

## 底部多磨

## ——11月经济数据点评

## 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**生产低于预期。**11月规模以上工业增加值同比较前值回且低于市场预期。供给端的收缩一方面是由于内外需求不足，对生产拉动减弱；另一方面11月国内疫情加重，生产活动有所受限。分行业来看，采矿业当月同比较上月有所回升；电力、燃气及水的生产和供应业则同比负增，制造业也有所回落，**第一**，高技术产业工业增加值同比相比10月大幅降低，计算机、通信和其他电子设备制造业11月同比达2008年以来的历史新低。**第二**，消费相关制造业本月同比普遍呈现负增长，反映出终端需求偏弱。**第三**，汽车制造业当月同比增速由两位数降至个位，疫情冲击汽车消费市场致使供给节奏有所放缓。**第四**，有色/黑色金属冶炼及压延加工业、电气机械及器材制造业维持同比高增，基建投资的高增长对上述原材料加工行业形成较强拉动。

**疫情冲击之下消费同比降幅超预期。**11月社会消费品零售总额同比降幅相比上月进一步扩大，本月多省市疫情形势严峻，消费所受冲击超出市场预期，商品零售及餐饮收入均为同比负增。具体而言，11月社零数据呈以下特征：**一是餐饮收入同比降幅扩大。**11月疫情加重，防控收紧，跨区域及市内人员流动活跃度下降，造成外出就餐等接触性消费缩量。**二是日常消费所受冲击加大。**各地疫情对可选消费冲击加重明显。**三是汽车消费支撑效应进一步降低。**这一方面是因为之前汽车购置税优惠政策使得消费需求在今年6-9月份集中释放，另一方面本月疫情封锁及居民外出意愿降低导致汽车类消费减少。**四是地产后周期消费持续不振。**这与本月房地产表现持续低迷相对应，11月楼市利好政策多集中于供给端融资，需求端的政策刺激力度偏弱，预计地产后周期对整体消费的拖累短时间还将持续。

**投资明显回落。制造业投资增速延续延续回落态势，但速度放缓。**经济承压之下企业预期偏弱，大力投资的意愿不强，目前各地防控放开，陆续迎来疫情冲击高峰，预计企业预期短期难以扭转，制造业投资未来一段时间仍将承压。**基建投资小幅反弹，稳增长效应持续凸显。**地产及消费仍待修复，基建则依旧是内需提振的主要抓手，我们预计在政府意愿、资金支持及项目储备三重保障下，其稳增长效应在明年也将持续。**房地产开发投资持续下降，地产低景气依旧。**需求方面，本月商品房销售同比持续大幅下滑，销售回款持续低迷下，房企资金也难

言改善。供给方面，房屋新开工及竣工面积同比相比 10 月份降幅明显扩大。整体地产投资的低迷或将持续一定时间。

**城镇失业率略有上升。**随重点群体帮扶力度加大，16-24 岁人口调查失业率有所下降，而 25-59 岁人口及外来农业户籍人口失业率均有所上升，未来改善就业形势保持总体稳定有待政策加码呵护。

**经济承压，凸显政策加码必要性。**11 月经济数据普遍弱于市场预期，疫情冲击下经济压力较大，一方面是由于疫情防控对生产、消费场景的现实压制，另一方面企业及居民弱预期及低消费、低投资意愿也是重要原因，叠加出口快速下降，外需拉动不足，经济面临内需及外需的双重压力。随防控措施的放开，国内消费场景可能迎来修复，但企业与居民预期的扭转短时间或难以完成，期间内需的提振或将依赖制造业及基建拉动。稳增长政策加码以应对内需不足并稳定就业的必要性由此加强。12 月 15 日国家发改委印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》，提出全面促进消费、拓展投资空间；同日国务院副总理刘鹤也表示，针对房地产下行风险正考虑新的举措，引导市场预期和信心回暖。未来更多加码政策的推出值得期待。鉴于中国目前还处于疫情放开后的第一波冲击阶段，并且按照我们的预计，这一冲击或将持续至明年一季度，因此今年四季度和明年一季度可能面临较大经济压力，经济磨底还将持续一段时间。

**风险提示：**疫后修复不确定性。

## 目录

1. 数据.....	5
2. 生产低于预期.....	5
3. 疫情冲击之下消费同比降幅超预期.....	6
4. 投资明显回落.....	8
5. 城镇失业率略有上升.....	9
6. 经济承压，凸显政策加码必要性.....	9

## 图表目录

图表 1: 11 月规模以上工业增加值同比低于预期 .....	5
图表 2: 各行业工业增加值表现分化 .....	6
图表 3: 高技术产业工业增加值同比触阶段性低点 .....	6
图表 4: 社会消费品零售总额同比降幅超预期 .....	6
图表 5: 餐饮收入同比降幅扩大 .....	7
图表 6: 可选消费所受冲击加大 .....	7
图表 7: 汽车消费贡献进一步降低 .....	7
图表 8: 地产后周期消费表现持续不佳 .....	7
图表 9: 固定资产投资单月同比回落明显 .....	8
图表 10: 房地产销售同比继续回落 .....	9
图表 11: 新开工及竣工同比未现好转 .....	9
图表 12: 11 月城镇失业率略有上升 .....	9

## 1. 数据

11月工业增加值同比增长2.2%，预期3.7%（Wind，下同），前值5.0%。

11月社会消费品零售总额同比下降5.9%，预期下降2.5%，前值下降0.5%。

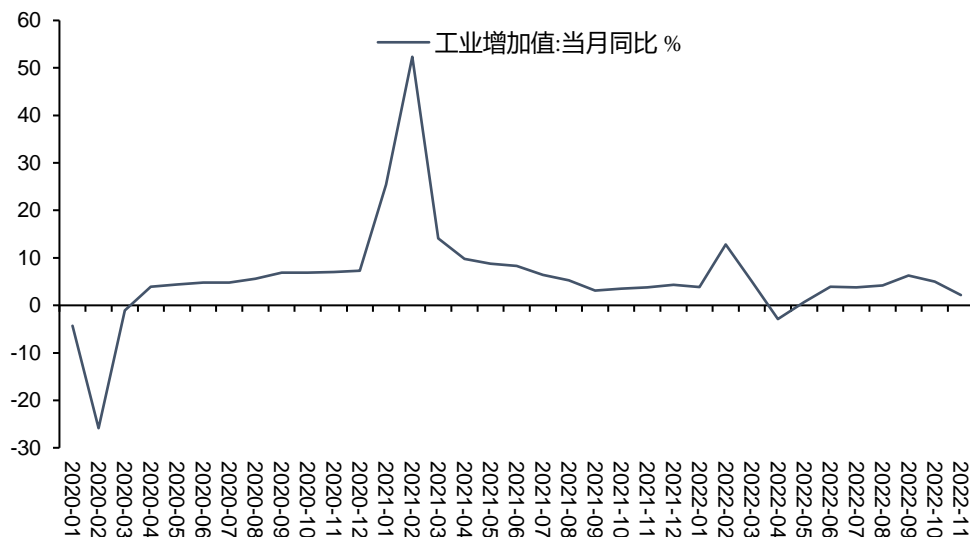
1-11月固定资产投资累计同比增长5.3%，预期5.6%，前值5.8%。

11月城镇调查失业率为5.7%，前值5.5%。

## 2. 生产低于预期

11月规模以上工业增加值同比较前值回落2.8个百分点至2.2%，低于市场预期。供给端的收缩一方面是由于内外需求不足，对生产拉动减弱；另一方面11月国内疫情加重，生产活动有所受限。

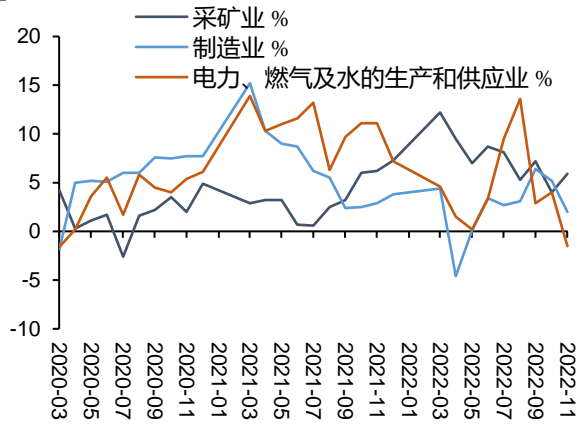
图表 1：11月规模以上工业增加值同比低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

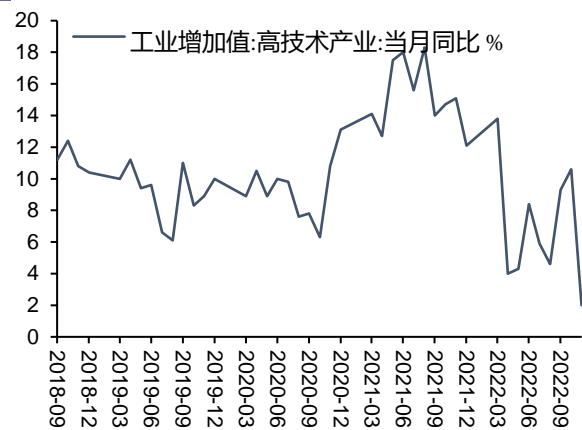
分行业来看，采矿业当月同比较上月回升1.9个百分点，煤炭、石油和天然气开采同比较上月均有所上行，能源保供政策持续显效；电力、燃气及水的生产和供应业则同比负增，较上月4.0%的同比增速回落5.5个百分点。制造业也有所回落，本月同比录得2.0%，前值为5.2%，**第一**，高技术产业工业增加值同比相比10月大幅降低8.6个百分点至2.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比明显下滑，11月同比降低1.1%，达2008年以来的历史新低，**或受本月国内重点制造业城市受疫情冲击相对严重的影响**。**第二**，消费相关制造业，如农副食品加工业、食品/饮料制造业及纺织业等本月同比均呈现负增长，**反映出终端需求偏弱**。**第三**，汽车制造业当月同比增速由两位数降至个位，本月同比仅录得4.9%，前值为18.7%，**疫情冲击汽车消费市场致使供给节奏有所放缓**。**第四**，有色/黑色金属冶炼及压延加工业、电气机械及器材制造业维持同比高增，**基建投资的高增长对上述原材料加工行业形成较强拉动**。

图表 2: 各行业工业增加值表现分化



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 高技术产业工业增加值同比触阶段性低点

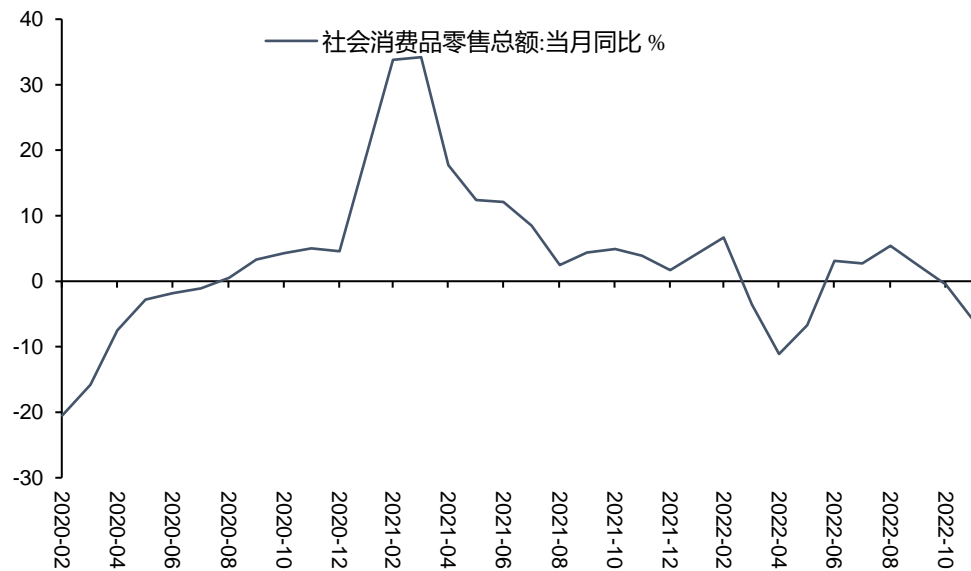


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

### 3. 疫情冲击之下消费同比降幅超预期

11月社会消费品零售总额同比降幅相比上月进一步扩大,本月多省市疫情形势严峻,消费所受冲击超出市场预期,商品零售及餐饮收入均为同比负增。

图表 4: 社会消费品零售总额同比降幅超预期



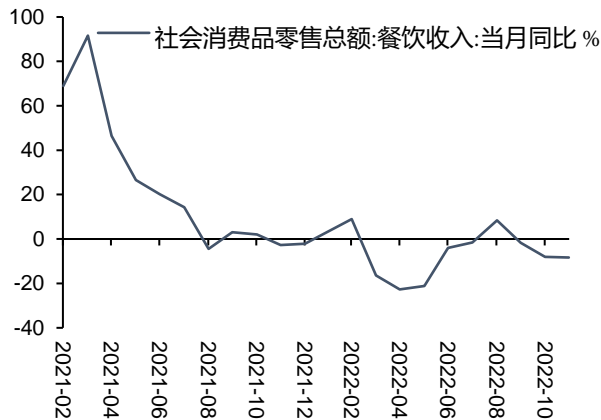
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

具体而言,11月社零数据呈以下特征:

一是餐饮收入同比降幅扩大。11月餐饮收入同比继续下降且降幅扩大,录得-8.4%,前值-8.1%。11月疫情加重,防控收紧,跨区域及市内人员流动活跃度下降,造成外出就餐等接触性消费缩量,11月国内航班(不含港澳台)执行率及地铁客运量等高频数据偏弱,也印证了居民活动半径受限。

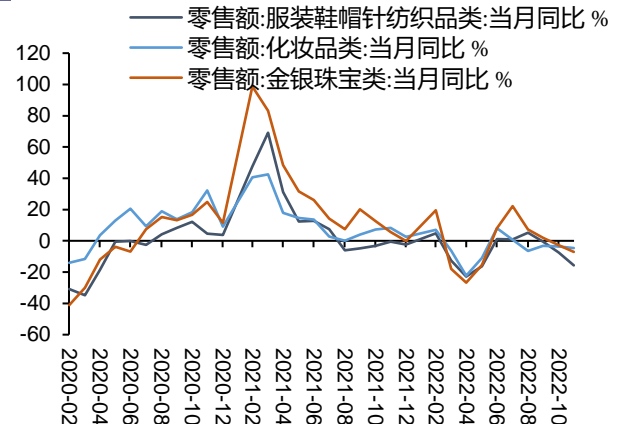
二是日常消费所受冲击加大。必选消费方面，本月粮油、食品类及饮料相关消费当月同比分别为 3.9%、-6.2%，相比 10 月分别降低 4.4 个、10.3 个百分点；可选消费方面，服装鞋帽、化妆品及金银珠宝类均维持同比负增，降幅相比 10 月均呈扩张之势，11 月居民消费场景、消费意愿及消费能力所受制约加强，各地疫情对可选消费冲击加重明显。

图表 5：餐饮收入同比降幅扩大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 6：可选消费所受冲击加大

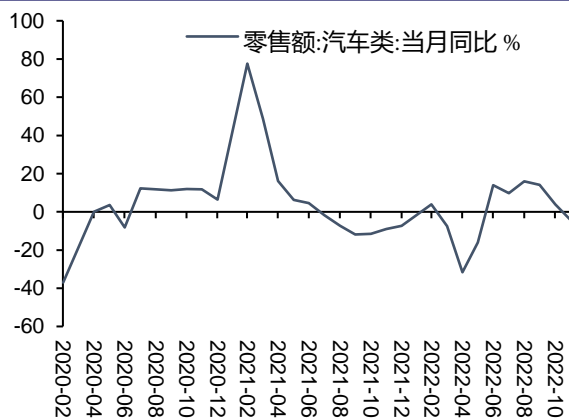


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

三是汽车消费支撑效应进一步降低。11 月汽车零售额同比降低 4.2%，延续上月较强的回落态势，相比此前两位数的高同比增速，近两月汽车对整体消费的支撑效应减弱明显，这一方面是因为之前汽车购置税优惠政策使得消费需求在今年 6-9 月份集中释放，另一方面本月疫情封锁及居民外出意愿降低导致购车需求暂缓释放、汽车类消费降低。

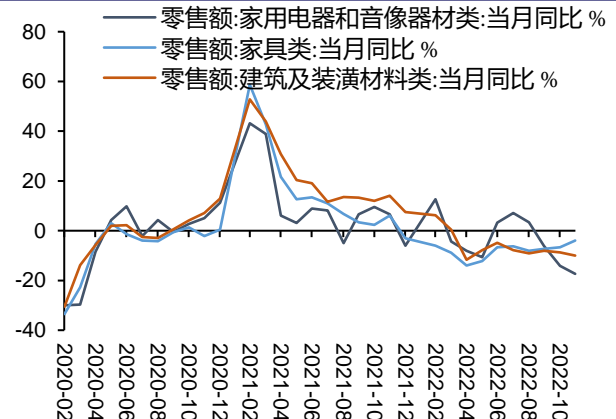
四是地产后周期消费持续不振。本月家具类、建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类商品消费表现持续不佳，分别同比下降 4.0%、10.0%、17.3%，其中后两者同比降幅均呈边际扩张，这与本月房地产表现持续低迷相对应，11 月密集推出楼市利好政策，但多集中于供给端融资，需求端的政策刺激力度偏弱，预计地产后周期对整体消费的拖累短时间还将持续。

图表 7：汽车消费贡献进一步降低



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 8：地产后周期消费表现持续不佳



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## 4. 投资明显回落

1-11月固定资产投资（不含农户）累计同比继续回落至5.3%，同样低于市场预期。单月增速来看，我们测算11月当月固定资产投资的同比增速仅为0.8%，较10月5.0%的单月同比下滑明显，创今年单月同比增速的新低。一方面楼市仍在筑底，持续拖累整体投资，另一方面预期偏弱、投资意愿较低制约制造业投资增速。

图表9：固定资产投资单月同比回落明显



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

**制造业投资增速延续回落态势，但速度放缓。**1-11月制造业投资累计同比由9.7%下滑至9.3%，单月同比增速小幅收窄至6.2%（前值6.9%）。制造业投资持续回落主要是由于经济承压之下企业预期偏弱，大力投资的意愿不强，目前各地防控放开，陆续迎来疫情冲击高峰，预计企业预期短期难以扭转，制造业投资未来一段时间仍将承压。

**基建投资小幅反弹，稳增长效应持续凸显。**11月当月基建投资（不含电力）同比增速上行1.2个百分点至10.6%，1-11月累计同比达8.9%，相比1-10月增加0.2个百分点。地产及消费仍待修复，基建则依旧是内需提振的主要抓手，我们预计在政府意愿、资金支持及项目储备三重保障下，其稳增长效应在明年也将持续。

**房地产开发投资持续下降，地产低景气依旧。**1-11月房地产开发投资累计降幅扩大至9.8个百分点，1-10月累计下降8.8%。单月来看，我们测算11月房地产投资当月同比下降19.9%，相比10月-16.0%的同比增速进一步下滑。地产持续探底，需求方面，本月商品房销售同比持续大幅下滑至-33.3%，销售回款持续低迷下，房企资金也难言改善，本月地产资金来源累计同比持续下滑，1-10月为-24.7%，1-11月则为-25.7%。供给方面，房屋新开工及竣工面积分别同比下滑50.8%、20.2%，相比10月份降幅明显扩大。房企目前仍以出清存量项目为主，拿地新开工意愿较低；保交楼政策下竣工面积环比增长60.8%，预计随供给端融资利好政策的落地及保交楼的不断推进，此前施工停摆的情况将有所好转，但整体地产投资的低迷或将持续一定时间，明年年中之前压力可能都比较大。

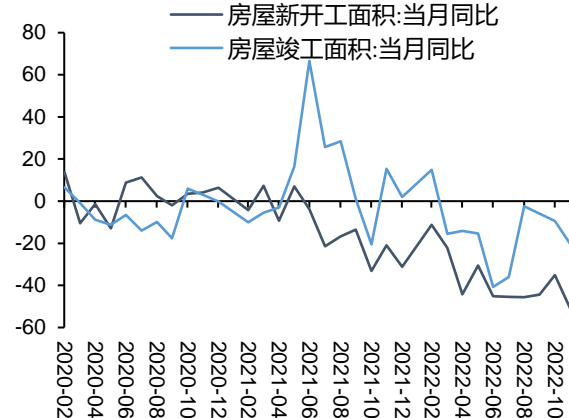


图表 10: 房地产销售同比继续回落



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 11: 新开工及竣工同比未现好转

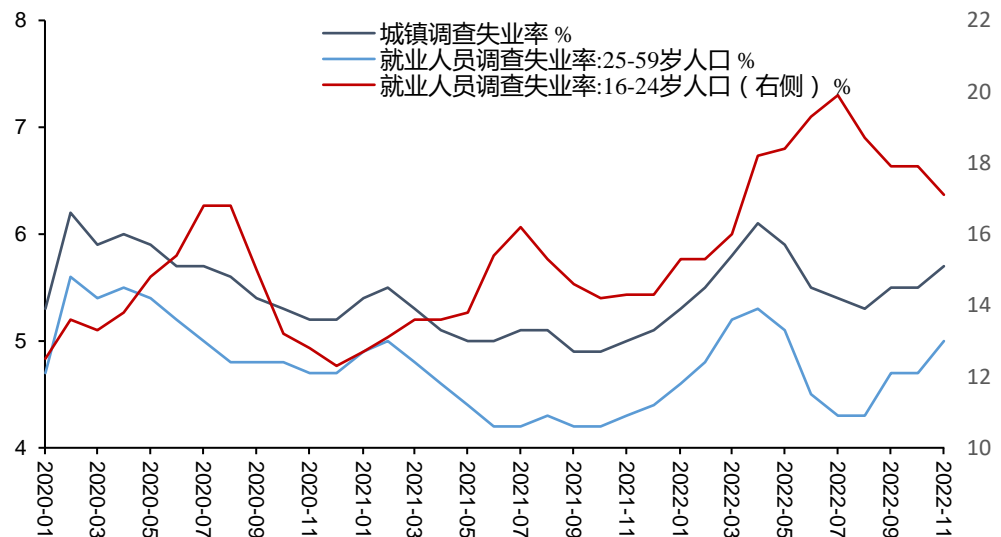


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

## 5. 城镇失业率略有上升

11月城镇失业率有所上升,由上月的5.5%扩大到5.7%,不同年龄段就业人员失业率表现继续分化,存在一定就业结构矛盾。随重点群体帮扶力度加大,16-24岁人口调查失业率下降至17.1%,而25-59岁人口则增至5.0%,或受疫情多地加速传播、生产活跃度下降的影响。外来农业户籍人口失业率由5.5%上升至6.0%,可能是由于上述群体主要由农民工构成,就业稳定性相对较差,对疫情冲击表现更为敏感。未来改善就业形势保持总体稳定有待政策加码呵护。

图表 12: 11月城镇失业率略有上升



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

## 6. 经济承压, 凸显政策加码必要性

11月经济数据普遍弱于市场预期,疫情冲击下经济压力较大,一方面是由于疫情防控对生产、消费场景的现实压制,另一方面企业及居民弱预期及低消费、低投资意愿也是重要原因,叠

加出口快速下降，外需拉动不足，经济面临内需及外需的双重压力。随防控措施的放开，国内消费场景可能迎来修复，但企业与居民预期的扭转短时间或难以完成，**期间内需的提振或将依赖制造业及基建拉动。稳增长政策加码以应对内需不足并稳定就业的必要性由此加强。**12月15日国家发改委印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》，提出全面促进消费、拓展投资空间；同日国务院副总理刘鹤也表示，针对房地产下行风险正考虑新的举措，引导市场预期和信心回暖。未来更多加码政策的推出值得期待。鉴于中国目前还处于疫情放开后的**第一波冲击阶段，并且按照我们的预计，这一冲击或将持续至明年一季度，因此今年四季度和明年一季度可能面临较大经济压力，经济磨底还将持续一段时间。**

**风险提示：**疫后修复不确定性。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。