

11月中国宏观数据点评——

工业延续恢复，投资降幅收窄，

消费复苏仍疲软

工业生产延续恢复趋势。11月，工业增加值同比增长3.8%，较前期回升0.3个百分点，略好于预期（3.7%），两年年均增速从前期的5.2%升至11月的5.4%。三大门类增速趋稳，制造业增速继续回升。工业三大门类中，公共事业连续2个月同比增长11.1%，高于采矿业（6.2%）和制造业（2.9%）的增速水平。其中，制造业工业增加值持续恢复，较前期回升0.4个百分点，我们预计，在出口的带动下，制造业的生产仍将继续恢复。

固定资产投资降幅继续收窄，高基数下制造业投资仍保持较高增速。11月，固定资产投资同比下降3.8%，降幅较前期收窄0.9个百分点。其中，制造业投资的同比增速从前期的8.8%略微降低至11月的8.7%，考虑到去年增速从10月的5.5%升至11月的14.5%（增速涨幅为9.0个百分点），今年11月同比实际增速较高。房地产投资降幅收窄，房地产市场有所回暖。受房地产融资政策边际改善的影响，11月房地产开发投资同比下降6.0%，降幅较前期收窄1.2个百分点。11月，商品房开发和销售数据有所回升，叠加居民房贷“稳中有升”，我们认为房地产市场的政策底部已基本过去，房地产投资增速将继续小幅回升。

消费增速回落，复苏格局仍是商品零售好于餐饮收入。11月，社消零售总额同比增长3.9%，不及预期（4.7%）。其中，商品零售恢复遇冷，同比增速从前期的5.2%降至4.8%；疫情反弹导致餐饮收入同比增速从前期的2.0%降至-2.7%，服务业复苏程度依然脆弱。通胀回升的背景下，社消零售的实际复苏程度更弱。11月，扣除价格因素后，社消零售同比实际仅增长0.5%，较前期下降1.4个百分点。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021年12月16日

主要数据 (%)	11月		10月	
	同比	两年年均增速	同比	两年年均增速
工业增加值	3.8	5.4	3.5	5.2
累计固定资产投资	5.2	3.9	6.1	3.8
累计房地产投资	6.0	6.4	7.2	6.8
消费品零售总额	3.9	4.4	4.9	4.6

资料来源：国家统计局，浦银国际

相关报告：

《11月中国宏观数据点评——PPI与CPI剪刀差将继续收窄，社融增速的筑底反弹可期》（2021-12-13）

《2022年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》（2021-12-03）

《10月中国宏观数据点评——工业趋稳，投资触底，消费复苏存忧》（2021-11-15）



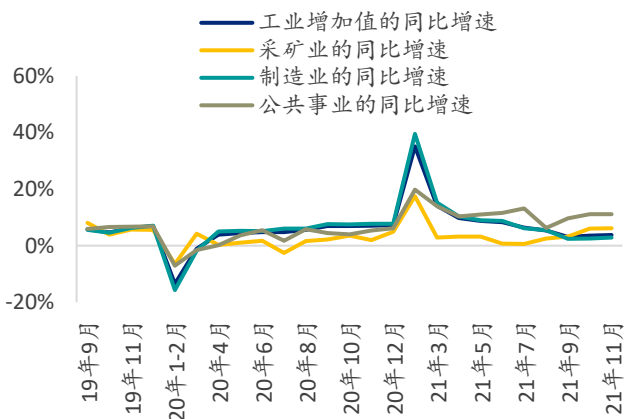
扫码关注浦银国际研究

工业生产延续恢复趋势

工业生产延续恢复趋势。11月，规模以上企业的工业增加值同比增长3.8%，较前期回升0.3个百分点，略好于市场预期(3.7%)。就两年年均增速而言，工业增加值从前期的5.2%升至11月的5.4%，工业生产延续恢复趋势。由于“限电”措施的影响，工业增加值的同比增速从8月的5.3%大幅降至9月的3.1%；此后，“保供稳价”的政策调整使得10-11月工业生产逐渐恢复，工业增加值的同比增速持续回升，考虑到2019-2020年同期增速均在7.0%左右，我们认为工业生产的恢复趋势仍未结束。

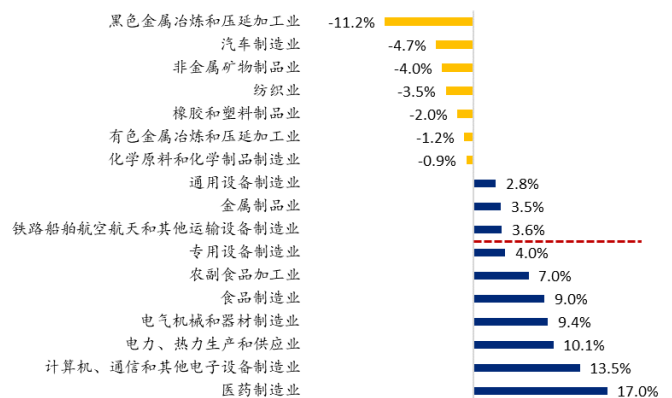
三大门类增速趋稳，制造业增速继续回升。11月，工业三大门类中，公共事业连续2个月同比增长11.1%，高于采矿业(6.2%)和制造业(2.9%)的增速水平。11月，制造业工业增加值持续恢复，较前期回升0.4个百分点，但仍大幅低于2020年(7.7%)和2019年(6.3%)的同期水平，我们预计，在出口的带动下，制造业的生产仍将继续恢复。11月，大宗商品价格增速回落的背景下，采矿业工业增加值的同比增速上升0.2个百分点，涨幅较前期(2.8个百分点)出现较大回落。

图表 1: 工业生产小幅回暖，三大门类增速趋稳



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 2021年11月，主要行业工业增加值的同比增速



注: 红色虚线为11月工业增加值同比增长3.8%

资料来源: CEIC, 浦银国际

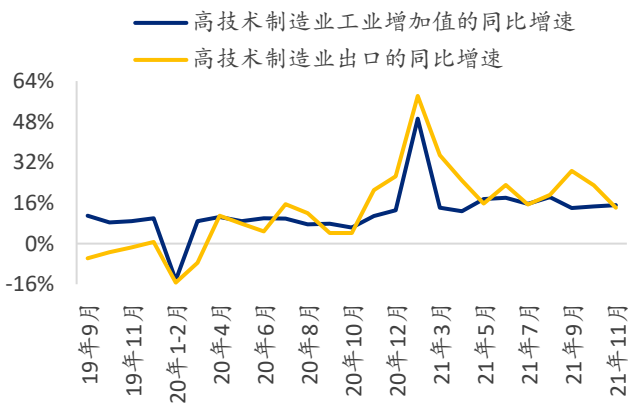
医药制造业保持领先，通胀回升推动食品行业的工业增加值增速加快。11月，就工业增加值同比增速而言，仅有医药制造业(17.0%)，计算机、通信和其它电子设备制造业(13.5%)，电力、热力生产和供应业(10.1%)保持双位数增长。11月，食品通胀回升的影响下，食品制造业(9.0%)和农副食品加工业(7.0%)的工业增加值同比增速有所加快，增速较前期分别上升2.2和3.7个百分点。

黑色金属行业生产遇冷，基数扰动导致汽车制造业工业增加值降幅收窄。铁矿石价格继续下降，11月的降幅达18.6%，显示对铁矿石需求的回落。受此影响，黑色金属冶炼和压延加工业生产遇冷，11月工业增加值同比下降11.2%。11月，汽车制造业的工业增加值同比下降4.7%，降幅较前期收窄3.2个百分点，同比降幅的收窄主要受基数影响（基期的同比增速下降3.6个百分点），汽车制造业的实际恢复程度较差。

出口驱动下，高技术制造业生产向好。11月，高新技术产品出口额同比增长14.2%，两年年均增速为17.6%，处于高增速区间。出口驱动下，高技术制造业的工业增加值同比增长15.1%，较前期回升0.4个百分点，连续12个月实现双位数增长，高端制造行业持续向好。在[2022年宏观经济展望报告](#)中，我们判断明年高端制造业的投资将有所增长，这将成为高技术制造业继续增长的推动因素。

工业效益向好，足以支撑工业复苏。就两年年均增速而言，10月的工业企业利润（21.5%）和营收（12.1%）都维持高增速，较前期分别上涨6.6和3.0个百分点。工业企业利润率从9月的6.6%升至10月的7.4%，制造业各行业间的利润率也有所恢复。

图表 3：高技术制造业仍受出口带动



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：2021年7-10月各行业累计利润率热力图

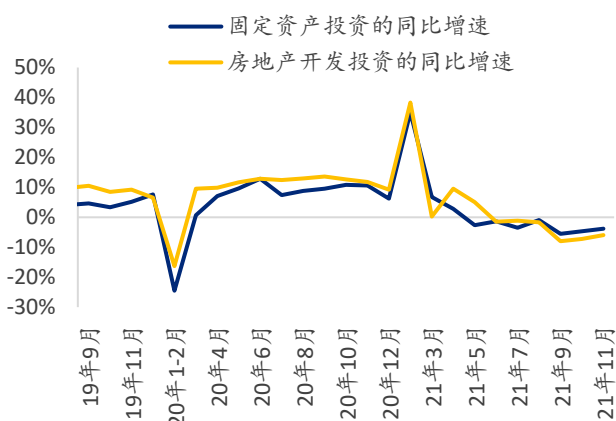
	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月
农副食品加工业	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%
食品制造业	7.7%	7.5%	7.6%	7.5%
纺织业	3.9%	4.0%	4.0%	4.2%
化学原料和化学制品制造业	10.1%	10.0%	9.9%	10.0%
医药制造业	21.8%	21.8%	21.3%	20.9%
橡胶和塑料制品业	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%
非金属矿物制品业	7.9%	7.9%	7.9%	8.2%
黑色金属冶炼和压延加工业	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%
有色金属冶炼和压延加工业	4.3%	4.4%	4.5%	4.7%
金属制品业	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%
通用设备制造业	6.8%	6.8%	6.8%	6.7%
专用设备制造业	7.9%	7.9%	8.1%	8.0%
汽车制造业	6.6%	6.2%	6.2%	6.1%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.8%	4.7%	4.8%	4.9%
电气机械和器材制造业	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
计算机、通信和其他电子设备制造业	5.6%	5.4%	5.6%	5.5%
电力、热力生产和供应业	5.3%	4.8%	4.4%	4.2%

资料来源：CEIC，浦银国际计算

固定资产和房地产投资降幅均收窄

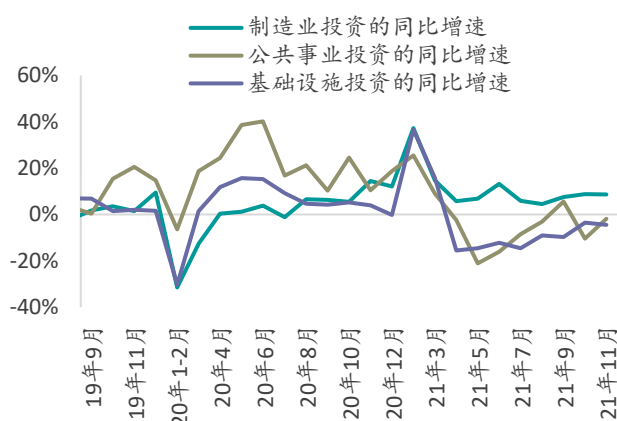
固定资产投资降幅继续收窄，高基数下制造业投资仍保持较高增速。11月，固定资产投资同比下降3.8%，降幅较前期收窄0.9个百分点。其中，制造业投资的同比增速从前期的8.8%略微降低至11月的8.7%，考虑到去年同期的增速涨幅为9.0个百分点（增速从去年10月的5.5%升至去年11月的14.5%），今年11月同比实际增速较高。11月，基础设施投资（-4.5%）和公共事业投资（-1.8%）同比维持负增长，其中基础设施投资受财政端支出较慢的影响，增速仍保持在负区间；公共事业投资降幅收窄8.6个百分点，主要受基数变动的影响（去年同期增速下降14.0个百分点）。根据我们在[2022年宏观经济展望报告](#)中的判断，2022年固定资产投资有望抬头，特别是高端制造相关的固定资产投资增速有望继续上升。

图表 5：固定资产和房地产开发投资的同比增速



资料来源：CEIC，浦银国际计算

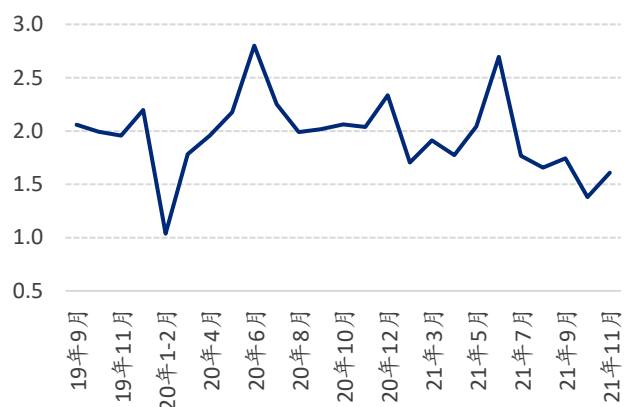
图表 6：固定资产投资中主要项目的同比增速



资料来源：CEIC，浦银国际计算

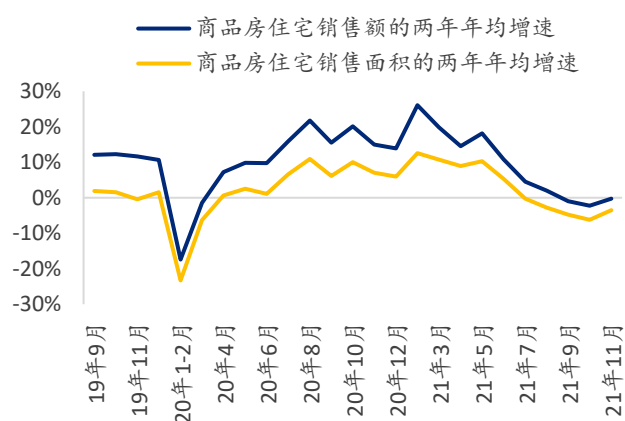
房地产投资降幅收窄，房地产市场有所回暖。受房地产融资政策边际改善的影响，11月房地产开发投资同比下降6.0%，降幅较前期收窄1.2个百分点，符合我们此前“房产市场将有边际改善”的预期（详情请见[《10月中国宏观数据点评——工业趋稳，投资触底，消费复苏存忧》](#)）。11月，商品房开工面积从前期的1.4亿平方米的低位回升至1.6亿平方米；新房销售额和销售面积的两年年均增速的降幅有所收窄，较前期分别回升2.0和2.7个百分点。11月，居民房贷“稳中有升”，新增居民中长期贷款5,821亿元，同比多增772亿元（详情请见[《11月中国宏观数据点评——PPI与CPI剪刀差将继续收窄，社融增速的筑底反弹可期》](#)）。展望未来，我们认为房地产市场的政策底部已基本过去，房地产投资增速将继续小幅回升。

图表 7: 商品房新开工面积 (亿平方米) 回升



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 商品房住宅销售额和销售面积降幅收窄

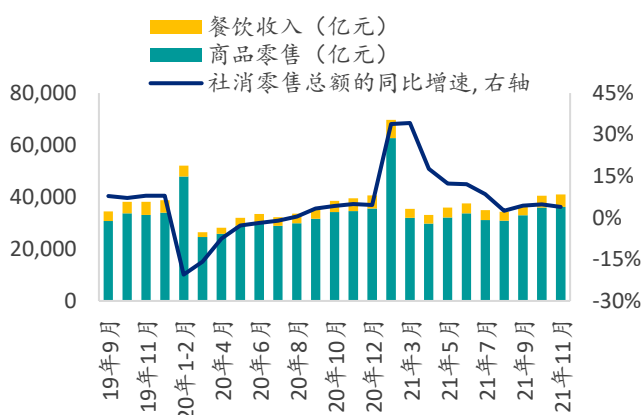


资料来源: CEIC, 浦银国际

消费复苏仍疲软

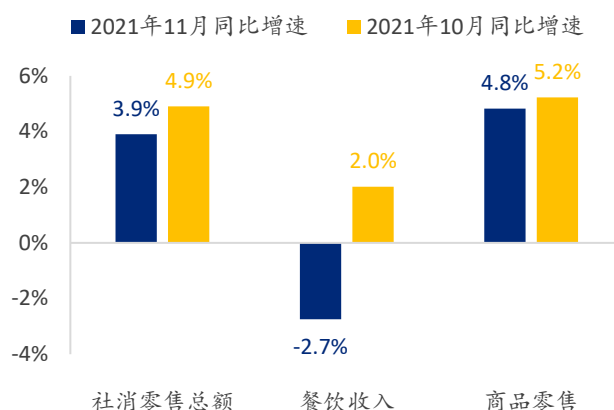
消费增速回落，复苏格局仍是商品零售好于餐饮收入。11月，社消零售总额同比增长3.9%，不及预期（4.7%），两年年均增速为4.4%，好于9月（3.8%）、但较10月（4.6%）有所回落，复苏程度远未达到正常时期的水平（2019年月均同比增速为8.0%）。11月，商品零售恢复遇冷，同比增速从前期的5.2%降至4.8%；受疫情反弹的影响，餐饮收入同比增速从前期的2.0%降至-2.7%，服务业复苏程度依然脆弱。

图表 9：社消零售总额的同比增速仍疲软



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 10：社消零售总额、餐饮收入、商品零售的同比增速对比



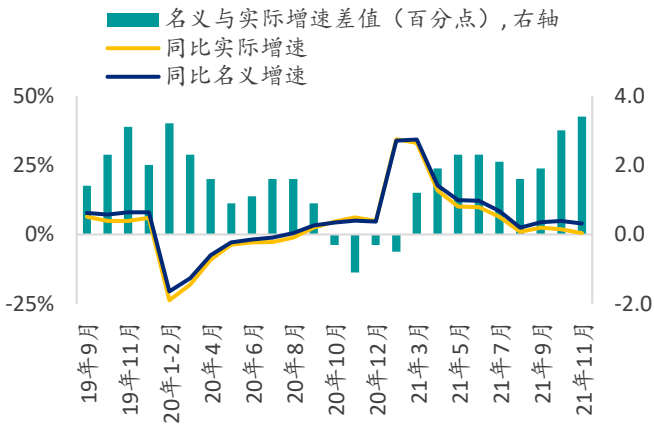
资料来源：CEIC，浦银国际

通胀回升的背景下，社消零售的实际复苏程度更弱。11月，扣除价格因素后，社消零售同比实际仅增长0.5%，较前期下降1.4个百分点。在当前通胀继续回升的背景下，社消零售同比名义与实际增速的差值走阔，导致名义零售额略显失真。

房地产周期相关行业的消费复苏缓慢。通过比较11月零售额的两年年均增速，我们发现，房地产周期下行对家具类（-7.1%）和建筑及装潢材料类（-1.1%）的消费造成较大拖累。但是，我们认为，当前的房地产投资回升以及居民房贷回暖将利好家具类和建筑及装潢材料类的恢复，预计降幅将逐渐收窄。

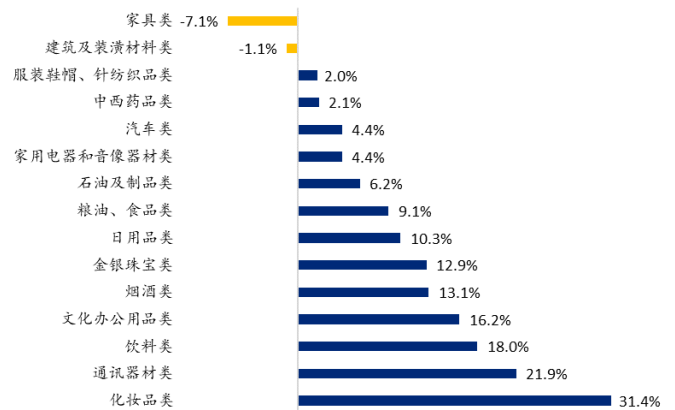
消费复苏不均衡，尤其是部分零售额体量高的行业复苏较慢，导致整体商品零售增速趋缓。通过对比2019-2021年历年11月的零售额趋势，我们发现：零售额体量较高的行业（如汽车类，石油及制品类，服装鞋帽、针纺织品类，家用电器和音响器材类，通讯器材类）并未出现“阶梯式”上涨，反映出商品消费复苏不均衡。正如我们在[2022年宏观经济展望报告](#)中所讲，在财富效应减弱弱弱的情况下，此类行业的消费仍将是疲软的。

图表 11: 通胀回升的背景下, 社消零售总额同比名义增速与同比实际增速分化加大



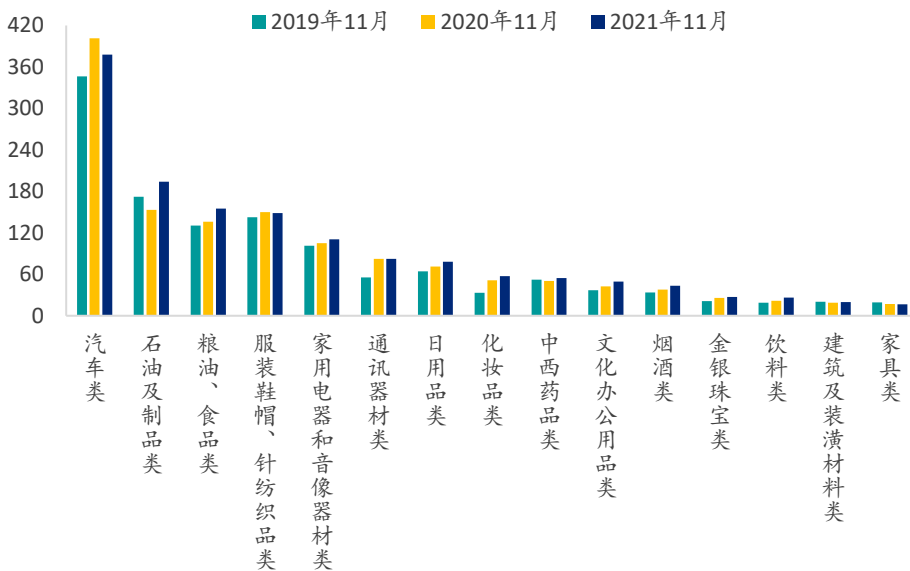
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 2021 年 11 月, 各行业零售额的两年年均增速



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 13: 2019-2021 年, 各行业零售额 (万亿元) 对比

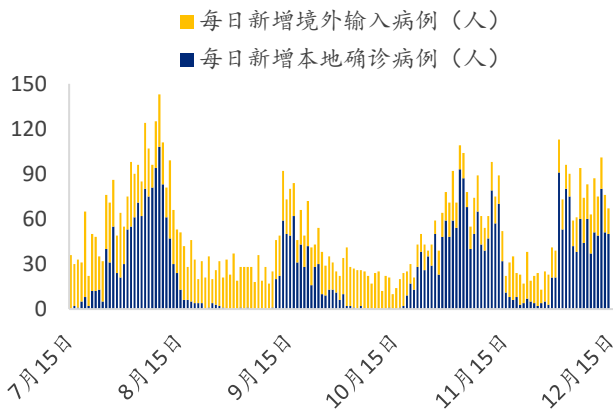


资料来源: CEIC, 浦银国际

疫情多次反弹, 抑制消费复苏的同时, 也推动了线上消费的增长。回顾 2021 年下半年, 内地已出现了四轮疫情反弹, 11 月开始的第四轮疫情反弹导致了当月消费复苏趋缓。但与此同时, 线上消费的恢复则相对更好: 11 月, 就两年年均增速而言, 线上商品 (13.6%) > 线上服务 (4.6%) > 线下商品 (3.9%) > 线下服务 (0.2%)。在疫情防控措施仍存在的情况下, 我们预计整体消费复苏趋势仍将趋缓, 但是相比之下, 线上商品和服务的消费或将受益, 相关行业的零售额增速将继续上升。

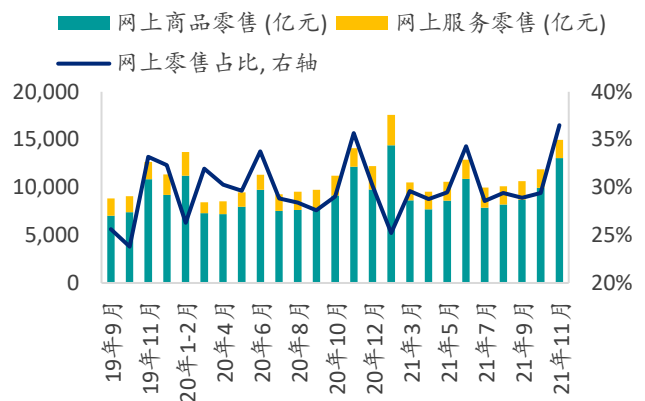
失业率回升对消费复苏的影响值得关注。11月，城镇调查失业率回升0.1个百分点至5.0%，高于预期（4.9%）。当前，在通胀回升和疫情反弹双重影响下，消费复苏趋缓，如果就业下行并带动人均收入增速下降，或将对消费复苏造成更大的负面冲击。

图表 14: 2021 年下半年，全国新冠肺炎新增确诊病例详情



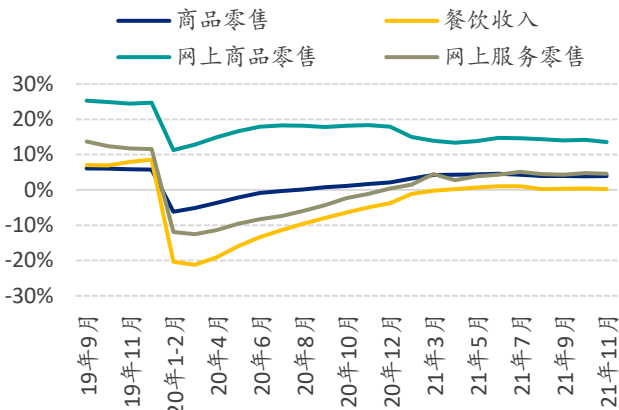
注：截至 2021 年 12 月 14 日
资料来源：Wind，浦银国际

图表 15: 社消零售总额增速疲软的情况下，网上零售占比未受影响



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 16: 就两年年均增速而言，商品和服务消费的恢复程度呈现“线上好于线下”的特征



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 17: 2021 年 11 月，城镇调查失业率较前期有所回升



资料来源：CEIC，浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

