



## 复苏进程放缓，稳增长政策有望加码

——东海看数据之：11月经济数据

### 证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

### 证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

### 联系人：

高旗胜

gqs@longone.com.cn

### 投资要点

- **12月15日，国家统计局公布11月经济数据。**11月，社会消费品零售总额当月同比-5.9%，前值-0.5%；规模以上工业增加值当月同比2.2%，前值5%；固定资产投资完成额累计同比5.3%，前值5.8%。据测算，制造业投资当月同比6.2%，前值6.9%；广义基建投资当月同比13.9%，前值12.8%；房地产开发投资当月同比-19.9%，前值-16%。
- 总体来看，受疫情再度升温、外需走弱等因素影响，11月宏观经济数据表现不佳，工业生产、投资、社零数据均不如10月。基建投资增速加快，继续扮演托底经济角色；制造业投资保持较强韧性；消费增速明显放缓；房地产投资未能明显回暖，新开工、施工等指标再次探底，经济下行压力有所加大。12月召开的政治局会议更加突出稳增长，预计后续政策面将更加积极，稳增长政策举措有望进一步加码。
- **居民消费倾向较弱。**除汽车以外的消费品零售额当月同比-6.1%，较前值下降5.2个百分点，比社零总额的-5.9%低0.2个百分点。**疫情对消费短期扰动明显，接触式消费景气度较低。**11月本土新增确诊和无症状感染者合计数较10月增加约57万例，居民出行减少、消费场景受限。餐饮收入当月同比-8.4%，较前值进一步下行；饮料、服装鞋帽、汽车、通讯器材等对消费场景和渠道较为依赖的品类增速均大幅下降。**线上线下消费均有不同程度回落。**11月网上商品和服务零售额同比0.4%，线下零售额同比-9.6%。
- **制造业投资增速小幅回落，降幅明显收窄。**受国内外需求收缩等因素影响，11月制造业投资当月同比增速较前值小幅下降0.7个百分点（10月降幅3.8个百分点）。**高技术制造业依旧亮眼。**11月高技术制造业累计同比23%，比全部制造业投资增速高13.7个百分点。**基建投资保持加快势头。**广义基建投资当月同比13.9%，较前值上升1.1个百分点。11月净新增PSL 3675亿元，投放规模创2015年以来新高，基建资金来源较为充裕。**地产系指标表现疲弱，整体有待改善。**11月房地产投资当月同比-19.9%，较前值下降3.9个百分点；受较高基数影响，新开工面积、施工面积和竣工面积当月同比分别为-50.8%、-52.6%、-20.2%。**销售继续探底，房企资金压力不减。**商品房销售面积当月同比-33.3%，为5月份以来新低。疫情对线下消费场景冲击较为明显，以购房为代表的接触式场景受限。资金方面，11月房地产开发企业资金来源累计同比下降25.7%，其中房企自筹资金累计比较前值下滑2.7个百分点，为主要拖累项。
- **工业生产增速再放缓。**11月规模以上工业增加值当月同比较前值回落2.8个百分点至2.2%，其中采矿业表现较好，制造业和公用事业则有所回落。**高技术产业大幅回落。**11月高技术产业增加值同比从10.6%大幅回落至2%，主要原因可能与全球经济收缩放缓导致的出口下滑拖累、国内疫情反弹对工业生产循环造成冲击、企业产销衔接不畅等因素有关。
- **就业形势基本稳定，失业率呈现结构性分化。**11月，全国城镇调查失业率为5.7%，较上月上升0.2个百分点；16-24岁、25-59岁劳动力调查失业率分别为17.1%、5%，前者较10月回落0.8个百分点，后者则上升0.3个百分点。
- **风险提示：**1) 疫情超预期影响；2) 政策落地不及预期；3) 海外局势变化超预期。

## 正文目录

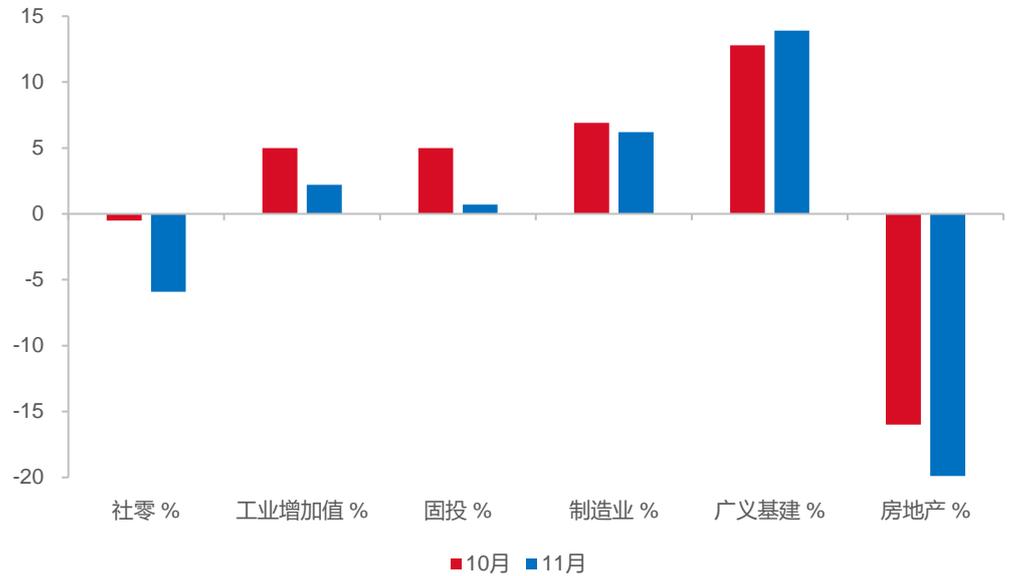
1. 内需：消费市场承压明显 .....	4
2. 投资：基建增速加快，房地产再探底.....	6
3. 供给：工业生产动力走弱 .....	9
4. 就业：城镇调查失业率略有上升.....	10
5. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1 经济数据概览, %.....	4
图 2 社会消费品零售总额当月同比, % .....	5
图 3 商品零售、餐饮收入当月同比, % .....	5
图 4 除汽车以外消费品零售当月同比, %.....	5
图 5 分产品零售增速变化, %.....	5
图 6 线上及线下消费当月同比, %.....	6
图 7 全国确诊和无症状病例数量, 例.....	6
图 8 固定资产投资完成额当月同比, % .....	6
图 9 固定资产投资环比季节性规律, % .....	6
图 10 制造业投资累计同比, %.....	7
图 11 制造业投资各行业累计同比, % .....	7
图 12 制造业 PMI, % .....	7
图 13 制造业 PMI 各分项, % .....	7
图 14 广义基建投资累计同比, % .....	8
图 15 基建投资各分项累计同比, %.....	8
图 16 房地产投资和销售当月同比, % .....	8
图 17 房地产其他分项同比增速, %.....	8
图 18 房地产开发企业资金来源累计同比, % .....	9
图 19 30 大中城市商品房成交面积增速, % .....	9
图 20 规模以上工业增加值当月同比, % .....	10
图 21 规模以上工业增加值各分项, % .....	10
图 22 高技术产业工业增加值当月同比, %.....	10
图 23 汽车和通信电子设备制造当月同比, % .....	10
图 24 全国城镇调查失业率, %.....	11
图 25 16-24 岁劳动力调查失业率季节性规律, % .....	11

**事件：**12月15日，国家统计局公布11月经济数据。11月，社会消费品零售总额当月同比-5.9%，前值-0.5%；规模以上工业增加值当月同比2.2%，前值5%；固定资产投资完成额累计同比5.3%，前值5.8%。据测算，制造业投资当月同比6.2%，前值6.9%；广义基建投资当月同比13.9%，前值12.8%；房地产开发投资当月同比-19.9%，前值-16%。

**图1 经济数据概览，%**



资料来源：Wind，东海证券研究所

总体来看，受疫情再度升温、外需走弱等因素影响，11月宏观经济数据表现不佳，工业生产、投资、社零数据均不如10月。基建投资增速加快，继续扮演托底经济角色；制造业投资保持较强韧性；消费增速明显放缓；房地产投资未能明显回暖，新开工、施工等指标再次探底，经济下行压力有所加大。12月召开的政治局会议更加突出稳增长，预计后续政策面将更加积极，稳增长政策举措有望进一步加码。

## 1. 内需：消费市场承压明显

11月，社会消费品零售总额为3.86万亿元，当月同比-5.9%，前值为-0.5%，社零增速在负值区间内再度下滑。分大类看，商品零售同比由前值的0.5%大幅回落至-5.6%，餐饮收入同比则继续在低位小幅下探至-8.4%（前值-8.1%）。

**居民消费倾向较弱。**11月汽车类消费延续回落之势，11月汽车类零售额同比下降8.1个百分点至-4.2%。除汽车以外的消费品零售额当月同比-6.1%，较前值下降5.2个百分点，比社零总额的-5.9%低0.2个百分点。相比之下，11月居民新增人民币存款2.25万亿元，同比多增1.52万亿元。消费减少、存款增加，共同指向居民消费倾向仍然较弱，消费需求有待进一步回升。

**疫情对消费短期扰动明显，接触式消费景气度较低。**11月本土疫情波及全国多数省份，当月新增确诊和无症状感染者合计数较10月增加约57万例，居民出行减少、消费场景受限。分类别来看，11月餐饮收入当月同比-8.4%，较前值进一步下行0.3个百分点，连续三个月维持负增长。商品零售方面，11月同比-5.6%，较前值下降6.1个百分点。其中饮料、服装鞋帽、汽车、通讯器材等对消费场景和渠道较为依赖的品类增速均大幅下降。

**线上线下消费均有不同程度回落。**11月线上消费未能延续10月的高增长，呈现明显回落态势，但线上消费增速仍然好于线下。据测算，11月网上商品和服务零售额同比0.4%，较前值下滑14.4个百分点。其中，与居民生活密切相关的用类商品保持较强韧性，累计同比回落0.4个百分点；11月线下零售额同比-9.6%，较前值再度下降2.7个百分点。

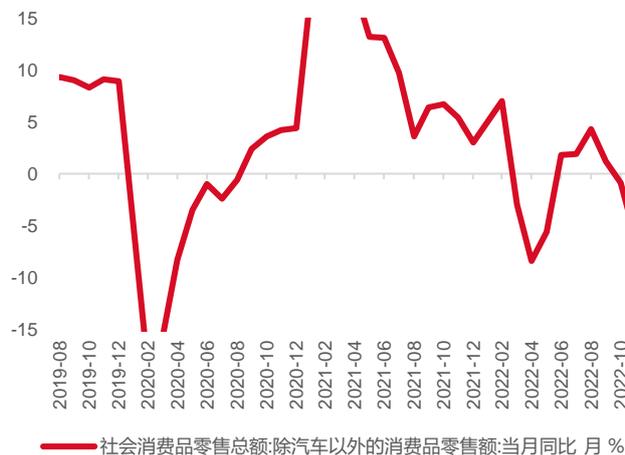
整体来看，11月消费放缓较为显著。进入12月，国务院颁布疫情防控“新十条”，对核酸检测、隔离方式、风险区划分等措施进一步优化，全国多地也不断调整防控措施，目的是最大限度减少疫情对经济带来的负面影响。从高频数据来看，12月上旬，前期受疫情管控措施影响较大的北京、广州等城市地铁客运量已逐步恢复，人流物流“动起来”有助于消费市场“热起来”，叠加年底消费旺季，四川、吉林等省市发放新一轮消费券促进消费市场恢复，预计后续消费形势将有所转好。

**图2 社会消费品零售总额当月同比，%**

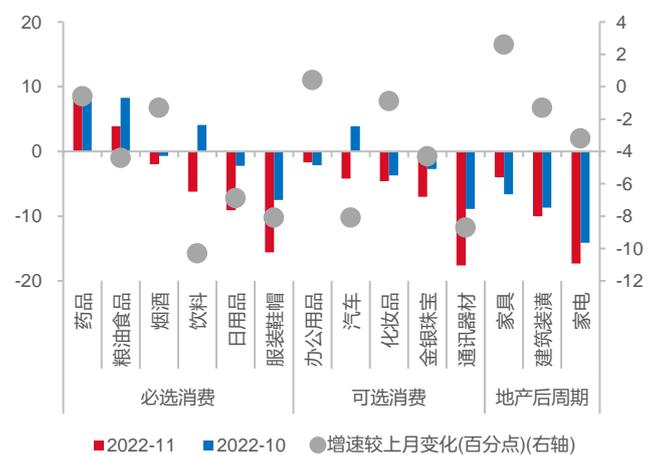

资料来源：Wind，东海证券研究所

**图3 商品零售、餐饮收入当月同比，%**


资料来源：Wind，东海证券研究所

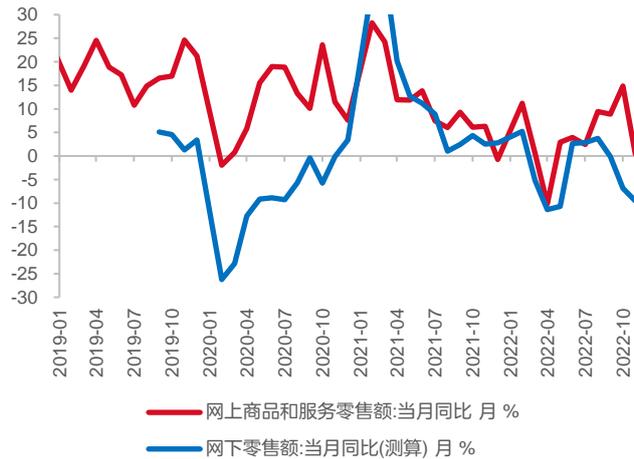
**图4 除汽车以外消费品零售当月同比，%**


资料来源：Wind，东海证券研究所

**图5 分产品零售增速变化，%**


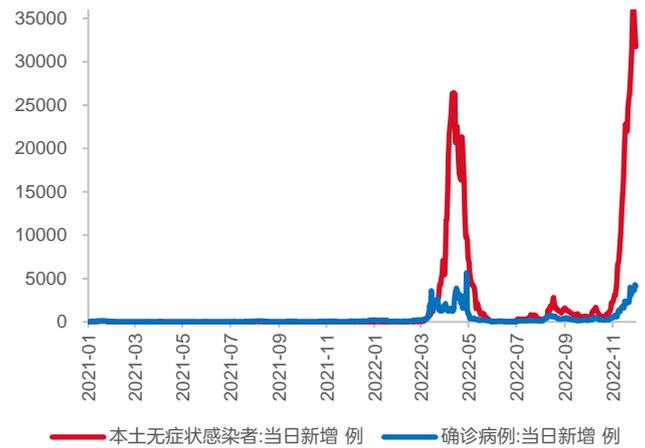
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 线上及线下消费当月同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 全国确诊和无症状病例数量, 例



资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 2.投资: 基建增速加快, 房地产再探底

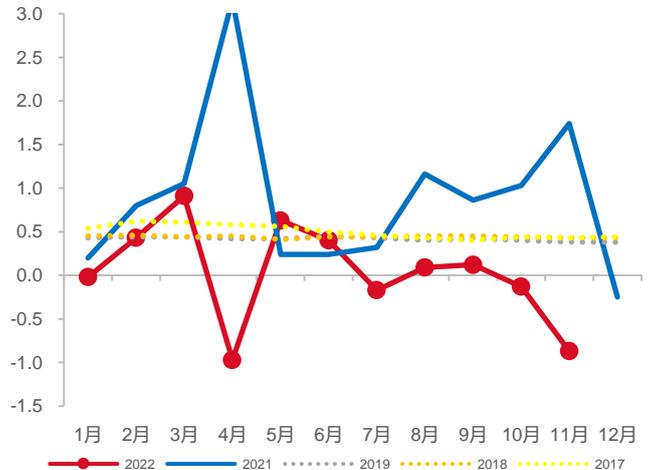
据测算, 11月, 固定资产投资完成额当月同比 0.7%, 较前值回落 4.3 个百分点, 其中制造业投资当月同比 6.2%, 前值 6.9%; 广义基建投资当月同比 13.9%, 前值 12.8%; 房地产开发投资当月同比-19.9%, 前值-16%。

图8 固定资产投资完成额当月同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 固定资产投资环比季节性规律, %



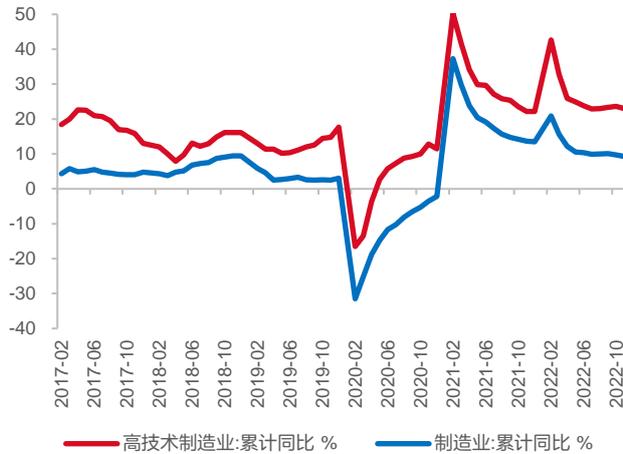
资料来源: Wind, 东海证券研究所

**制造业投资增速小幅回落, 降幅明显收窄。**受国内外需求收缩等因素影响, 11月制造业投资当月同比增速较前值小幅下降 0.7 个百分点(10月降幅 3.8 个百分点)。11月制造业 PMI 在收缩区间内再度下探, 较 10月下降 1.2 个百分点至 48%。其中, 采购量 PMI 和生产经营活动预期 PMI 均较上月回落 2.2 个、3.7 个百分点, 表明制造业企业采购意愿不强、生产经营活动预期较为悲观, 企业扩大投资的动力较弱。但是, 政策支持重点领域设备更新改造, 推动扩大制造业中长期贷款投放, 为制造业投资较快增长提供一定支撑。

**高技术制造业依旧亮眼。**今年我国产业升级发展态势明显, 下半年以来, 制造业企业加大设备更新改造力度, 11月高技术制造业依旧保持高速增长, 累计同比 23%, 比全部制造

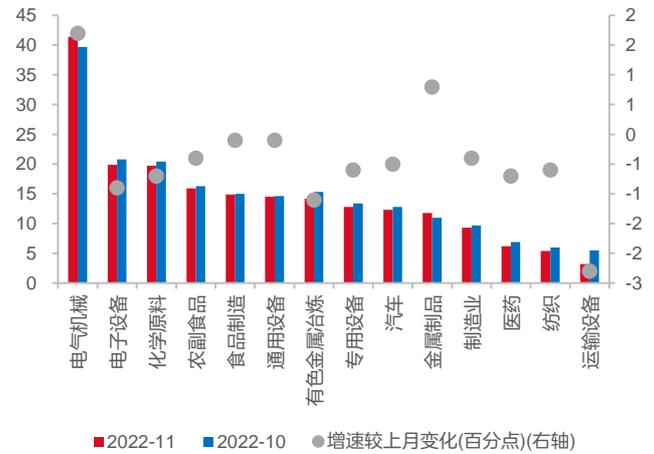
业投资增速高 13.7 个百分点。分行业看，电子、医药等高技术制造业快速发展，电子及通信设备制造业累计同比 28.2%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业累计同比 28.3%。

图10 制造业投资累计同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 制造业投资各行业累计同比，%



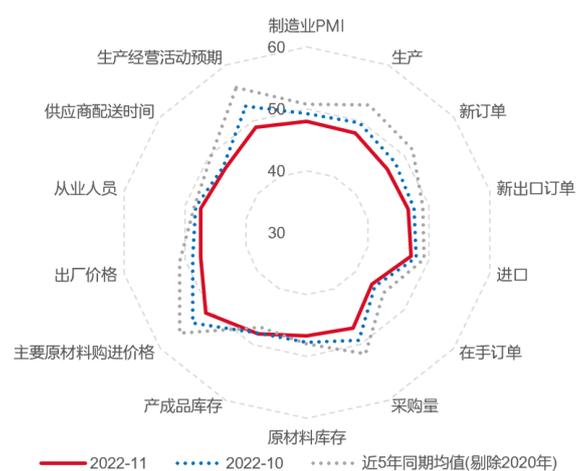
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 制造业 PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 制造业 PMI 各分项，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

**基建投资保持加快势头。**11月广义基建投资当月同比 13.9%，较前值上升 1.1 个百分点。据央行公布的信息显示，11月国开行、农发行和进出口银行净新增抵押补充贷款(PSL) 3675 亿元，环比增加 2132 亿元，投放规模创 2015 年以来新高。11月 PSL 的显著放量直接推动银行对基建投资的信贷投放规模增长，基建资金来源较为充裕。分项来看，交通运输、仓储和邮政业，以及电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速进一步加快，11月累计同比分别为 7.8%、19.6%，较前值分别上升 1.5 个、0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理业增速高位放缓，11月累计同比下降 1 个百分点至 11.6%。其中，受冬季供暖影响，电力、热力的生产和供应业保持较快增长，累计同比 23.2%。

总体来看，受疫情波动等超预期因素影响，政策面加大逆周期调节力度。11月基建投资继续加快的背后是今年专项债发力前置、政策性开发性金融工具持续加码、PSL 支持力度加大等一揽子稳经济大盘的措施对基建投资支持的力度较大。短期看，12月疫情防控措施优化调整后，居民消费行为可能趋于谨慎，经济下行压力不减，预计后续基建投资将继续保持较高增长，为稳增长提供重要支撑。

图14 广义基建投资累计同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 基建投资各分项累计同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

**地产系指标表现疲弱, 整体仍有待改善。**11月房地产投资当月同比-19.9%, 较前值下降3.9个百分点; 受较高基数影响, 新开工面积、施工面积和竣工面积当月同比分别为-50.8%、-52.6%、-20.2%, 在“保交楼”政策支持下竣工面积降幅较小, 新开工和施工面积降幅较大。当前房地产市场预期尚未扭转, 房企拿地和开工意愿偏低, 房地产投资回升仍需经历较长时间。

**销售继续探底, 房企资金压力不减。**销售方面, 11月商品房销售面积为10071万平方米, 当月同比-33.3%, 较前值下降10个百分点, 为5月份以来新低。11月疫情对线下消费场景冲击较为明显, 以购房为代表的接触式场景受限, 导致销售单月增速继续下行。资金方面, 11月房地产开发企业资金来源累计同比下降25.7%, 较前值再度下降1个百分点。其中, 房企自筹资金累计同比较前值下滑2.7个百分点至-17.5%, 为主要拖累项; 与销售端密切相关的个人按揭贷款、定金及预收款并未明显回暖, 累计分别下降26.2%和33.6%。11月中旬以来, 房地产“三支箭”相继落地, 政策推动房地产企稳信号明显, 预计优质房企融资条件将逐渐趋好, 楼市预期有望逐步扭转。

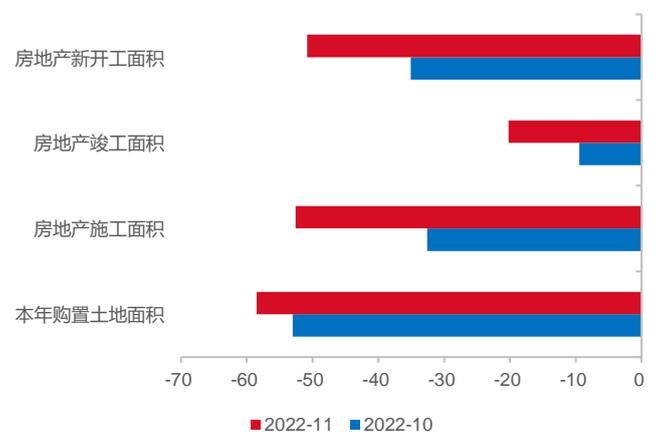
总体来看, 11月地产系数据表明房地产仍处于筑底状态。从制约房地产投资企稳的因素来看, 疫情防控新形势下居民出行趋于谨慎, 短期内销售难有显著改善。待疫情发展态势趋稳后, 叠加稳预期政策的不断出台, 需求端逐步转暖有望带领房地产投资转头向上。

图16 房地产投资和销售当月同比, %



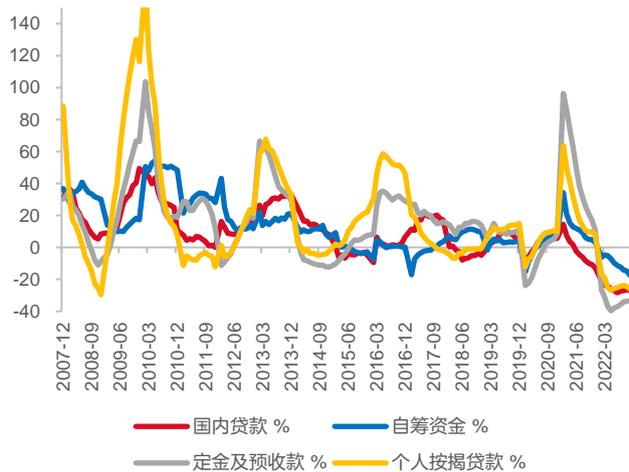
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图17 房地产其他分项同比增速, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图18 房地产开发企业资金来源累计同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 30大中城市商品房成交面积增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.供给：工业生产动力走弱

**工业生产增速再放缓。**11月规模以上工业增加值当月同比较前值回落2.8个百分点至2.2%，连续两个月下滑。分三大门类看，采矿业表现较好，当月同比5.9%，高于前值的4%；制造业和公用事业（电力、燃气及水的生产和供应业）则有所回落，二者分别较前值下滑3.2个、5.5个百分点。

**高技术产业大幅回落。**11月高技术产业增加值未能延续10月的亮眼之势，同比增速从10.6%大幅回落至2%；汽车与计算机、通信和其他电子设备产业增加值当月同比分别为4.9%、-1.1%，较前值分别下降13.8个、10.5个百分点。主要原因可能与全球经济收缩放缓导致的出口下滑拖累、国内疫情反弹对工业生产循环造成冲击、企业产销衔接不畅等因素有关。

**新能源、新材料产品高速增长。**11月，新能源产品生产保持高速，新能源汽车产量同比增长60.5%，充电桩、光伏电池、风力发电机组等新能源产品产量分别增长69.0%、68.6%、50.7%；新材料产品生产高位加快，多晶硅、单晶硅等产品产量分别增长103.4%、77.4%，较10月份加快7.2、17.5个百分点。

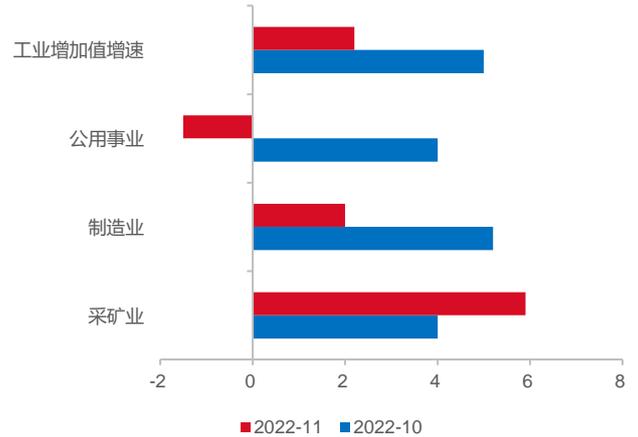
从未来发展看，疫情防控政策逐步转向积极，对工业生产的负面影响或将减弱。同时，后续稳增长一揽子政策和接续措施有望出台并快速落实，正常生产生活秩序逐步恢复，工业生产和企业预期逐渐改善，工业生产动力有望加强。

图20 规模以上工业增加值当月同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图21 规模以上工业增加值各分项, %



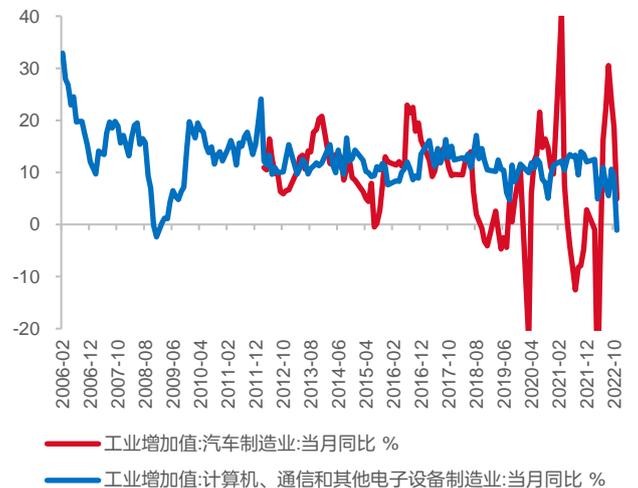
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图22 高技术产业工业增加值当月同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图23 汽车和通信电子设备制造当月同比, %

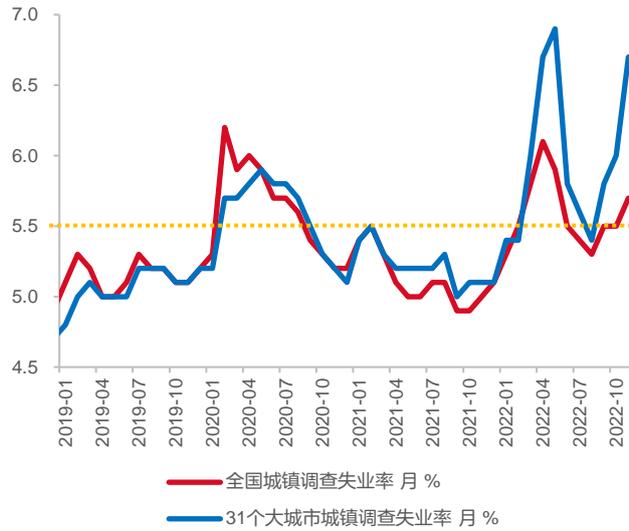


资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 4.就业: 城镇调查失业率略有上升

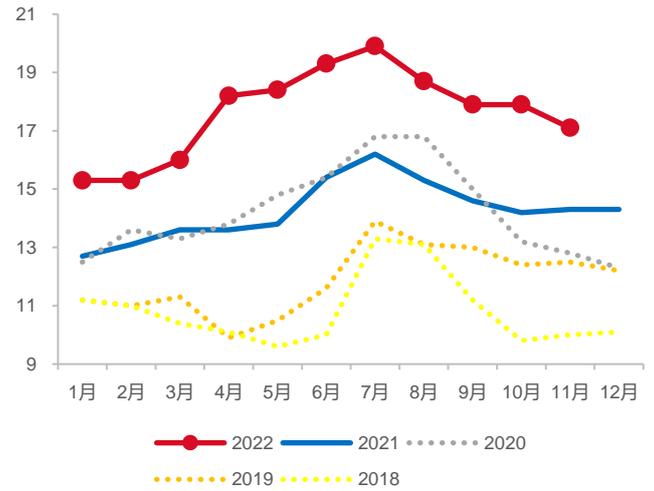
就业形势基本稳定, 失业率呈现结构性分化。11月, 全国城镇调查失业率为5.7%, 较上月上升0.2个百分点; 16-24岁、25-59岁劳动力调查失业率分别为17.1%、5%, 前者较10月回落0.8个百分点, 后者则上升0.3个百分点。此外, 31个大城市城镇调查失业率升至6.7%。11月服务业生产指数当月同比为-1.9%, 较10月回落2个百分点, 疫情冲击对服务业的负面影响导致大城市调查失业率有所上升。

图24 全国城镇调查失业率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 16-24岁劳动力调查失业率季节性规律，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 5.风险提示

疫情超预期影响；政策落地不及预期；海外局势变化超预期。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：(8621) 20333619  
 传真：(8621) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：(8610) 59707105  
 传真：(8610) 59707100  
 邮编：100089