

2022年12月15日

证券研究报告·宏观简评报告

数据点评



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分化的表现，生产和需求都有待改善

摘要

- **工业增加值同比不及预期，高技术产业单月增速回落多。**1-11月，全国规模以上工业增加值同比增长3.8%。11月单月规模以上工业增加值同比上升2.2%，受部分地区疫情暴发、天气转冷、市场需求不足等影响。采矿业增加值同比加快，制造业，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速回落，其中高技术制造业增加值同比回落较多。11月份疫情波及面广，生产有所回落，随着疫情防控优化措施落实落细，稳经济各项措施显效，工业经济有望逐渐恢复。
- **基建单月投资增速回升，托底经济复苏。**三大投资中只有基建投资单月增速回升，与预期一致，延续向好趋势。1-11月份狭义基础设施投资同比增长8.9%，连续6个月增速超过整体固定资产投资。其中，水利管理业与公共设施管理业投资增速继续维持两位数增长，预计明年水利管理业投资仍将维持较快增长。11月单月狭义基建投资同比上涨10.62%，增速回升。受天气影响，预计12月基建投资环比11月或有回落，但仍在较高水平。
- **房地产投资单月增速继续回落，政策密集下有望企稳。**1-11月，全国房地产开发投资同比下降9.8%，降幅继续扩大1个百分点，受到近期疫情、需求较弱的影 响，拿地和新开工降幅也扩大。11月单月房地产投资同比下降26.6%，降幅扩大10.59个百分点，销售和开发数据均出现明显回落。11月“金融16条”、“三支箭”等房地产融资支持政策的加快落地。短期在疫情及政策释 放需时间下，新开工规模难有明显改善。但长期预计房地产市场有望企稳。
- **高新技术增速仍高，制造业投资环比企稳。**1-11月，制造业投资增长9.3%，增速继续小幅回落。从行业看，除金属制品业、电气机械和器材制造业外，其他11个主要行业增速较1-10月都有所回落。值得注意的是，高技术制造业拉动效果明显，高技术产业投资增长19.9%。11月单月，制造业投资同比增速较前值略回落0.68个百分点至6.2%。疫情季出口不及预期对制造业投资起到负面作用。但与10月不同的是，11月制造业投资环比企稳回升。
- **仍受疫情影响，消费单月同比降幅扩大。**1-11月份，社消零售总额同比下降0.1%，其中餐饮收入下降5.4%，降幅扩大。按商品类型分，基本生活消费稳定增长。今年购物节的拉动作用效果平平。11月单月，社消零售总额同比下降5.9%，增速回落5.4个百分点。其中商品零售同比下降5.6%，餐饮收入同比下降8.4%，受疫情影响明显。从商品类别看，限额以上单位15个商品类别中仅有2类零售额同比保持正增长，升级类产品消费增速继续下降，汽车相关消费增速由正转。随着疫情影响边际减弱，居民消费需求将稳步释放。
- **风险提示：**国内疫情防控不及预期，生产恢复不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

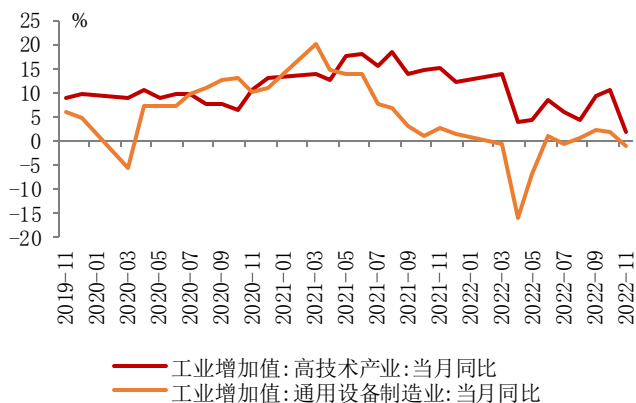
1. 遇寒后，更待政策发力扶春起——11月社融数据点评 (2022-12-13)
2. CPI再度走低，回升压力几何？——11月通胀数据点评 (2022-12-10)
3. 开局之年基调定，原油市场波澜起 (2022-12-09)
4. 海内外多重作用下，超预期的回落——11月贸易数据点评 (2022-12-08)
5. 国内第三支箭落地，美国加息放缓箭在弦上 (2022-12-02)
6. 再下探，何时暖？——11月PMI数据点评 (2022-12-01)
7. 再出发，正当时——2023年宏观经济展望 (2022-11-27)
8. 政策托举力度不减，美联储将放缓加息 (2022-11-25)
9. 身在其中：从产业角度看全球和我国 (2022-11-21)
10. 央妈呵护之意显著，APEC、G20释放合作信号 (2022-11-20)

1 工业增加值同比不及预期，高技术产业单月增速回落多

1-11月，全国规模以上工业增加值同比增长3.8%，较1-10月增速小幅回落0.2个百分点。从三大门类看，采矿业增加值同比增长7.6%，较1-10月份回落0.3个百分点；制造业增长3.3%，回落0.1个百分点；电力热力燃气及水生产和供应业增长4.8%，回落0.7个百分点。高技术制造业增加值同比增长8.0%，较前值回落0.7个百分点。单月来看，11月规模以上工业增加值同比上升2.2%，不及预期，受部分地区疫情暴发、天气转冷、市场需求不足等因素影响，增速较10月份回落2.8个百分点，环比下降0.31%。分三大门类看，11月份，采矿业增加值同比增长5.9%，制造业增长2.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降1.5%，分别较10月回升1.9、回落3.2和2.5个百分点，其中高技术制造业增加值同比由上月的10.6%下降至2.0%。分行业看，11月份，41个大类行业中有20个行业增加值保持同比增长，较10月减少6个行业。其中，电气机械和器材制造业增长12.4%领跑增速榜，产业链较长的汽车制造业同比增长4.9%，但分别较上月同比增速回落3.9和13.8个百分点，疫情对生产端造成负面影响。农副食品加工业、食品制造业、橡胶和塑料制品业同比增速也有所回落，海外需求量下降叠加疫情复发影响相关企业的经营活动。分产品看，11月份，617种产品中有227种产品产量同比增长，其中新能源、新动能产品维持高速增长，但增速有明显下滑，新能源汽车产量同比增长60.5%，增速较10月下降24.3个百分点。钢材、水泥、原油加工量同比分别增长7.1%、-4.1%以及0.3%，较前值分别回落7.2、4.5和2.2个百分点。11月份，工业企业产品销售率为96.4%，同比下降0.7个百分点；工业企业实现出口交货值13069亿元，同比名义下降6.6%。1-10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额69768亿元，同比下降3.0%。

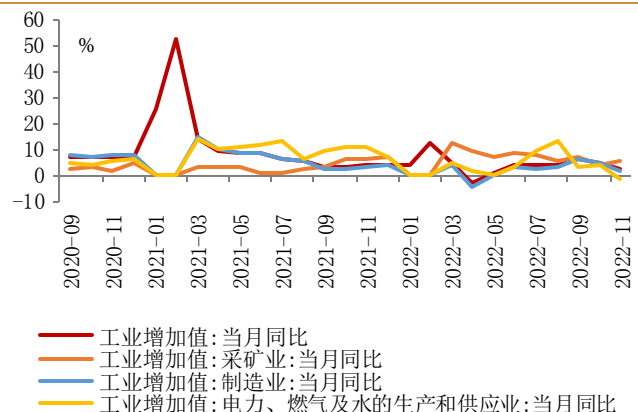
11月份疫情波及面较广，工业生产有所回落，制造业采购经理指数为48.0%，继续位于荣枯线以下。12月6日，中共中央政治局召开会议，分析研究2023年经济工作，会议提出，明年经济工作总基调依然是“稳中求进”，强调“推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步”。同时，明确提出“更好统筹疫情防控和经济社会发展，要优化疫情防控措施”，预计疫情对经济社会影响将边际减弱。随着疫情防控优化措施落实落细，稳经济各项措施显效，工业经济有望逐渐恢复。

图1：高技术产业增加值增速回落



数据来源: wind、西南证券整理

图2：采矿业增加值增速加快



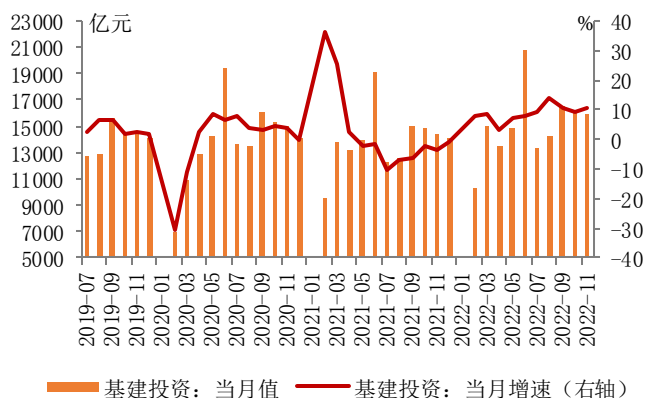
数据来源: wind、西南证券整理

2 基建单月投资增速回升，托底经济复苏

2022年1-11月，全国固定资产投资（不含农户）520043亿元，同比增长5.3%，增速较1-10月回落0.5个百分点，其中民间固定资产投资284109亿元，同比增长1.1%，增速较1-10月下滑0.5个百分点。10月份固定资产投资（不含农户）环比下降0.87%，增速较10月回落0.99个百分点。

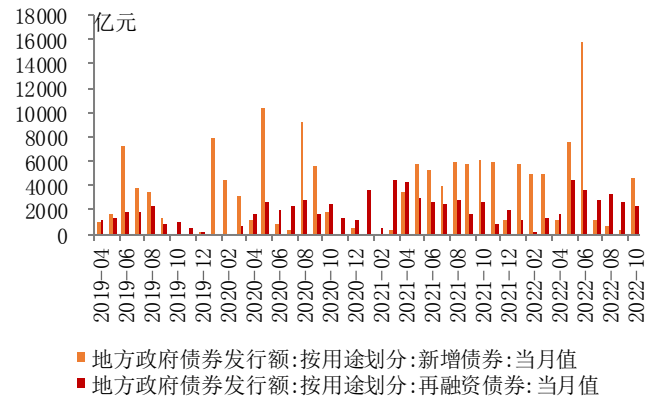
三大投资中只有基建投资单月增速回升，与预期一致，延续向好趋势。1-11月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长8.9%，比1-10月份加快0.1个百分点，高于整体固定资产投资增速3.6个百分点，连续6个月增速超过整体固定资产投资，且差距进一步扩大。其中，水利管理业与公共设施管理业投资增速继续维持两位数增长，分别增长14.1%和11.6%，在基数走高和天气转冷下，较前值回落0.7和1.1个百分点。1-11月，全国完成水利建设投资10085亿元，较去年全年增长33%，水利建设完成投资首次迈上1万亿元台阶，有10个省份完成投资超过500亿元，其中，广东完成投资740亿元、云南完成投资652亿元；截至11月底，全国累计新开工水利项目2.5万个，新增投资规模1.18万亿元，较去年全年多开工3767项、多增加投资规模6511亿元，新开工重大水利工程46项，投资规模达4372亿元，特别是开工建设了淮河入海水道二期、南水北调中线引江补汉、环北部湾广东水资源配置、太湖吴淞江治理等。水利部近日表示，2023年将重点推进流域防洪工程体系、国家水网重大工程、水生态保护修复、灌区建设和现代化改造、农村供水、智慧水利等建设，对2023年新开工的项目，将提前推进项目前期工作，预计明年水利管理业投资仍将维持较快增长。道路运输业投资和铁路运输业投资增速分别为2.3%和2.1%，增速分别较前值回落0.7和回升3.4个百分点。铁路运输业投资也是继2021年6月后首次转正，12月在中国多式联运合作大会上，国家发改委表示近年来，我国以集装箱运输为重点的多式联运发展成效显著，目前中央政府部门、地方主管部门和相关企业，开始抓紧完善集疏运系统。**单月来看**，11月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比上涨10.62%，较10月增速回升1.19个百分点，一方面由于基数的走低，另一方面仍与地方积极推进基建有关。截至11月底，新增专项债发行规模超过4万亿元，创历史新高，部分地区2023年地方债提前批额度已下达，11月末国家发改委召开全国基金项目视频调度工作会，督促指导地方推进政策性开发性金融工具已签约投放项目加快开工建设。预计明年专项债额度仍在较高水平，支持基建投资较快发展。从石油沥青开工的高频数据看，受天气因素影响，12月较11月末下行，预计12月基建投资环比11月或有回落，但仍在较高水平。11月，广义基建投资同比上升13.91%，较前值增速回升1.11个百分点。

图 3：基建投资增速有所回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：今年专项债发行规模较大支撑基建投资



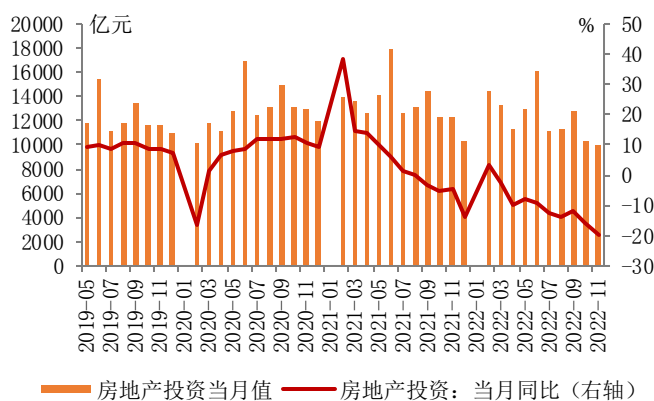
来源：wind、西南证券整理

3 房地产投资单月增速继续回落，政策密集下有望企稳

1-11月，全国房地产开发投资123863亿元，同比下降9.8%，降幅比1-10月继续扩大1个百分点，较整体固定资产投资增速慢15.1个百分点，差距继续较前值扩大0.5个百分点，房地产投资同比降幅扩大主要受到近期疫情、需求较弱的影响，拿地和新开工降幅也扩大。虽然中央及地方陆续释放房地产支持政策，但房地产投资表现难见起色。从开发和销售数据看，房地产市场增速仍在回落。1-11月份，房地产开发企业房屋施工面积896857万平方米，同比下降6.5%，增速较前值继续回落0.8个百分点；房屋新开工面积111632万平方米，下降38.9%，较前值降幅扩大1.1个百分点，其中住宅新开工面积同比增速降幅收窄1个百分点至-39.5%；房屋竣工面积增速降幅扩大0.3个百分点至-19.0%。1-11月份，商品房销售面积121250万平方米，同比下降23.3%，降幅较前值扩大1个百分点；其中，住宅销售面积增速降幅扩大0.7个百分点至-26.2%，1-11月，商品房销售额108832亿元，下降26.1%，降幅较前值缩窄0.2个百分点。从资金情况来看，1-11月房地产开发企业到位资金同比下降了24.7%，降幅扩大0.2个百分点。单月来看，11月房地产投资同比下降26.6%，降幅较10月扩大10.59个百分点，11月销售和开发数据均出现明显回落。11月房屋施工面积、新开工面积、销售面积以及住宅销售面积分别同比下滑53%、51%、33%和32%，降幅较前值分别扩大18、16、10和8个百分点。11月份，房地产开发景气指数为94.42，连续三个月处于低景气水平。

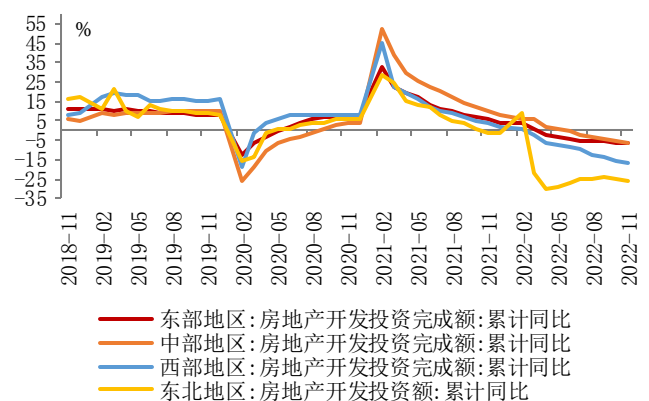
11月“金融16条”、“三支箭”（信贷、发债和股权融资）等房地产融资支持政策的加快落地，修复了企业端预期，一定程度上缓解房企资金压力。但目前授信资金、发债和股权融资等更多处于初期阶段，资金真正落地仍需要时间，短期企业资金压力仍在。从需求端来看，房地产销售规模仍在低谷徘徊。但近段时间以来，包括厦门、南京、南通、武汉和佛山等城市均有解除限购限制、降低购房门槛等房地产宽松政策的消息传出。新一轮刺激楼市活跃度的政策浪潮或已开始。短期来看，房企新开工积极性仍依赖于疫情进展及销售市场的恢复节奏，在企业资金面仍承压下，新开工规模难有明显改善。但从长期来看，在央地房地产支持政策进一步落实后，需求端和市场信心或有所恢复，预计后续房地产市场有望企稳。

图 5：房地产开发投资增速降幅扩大



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：不同地区房地产开发投资情况

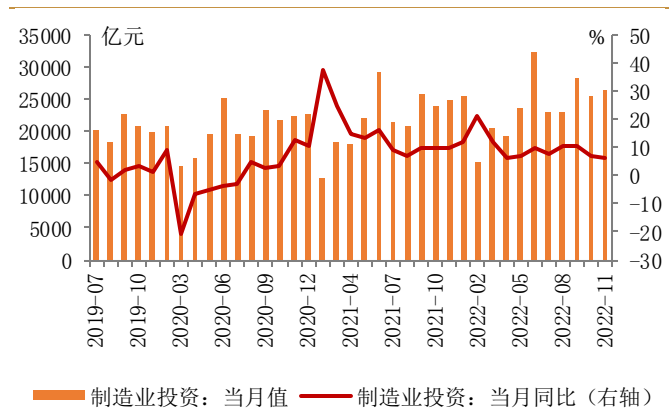


数据来源：wind、西南证券整理

4 高新技术增速仍高，制造业投资环比企稳

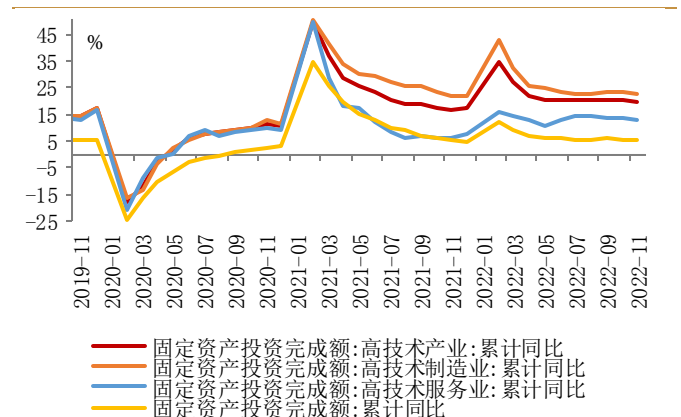
1-11月，制造业投资增长9.3%，较前值增速继续小幅回落0.4个百分点，较整体固定资产投资增速高4.0个百分点。1-11月份，计划总投资亿元及以上大项目投资同比增长11.9%，增速比1-10月回落0.3个百分点，比全部投资高6.6个百分点。从行业看，除金属制品业、电气机械和器材制造业外，其他11个主要行业增速较1-10月都有所回落。值得注意的是，产业升级发展态势明显，高技术制造业拉动效果明显，1-11月份，高技术产业投资增长19.9%，增速较1-10月回落0.6个百分点，其中高技术制造业同比增长23.0%，增速较前值回落0.6个百分点，其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长28.3%、28.2%；高技术服务业投资增长13.2%，增速较前值回落0.8个百分点，其中科技成果转化服务业、电子商务服务业、研发设计服务业投资分别增长26.1%、24.4%、21.2%。单月来看，11月，制造业投资同比增速较前值略回落0.68个百分点至6.2%。一方面，部分地区仍有疫情干扰，工厂生产受到影响，另一方面，外需走弱出口不及预期下，对制造业投资也起到负面作用。但上个月环比明显回落不同，11月制造业投资环比企稳回升。11月，国内疫情负面影响较大，地产仍在探底，叠加外需逐渐走弱，制造业生产和需求均表现低迷，中国制造业采购经理指数较上月下降1.2个百分点至48.0%，连续2个月处于收缩区间，若后续疫情能及时得到控制，制造业景气度企稳回升仍可期。

图7：制造业投资增速有所回落



数据来源：wind、西南证券整理

图8：高技术制造业增速仍较高

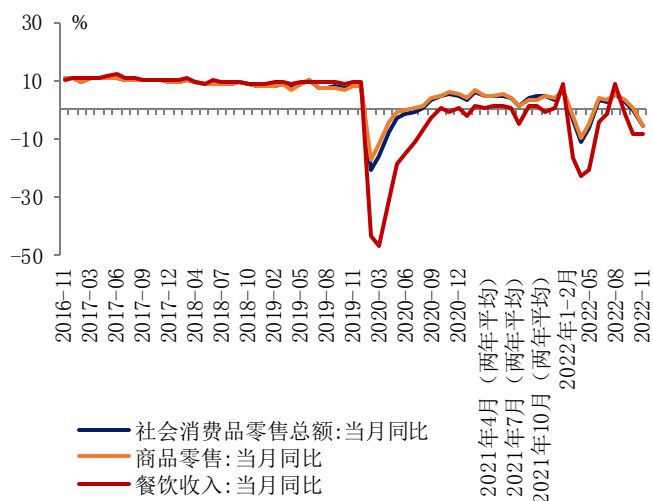


数据来源：wind、西南证券整理

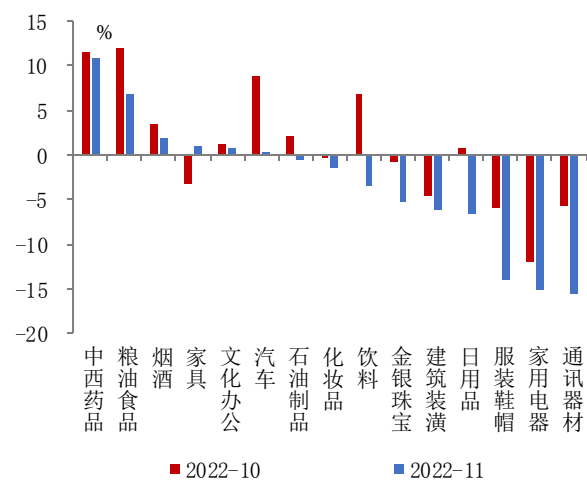
5 仍受疫情影响，消费单月同比降幅扩大

1-11月份，社会消费品零售总额399190亿元，同比下降0.1%，比1-10月份回落0.7个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额358490亿元，下降0.2%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额345853亿元，同比下降0.1%；乡村消费品零售额53337亿元，下降0.2%。按消费类型分，商品零售359406亿元，同比增长0.5%；餐饮收入39784亿元，下降5.4%，降幅扩大0.4个百分点，主要原因是疫情多发让消费者市场尤其是餐饮行业的复苏再遭打击。按商品类型分，基本生活消费稳定增长，限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额分别增长8.5%、5.3%。按消费方式分，1-11月，全国网上零售额124585亿元，增长4.2%，其中实物商品网上零售额108098亿元，增长6.4%，增速较前值回落0.8个百分点，占社会消费品零售总额的比重为27.1%。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长15.1%、3.4%、6.1%。今年购物节的拉效平平。

单月来看，11月份，社会消费品零售总额 38615 亿元，同比下降 5.9%，较 11 月增速回落 5.4 个百分点，不及预期。其中，除汽车以外的消费品零售额 34828 亿元，同比下降 6.1%。从消费类型看，商品零售 34180 亿元，同比下降 5.6%，增速较 10 月回落 6.1 个百分点；餐饮收入 4435 亿元，同比下降 8.4%，降幅较前值大幅扩大 0.3 个百分点，受疫情影响明显，从绝对数值看，环比 10 月提升 336 亿元。从商品类别看，11 月份限额以上单位 15 个商品类别中仅有 2 类零售额同比保持正增长，较 10 月份减少 3 类。基本生活类商品销售增速均回落，限额以上单位粮油食品类同比增长 3.9%，饮料类同比下降 6.2%，增速较 9 月分别回落 4.4、10.3 个百分点；烟酒类零售额同比下降 2.0%，降幅较 10 月扩大 1.1 个百分点。升级类产品消费增速继续下降，日用品类和金银珠宝类增速同比下降 9.1% 和 7.0%，化妆品类同比降幅增加 0.9 个百分点，达到 4.6%；文化办公用品类降幅继续收窄 0.4 个百分点至 -1.7%，或与疫情致使部分学校线上授课有关；房市不景气仍在拖累相关的家具类和建筑及装潢材料类的销售，二者增速同比仍为负值。另外，汽车相关消费增速由正转负，11 月汽车类消费同比下降 4.2%，增速较前值大幅下降 8.1 个百分点，石油及制品类商品零售额同比增速也大幅下滑 11.8 至 -1.6%。受新冠肺炎疫情等因素冲击，11 月份消费市场明显承压，市场销售降幅有所扩大。随着疫情防控措施不断优化，预计居民消费需求将稳步释放，购物方式网络化趋势进一步强化，消费市场发展韧性将持续显现。

图 9：社零总额增速降幅扩大


数据来源: wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费月度同比增速对比


数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingyf@swsc.com.cn