

## 经济透视

### 中国 11 月宏观数据显示经济放缓压力加大

2022 年 12 月 15 日

分析员:姚少华博士

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshao-hua@abci.com.hk

- 2022 年 11 月的宏观数据显示中国经济大幅走弱。城镇固定资产投资、零售销售以及工业产出同比增速均较 10 月回落，并大幅低于市场预期，主要因为新冠疫情升温、房地产行业继续下行、汽车行业降温以及外需回落
- 大城市失业率上升影响消费者信心。11 月份全国城镇调查失业率为 5.7%，较 10 月份上升 0.2 个百分点。11 月份 31 个大城市城镇调查失业率为 6.7%，较 10 月上升 0.7 个百分点。值得指出的是，11 月 16-24 岁人口调查失业率为 17.1%，较 10 月份下降 0.8 个百分点，反映年轻人尤其是大学生失业率略有好转
- 展望未来，有见于当前多项利好经济的宏观政策公布，我们倾向 2023 年中国经济有望出现明显反弹。进入 12 月来，中国在防疫措施上公布了十条新的规定，防疫政策出现显著优化。12 月 5 日中国人民银行实施降准 0.25%，释放长期资金约 5000 亿人民币进入商业银行体系。12 月 6 日召开的政治局会议对稳增长的诉求明显上升，通过扩大内需以及宏观政策的支持来推动经济整体好转。昨日中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，坚定实施扩大内需战略。今日公布的 MLF 利率维持不变，但净投放 1500 亿人民币

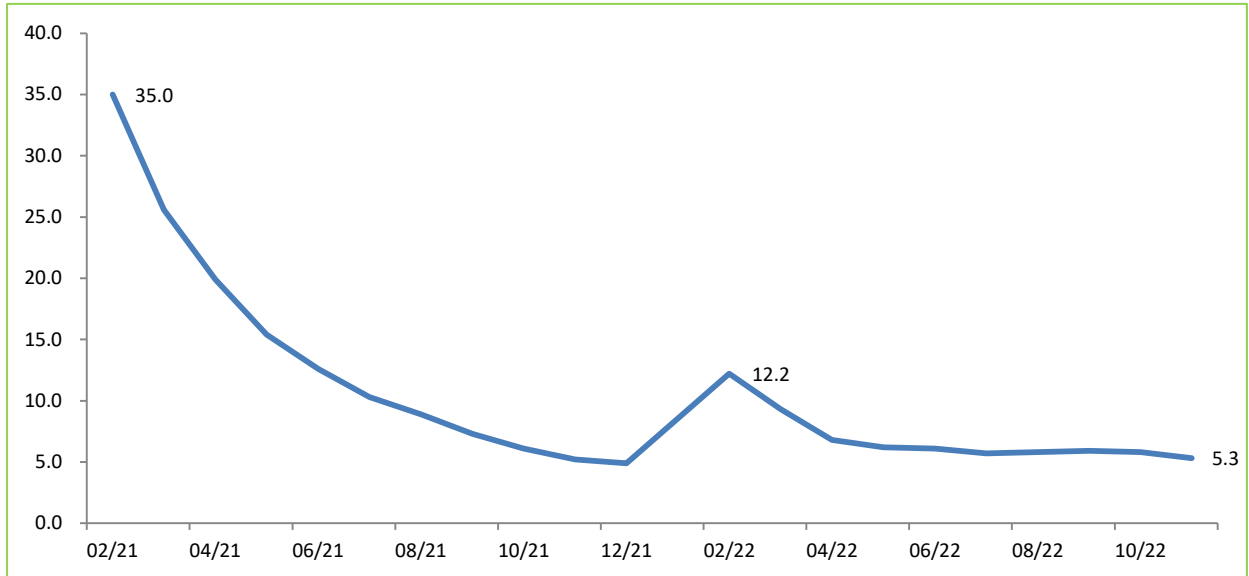
受累于新冠疫情升温、房地产行业继续下行、汽车行业降温以及外需回落，中国经济在 11 月继续放缓，城镇固定资产投资、零售销售以及工业产出同比增速均较 10 月回落，并低于市场预期。根据中国卫健委公布的数据，11 月本土日均新增确诊量接近 1900 例，较 10 月的 265 例大幅提升，已经接近今年 4 月水平；日均密接病例接近 11.4 万例，大幅高于 10 月的 4.3 万例，继续刷新疫情以来新高。

11 月整体投资表现疲弱，主要受累于房地产投资持续放缓。城镇固定资产投资在今年首 11 个月增长 5.3%<sup>1</sup>，低于市场预期的 5.6% 的增速，亦低于首 10 个月 5.8% 的增速（图 1）。首 11 个月民间投资同比增长 1.1%，房地产、基础设施和制造业投资分别增长 -9.8%、8.9% 和 9.3%。根据我部的测算，11 月单月城镇固定资产投资仅增长 0.7%，较 10 月 5.0% 的单月增速显著回落。环比来看，11 月单月城镇固定资产投资较 10 月下降 0.87%。分行业看，由于房地产销售疲弱，11 月房地产投资跌幅由 10 月的 16.1% 进一步扩大至 19.9%。房地产销售在 11 月亦继续下行，销售面积及金额分别下跌 32.8% 及 31.7%，而 10 月分别下跌 23.3% 及 23.9%，反映整体房地产行业的疲弱仍持续。受益于开发性政策性金融工具相继落地带动项目开工建设加快形成实物工作量，11 月份基建投资仍维持较快增速，单月同比增速由 10 月的 9.4% 加快至 10.6%。受累于出口回落以及工业企业盈利疲弱，11 月份制造业投资增速由 10 月份的 6.9% 进一步放缓至 6.2%。

<sup>1</sup>除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

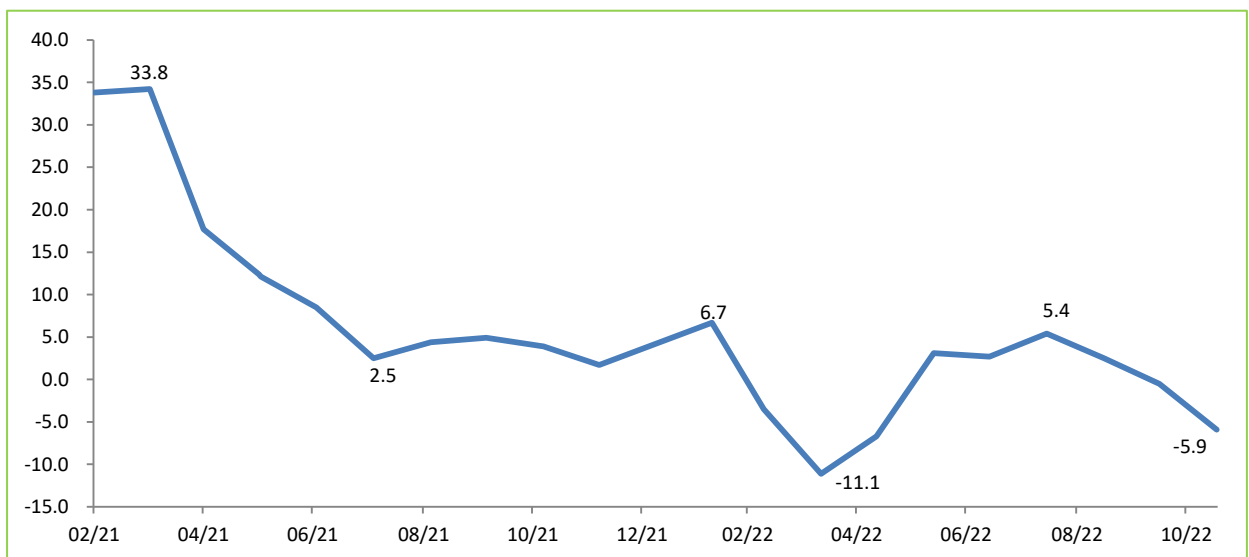


图 1：中国城镇固定资产投资年初至今增长（%）



来源: 国家统计局, 农银国际证券

图 2：中国零售销售增长（%）

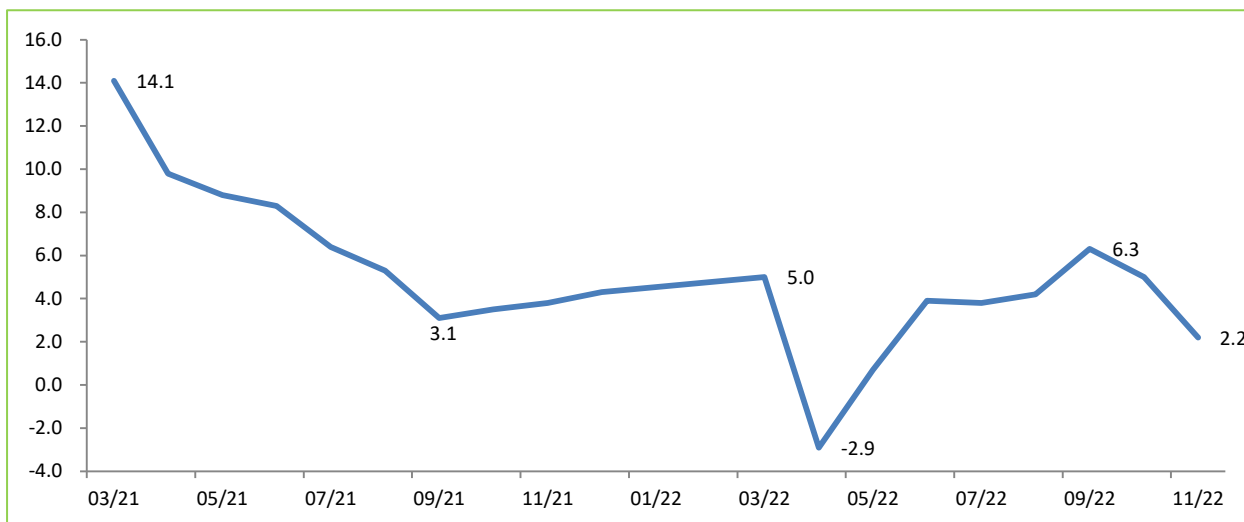


来源: 国家统计局, 农银国际证券

11 月消费大幅放缓，主要由于疫情冲击服务业以及居民消费意愿低迷。11 月零售销售同比下跌 5.9%，较 10 月 0.5% 的跌幅明显扩大，亦多于市场所预期的 4.0% 跌幅（图 2）。根据我部的测算，撇除价格因素，11 月份消费品零售实际增速由 10 月的 -2.7% 进一步下滑至 -7.6%。受疫情影响，11 月份餐饮收入同比下跌 8.4%，跌幅较 10 月扩大 0.3 个百分点。细分类别来看，11 月只有粮油与食品类与中西药品类两个类别的消费仍维持增长，分别同比增长 3.9% 和 8.3%。其它类别的消费品消费均下跌，11 月份服装鞋帽类、家用电器和音响器材类以及通讯器材类消费分别下跌 15.6%、17.3% 及 17.6%。占整体销售 10% 的汽车类零售销售在 11 月份下跌 4.2%，较 10 月 3.9% 的增长明显放缓。其它产品消费方面，受累于房地产销售进一步下跌，部分居住类商品销售低迷。11 月份，限额以上单位家具类、建筑装潢材料类商品零售额同比分别下降 4.0% 和 10.0%。此外，首 11 个月全国网上零售额同比增长 4.2%，比首 10 月增速放慢 0.7 个百分点。

11月生产亦明显回落，主要因为疫情扰动以及内外需求均疲弱。11月工业增加值增速由10月的5.0%大幅回落至2.2%，并明显低于市场预期的3.5%增速（图3）。分行业看，11月份同比增速最高的几个行业为电气机械和器材制造业（12.4%）、化学原料和化学制品制造业（10.8%）、有色金属冶炼和压延加工业（9.4%）以及黑色金属冶炼和压延加工业（10.2%）。11月份同比增速较慢的几个行业为纺织业（-4.7%）、橡胶和塑料制品业（-3.4%）以及医药制造业（-3.2%）。分产品产量看，11月份新能源汽车同比增长60.5%，发电机组同比增长12.5%，核能发电量同比增11.1%，上述产品产量增幅排名居前。总体上工业活动景气高的行业主要集中在新能源汽车以及能源等领域。增速较慢的产品产量包括集成电路、微信计算机设备、金属切削机床以及智能手机等产品。值得指出的是，由于冬季枯水季来临导致11月水力发电量下跌14.2%，11月整体发电量仅增长0.1%。此外，11月整体汽车产量同比下跌9.9%，较10月8.6%的增速大幅放缓，显示整体汽车行业降温显著。

**图3：中国工业增加值实质增长 (%)**



来源：国家统计局，农银国际证券

11月失业率略有上升，主要受疫情冲击影响。首11月全国城镇调查失业率平均值为5.6%，与首10个月相同。11月份全国城镇调查失业率为5.7%，较10月份上升0.2个百分点。11月份31个大城市城镇调查失业率为6.7%，较10月上升0.7个百分点。11月31个大城市城镇调查失业率高于全国城镇失业率，影响消费者信心，或对大城市的零售销售构成压力。值得指出的是，11月16-24岁人口调查失业率为17.1%，较10月份下降0.8个百分点，反映年轻人尤其是大学生失业率略有好转。

展望未来，有见于当前多项利好经济的宏观政策公布，我们倾向2023年中国经济有望出现明显反弹。进入12月以来，中国在防疫措施上公布了十条新的规定，防疫政策出现显著优化。12月5日中国人民银行实施降准0.25%，释放长期资金约5000亿人民币进入商业银行体系。12月6日召开的政治局会议提出2023年把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，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。坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。本次政治局会议对稳增长的诉求明显上升，通过扩大内需以及宏观政策的支持来推动经济整体好转。昨日中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，坚定实施扩大内需战略。今日公布的MLF利率维持不变，但净投放1500亿人民币。我们预期12月20日公布的1年期LPR大概率将维持不变，但为支持房地产销售复苏，我们不排除5年期LPR或出现调降。



## 权益披露

分析员，姚少华，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

## 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 10%)
持有	负市场回报 (约-10%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2009 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2009-21 年间的年复合增长率为 9.2%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责任文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183