

12月：经济增长阶段性超越潜在增速

证券研究报告
2020年12月08日

作者

11月，在内生动能和外部因素的共同作用下，实体经济延续了良好的复苏势头，4季度经济增速可能阶段性超越潜在增速至6.5%附近。一是海外疫情反复，供给受限需求强韧导致供需缺口进一步放大，国内出口增速飙升至超过20%；二是北方气温显著偏暖，建筑业施工需求淡季不淡，基建地产增速可能位于超季节性高位；三是企业盈利和居民就业改善，制造业投资和社零消费延续温和复苏。

随着经济超预期复苏，货币政策取向整体偏稳健。在当前政策环境下，融资供给约束将逐渐取代融资需求改善成为主导因素，本轮信用扩张进入顶部回落阶段，预计11月存量社融和信贷增速同步小幅回落。

明年的宏观主线可能在于内部的稳杠杆和外部的疫苗疫情。稳杠杆的力度决定了明年的货币财政基调和信用环境，将直接影响制造业和消费的复苏空间、地产和基建的回落幅度、实体企业的信用风险；疫苗对疫情的控制效果决定了明年海外发达经济体和新兴市场的复苏时间和节奏，将直接影响国内出口的总量增速和结构变化，对全球定价的大宗商品价格走势和国内面临的输入性通胀压力也将产生影响。

风险提示：稳杠杆政策力度超预期；疫苗效果不及预期；通胀压力超预期

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告



表 1：11 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020.10	2020.11(E)	WIND 预期
实际 GDP (当季)	6.1	-6.8	3.2	4.9	-	-	-
名义 GDP (当季)	7.8	-5.3	3.1	5.5	-	-	-
工业增加值 (当月/季)	5.7	-8.4	4.3	5.8	6.9	7.0	6.9
固定资产投资 (累计)	5.4	-16.1	-3.1	0.8	1.8	2.6	2.7
制造业投资 (累计)	3.1	-25.2	-11.7	-6.5	-5.3	-4.1	-
全口径基建投资 (累计)	3.3	-16.4	-0.1	2.4	3.0	3.4	-
房地产开发投资 (累计)	9.9	-7.7	1.9	5.6	6.3	6.9	-
社消零售总额 (当月/季)	8.0	-19	-3.9	0.9	4.3	5.2	6.0
出口 (当月/季, 美元)	0.5	-13.4	0.1	8.8	11.4	21.1	9.9
进口 (当月/季, 美元)	-2.7	-3.0	-9.7	3.2	4.7	4.5	4.5
CPI (当月/季)	2.9	4.9	2.7	2.3	0.5	0.1	0.1
PPI (当月/季)	-0.3	-0.6	-3.3	-2.2	-2.1	-1.6	-1.5
新增实体信贷 (万亿)	-	-	-	-	-	1.4	1.34
新增社融 (万亿)	-	-	-	-	-	1.95-2.0	1.98
社会融资规模存量同比	10.7	11.5	12.8	13.5	13.7	13.6	-
M1	4.4	5	6.5	8.1	9.1	10.3	-
M2	8.7	10.1	11.1	10.9	10.5	10.6	10.6

资料来源：WIND，天风证券研究所

11 月，在内生动能和外部因素的共同作用下，实体经济延续了良好的复苏势头，4 季度经济增速可能阶段性超越潜在增速至 6.5% 附近。一是海外疫情反复，供给受限需求韧性强导致供需缺口进一步放大，国内出口增速飙升至超过 20%；二是北方气温显著偏暖，建筑业施工需求淡季不淡，基建地产增速可能位于超季节性高位；三是企业盈利和居民就业改善，制造业投资和社零消费延续温和复苏。内需复苏外需强劲的背景下，工业增加值增有望保持高速增长，工业品价格通缩进一步收窄，工业库存周期处于主动补库阶段。

随着经济超预期复苏，货币政策取向整体偏稳健。货币市场流动性保持紧平衡，DR007 均值 2.29%，环比 10 月上升 5BP，高于同期限政策利率（7DDOMO）9BP；1 年期 AAA 银行同业存单利率均值 3.2%，环比 10 月上升 12BP，高于同期限政策利率（1YMLF）25BP；超储率低位运行，央行月底超预期投放 2000 亿 MLF 后预计超储率升至 1.3%，略高于 10 月的 1.1%。在当前的政策环境下，融资供给约束将逐渐取代融资需求改善成为主导因素，本轮信用扩张基本结束并开始顶部回落，预计 11 月存量社融和信贷增速同步小幅回落。

进入明年，宏观主线可能在于内部的稳定宏观杠杆率和外部的疫苗疫情。稳杠杆的力度决定了明年的货币财政政策基调和信用环境，将直接影响制造业和消费的复苏空间、地产和基建的回落幅度、实体企业的信用风险；疫苗对疫情的控制效果决定了明年海外发达经济体和新兴市场的复苏时间和节奏，将直接影响国内出口的总量增速和结构变化，对全球定价的大宗商品价格走势和国内面临的输入性通胀压力也将产生一定影响。

1. 金融数据：社融增速见顶回落，信用扩张拐点初现

表内方面，预计 11 月新增信贷（社融口径）1.4 万亿，存量增速小幅回落。具体来看，居民消费进一步修复，10-11 月商品房销售金额增长较多，预计居民新增短期贷款 1900 亿，新增中长期贷款 5600 亿，合计约 7500 亿。企业融资需求随经济复苏保持旺盛，但是在超储率持续偏低限制银行资产端扩张、年末信贷额度偏紧等因素的影响下，融资供给约束将逐渐占据主导地位，结果是贷款利率上行、信贷增速回落。预计企业新增短期类贷款（短贷+票据）-500 亿，新增中长期贷款 7000 亿，合计约 6500 亿。

表外方面，11 月集合信托发行和到期规模都有所增长，预计信托贷款新增-1100 亿，预计委托贷款新增-400 亿，未贴现票据新增 200 亿，三者合计净融资-1300 亿；受信用风险事件等影响，非金融企业债券净融资规模明显收缩至约 1300 亿，政府债券净融资约 3843 亿，

非金融企业境内股票净融资约 800 亿。总的来看，预计 11 月新增社融 1.95-2.0 万亿，存量增速小幅回落至 13.6%（前值 13.7%），信用扩张见顶回落。

2. 工业生产：内需复苏外需强劲，工业产出保持高增

从我们跟踪的几个主要行业来看，11 月唐山钢厂产能利用率、焦化厂焦炉生产率回落，PTA 开工率、汽车轮胎半钢胎开工率上升，模型结果显示工业生产仍然强劲。

相应的，11 月 PMI 生产指数录得 54.7，为 2017 年 9 月以来的最高值，环比 10 月进一步升高 0.8，这意味着 11 月工增同比在 6.8% 以上。考虑到 11 月出口（美元计价）同比增速高达 21.1%，工增环比可能明显高于季节性，**预计 11 月工业增加值同比增长 7.0%（前值 6.9%）。**

值得注意的是，虽然 11 月 PMI 新订单和新出口订单指数环比分别升高 1.1 和 0.5，但在手订单指数环比回落 0.5，这是该指标自今年 4 月以来首次回落。如果后续出口增速不能进一步上行，工业生产强度可能已在高位。

3. 固定资产投资：制造业延续温和复苏，建筑业气温偏暖淡季不淡

11 月螺纹钢产量低位企稳，库存大幅去化，表观消费量同比较 10 月进一步上升，环比还稍高于 10 月，呈现淡季不淡的特征。热轧卷板产量基本持平，库存正常去化，表观消费量同环比基本持平，需求相对一般。

10 月当月制造业投资同比增长 3.4%，较 9 月的 2.8% 回升 0.6%，其中基数因素贡献 -1.4%，复苏因素贡献 2.0%。制造业投资延续良好复苏势头，与高技术制造业资本开支旺盛、传统制造业盈利和产能利用率大幅改善以及相对宽松的融资环境等因素有关。这些有利因素当前仍然存在，有利于制造业资本开支继续改善。**预计 1-11 月制造业投资累计同比增速 -4.1%（前值 -5.3%），其中 11 月当月同比增速 6.6%（前值 3.4%）。**

表 2：制造业投资增速回升的贡献拆解

	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月 (E)
2018 环比		-3.1%	15.2%	27.5%	-23.5%	-2.3%	20.2%	-7.2%	-3.1%
2019 环比		-7.7%	20.3%	28.2%	-22.8%	-8.2%	24.5%	-5.9%	-4.6%
2020 单月同比	-20.6%	-6.8%	-5.2%	-3.5%	-3.1%	5.0%	2.8%	3.4%	6.6%
单月同比反弹		13.8%	1.6%	1.7%	0.4%	8.1%	-2.2%	0.6%	3.2%
基数贡献		4.9%	-4.3%	-0.6%	-0.9%	6.4%	-3.4%	-1.4%	1.7%
复苏贡献		8.8%	5.8%	2.3%	1.3%	1.7%	1.2%	2.0%	1.5%

资料来源：WIND，天风证券研究所

10 月当月全口径基建投资增速从 9 月的 4.8% 回升至 7.2%，与财政支出提升和同比基数偏低等有关。11 月北方气温明显较往年偏暖，仍然具备施工条件，因此螺纹钢等建材需求呈现淡季不淡的特征，挖掘机销量也保持较高增速，基建施工强度尚可。受基数升高影响，**预计 1-11 月全口径基建投资累计同比增速 3.4%（前值 3.0%），其中 11 月当月同比增速 6.2%（前值 7.2%）。**

10 月当月房地产开发投资同比增长 12.7%，其中建安设备投资和土地购置费的贡献基本相同。“三道红线”监管压力下房企推动去库存和高周转以实现降杠杆，项目施工强度保持高位；今年以来土地成交价款较去年有所修复，带动土地购置费增速滞后上行。这一局面短期还将延续，**预计 1-11 月房地产开发投资累计同比增速 6.9%（前值 6.3%），其中 11 月当月同比增速 11.7%（前值 12.7%）。**

综上，预计 1-11 月固定资产投资累计同比增速 2.6%（前值 1.8%），其中 11 月当月同比增速 9.6%（前值 9.2%）。

4. 房地产市场：商品房销售景气度平稳回落，新开工保持温和增长

11 月 30 大中城市商品房成交面积同比增长 6.3%，较 10 月的 7.4% 小幅回落。根据克而瑞

数据，11月百强房企全口径销售金额同比增长20.2%，同样较10月的21.5%小幅回落。据此估计，11月当月全国商品房销售面积增速可能回落至10%-12%，预计1-11月全国商品房销售面积同比增速1.1%-1.3%（前值0.0%）。

10月商品房销售高增长是此前年度销售目标进度偏慢背景下房企加大供给的结果，对应房价涨幅连续2个月回落。当前销售目标已经接近达成，降杆杆诉求下房企推动去库存和高周转，销售景气度以平稳回落为主。10月当月新开工面积增速重新转正，这是房企去库存和保持一定供给强度的结果，预计11月还将延续。

5. 消费：汽车消费基本持平，总量延续温和复苏

根据乘联会数据，11月乘用车零售销量同比增长8.0%，与10月的8%基本持平；根据中汽协数据，11月汽车销量预估同比增长11.1%，较10月小幅回落，其中乘用车同比增长9.3%，与10月持平。中汽协是批发数据，乘用车增速持平稍低于乘联会批发销量数据，商用车批发增速可作为零售情况的参考，目前较10月小幅回落。总体来看，预计11月汽车零售消费增速与10月基本持平。

11月国际油价环比涨幅较大，但月度均值同比改善幅度较小，11月19日国内成品油价格上调，石油及制品类消费可能小幅回升。根据厨芯科技的餐饮复苏指数，11月样本餐饮业客流量为去年同期的88.4%，较10月的90.7%小幅回落，餐饮收入复苏仍然相对较慢。

剔除汽车消费后，近期限额以上消费增速已经接近回归疫情之前的水平，但社零整体增速仍然较疫情前偏低5%-6%，可能与疫情冲击之下不同收入群体的消费倾向恢复和不同规模企业的供给能力恢复差异有关，消费的复苏将是一个漫长且温和的过程。预计11月当月社零同比增速5.2%（前值4.3%）。

6. 通胀：工业品价格涨幅较大，食品价格平稳但可能开始季节性上涨

11月工业品价格多数上涨且涨幅较大。南华螺纹钢指数环比上涨6.0%，热轧卷板上涨7.4%；焦煤、焦炭上涨5.6%、11.9%；铜、锌、铝上涨10.1%、7.9%、13.6%；布油上涨28.6%，化工产品价格指数上涨7.6%；水泥上涨2.6%。11月商品涨价可能主要与三方面因素有关，一是海外疫情大爆发限制产能，但需求受财政刺激韧性较强，形成供需缺口；二是国内北方气温偏暖，建筑业施工需求淡季不淡；三是疫苗研发进展良好提振商品价格预期。目前除原油和水泥之外，主要工业大宗商品价格均已恢复至疫情前的水平之上。预计11月PPI同比-1.6%（前值-2.1%）。

11月主要食品价格涨跌互现。农业部猪肉批发价止跌上涨0.64%，牛肉上涨1.0%、羊肉下跌0.3%；鸡蛋下跌1.8%，鲜菜下跌2.8%，鲜果上涨5.6%。本月食品价格环比波动较小，同比继续受基数上升压制，叠加相对疲弱的服务类消费价格，预计11月CPI同比0.1%，年内可能不会转负。

值得注意的是，鲜菜和鲜果等食品价格从11月下旬开始出现冬季季节性价格上涨，后续

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1013

