

# 11 月份国民经济总体保持恢复态势

中国金属矿业经济研究院 李晓杰

**摘要：**1-11 月，我国经济继续保持恢复态势，主要宏观指标总体处于合理区间。但面对更趋复杂严峻的外部环境，国内经济恢复面临的压力增大。供给方面，工业生产延续扩展态势，制造业产出有所加速；需求方面，三大门类投资增速有所下滑，社零消费增速再度下滑，出口增速有所回落。国内政策将继续做好跨周期和逆周期调控有机结合，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。

1-11 月，我国经济继续保持恢复态势，主要宏观指标总体处于合理区间。但面对更趋复杂严峻的外部环境，国内经济恢复面临的压力增大。供给方面，工业生产延续扩展态势，制造业产出有所加速；需求方面，三大门类投资增速有所下滑，社零消费增速再度下滑，出口增速有所回落。国内政策将继续做好跨周期和逆周期调控有机结合，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。

表 1: 11 月宏观经济核心数据

	经济指标	单位	同比变化	11 月同比	10 月同比	2020 年同期	2019 年同期
1	工业增加值	%	↑	3.80	3.50	7.00	6.20
2	固定资产投资 (1-11 月)	%	↓	5.20	6.10	2.60	5.20
2-1	制造业投资 (1-11 月)	%	↓	13.70	14.20	-3.50	2.50
2-2	基建投资 (1-11 月)	%	↓	-0.17	0.72	3.32	3.47
2-3	房地产开发投资 (1-11 月)	%	↓	6.00	7.20	6.80	10.20
3	社会消费品零售	%	↓	3.90	4.90	5.00	8.00
4-1	出口金额	%	↓	22.00	27.10	20.53	-1.27
4-2	进口金额	%	↑	31.70	20.60	4.56	1.00
4-3	贸易差额	亿美元	↓	717.11	845.21	742.49	371.76
4-4	外汇储备	亿美元	↑	32223.86	32176.14	31784.90	30955.91
5-1	CPI	%	↑	2.30	1.50	-0.50	4.50
5-2	PPI	%	↓	12.90	13.50	-1.50	-1.40
6-1	M2	%	↓	8.50	8.70	10.70	8.20

6-2	社会融资规模	亿元	↑	26141.00	16073.00	21355.00	19936.92
-----	--------	----	---	----------	----------	----------	----------

资料来源: Wind, 五矿经研院

## 一、制造业 PMI 短期反弹, 重新回到荣枯线上

11 月份, 制造业 PMI 为 50.1%, 较上月上升 0.9 个百分点, 短期逆转了此前连续 7 个月的下滑。非制造业 PMI 为 52.3%, 较上月下降 0.1 个百分点, 但仍然高于临界点, 其中建筑业 PMI 指数为 59.1%, 比上月回升 2.2 个百分点; 服务业 PMI 为 51.0%, 比上月大幅回落 0.5 个百分点。综合 PMI 为 52.2%, 较上月回升 1.4 个百分点。

图 1:11 月份 PMI 继续保持在荣枯线上



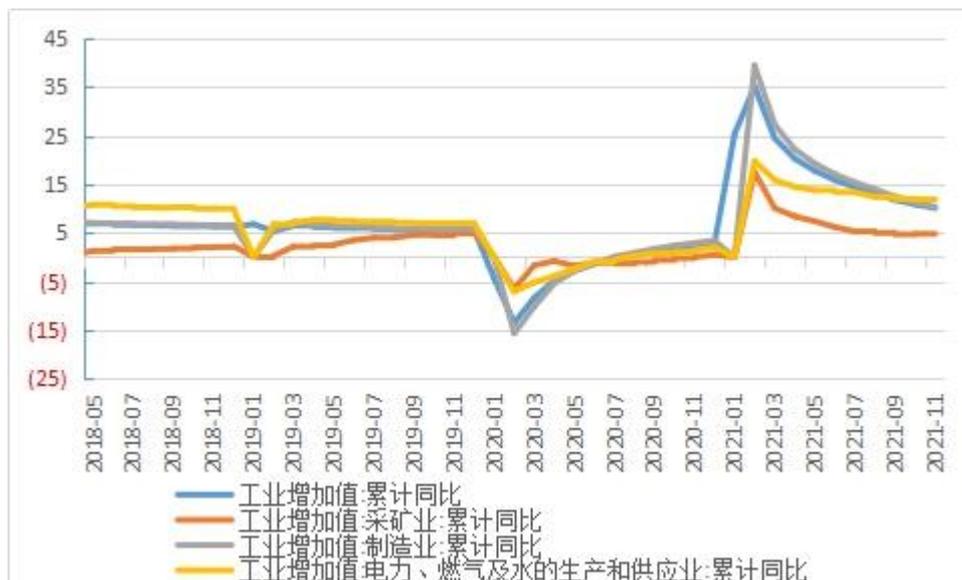
资料来源: Wind, 五矿经研院

当前 PMI 呈现如下特征, 一是供给有所好转, 需求仍然较弱。生产指数为 52.0%, 比上月回升 3.6 个百分点, 主要是电力供应紧张局面有所缓解、原材料价格有所回落推动; 新订单指数为 49.4%, 比上月回升 0.6 个百分点, 但已连续 4 个月在荣枯线以下, 特别是下游行业在原材料价格持续高位运行的压制下, 盈利预期较低, 有效需求不足。二是进出口订单指数持续回升, 11 月新出口订单指数 48.5%, 回升 1.9 个百分点, 连续 2 个月回升; 进口指数回升 0.6 个百分点至 48.1%, 但已经连续 6 个月处于荣枯线以下。三是出厂价格再度滑落, 11 月份 PMI 出厂价格指数为 48.9%, 较 10 月大幅回落 12.2 个百分点, 已经连续时隔 18 个月再次降至临界点以下; 主要原材料购进价格指数为 52.9%, 较上月大幅回落 19.2 个百分点, 主要是受石油煤炭及其他燃料加工等行业价格回落影响。四是大中型企业扩张, 小企业继续承压。11 月大型制造业企业 PMI 为 50.2%, 尽管比上月回落了 0.1 个百分点, 但仍处于荣枯线以上; 中型企业 PMI 为 51.2%, 较上月回升 2.6 个百分点, 时隔 2 个月再次回到荣枯线上; 小型制造业企业 PMI 为 48.5%, 较上月回升 1 个百分点和持平, 连续 7 个月低于临界点, 表明中小型企业景气水平持续偏低, 生产经营压力较大。五是供应链依然承压, 供应商配送时间指数为 48.2%, 比上月上升 1.5 个百分点, 但仍低于临界点, 表明制造业原材料供应商交货时间有所延长。

## 二、工业生产产出继续回升，制造业产出有所加速

1-11 月份，规模以上工业增加值在 2020 年低基数基础上同比增长 10.1%，较 1-10 月回落 0.8 个百分点，两年平均增长 6.1%，较上月回落 0.1 个百分点。其中，10 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.8%，比 10 月回升 0.3 个百分点，两年平均增长 5.4%，较上月回升 0.2 个百分点。整体来看，剔除低基数影响，工业增加值保持扩张势头，主要是受限电限产等阶段性、约束性因素趋缓的影响，发展仍呈现一定韧性，边际增速有所回升。

图 2：11 月份工业生产继续扩张（%）



资料来源：Wind，五矿经研院

分三大门类看，11 月份，采矿业增加值同比增长 6.2%；制造业增长 2.9%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 11.1%。1-11 月，采矿业增加值累计同比增长 5.1%，较 1-10 月回升 0.3 个百分点；制造业累计同比增长 10.4%，较 1-10 月回落 1.2 个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业累计同比增长 11.9%，与 1-10 月持平。

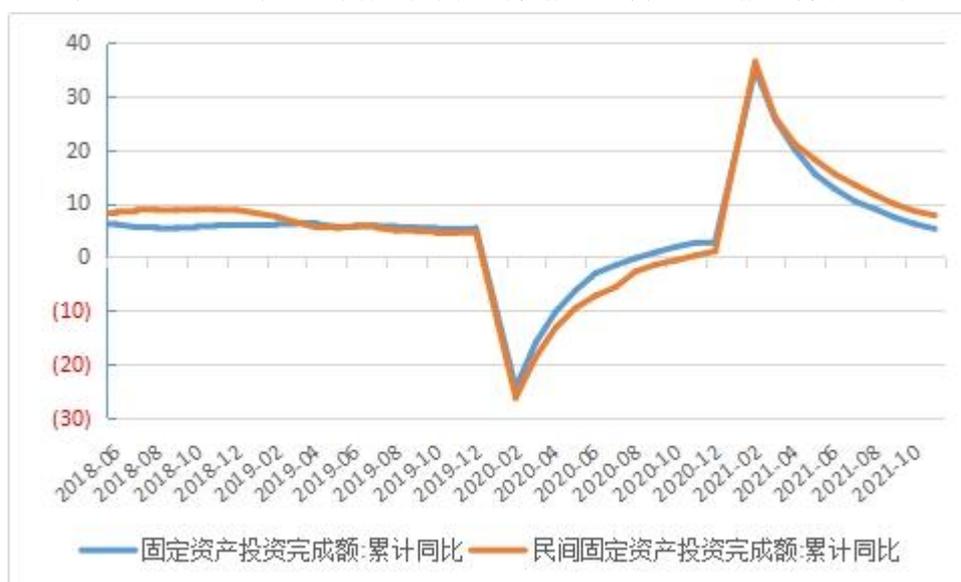
分行业看，11 月份，41 个大类行业中有 29 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 7.0%，纺织业下降 3.5%，化学原料和化学制品制造业下降 0.9%，非金属矿物制品业下降 4.0%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 11.2%，有色金属冶炼和压延加工业下降 1.2%，通用设备制造业增长 2.8%，专用设备制造业增长 4.0%，汽车制造业下降 4.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 3.6%，电气机械和器材制造业增长 9.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 13.5%，电力、热力生产和供应业增长 10.1%。

分产品看，11 月份，612 种产品中有 283 种产品产量同比增长。钢材 10103 万吨，同比下降 14.7%；水泥 19958 万吨，下降 18.6%；十种有色金属 535 万吨，下降 0.7%；乙烯 231 万吨，增长 2.7%；汽车 267.3 万辆，下降 7.1%，其中，新能源汽车 47.7 万辆，增长 112.0%；发电量 6540 亿千瓦时，增长 0.2%；原油加工量 5964 万吨，增长 2.2%。

### 三、固定资产投资增速稳中趋缓，民间固定资产投资继续回落

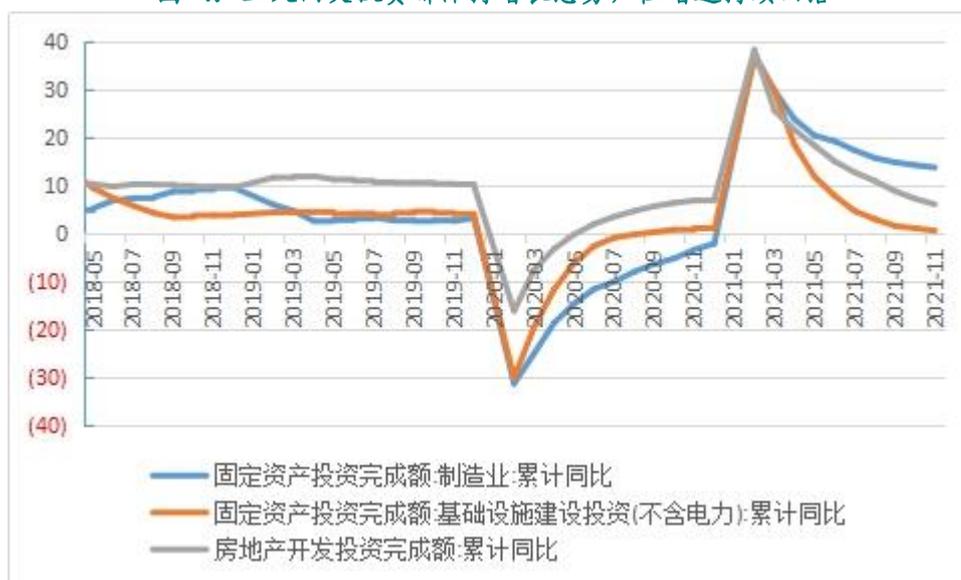
1-11 月份，全国固定资产投资(不含农户)494082 亿元，同比增长 5.2%；比 2019 年 1-11 月份增长 7.9%，两年平均增长 3.9%。其中，民间固定资产投资 281027 亿元，同比增长 7.7%。从环比看，10 月份固定资产投资(不含农户)增长 0.19%。三大门类中，1-11 月份基础设施投资(不含电力)同比增长 0.5%，比 1-10 月份回落 0.5 个百分点，两年平均增速为 0.75%，较 1-10 月回落 0.1 个百分点；制造业投资同比增长 13.7%，比 1-10 月份回落 0.5 个百分点，两年平均增速为 4.8%，较 1-10 月上升 0.8 个百分点；房地产开发投资同比增长 6%，比 1-10 月份回落 1.2 个百分点，两年平均增速为 6.4%，较 1-10 月回落 0.4 个百分点。

图 3：1-11 月固定资产投资保持增长态势，但增速持续滑落



资料来源：Wind，五矿经研院

图 4：三大门类投资都保持增长态势，但增速持续回落



资料来源：Wind，五矿经研院

具体来看，1-11 月，制造业投资保持增长，主要得益于出口超预期增长带动国内制造业持续扩张、结构性支持政策持续发力，以及高技术制造业投资恢复

等。高技术产业投资同比增长 16.6%；两年平均增长 14.2%，比 1-10 月份加快 0.7 个百分点。其中，高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长 22.2%、6.4%。高技术制造业中，计算机及办公设备制造业、电子及通信设备制造业投资同比分别增长 26.1%、24.7%；高技术服务业中，电子商务服务业、检验检测服务业投资同比分别增长 47.5%、14.8%。**基建投资**持续恢复，但整体增速持续下滑，对固定资产投资的支撑作用减弱。11 月地方政府债券共计发行 6804 亿元，其中新增债券 5949 亿元，再融资债券 855 亿元，11 月地方政府债券发行以新增专项债券为主，占比达 84.67%。截至到 11 月 30 日，地方政府债券共计发行 71719 亿元，其中新增债券 42573 亿元（一般债券 7741 亿元，专项债券 34832 亿元），再融资债券 29146 亿元（一般债券 17562 亿元，专项债券 11585 亿元）。截至 11 月 30 日，新增地方政府债券（剥离中小银行专项债券）完成全年额度（财政部 42676 亿元）的 96.09%。根据中央政治局会议要求，积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。1-11 月，国家发改委共审批核准固定资产投资项 84 个，总投资 7570 亿元。11 月份，共审批固定资产投资项 14 个，总投资 2615 亿元，主要集中在交通、能源、水利等领域。**房地产投资**稳中趋降，2021 年 1-11 月，商品房销售面积 158131 万平方米，同比增长 4.8%；比 2019 年 1-11 月增长 6.2%，两年平均增长 3.1%。受限制性政策和信贷融资的约束，2019 年以来土地购置面积增速持续负增长，1-11 月，房地产开发企业土地购置面积 18287 万平方米，同比下降 11.2%；土地成交价款 14519 亿元，增长 4.5%。11 月多个核心城市第三轮集中供地，因此土地成交价款结构性提升。但从土地购置面积和各城市土拍成交多以城投公司托底来看，土地市场已经进入到了冰点。尽管房地产企业后续可能有土地补库存的需求，但由于房地产开发商面临“三条红线”的融资约束条件，民营开发企业多已无力购置土地，很难再支撑整体行业投资规模。特别是在部分城市购房资格审批趋严、购房利率有所上行的背景下，居民对购房的观望情绪上升，房地产投资后续可能继续下降。

#### 四、社零消费增速小幅回落，内需潜力仍有待释放

1-11 月，社会消费品零售总额 399554 亿元，同比增长 13.7%，两年平均增长 4.0%。1-11 月，全国网上零售额 118749 亿元，同比增长 15.4%。其中，实物商品网上零售额 98056 亿元，同比增长 13.2%；占社会消费品零售总额的比重为 24.5%，比 1-10 月份提高 0.8 个百分点。11 月份，社会消费品零售总额 41043 亿元，同比增长 3.9%，比上月回落 1.0 个百分点；两年平均增长 4.4%，比上月回落 0.2 个百分点；环比增长 0.22%。

图 5：社零消费增速再度下滑（%）



资料来源: Wind, 五矿经研院

具体来看, **必需消费**增速大幅回升, 11 月份, 粮油、食品类, 饮料类分别同比增长 14.80%、15.50%, 分别比上月增长 4.9 个百分点、5.7 个百分点。**改善消费**增速有所分化, 其中文化办公用品类同比增长 18.1%, 较上月大幅回升 6.6 个百分点, 金银珠宝类同比增长 5.7%, 较上月回落 6.9 个百分点。**居住类继续分化**, 其中家电音像类消费增长 6.6%, 较上月回落 2.9 个百分点, 家具、建筑装饰类分别增长 6.1%、14.1%, 分别比上月增长 3.7 个百分点、2.1 个百分点。**汽车消费**恢复相对缓慢, 同比下降 9%, 较上月回升 2.5 个百分点, 主要是受上游通胀冲击影响。整体而言, 消费持续恢复, 但增速仍然较为疲弱, 低于市场预期, 后续仍需通过促进就业、完善社会保障、优化收入分配结构等, 助力新型消费扩容, 促进传统消费增长。值得注意的是, 临近年底, 国内多地出现零散疫情, 或对餐饮和限额以下零售形成新的冲击。

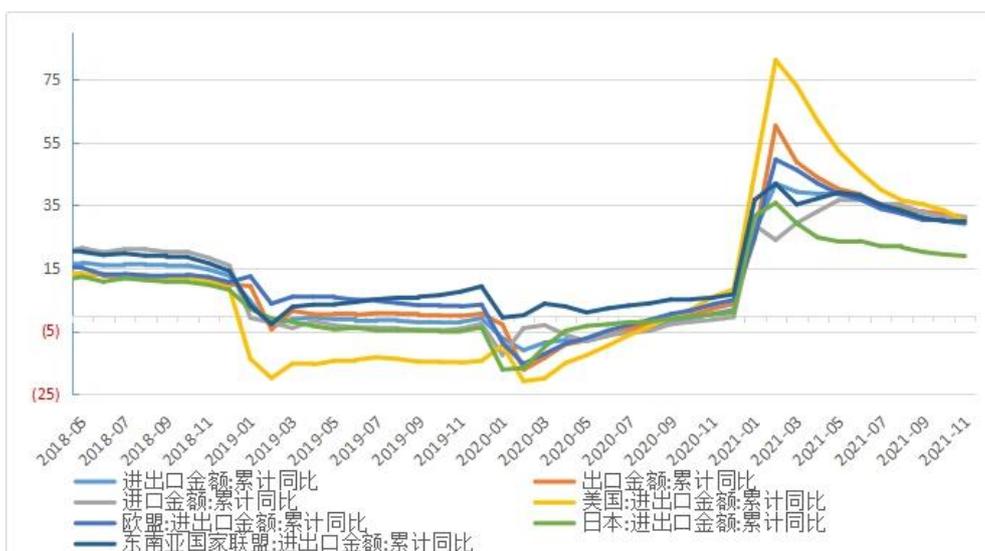
## 五、出口韧性犹存, 贸易顺差有所收窄

按美元计价, 1-11 月, 我国进出口总值 5.47 万亿美元, 同比增长 31.3%, 比 2019 年同期增长 31.9%。其中, 出口 3.03 万亿美元, 同比增长 31.1%, 比 2019 年同期增长 33.9%; 进口 2.44 万亿美元, 同比增长 31.4%, 比 2019 年同期增长 29.6%; 贸易顺差 5817.1 亿美元, 同比增加 29.8%。11 月, 我国进出口总值 5793.4 亿美元, 同比增长 26.1%, 环比增长 12.2%, 比 2019 年同期增长 42.8%。其中, 出口 3255.3 亿美元, 同比增长 22%, 环比增长 8.4%, 比 2019 年同期增长 47%; 进口 2538.1 亿美元, 同比增长 31.7%, 环比增长 17.6%, 比 2019 年同期增长 37.7%; 贸易顺差 717.2 亿美元, 同比减少 3.4%。

**出口方面**, 对大多数国家的出口增速都显著走高, 对美国增速累计同比大幅增长 28.3%, 对东盟、欧盟和日本累计同比分别增长 27.9%、33.4%和 17.1%, 主要是受去年低基数因素以及全球经济整体复苏影响。

**进口方面**, 主要是受全球疫情好转、海外供给增加、国内需求持续恢复以及大宗商品价格处于高位影响。分国别看, 我国从美国、东盟、欧盟和日本的进口同比增速分别达 36.9%、32.1%、22.7%和 20.4%, 都有较大提升。

图 6: 1-11 月进出口增速 (累计同比, %)



资料来源: Wind, 五矿经研院

## 六、CPI 继续回升, PPI 有所回落

**CPI 方面**, 从同比看, 上涨 2.3%, 涨幅比上月扩大 0.8 个百分点。同比涨幅扩大较多, 除了受到本月新涨价影响外, 主要是受到去年同期基数较低的影响。具体看, 食品价格同比由上月下降 2.4% 转为上涨 1.6%, 影响 CPI 上涨约 0.30 个百分点。食品中, 猪肉价格下降 32.7%, 降幅比上月收窄 11.3 个百分点; 鲜菜价格上涨 30.6%, 涨幅比上月扩大 14.7 个百分点; 鸡蛋、淡水鱼和食用植物油价格分别上涨 20.1%、18.0% 和 9.7%。非食品价格上涨 2.5%, 涨幅比上月扩大 0.1 个百分点, 影响 CPI 上涨约 2.04 个百分点。非食品中, 工业消费品价格上涨 3.9%, 涨幅扩大 0.1 个百分点, 其中汽油和柴油价格分别上涨 36.7% 和 40.6%, 涨幅继续扩大; 服务价格上涨 1.5%, 涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。

**PPI 方面**, 从同比看, 上涨 12.9%, 涨幅比上月回落 0.6 个百分点。其中, 生产资料价格上涨 17.0%, 涨幅回落 0.9 个百分点; 生活资料价格上涨 1.0%, 涨幅扩大 0.4 个百分点。调查的 40 个工业行业大类中, 价格上涨的有 37 个, 比上月增加 1 个。主要行业中, 价格涨幅回落的有: 煤炭开采和洗选业上涨 88.8%, 回落 14.9 个百分点; 黑色金属冶炼和压延加工业上涨 31.0%, 回落 8.9 个百分点; 有色金属冶炼和压延加工业上涨 26.5%, 回落 3.0 个百分点。价格涨幅扩大的有: 石油和天然气开采业上涨 68.5%, 扩大 8.8 个百分点; 燃气生产和供应业上涨 10.9%, 扩大 1.5 个百分点; 纺织业上涨 9.2%, 扩大 0.7 个百分点; 食品制造业上涨 3.5%, 扩大 0.9 个百分点。

整体而言, 在国内供给恢复显著快于需求恢复的背景下, 上游原材料向下游制造业转嫁成本能力较强, 下游制造业向消费端传导转嫁成本能力较弱, 导致上游对下游利润挤压作用较强, CPI 与 PPI 的“剪刀差”虽有所收敛, 但仍在高位, 继续对下游企业的投资意愿形成压制。从长期来看, 并不利于国内经济的持续恢复, 下游生产企业特别是中小民营企业经营将持续面临困难和压力, 同时 PPI 上涨向 CPI 的传导速度有所提速, 预计大宗商品保供稳价政策将会持续发力。

图 7: 我国 CPI 与 PPI “剪刀差” 有所收敛 (%)



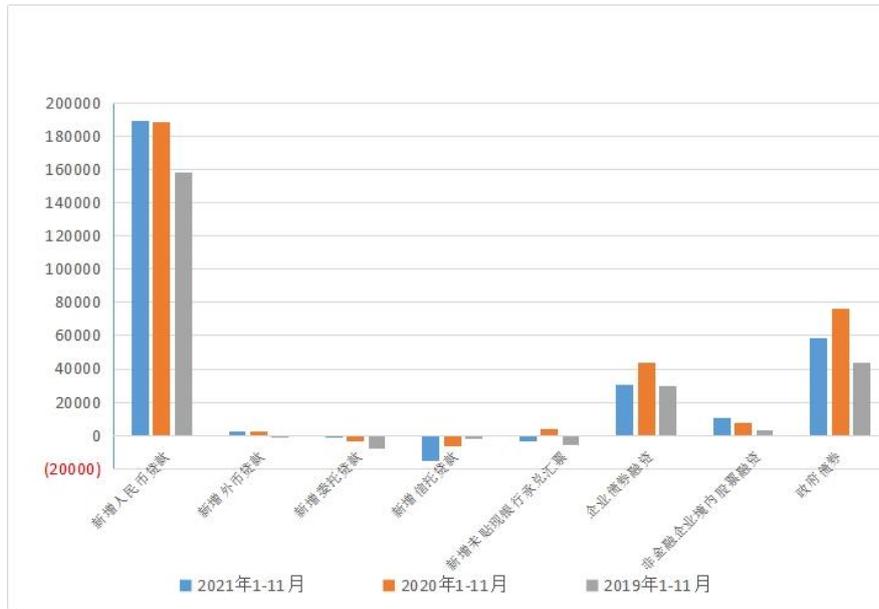
资料来源: Wind, 五矿经研院

## 七、社会融资增速小幅回升，政策发力支持实体经济

新口径下，11月社会融资规模增量为2.61万亿元，比上年同期多4786亿元，比2019年同期多6204亿元。11月末社会融资规模存量为311.9万亿元，同比增长10.1%。**结构方面**，1-11月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的65%，较10月回落2个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为190.5万亿元，同比增长11.8%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.3万亿元，同比增长3.7%；委托贷款余额为10.92万亿元，同比下降1.8%；信托贷款余额为4.81万亿元，同比下降29.3%；未贴现的银行承兑汇票余额为3.16万亿元，同比下降15.3%；企业债券余额为29.72万亿元，同比增长7.7%；政府债券余额为51.9万亿元，同比增长14.4%；非金融企业境内股票余额为9.28万亿元，同比增长14%。

宏观政策方面，中央经济工作会议提出“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”“稳健的货币政策要灵活适度”等，释放“稳增长”的信号。11月末，广义货币(M2)余额235.6万亿元，同比增长8.5%，增速分别比上月末和上年同期低0.2个和2.2个百分点；狭义货币(M1)余额63.75万亿元，同比增长3%，增速比上月末高0.2个百分点，比上年同期低7个百分点；流通中货币(M0)余额8.74万亿元，同比增长7.2%，主要受到信贷派生动能下降的拖累。预计后续社融、M2增速将趋稳，积极的因素是政府债券发行提速及政策层面加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，12月20日，央行公告1年期LPR为3.8%，较上个月下调5BP，是2020年4月之后的首次下调；不利因素是制造业为首的实体融资需求持续疲软，特别是企业贷款结构呈现短期化和票据高增的特点。货币政策方面，将继续保持独立性，抓住当前中美10年期国债收益率拉大的窗口期，进一步放松货币政策的空间。财政政策方面，积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。预计地方政府专项债将加速，近期财政部已向各地提前下达了2022年新增专项债务限额1.46万亿元，通过尽快形成实物工作量，为稳定宏观经济大盘提供有力支撑。

图 8: 1-11 月社会融资 (亿元)



资料来源: Wind, 五矿经研院