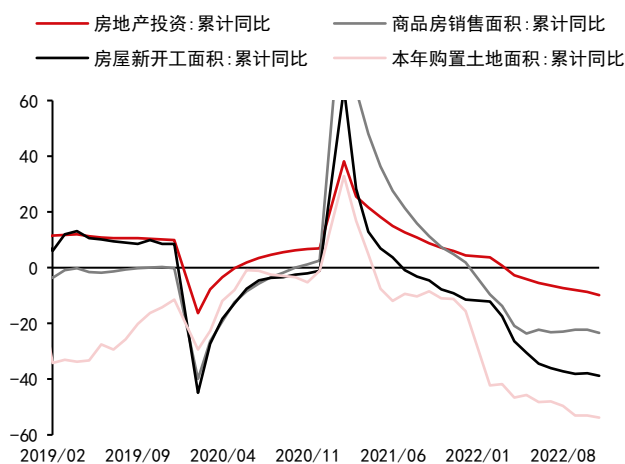
房地产方面，疫情使得 11 月份房地产进一步下滑。未来 1-2 个月疫情对房地产的抑制仍然显著；随着疫情消退，未来房地产会有所修复。11 月份商品房销售面积同比下降 33.3%，降幅较 10 月份扩大 10.0 个百分点，商品房销售有所下滑。这主要因为国内疫情的扩散对居民购房意愿有明显抑制。在商品房销售表现偏弱的背景下，11 月份房屋新开工面积、施工面积、竣工面积、房地产投资等表现也较差；其中，房屋新开工和购置土地面积分别同比减少 50.8%、58.5%，降幅仍然很大；前期新开工大幅下降的滞后传导效应使得 11 月份房地产投资同比降幅进一步扩大 3.9 个百分点至 19.9%。1-11 月房屋施工和竣工面积分别同比下降 6.5%、19.0%，增速较 1-10 月分别回落 0.8、0.3 个百分点。为了降低疫情防控对居民生活和企业经营的影响，12 月 7 号我国发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》。不过，疫情防控的减少会使得未来 1-2 个月国内新增感染数量显著增加，居民购房活动可能仍然受到抑制；待疫情大体消退并进入平稳阶段后，预计居民购房意愿将显著修复，商品房销售随之小幅改善。11 月 11 号我国出台 16 条措施支持房地产市场平稳健康发展，对房企融资的支持力度尤其较大，这有利于房屋新开工的修复。再考虑到前期房屋新开工面积大幅下降对房地产投资的滞后传导效应，预计明年上半年房地产投资低位筑底。

图表5： 房地产相关指标的当月同比增速



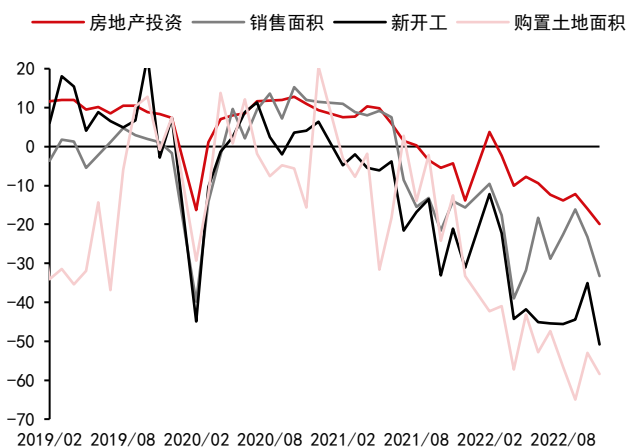
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6： 房地产相关指标的累计同比增速



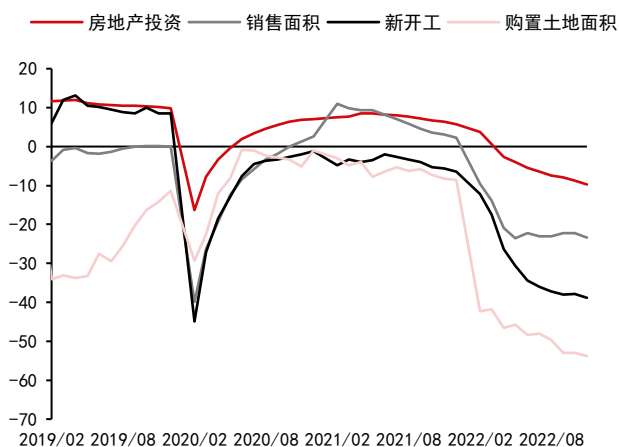
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7： 房地产相关指标当月同比 (2021年1-4月为两年平均增速)



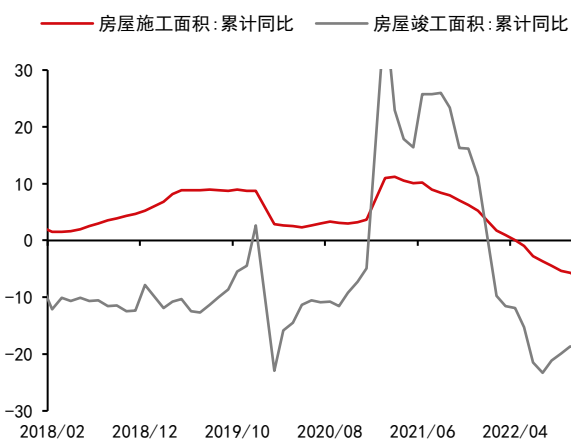
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8： 房地产相关指标累计同比 (2021年1-4月为两年平均增速)



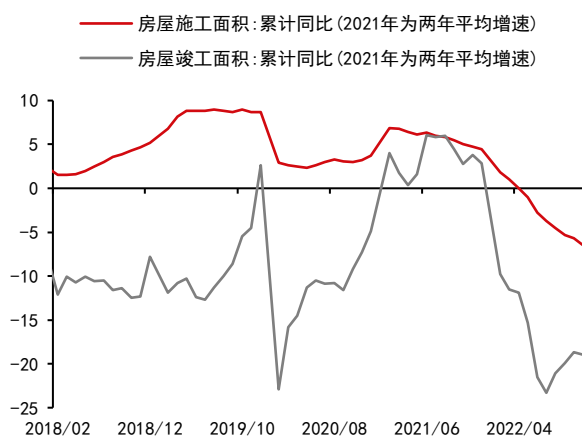
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9： 房屋施工及竣工面积累计同比增速



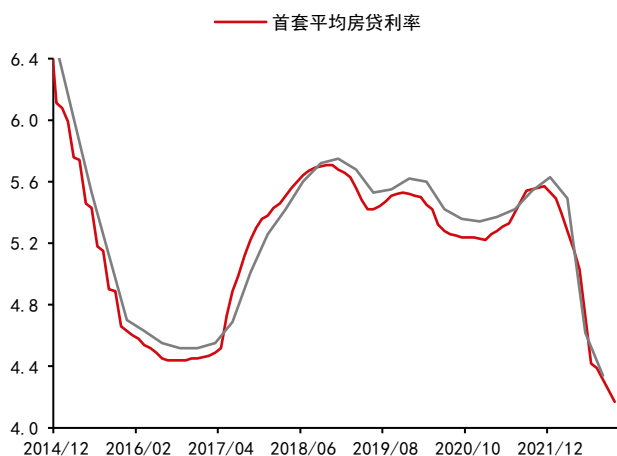
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10： 房屋施工及竣工面积累积同比 (剔除基数效应)



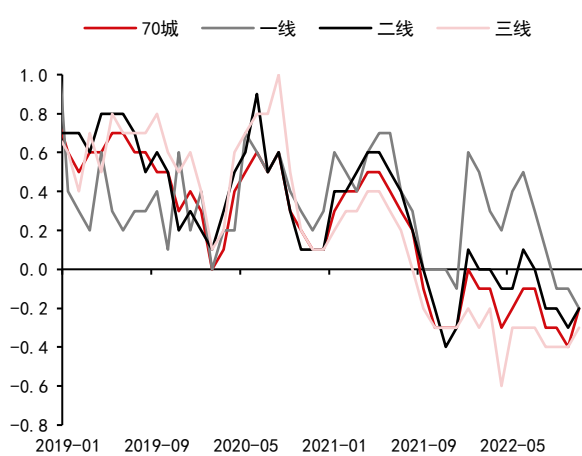
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11： 房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究所

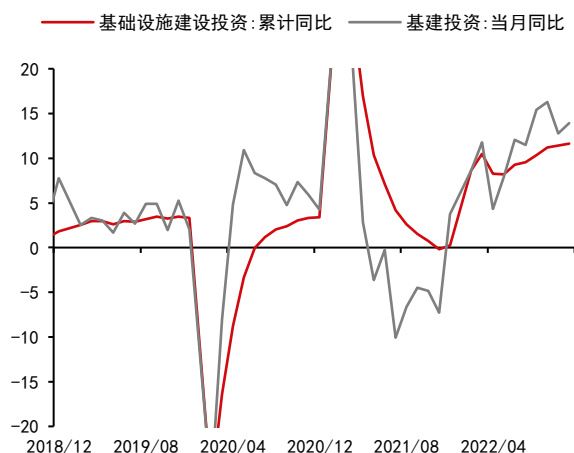
图表12： 70个大中城市新建住宅价格环比 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

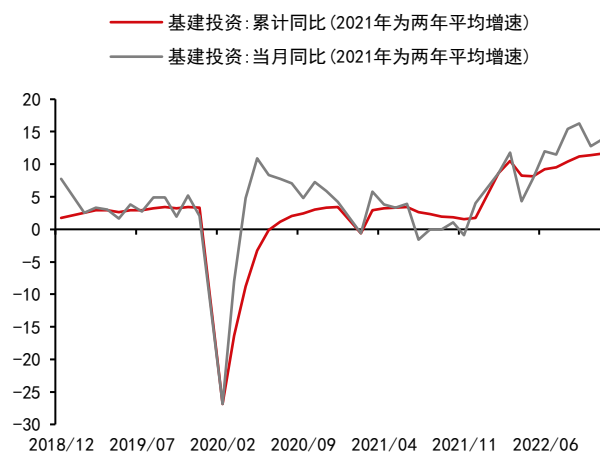
基建方面，稳增长持续发力支持 11 月份基建投资同比增速小幅回升。短期国内经济仍然面临压力，稳增长继续发力，预计基建投资仍将保持较快增长。1-11 月基建投资同比增长 11.7%，增速较 1-10 月提高 0.3 个百分点；11 月基建投资同比增长 13.9%，增速较 10 月提高 1.1 个百分点。在疫情影响下，11 月基建投资仍保持了较快的增长，主要因为稳增长继续落地生效。11 月份土木工程建筑业商务活动指数回升 1.5 个百分点至 62.3%，处于较高水平，印证稳经济政策使得基础设施建设较快推进。短期国内经济仍然面临较大压力，预计稳增长继续发力，基建投资仍将保持较快增长。

图表13：基建投资同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14：基建投资同比增速(2021年为两年平均增速)



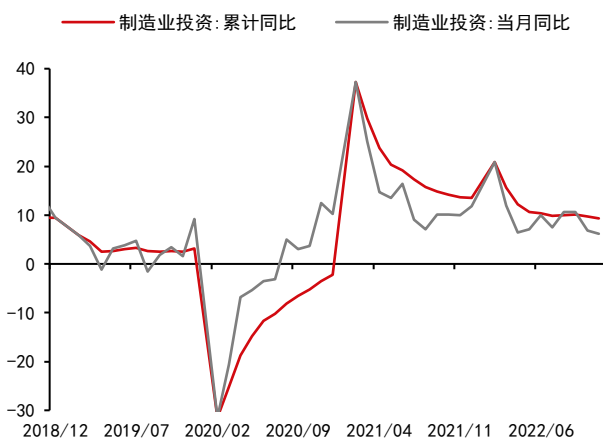
资料来源：Wind 中信期货研究所

制造业方面，11 月制造业投资同比增速大体稳定、环比显著改善。预计 12 月制造业投资同比增速大体稳定。1-11 月份制造业投资累计同比增长 9.3%，增速较 1-10 月回落 0.4 个百分点；11 月份制造业投资当月同比增长 6.2%，增速较 10 月回落 0.7 个百分点。在去年 11 月制造业投资基数较高的背景下，今年 11 月份制造业投资同比增速还能大体保持稳定，这说明制造业投资环比增长显著，这主要因为专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造的政策激励制造业投资。政策对制造业投资的支持在 12 月继续体现，但考虑到去年 12 月份制造业投资基数较高，预计今年 12 月份制造业投资同比增速大体稳定。

综合来看，11 月份固定资产投资同比增速显著下滑与疫情影响有较大关系，而稳增长持续生效部分对冲了投资的下滑。从投资先行指标看，1-11 月份新开工项目计划总投资同比增长 20.3%，投资项目（不含房地产开发投资）到位资金增长 21.5%，远高于固定资产投资 5.3% 的增速。未来 1-2 个月疫情扩散还会对投资有明显抑制，而稳增长继续发力，预计固定资产投资同比增速大体稳定；未来随着疫情消退，固定资产投资增速将趋于回升。

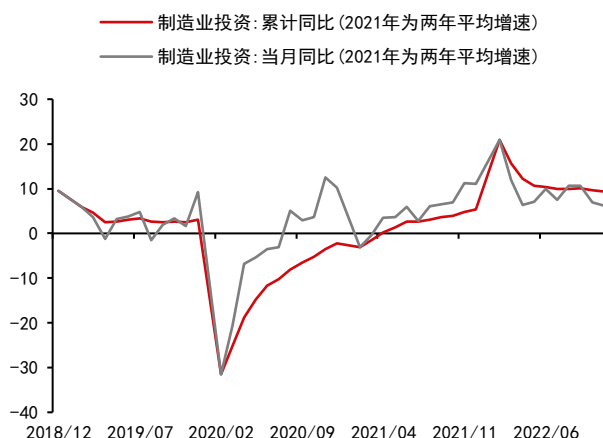


图表15：制造业投资同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：制造业投资同比增速(2021年为两年平均增速)

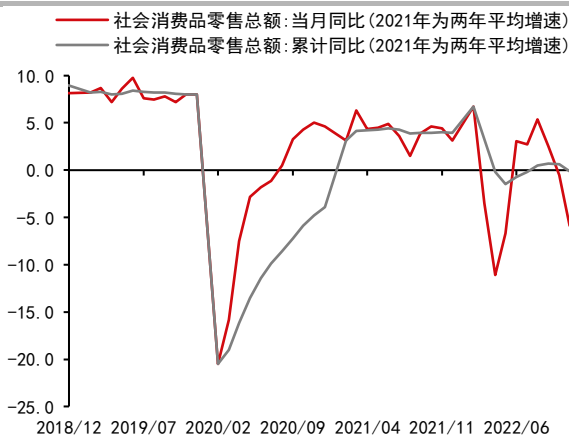


资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、未来 1-2 个月消费仍受疫情抑制，随后疫情消退将驱动消费修复

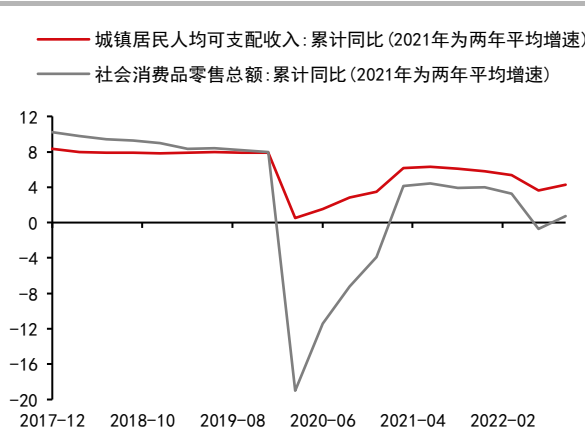
由于疫情扩散，11月消费明显走弱。预计未来1-2个月消费仍明显受疫情抑制，未来疫情消退将驱动消费修复。11月社会消费品零售总额同比下降5.9%，增速较10月份回落5.4个百分点。其中，餐饮收入同比下降8.4%，降幅较10月份扩大0.3个百分点；商品零售同比下降5.6%，降幅扩大6.1个百分点。近期防疫措施优化，隔离管控减少，有利于服务业供应恢复；但每日新增感染人数显著增加，服务消费需求受到抑制。因此11月份餐饮收入增速维持低位。此前商品消费相对于餐饮消费受疫情影响更小，但近期每日新增感染人数的显著增加抑制了居民的商品消费意愿。消费结构方面，11月份家电、通讯器材、纺织服装、装修材料等消费类别表现较差。虽然国内防疫政策已经优化，但未来1-2个月国内疫情处于扩散期，对消费的抑制仍然显著；未来随着疫情消退，消费将趋于修复。

图表17：社会消费品零售总额同比增速(剔除基数效应)



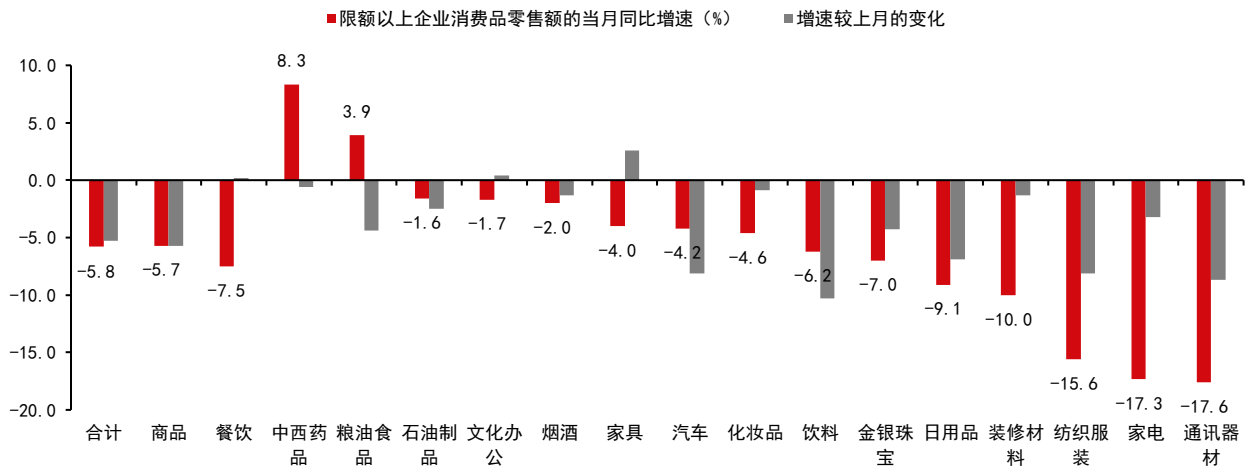
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：居民收入增速与消费增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：限额以上消费品零售总额的当月同比增速及其相对于上月的变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 三、需求走弱使得 11 月工业增速回落，预计短期仍偏弱

需求走弱使得 11 月工业增加值同比增速回落 2.8 个百分点至 2.2%。11 月工业增加值同比增长 2.2%，显著低于预期值 3.7%与前值 5.0%。从需求端来看，由于疫情的扩散以及外需的走弱，11 月份我国投资、消费、出口三大类需求均明显走弱；需求的走弱导致供应下滑，工业增加值增速因此显著回落。

从主要产品产量来看，11 月份钢材、水泥、汽车、十种有色金属、原油加工量分别同比增长 7.1%、-4.7%、-9.9%、8.8%、0.3%，增速较 10 月分别变化-4.2、-5.1、-18.5、-1.3、-0.5 个百分点。其中，房地产投资增速的回落使得钢材与水泥产量同比增速均有所回落；汽车销售的下滑使得汽车产量增速亦显著回落；有色金属产量与原油加工量同比增速回落幅度相对较小。

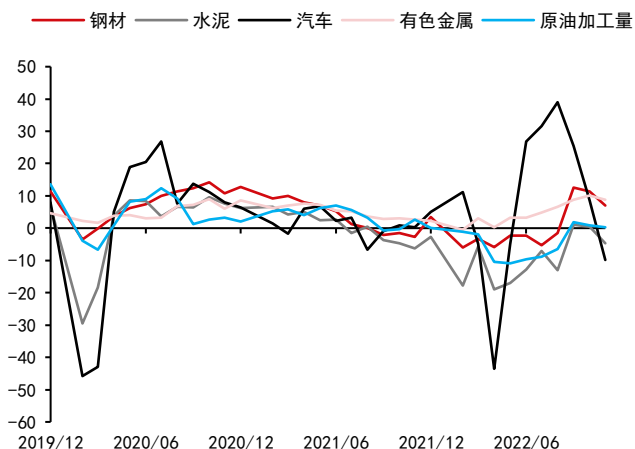
往前看，未来 1-2 个月国内需求仍受疫情抑制，供应可能也会受到一些影响，预计工业生产仍然偏弱。在国内疫情平稳消退之后，国内需求将逐步修复，工业生产也将逐步修复。

图表20: 工业增加值当月及累计同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表21: 工业品产量: 当月同比增速 (2021年为两年平均增速)

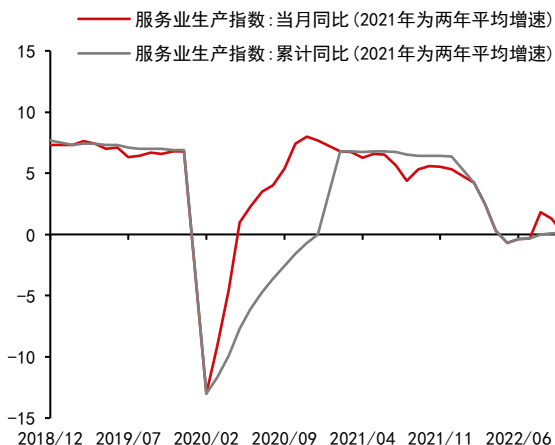


资料来源: Wind 中信期货研究所

### 四、服务业短期仍受疫情抑制，中期趋于修复

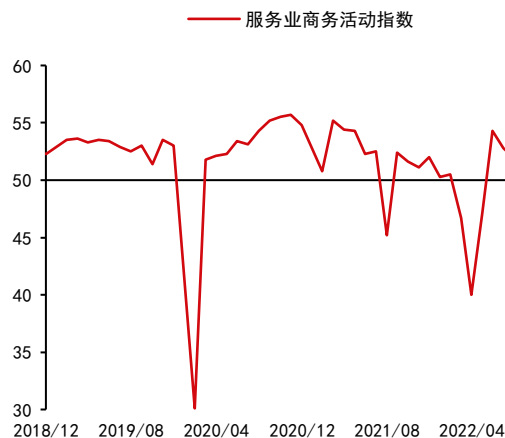
疫情扩散使得 11 月服务业生产进一步走弱。尽管防疫政策已经优化，但短期疫情仍对服务业有显著抑制；疫情平稳之后，服务业将逐步修复。11 月服务业生产指数同比下降 1.9%，增速较 10 月回落 2.0 个百分点。11 月份服务业商务活动指数亦回落 1.9 个百分点至 45.1%，远低于 50% 的临界水平。由于国内疫情扩散，服务业受抑制程度有所加大。12 月 7 号，我国发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》。由于管控措施大幅度减少，部分地区的部分服务性行业会有所修复，但短期新增感染数量大幅增加，对整体服务业的修复仍构成约束。预计未来 1-2 个月服务业仍然偏弱，在疫情平稳之后，服务业将逐步修复。

图表22: 服务业生产指数当月及累计同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表23: 服务业商务活动指数



资料来源: Wind 中信期货研究所



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>