

探底途中

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

2022年12月18日

每周一谈: 11月经济数据点评

11月各项指标显示生产和需求较10月进一步收缩,经济仍处筑底阶段。疫情管控政策的优化传递至需求端尚需时间,预计未来1-2月经济指标增速仍将承压,边际改善信号料难快速出现。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

固定资产投资增速降幅扩大

- 1-11月固定资产投资完成额增速继续收缩。1-11月固定资产投资完成额5.2万亿元,同比增长5.3%,增速较1-10月下降0.5个百分点。11月PPI当月同比-1.3%,与上月持平。10月、11月PPI同比负增长对整体固定资产投资增速形成了一定的拖累。
- 基建投资一枝独秀。1-11月基建投资完成额同比增长11.7%,增速连续6个月提升;制造业投资增速9.3%,较1-10月下降0.4个百分点,进入4季度后制造业投资增速降档,保持“1位数”增长,原因可能是疫情封控以及开工旺季的结束。

房地产销售持续低迷,土地市场降温

- 房地产销售额降幅收窄信号中断。1-11月房地产销售面积、销售额分别同比下降23.3%、26.6%,降幅较1-10月分别扩大1、0.5个百分点,10月传递的降幅收窄信号中断。
- 新开工、施工和竣工面积降幅均扩大。1-11月房地产新开工、施工、竣工面积同比下降38.9%、6.5%、19%,降幅较1-10月分别扩大1.1、0.8、0.3个百分点。
- 土地市场回暖趋势暂停。本年3季度以来土地市场的回暖势头在11月暂停,当月100大中城市土地成交总价同比下降12.9%,增速由正转负;土地成交面积同比增长20.7%,增速较上月下降6.4个百分点。

制造业增速继续回落

- 主要行业投资增速放缓。1-11月制造业固定资产投资同比增长9.3%,增速较1-10月收窄0.4个百分点。从行业来看,1-10月中游原材料、中游机械设备、下游制造业投资分别同比增长10.8%、21.3%、15.6%,增速较1-9月均放缓。其中中游原材料投资增速较上月下降0.7个百分点,降幅最大;中游机械设备、下游制造业投资增速较1-9月均下行0.3个百分点。

11月当月社会消费品零售总额降幅扩大

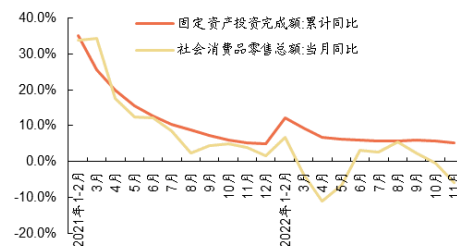
- 累计社零增速转负。11月当月社零总额同比下降5.9%,降幅较10月扩大5.4个百分点;1-11月社零总额同比下降0.1%,增速较1-10月下降0.7个百分点,其中限额以上企业零售总额同比增长1.7%,增速较1-10月下降0.9个百分点。
- 餐饮降幅有触底趋势,商品零售增速转负。商品零售增速转负是当月社零总额降幅显著扩大的主要原因,11月当月商品零售同比下降5.6%,增速较10月下降6.1个百分点,拉低当月社零增速5个百分点。

工业增加值增速继续收缩

- 工业增加值增速较上月降幅显著。11月当月工业增加值同比增长2.2%,增速较上月下降2.8个百分点,延续了4季度以来的收缩趋势。1-11月工业增加值同比增长3.8%,增速较1-10月下降0.2个百分点,中断了5月以来工业生产逐月提速的势头。

风险提示: 政策风险、疫情影响超预期减弱、需求修复超出预期。

固定资产投资与社会消费品零售总额增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

相关报告

- 《复苏信号较弱——宏观经济研究周报》2022-10-30
- 《通胀维持低位——10月CPI数据点评》2022-11-10
- 《预期内的回落——10月美国通胀数据点评》2022-11-11
- 《短期扰动难阻趋势回归——宏观经济研究周报》2022-11-15
- 《还原汇率指数 捕捉逆周期因子——宏观经济研究周报》2022-11-27
- 《中间价形成机制隐含的汇率预测方法——宏观经济研究周报》2022-12-11

内容目录

1. 每周一谈：11月经济数据点评	3
1.1 固定资产投资增速降幅扩大	3
1.2 房地产销售持续低迷，土地市场降温	3
1.3 制造业增速继续回落	4
1.4 11月当月社会消费品零售总额降幅扩大	5
1.5 工业增加值增速继续收缩	6
2. 风险提示	7

图表目录

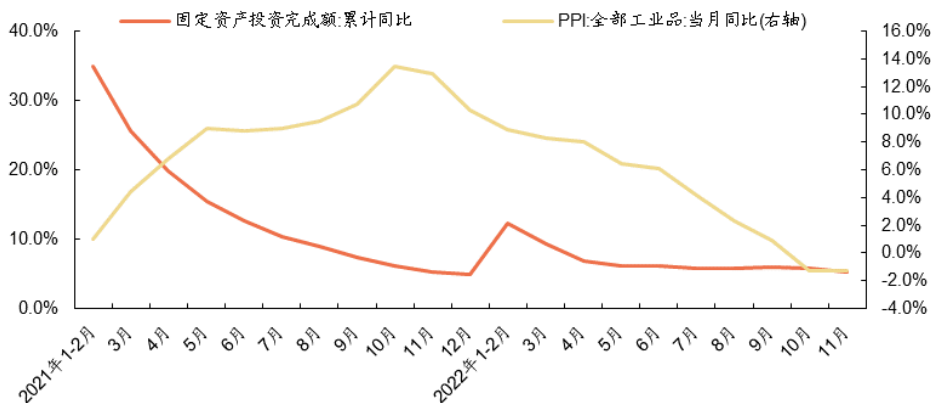
图 1：2021 年-22 年 11 月固定资产投资完成额增速和 PPI 增速	3
图 2：2021 年-22 年 11 月固定资产投资分项增速	3
图 3：2021 年-22 年 11 月房地产对固定资产投资同比拉动	3
图 4：2021-22 年 11 月商品房销售额与面积增速	4
图 5：2021-22 年 11 月房地产新开工、施工和竣工增速	4
图 6：2021-22 年 11 月 100 大中城市成交土地总价和面积增速	4
图 7：2021-22 年 11 月商品房销售额与面积增速	4
图 8：2021 年-22 年 10 月中、下游制造业固定资产投资增速	4
图 9：2021-22 年 10 月高/低出口依赖型行业固定资产投资增速	5
图 10：2021-2022 年 11 月社会消费品零售总额累计增速	5
图 11：2021-2022 年 11 月社会消费品零售总额当月增速	5
图 12：2022 年 1-11 月餐饮、商品零售当月同比	6
图 13：2022 年 1-11 月餐饮、商品零售对社零拉动	6
图 14：2021-22 年 11 月工业增加值增速	6
图 15：2022 年 1-10 月上中下游行业工业增加值增速	6

1. 每周一谈：11 月经济数据点评

1.1 固定资产投资增速降幅扩大

1-11 月固定资产投资完成额增速继续收缩。1-11 月固定资产投资完成额 52 万亿元，同比增长 5.3%，增速较 1-10 月下降 0.5 个百分点。11 月 PPI 当月同比-1.3%，增速与上月持平（图 1）。10 月、11 月 PPI 同比负增长对整体固定资产投资增速形成了一定的拖累。

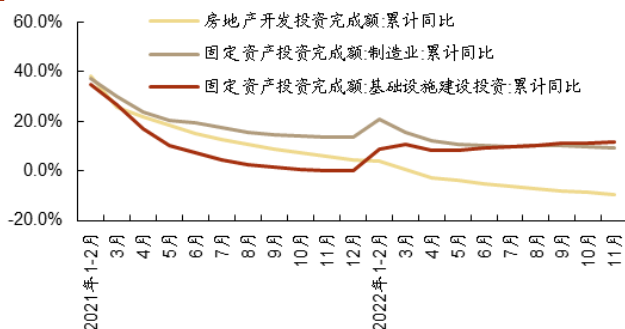
图1：2021 年-22 年 11 月固定资产投资完成额增速和 PPI 增速



资料来源：wind，申港证券研究所

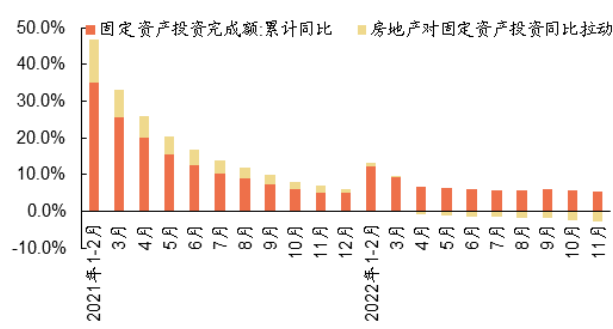
基建投资一枝独秀。1-11 月基建投资完成额同比增长 11.7%，增速连续 6 个月提升；制造业投资增速 9.3%，较 1-10 月下降 0.4 个百分点，进入 4 季度后制造业投资增速降档，保持“1 位数”增长，原因可能是疫情封控以及开工旺季的结束。

图2：2021 年-22 年 11 月固定资产投资分项增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图3：2021 年-22 年 11 月房地产对固定资产投资同比拉动



资料来源：Wind，申港证券研究所

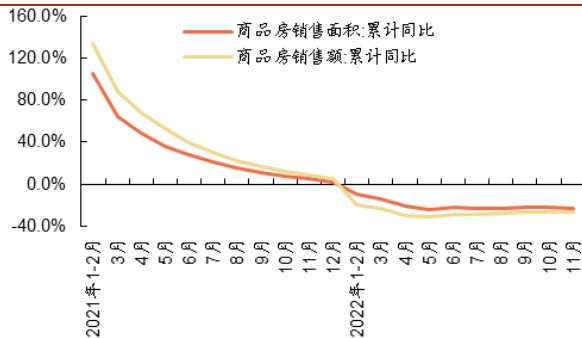
房地产投资继续承压，“三只箭”有待发力。1-11 月房地产开发投资完成额降幅 9.8%，较 1-10 月扩大 1 个百分点（图 2）。从增速贡献上来看，1-11 月房地产拉低投资增速 2.7 个百分点（图 3），且对整体投资增速的拖累有扩大的趋势。

1.2 房地产销售持续低迷，土地市场降温

房地产销售额降幅收窄信号中断。1-11 月房地产销售面积、销售额分别同比下降 23.3%、26.6%，降幅较 1-10 月分别扩大 1、0.5 个百分点，10 月传递的销售降幅收窄信号中断（图 4）。目前国内各大城市的疫情管控措施均进行了优化，在居民

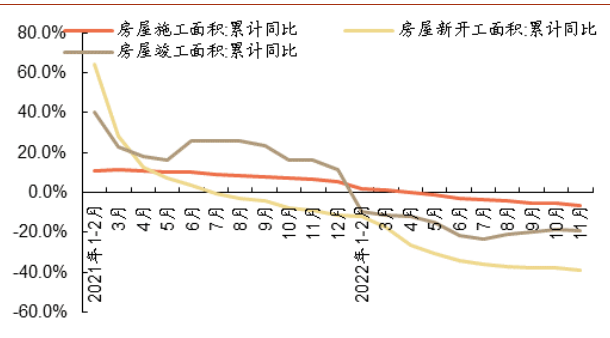
购房需求尚未完全修复的情况下，预计未来 1-2 月地产销售将继续处于磨底阶段。

图4：2021-22年11月商品房销售额与面积增速



资料来源：Wind，中港证券研究所

图5：2021-22年11月房地产新开工、施工和竣工增速

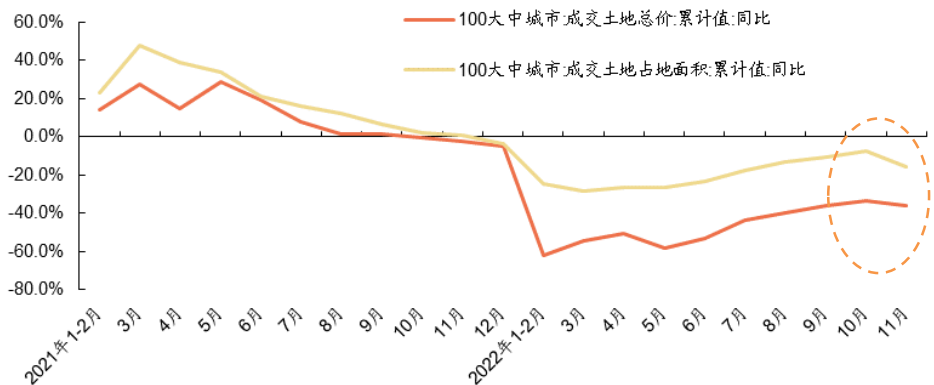


资料来源：Wind，中港证券研究所

新开工、施工和竣工面积降幅扩大。1-11月房地产新开工、竣工面积同比下降38.9%、19%，降幅较1-10月分别扩大1.1、0.3个百分点，中断了10月传递的降幅收窄信号。施工面积同比下降6.5%，降幅较1-10月扩大0.8个百分点。

土地市场回暖趋势暂停。本年3季度以来土地市场的回暖势头在11月暂停，当月100大中城市土地成交总价同比下降12.9%，增速由正转负；土地成交面积同比增长20.7%，增速较上月下降6.4个百分点。从全年来看，1-11月土地成交总价、面积降幅为35.7%、15.7%，较1-10月分别扩大2.4、8.7个百分点（图6）。土地市场由暖转冷或对明年地产投资增速产生不利影响。

图6：2021-22年11月100大中城市成交土地总价和面积增速



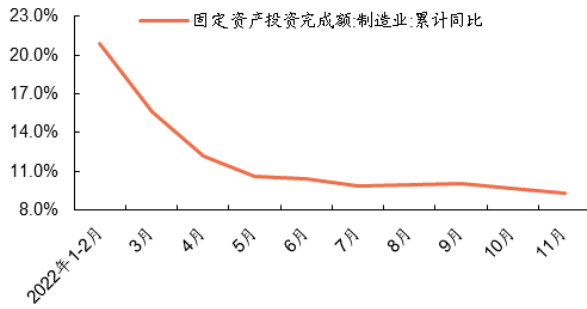
资料来源：wind，中港证券研究所

1.3 制造业增速继续回落

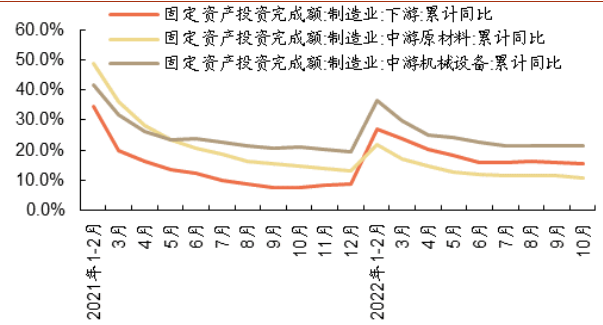
主要行业投资增速放缓。1-11月制造业固定资产投资增速9.3%，增速较1-10月收窄0.4个百分点（图7）。从行业来看，1-10月中游原材料、中游机械设备、下游制造业投资分别同比增长10.8%、21.3%、15.6%，增速较1-9月均放缓。其中中游原材料投资增速较上月下降0.7个百分点，降幅最大；中游机械设备、下游制造业投资增速较1-9月均下行0.3个百分点（图8）。

图7：2021-22年11月商品房销售额与面积增速

图8：2021年-22年10月中、下游制造业固定资产投资增速



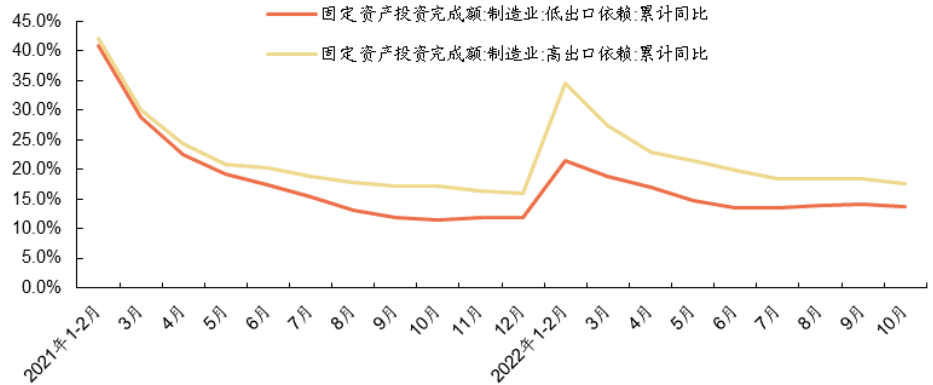
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所, 11月行业数据未发布, 暂使用10月数据

低/高出口依赖型行业投资增速普降对应内外需求疲软。1-10月高、低出口依赖行业投资分别同比增长17.5%、13.7%，增速较1-9月分别下降0.9、0.3个百分点，剪刀差继续收窄（图9）。

图9: 2021-22年10月高/低出口依赖型行业固定资产投资增速

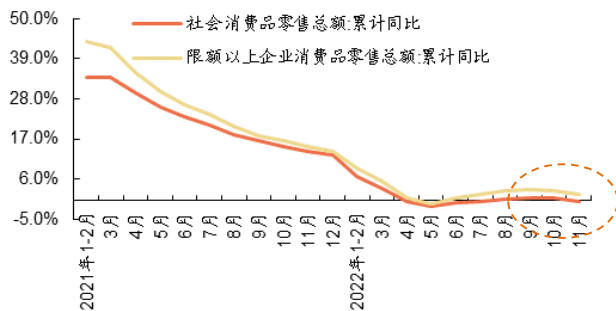


资料来源: wind, 申港证券研究所, 11月行业数据未发布, 暂使用10月数据

1.4 11月当月社会消费品零售总额降幅扩大

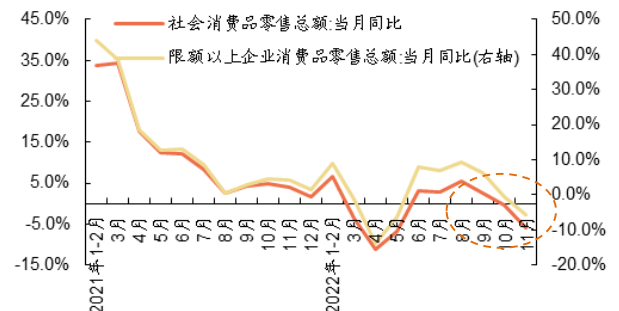
累计社零增速转负。11月当月社零总额同比下降5.9%，降幅较10月扩大5.4个百分点（图11），8月以来社零增速持续下降。从全年来看，1-11月社零总额同比下降0.1%，增速较1-10月下降0.7个百分点（图10），其中限额以上企业零售总额同比增长1.7%，增速较1-10月下降0.9个百分点。

图10: 2021-2022年11月社会消费品零售总额累计增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

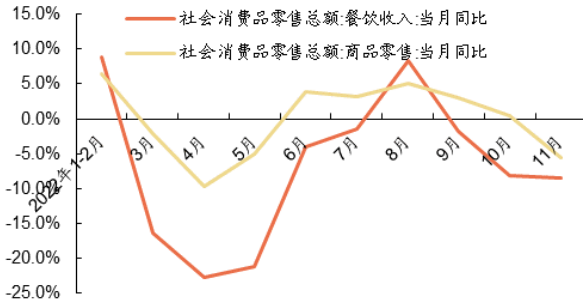
图11: 2021-2022年11月社会消费品零售总额当月增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

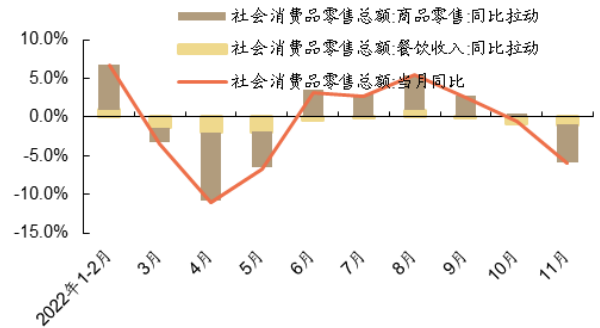
餐饮降幅有触底趋势，商品零售增速转负。商品零售增速转负是当月社零总额降幅显著扩大的主要原因，11月当月商品零售同比下降5.6%，增速较10月下降6.1个百分点，拉低当月社零增速5个百分点；餐饮收入同比下降8.4%，降幅较10月扩大0.3个百分点，拉低当月社零增速0.9个百分点（图12、图13）。

图12：2022年1-11月餐饮、商品零售当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图13：2022年1-11月餐饮、商品零售对社零拉动

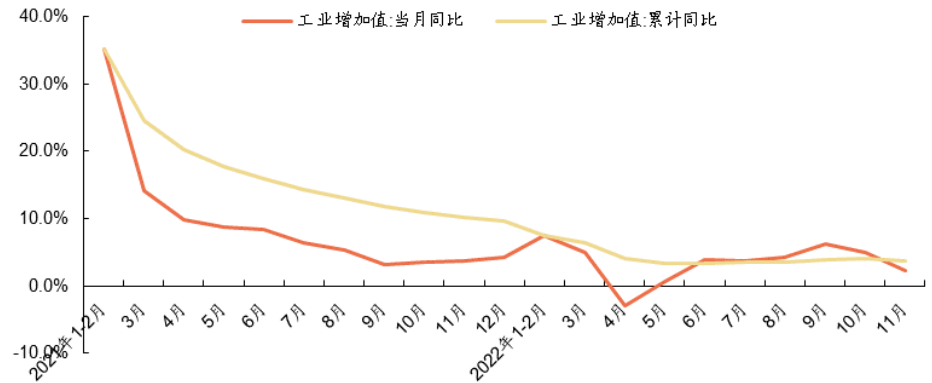


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.5 工业增加值增速继续收缩

工业增加值增速较上月降幅显著。11月当月工业增加值同比增长2.2%，增速较上月下降2.8个百分点，延续了4季度以来的收缩趋势。1-11月工业增加值同比增长3.8%，增速较1-10月下降0.2个百分点，中断了5月以来工业生产逐月提速的势头（图14）。

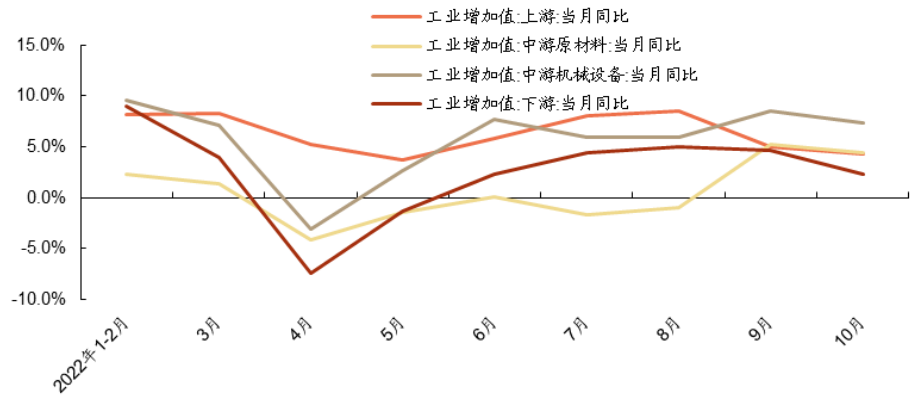
图14：2021-22年11月工业增加值增速



资料来源：wind，申港证券研究所

下游行业工业生产降速显著，原材料行业保持相对韧性。10月上下游行业当月工业生产均较上月降速，但下降幅度出现分化。下游行业降速最为显著，10月当月工业增加值增速2.3%，较9月下降2.4个百分点。上游、中游原材料行业保持相对韧性，10月当月工业增加值增速分别为4.3%、4.4%，较9月下降0.7、0.8个百分点（图15）。

图15：2022年1-10月上中下游行业工业增加值增速



资料来源: 统计局, wind, 申港证券研究所, 11月行业数据未发布, 暂使用10月数据

2. 风险提示

政策风险、疫情影响超预期减弱、需求修复超出预期。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上