

在“黑暗”中等待“光明”

事件:

12月15日,国家统计局公布数据显示,11月规模以上工业增加值同比2.2%、前值5%,社会消费品零售总额同比-5.9%、前值-0.5%。

点评:

■ 内外因素共振下,产需双弱,经济仍在“二次探底”中,但明年不宜过于悲观

疫情反复、外需走弱等因素共振下,产、需指标普遍低于市场平均预期。11月,工业增加值当月同比2.2%,低于市场平均预期的3.7%和上月的5%;服务业产更是出现负增长、同比-1.9%。三大需求指标均大幅回落,房地产、制造业等投资拖累总体投资回落至0.8%,社零同比-5.9%、低于平均预期的-2.5%;海外走弱和出口份额“回吐”导致出口加速回落,出口同比-8.7%、低于预期的-1.5%。

内外“交困”中,稳增长继续发力,交通类投资逆势增长,中游制造投资亦强势。11月主要产需指标,只有基建投资增速回升、同比较上月1.1个百分点至13.9%,核心支撑来自交通运输投资、逆势抬升14.4个百分点,而水电燃和水利环境投资增速均不同程度回落。制造业投资小幅回落0.7个百分点,其中电气机械、通用设备、专用设备、金属制品等投资增速回升、且多实现两位数增长。

疫情扩散对产需的“二次冲击”广泛存在,可能还要延续一段时间。实际感染人数的快速增多,导致劳动力“缺勤”,对生产、投资、消费等影响在加快显现,劳动力密集型行业如纺织、橡胶塑料、食品制造业工业生产均负增长;与线下活动紧密相关的餐饮、房地产销售等同比降幅均较10月扩大。高频数据显示,实际感染仍在扩散、百度搜索发烧指数快速攀升,产需的中观指标大多加速回落。

重申观点:伴随疫情扩散、出口加速下滑等,经济仍在“二次探底”中。展望未来,2023年回归之年、经济不宜过于悲观,全年GDP增速或在5.5%左右;宏观主线转向内需增长为主,驱动包括:稳增长续力带来的基建投资韧性,新时代“朱格拉周期”启动带来制造业投资强劲,疫后修复及地产链的拖累减弱等。

■ 常规跟踪:多数行业生产回落,房地产等拖累总体投资,消费大幅下滑

制造业生产大多回落,服务业活动预期逼近年内低点。11月,制造业工业增加值同比2%、较上月回落3.2个百分点,主要行业生产多数回落,与出口紧密相关的计算机通信和汽车制造回落超10个百分点。服务业产出同比-1.9%、年内再度转负,低于上月的0.1%、连续3个月回落;疫情“二次冲击”下,服务预期加快恶化、预期指数同比回落3.6个百分点至53.1%、接近4月低点的53%。

房地产、服务业等投资拖累总投资回落。11月,固定资产投资同比0.8%、较上月回落4.2个百分点,其中,房地产投资同比-19.9%、降幅扩大3.9个百分点,新开工和施工降幅继续扩大、竣工降幅收窄。房地产、制造业投资下降的幅度比总体要小,可能指向农业、服务业行业投资也在明显下降,或部分受到疫情抑制。

消费大幅回落,疫情影响和就业压制增强。11月,社零同比-5.9%、低于上月的-0.5%,其中商品消费同比-5.6%、低于上月的0.5%,餐饮收入同比-8.4%、低于上月的-8.1%,疫情“二次冲击”在加快显现,或继续拖累消费和就业等。11月,城镇调查失业率超季节性抬升,较上月增加0.2个百分点至5.7%、创历史新高,25-29岁、31个大城市、本地和外来户籍人口调查失业率均上升。

风险提示:政策效果不及预期,疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号: S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号: S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、内外因素共振下，供需双弱，经济仍在“二次探底”中.....	3
2、房地产、制造业等拖累总投资，交通类基建投资逆势增长.....	4
3、消费大幅回落、就业压制增强，疫情的“二次冲击”可能延续.....	5

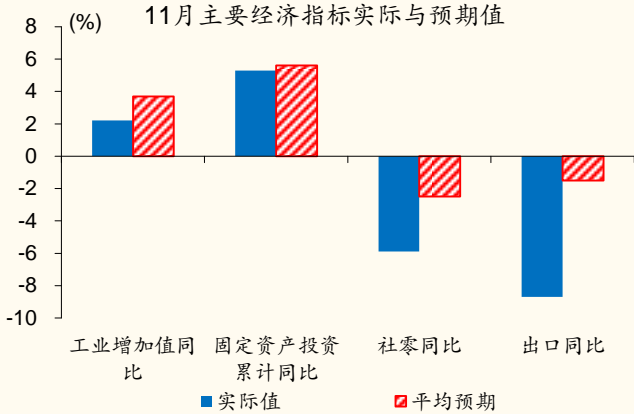
图表目录

图表 1: 11月，主要经济指标均低于预期.....	3
图表 2: 11月，工业和服务业生产均明显回落.....	3
图表 3: 11月，制造业和电燃水工业增加值回落.....	3
图表 4: 部分中上游行业工业生产居前.....	3
图表 5: 11月，服务业生产再度转负.....	4
图表 6: 商务活动预期逼近年内低点.....	4
图表 7: 房地产和制造业投资回落.....	4
图表 8: 房地产施工、销售等均明显走弱.....	4
图表 9: 部分中游行业投资增速居前.....	5
图表 10: 交通类投资带动基建投资回升.....	5
图表 11: 近期沥青开工率出现下降.....	5
图表 12: 11月，社零大幅下降.....	6
图表 13: 11月，限额以上社零多数回落.....	6
图表 14: 11月，城镇调查失业率逆势上升.....	6
图表 15: 结构性就业压力依然较大.....	6
图表 16: 百度搜索“发烧”指数近期快速攀升.....	7
图表 17: 粉末开工率近期加快回落.....	7

1、内外因素共振下，产需双弱，经济仍在“二次探底”中

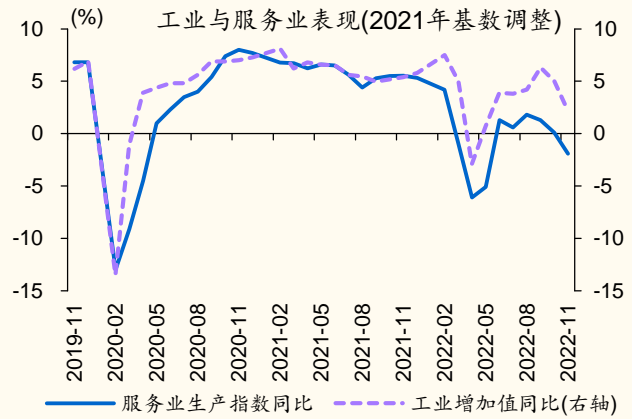
疫情反复、外需走弱等因素共振下，产、需指标普遍低于市场预期。11月，工业增加值当月同比 2.2%，低于市场预期 3.7% 和上月的 5%；服务业产更是出现负增长、同比-1.9%。三大需求指标均大幅回落，房地产、制造业等投资拖累总体投资回落至 0.8%，社零同比-5.9%、低于平均预期的-2.5%；海外走弱和出口份额“回吐”导致出口加速回落，出口同比-8.7%、低于预期的-1.5%。

图表 1：11月，主要经济指标均低于预期



来源：Wind、国金证券研究所

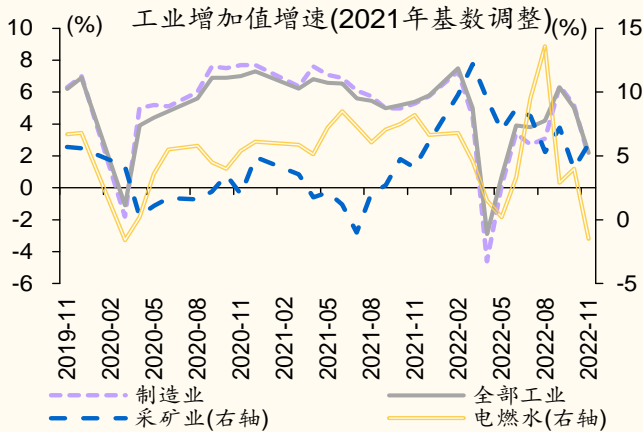
图表 2：11月，工业和服务业生产均明显回落



来源：Wind、国金证券研究所

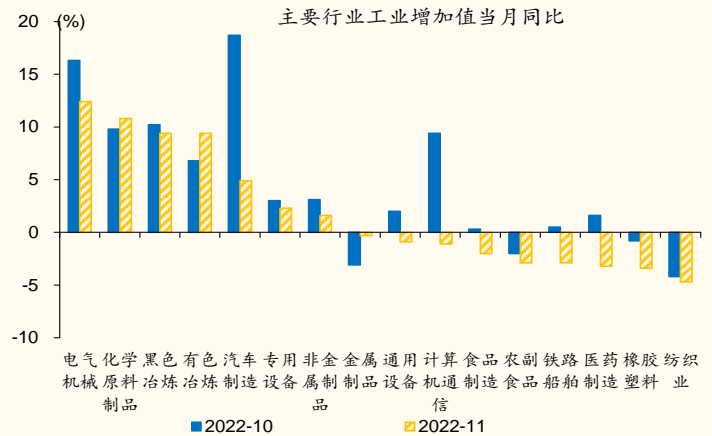
多数行业生产回落，部分中上游行业表现相对较好。11月，制造业工业增加值同比 2%、较上月回落 3.2 个百分点，电燃水同比-1.5%、低于上月的 4%，采矿业较上月提升 1.9 个百分点至 5.9%。主要制造业行业生产多数回落，与出口紧密相关的计算机通信和汽车制造回落超 10 个百分点，电气机械、化学原料、黑色冶炼等保持 9% 以上增长。

图表 3：11月，制造业和电燃水工业增加值回落



来源：Wind、国金证券研究所

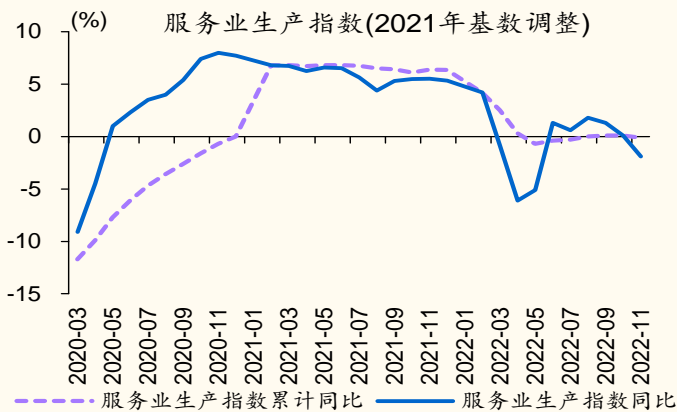
图表 4：部分中上游行业工业生产居前



来源：Wind、国金证券研究所

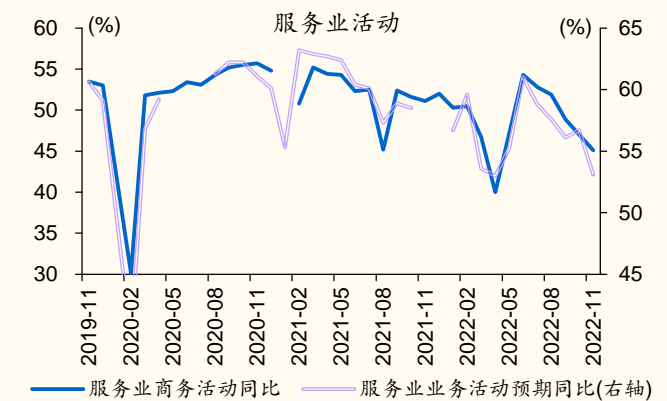
服务业生产加快下滑，活动预期逼近年内低点。11月，服务业产出同比-1.9%、年内再度转负，低于上月的 0.1%、连续 3 个月回落；服务业商务活动指数同比较上月回落 1.9 至 45.1%、为年内次低水平；疫情“二次冲击”下，服务预期加快恶化、预期指数同比较上月回落 3.6 个百分点至 53.1%、接近 4 月低点的 53%。

图表 5: 11月, 服务业生产再度转负



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 商务活动预期逼近年内低点

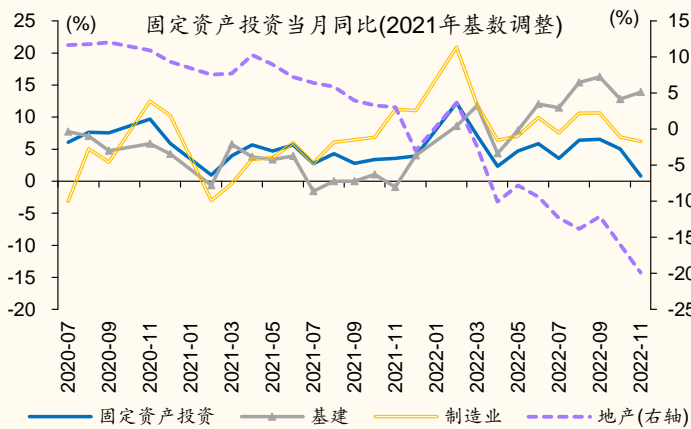


来源: Wind、国金证券研究所

2、房地产、制造业等拖累总投资, 交通类基建投资逆势增长

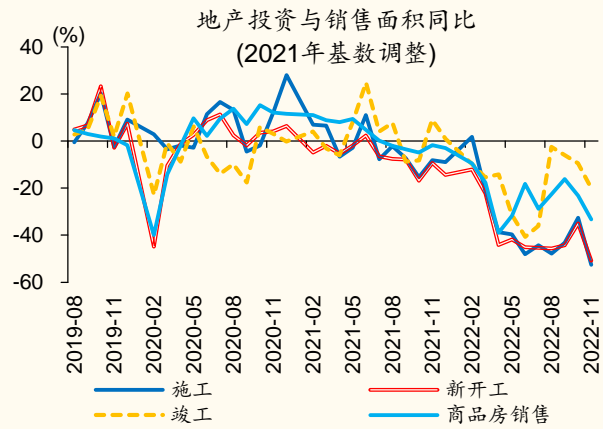
房地产、服务业等投资拖累总投资回落。11月, 固定资产投资同比 0.8%、较上月回落 4.2 个百分点, 其中, 房地产投资同比-19.9%、降幅扩大 3.9 个百分点, 新开工和施工降幅继续扩大, 其中施工连续三个月降幅扩大、当月同比-26.3%; 竣工同比-1.7%、降幅较上月收窄 6.9 个百分点; 商品房销售面积同比-33.3%、低于上月的-23.2%。房地产和制造业投资下降的幅度比总体要小, 可能指向农业、服务业行业投资也在明显下降, 或部分受到疫情抑制。

图表 7: 房地产和制造业投资回落



来源: Wind、国金证券研究所

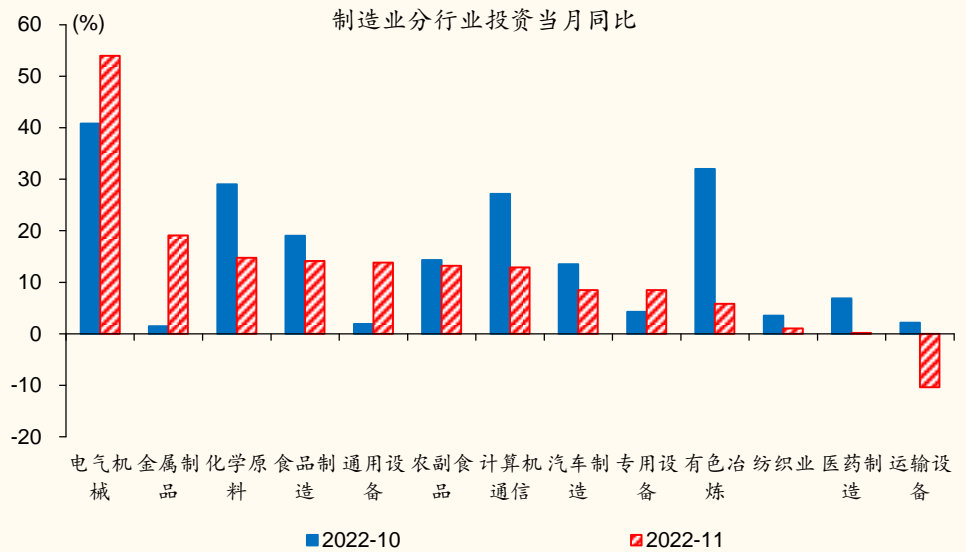
图表 8: 房地产施工、销售等均明显走弱



来源: Wind、国金证券研究所

制造业投资小幅回落, 通用设备等中游制造业投资投资。11月, 制造业投资小幅回落 0.7 个百分点至 6.2%, 其中电气机械、通用设备、专用设备、金属制品等中游行业投资增速回升, 且多实现两位数增长; 其余行业多数回落, 有色冶炼、化学园林路、计算机通信、运输设备等投资增速回落超 10 个百分点。

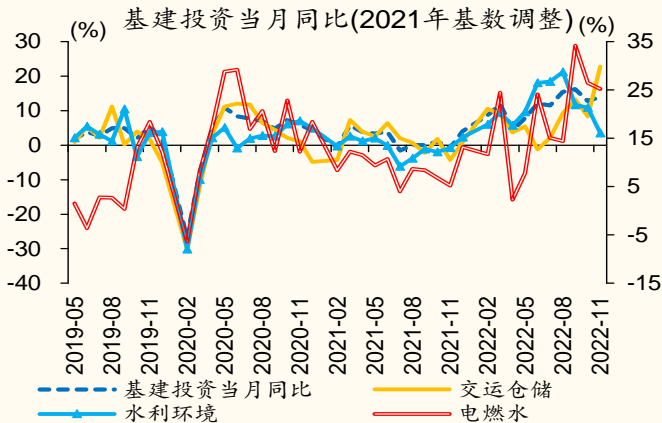
图表 9: 部分中游行业投资增速居前



来源: Wind、国金证券研究所

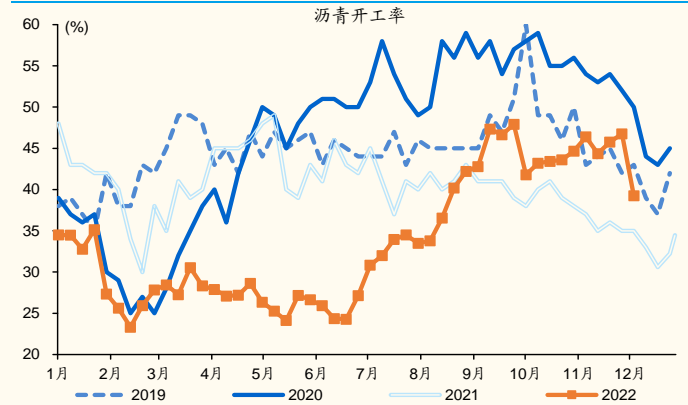
稳增长继续发力, 交通类投资逆势增长。11月主要产需指标, 只有基建投资增速回升、同比较上月 1.1 个百分点至 13.9%, 核心支撑来自交通运输投资、逆势抬升 14.4 个百分点, 与下半年交通类项目增多、准财政资金支持等一致, 而水电燃和水利环境投资增速均不同程度回落。投资统计以财务支出法为主, 主要跟着资金走; 但实际落地可能受到疫情反复等影响, 与基建投资紧密相关的沥青开工率近期出现明显回落。

图表 10: 交通类投资带动基建投资回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 近期沥青开工率出现下降

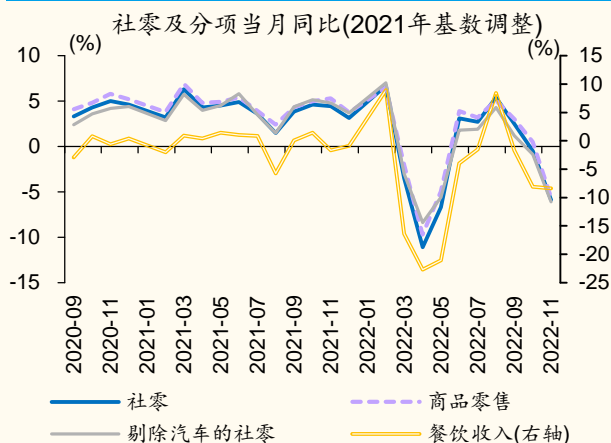


来源: Wind、国金证券研究所

3、消费大幅回落、就业压制增强, 疫情的“二次冲击”可能延续

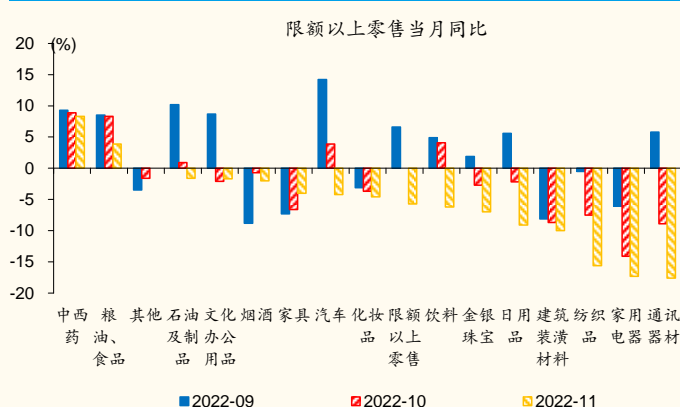
疫情影响增强下, 消费大幅回落, 商品消费也转为负增长。11月, 社零同比-5.9%、低于上月的-0.5%, 其中商品消费同比-5.6%、低于上月的 0.5%, 餐饮收入同比-8.4%、低于上月的-8.1%。限额以上商品社零中, 汽车消费转负、同比-4.2%, 建筑装饰、家具、家用电器等地产链消费持续低迷, 化妆品、金银珠宝、纺织服装等也明显下滑, 中西药、食品等维持正增长。

图表 12: 11月, 社零大幅下降



来源: Wind、国金证券研究所

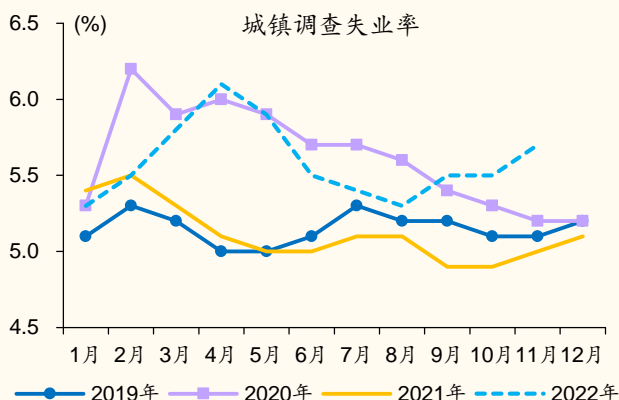
图表 13: 11月, 限额以上社零多数回落



来源: Wind、国金证券研究所

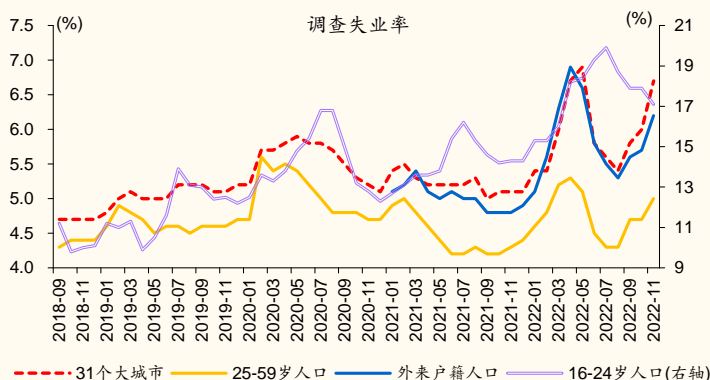
就业对消费的压制尚未缓解, 失业率逆势上升, 中年人就业压力加大。11月, 城镇调查失业率较上月增加 0.2 个百分点至 5.7%、创历史同期新高; 其中, 16-24 岁和 25-59 岁就业人员调查失业率分别为 17.1%和 5%, 分别较上月回落 0.8 个百分点和上升 0.3 个百分点; 31 个大城市、外来户籍人口失业率均连续 3 个月上升, 11 月分别为 6.7%和 6.2%。

图表 14: 11月, 城镇调查失业率逆势上升



来源: Wind、国金证券研究所

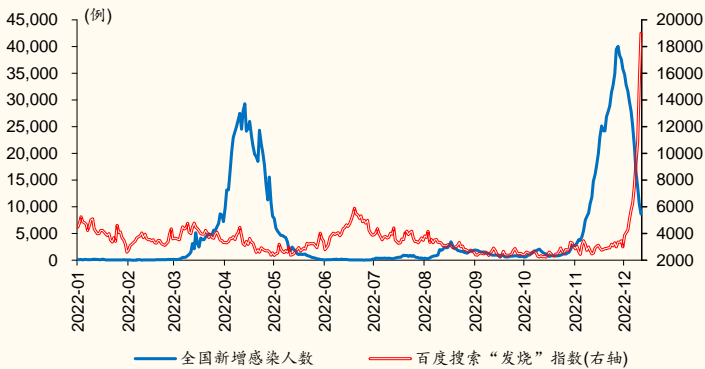
图表 15: 结构性就业压力依然较大



来源: Wind、国金证券研究所

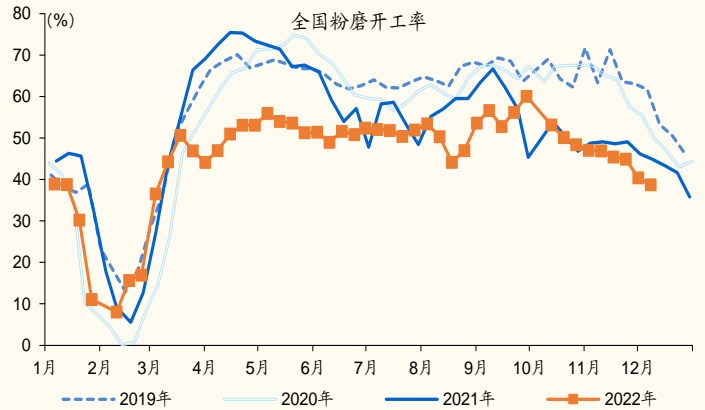
疫情扩散对产需的“二次冲击”广泛存在, 可能还要延续一段时间。实际感染人数的快速增多, 导致劳动力“缺勤”, 对生产、投资、消费等影响在加快显现, 劳动力密集型行业如纺织、橡胶塑料、食品制造业工业生产均负增长; 与线下活动紧密相关的餐饮、房地产销售等同比降幅均较 10 月扩大。高频数据显示, 实际感染仍在扩散、百度搜索发烧指数快速攀升, 产需的中观指标大多加速回落。

图表 16: 百度搜索“发烧”指数近期快速攀升



来源: Wind、百度、国金证券研究所

图表 17: 粉末开工率近期加快回落



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 伴随疫情扩散、出口加速下滑等, 经济仍在“二次探底”中。展望未来, 2023 年回归之年, 经济不宜过于悲观, 全年 GDP 增速或在 5.5% 左右; 宏观主线转向内需增长为主, 驱动包括: 稳增长续力带来的基建投资韧性, 新时代“朱格拉周期”启动带来制造业投资强劲, 疫后修复及地产链的拖累减弱等。

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放; 房企债务、居民购房意愿等, 继续拖累地产投资和销售。
- 2、疫情反复的干扰。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402