

宏观研究/数据预测月报

2020年12月01日

朱洵 SAC No. S0570517080002
 研究员 SFC No. BQK711
 021-28972070
 zhuxun@htsc.com

易垭 SAC No. S0570520100005
 研究员 SFC No. AMH263
 evayi@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：总需求继续回升，货币政策保持中性》
2020.10
- 2《宏观：工业生产和基建投资有望加快回升》
2020.09
- 3《宏观：加快双循环建设，各项数据延续修复》
2020.08

11月数据预览：消费出口加速，核心通胀回升

如我们在 10 月经济数据点评《工业强劲消费回升，投资彰显韧性》（2020/11/16）中所述，我们对四季度和明年上半年的经济环比增长维持积极判断。高新制造行业可能会在未来几个季度内维持强劲增长势头；三季度以来消费和出口表现亮眼，前者以汽车等可选消费和服务类消费为代表，后者则反映出全球需求逐步回暖、且中国的出口份额仍处高位，二者皆有望在 4 季度进一步提振总需求增长。

受季节性因素影响，11 月工业增加值增速可能小幅回落，但仍有望略高于去年同期；设备更新和盈利改善有望引领制造业投资修复；基建投资可能存在年前（春节前）赶工需求。预计 11 月工业增加值同比+6.5%；11 月份制造业和基建投资当月增速或有小幅上行、地产投资当月可能有小幅回撤。预计 1-11 月固定资产投资增速进一步上行到+2.3%；制造业投资当月同比+5%（前值+3.7%），地产投资当月同比回落到+10%（前值+12.7%），基建投资（不含电力）当月同比+6%（前值+4.4%）。

在双十一购物节拉动下，预计 11 月社零消费增速继续走高、回升到+6.5%（前值+4.3%）。服务业消费加快重启，线上零售等新的服务业态发展迅速。随着国内产品体系更趋于完善、免税店等分布更加广泛，海淘等境外消费可能逐渐回流国内，境内消费有望加快升级。

我们预计 11 月份出口（美元计价）同比增速为+18%，进口同比增速为+10.2%；预计当月贸易顺差为 582 亿美元。四季度原本就是外贸旺季，而今年出口的强势有望支撑 Q4 贸易顺差环比、同比两个维度均扩大，对名义经济增长起到更为明显的拉动。

预计 11 月 CPI 同比+0.4%、继续下行，PPI 同比-1.8%、跌幅收窄。在猪肉价格可能持续下行的推动下，预计食品通胀同比继续回落；油价短期难以大幅上行，非食品通胀短期维持低位。往前看，温和再通胀趋势并未改变，明年一季度末或开始加速上行（对应今年一二季度基数的逐渐下行）。此外，全球经济重启成为关键词，国内外工业品价格或出现共振。疫苗研制进展加速可能会提振全球消费需求、拉动石油价格回暖。三季度以来，国内企业现金流和盈利有所改善，叠加全球工业品价格潜在回暖趋势，我们预计整体 PPI 有望继续复苏，且明年一季度末可能会加速上行。

预计 11 月社融新增 1.46 万亿，M2 同比 10.5%，信贷新增 7800 亿元。社融环比扩张动能趋缓，地产相关融资收紧、而企业中长期信贷需求或有所恢复。往前看，即使货币政策继续保持中性，企业现金流的恢复也可能带动制造业投资周期及居民收入增长进一步修复。

风险提示：油价上涨带来部分原材料涨价压力，推高成本；中美大国博弈影响国内资产价格和企业生产销售。

内需维持韧性，外贸加速向好

图表1：11月份经济数据预测表

指标	单位	2020											2019
		11月(预测)	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月
GDP	单季同比, %	-	-	4.9	-	-	3.2	-	-	-6.8	-	-	6.0
规模以上工业增加值	当期同比, %	6.5 ↓	6.9	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9
城镇调查失业率	当期值, %	5.3 -	5.3	5.4	5.6	5.7	5.7	5.9	6.0	5.9	6.2	5.3	5.2
城镇固定资产投资	累计同比, %	2.3 ↑	1.8	0.8	-0.3	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	-	5.4
制造业投资	当期同比, %	5.0 ↑	3.7	3.0	5.0	-3.1	-3.5	-5.3	-6.7	-20.6	-31.5	-	9.2
房地产开发投资	当期同比, %	10.0 ↓	12.7	12.0	11.8	11.7	8.5	8.1	7.0	1.1	-16.3	-	7.4
基建(不含电力)投资	当期同比, %	6.0 ↑	4.4	3.2	4.0	7.9	6.8	8.3	2.3	-11.1	-30.3	-	1.9
社会消费品零售总额	当期同比, %	6.5 ↑	4.3	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	-	8.0
出口(美元计价)	当期同比, %	18.0 ↑	11.4	9.9	9.5	7.2	0.5	-3.2	3.4	-6.6	-17.1	-	8.1
进口(美元计价)	当期同比, %	10.2 ↑	4.7	13.2	-2.1	-1.4	2.7	-16.6	-14.2	-1.1	-4.0	-	16.7
贸易差额(美元计价)	当期值, 亿美元	582.0 -	584.4	370.0	589.3	623.3	464.2	630.3	452.0	200.6	-69.2	-	472.5
CPI	当期同比, %	0.4 ↓	0.5	1.7	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5
PPI	当期同比, %	-1.8 ↑	-2.1	-2.1	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5
新增人民币贷款	当期值, 亿元	7,800 ↑	6,898	19,000	12,800	9,927	18,100	14,800	17,000	28,500	9,057	33,400	11,400
人民币贷款(存量)	当期同比, %	12.4 ↓	12.9	13.0	13.0	13.0	13.2	13.2	13.1	12.7	12.1	12.1	12.3
社会融资规模	当期值, 亿元	14,606 ↓	14,173	34,693	35,853	16,928	34,681	31,866	31,042	51,838	8,737	50,513	21,030
社会融资规模(存量)	当期同比, %	13.4 ↓	13.7	13.5	13.3	12.9	12.8	12.5	12.0	11.5	10.7	10.7	10.7
M2	当期同比, %	10.5 -	10.5	10.9	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

往前看, 4 季度 GDP 增长有望继续明显回升, 我们对明年上半年的环比增长保持积极。值得提醒的是, 我们认为当前中国正值新一轮制造业升级周期的爬升阶段, 高新制造业可能会在未来几个季度内维持强劲增长势头。此外, 三季度以来消费和出口表现亮眼, 前者以汽车等可选消费和服务类消费为代表, 后者则反映出全球需求逐步回暖、且中国的出口份额仍处高位, 二者皆有望在 4 季度进一步提振总需求增长。10 月基建和地产投资增速双双加快, 反映投资边际回缩的速度并未像市场担心的那样剧烈, 反而保有一定的韧性。虽然 10 月领先指标社融环比增速有所下行, 但同比增速仍加速至 13.7%, 鉴于社融领先内需增长约 1-2 个季度, 我们预计今年 4 季度和明年上半年的环比增长将继续回升。

预计 11 月工业增加值继续维持+6%以上增速

海外供需缺口扩大, 叠加圣诞季拉动, 我国电子、家具、玩具等产品等可能维持较大出口量; 基建增速有望进一步加快上行, 部分工业原材料和工业机械有望从去库存切换到主动补库存; 高技术产业生产端或维持高增速。受季节性因素影响, 11 月工业增加值增速可能小幅回落, 但仍有望高于去年同期。预计 11 月工业增加值同比+6.5%。

11 月社零消费增速可能继续走高

我们预计 11 月社会消费品零售总额名义增速回升到+6.5% (前值+4.3%)。三季度以来服务业消费加快重启, 线上零售等新的服务业态发展迅速。据天猫公布的数据显示, 天猫“双 11 全球狂欢季”期间 (11 月 1 日~11 月 11 日) 近 8 亿消费者参与, 累计下单金额突破 4982 亿元, 同比增长 26%; 据京东公布数据显示, 同期京东成交额 2715 亿, 同比增长 32%。

国内经济整体重启、复苏较快, 而今年海外疫情形势一波三折, 出国旅游短期难有起色, 服务贸易账户下的逆差有较大幅度收窄。随着国内产品体系更趋于完善、免税店等分布更加广泛, 海淘等境外消费可能逐渐回流国内, 境内消费有望加快升级。

消费业态的转型仍在持续演进, 即使不考虑上半年疫情的影响, 线上零售、生鲜配送等业态, 也将对传统的线下零售、餐饮消费等形成持续迭代, 疫情只是加速了这一过程。对市场而言, 应更多关注内循环建设大格局下, 消费作为内需战略基石的基础性地位, 决定其未来仍有较大发展空间。

设备更新和盈利改善有望引领制造业投资修复

1-10月整体固定资产投资同比增速为+1.8%，10月份当月同比增速对比，制造业、地产、基建（统计局口径，不含电力）、整体投资分别为3.7%、12.7%、4.4%和9.3%。我们预计11月份制造业和基建投资当月增速或有小幅上行、地产投资当月可能有小幅回撤。预计1-11月固定资产投资增速可能进一步上行到+2.3%左右。

制造业投资当月同比连续回到正增长，民间投资加快修复。市场当前对制造业的关注重点，一方面在于有效提高和维持行业产能利用率、抓住四季度圣诞节出口订单机遇，加大生产；另一方面为强调自主可控，加快补全产业链短板、锻炼长板，建设产业链内部循环。三季度制造业表现不乏亮点，PPI同比跌幅收窄，各项经营数据——工业企业营业利润率、工业企业利润持续向好，整体库存开始去化。经营数据的向好有助于企业修复资本开支信心，自动化、5G等概念引领的新一轮制造业投资周期有望启动。预计1-11月制造业投资累计同比增速在-4.3%左右（前值-5.3%），当月同比+5%（前值+3.7%）。

预计1-11月房地产开发投资累计同比+6.7%左右（前值+6.3%），当月同比回落到+10%（前值+12.7%）。土地成交热度下降，叠加融资政策收紧，土地购置费对投资的拉动作用可能弱化，但我们预计房企融资政策收紧不会触发投资骤然下行的风险，尤其是部分一线和新一线城市的房价上涨预期仍在（如上海放宽应届生落户等因素），已开工的项目仍有加快完工推盘的诉求；短期地产投资增速有望保持在高位区间。

我们预计1-11月基建投资（不含电力）累计同比回升至+1.3%左右，当月同比+6%（前值+4.4%）。从预算情况来看，下半年基建投资扩张有较为充足的财政资金支持，国内疫情基本平息后，多地新推出重大项目投资方案，我们预计资金投放到项目上的速度有望加快，带动基建投资上行。部分工业原材料如水泥、玻璃等的价格，11月环比小幅上涨；铁矿石、有色金属等11月份同样呈现上涨，说明基建投资后劲仍然较足，可能存在年前（春节前）赶工需求。

美元计价，预计11月出口同比+18%、进口同比+10.2%

我们预计11月份出口（美元计价）同比增速为+18%，进口同比增速为+10.2%；预计当月贸易顺差为582亿美元。四季度原本就是外贸旺季，而今年出口的强势有望支撑Q4贸易顺差环比、同比两个维度均扩大，对名义经济增长起到更为明显的拉动。近期，我国往欧洲/美东/美西等重点航线的出口运价、港口吞吐量等高频指标大幅走强，预示四季度出口增长可能再创年内高点、甚至可能成为过去几年的高点。贸易顺差对名义经济增长的拉动有望较Q3继续走高。

预计11月全国调查失业率5.3%

我们预计11月全国城镇调查失业率为5.3%，环比与上月持平。从经济先行指标看，制造业、建筑业PMI的从业人员分项虽然小幅回落，但仍位于荣枯线以上，呈现稳步恢复趋势，服务业用工情况也在渐进修复。从实体运行情况看，11月出口指标较为强劲，内需增长也继续加速。上、中游企业开工率受入冬影响有所回落，但下游需求仍较为旺盛。疫情方面，11月天津、上海等地爆发本土疫情，国内相关管控措施仍在持续；预计失业率有望持续在低位徘徊。

预计11月CPI同比+0.4%，PPI同比-1.8%

预计11月CPI环比+0.3%，同比+0.4%。11月份（截至11月26日），农业部口径猪肉、蔬菜、水果价格环比分别为-16.3%、+13.4%、+10.6%。蔬菜水果价格呈季节性上涨，猪价环比第三个月下跌，同比跌幅加大（受去年同期基数较高的影响）。在猪肉价格可能持续下行的推动下，预计食品通胀同比继续回落。随着生猪和母猪存栏持续回升，且去年同期基数非常高，猪肉价格可能会面临持续的下行压力。油价短期难以大幅上行，非食品通胀短期维持低位。可选消费需求继续恢复，受疫情影响，今年线下零售受冲击，而双十一购物节拉动线上消费的能力有望相对去年同期明显加大。消费的回暖对后续的服务价格和非食品通胀有望形成支撑，剔除食品和能源价格影响的核心通胀在中期可能温和回升。

预计 11 月 PPI 环比+0.2%，同比-1.8%。11 月油价、有色金属、铁矿石、钢材等多类工业品价格上涨，反映经济增长预期向好、部分建设项目可能存在赶工需求，传统的需求淡季（冬季）今年需求并不弱。预计 11 月 PPI 环比再度回到正增长，同比跌幅继续收窄。

往前看，温和再通胀趋势并未改变，明年一季度末或开始加速上行（对应今年一二季度基数的逐渐下行）。此外，全球经济重启成为关键词，国内外工业品价格或出现共振。疫苗研制进展加速可能会提振全球消费需求、拉动石油价格回暖。三季度以来，国内企业现金流和盈利有所改善，叠加全球工业品价格潜在回暖趋势，我们预计整体 PPI 有望继续复苏，且明年一季度末可能会加速上行。

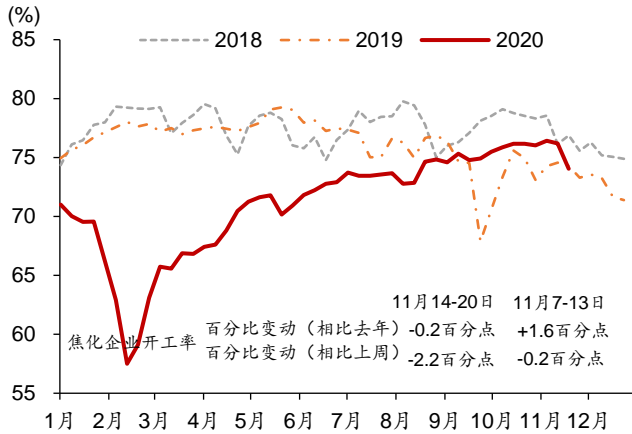
预计 11 月社融新增 1.46 万亿，M2 同比 10.5%

预计 11 月信贷新增 7800 亿元，余额增速 12.4%。预计 11 月信贷投放总量低于去年同期，但较前值（10 月份）小幅回升。结构上，预计居民中长期贷款环比基本走平；而企业短期和中长期信贷环比小幅回升，好于去年同期。

预计 11 月社融新增 1.46 万亿，存量增速 13.4%。高频数据显示 11 月政府债净发行规模较去年同期走高；企业债券发行量同比回落；股市净融资规模环比回升。信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产仍受套利监管压制，虽然资管新规过渡期延长至 2021 年底，但未放松整改要求，信托与委托贷款规模或将延续压减。

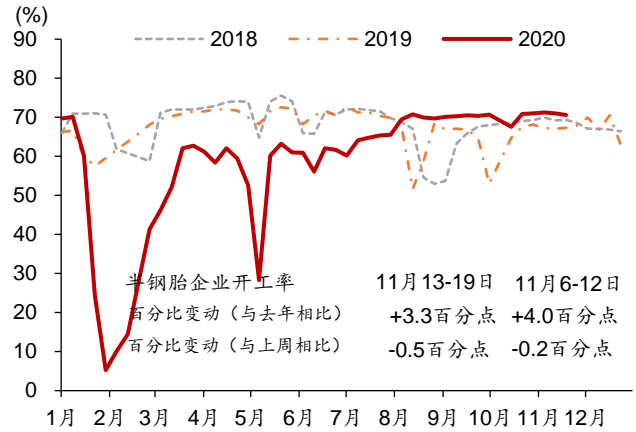
预计 11 月 M2 同比 10.5%，M1 同比 9.1%，均基本持平前值。往前看，即使货币政策保持中性，企业现金流恢复也可能带动制造业投资周期及居民收入增长进一步修复。货币政策稳健中性、难言紧缩，目前政策环境不允许发生系统性（金融）风险。同时，M2 数据显示，今年上半年居民超额储蓄开始逐渐回流至消费，而财政存款年底仍有下降空间。综合看，目前整体政策和外需环境均支持总需求增长同比、环比均继续回升。

图表2：焦化企业开工率环比有所回落



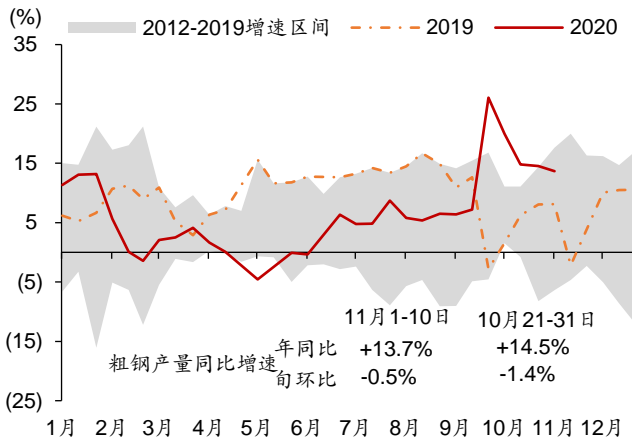
资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表3：半钢胎企业开工率环比小幅下行，同比仍正增长



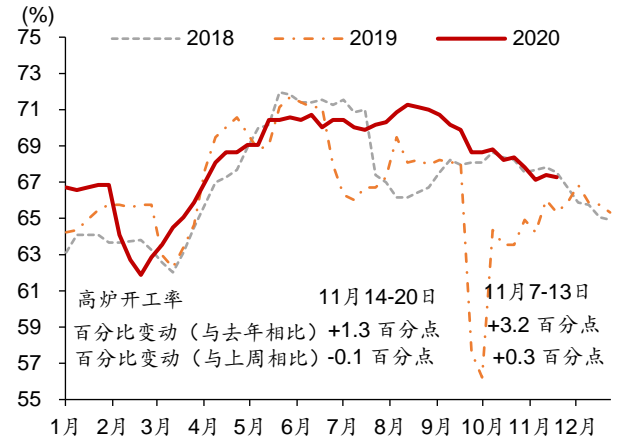
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：11月上旬粗钢产量同比继续维持高增长



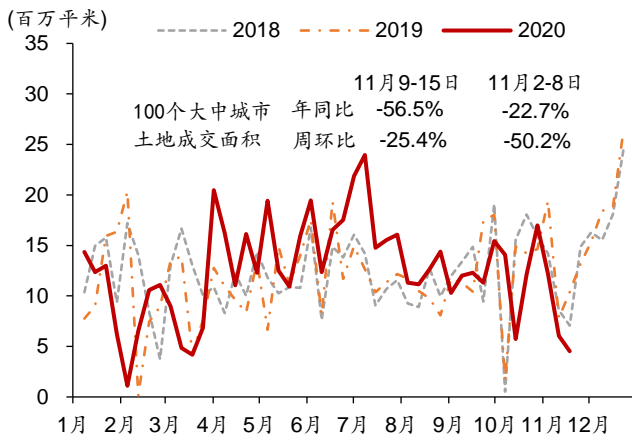
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：高炉开工率环比和同比小幅回落



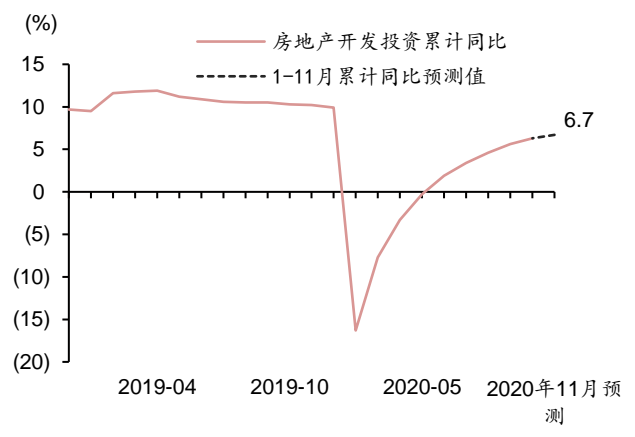
资料来源：Mysteel，华泰证券研究所

图表6：11月土地成交热度有所下降



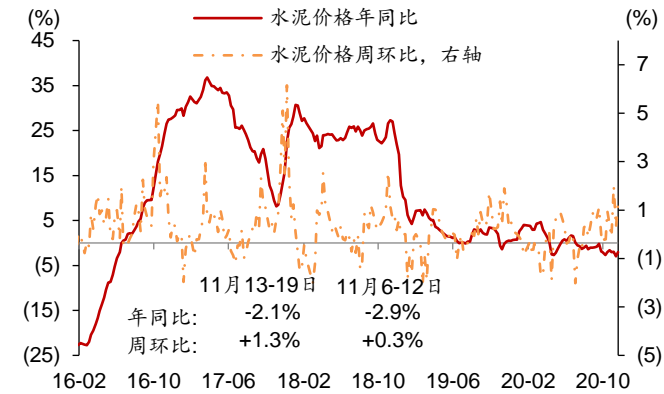
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：预计1-11月房地产开发投资累计同比走高至6.7%左右



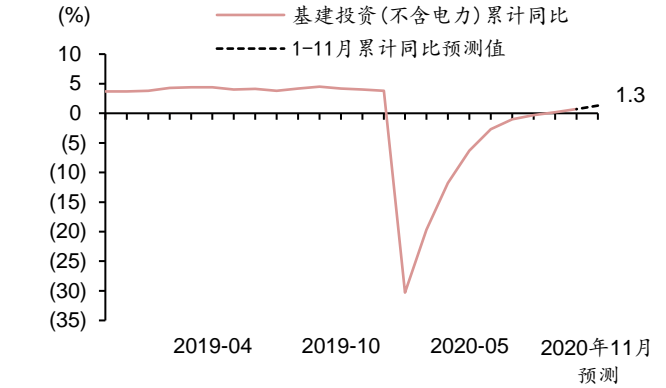
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8: 11月水泥价格环比小幅上涨



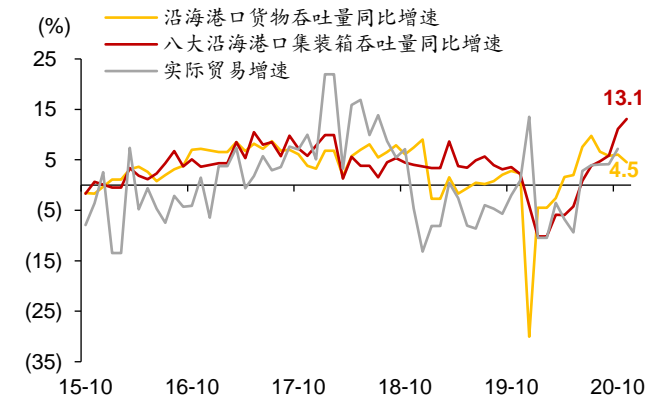
资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表9: 预计1-11月基建投资(不含电力)累计同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

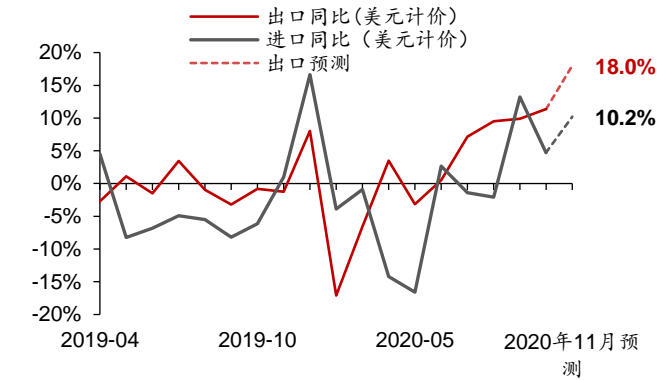
图表10: 我国出口高频指标大幅走强



注: 2020年11月为上旬数字

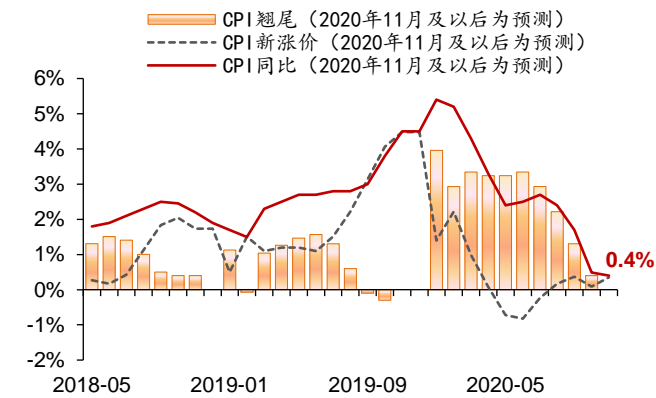
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 2020年11月进出口增速预计(美元计价)



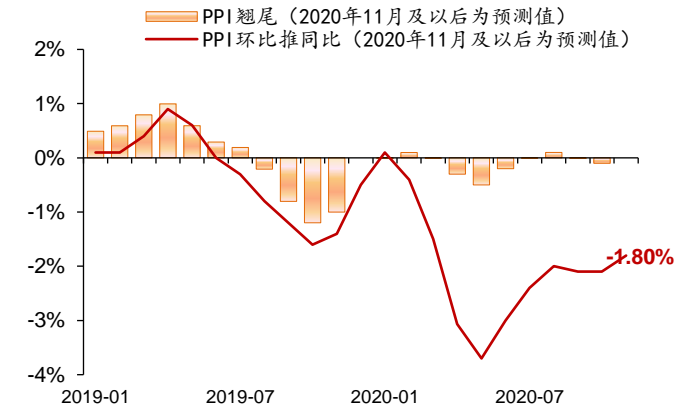
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 预计11月CPI同比继续走低



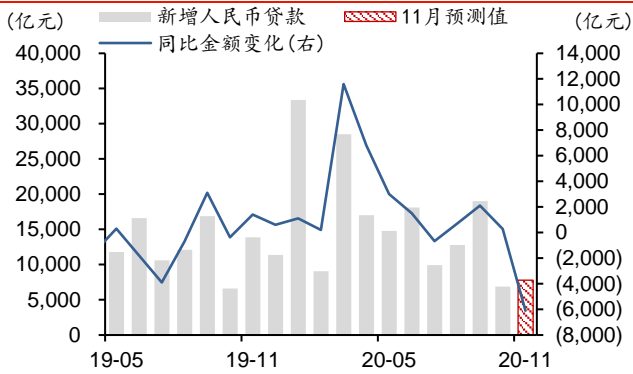
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 预计11月PPI环比和同比均高于前值



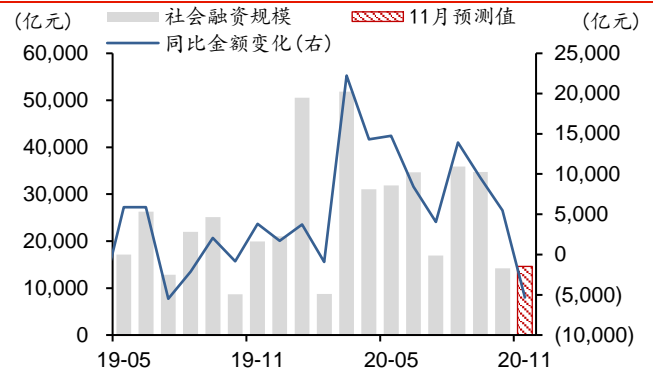
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 预计11月新增信贷7800亿元左右



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 预计11月社融新增1.46万亿元左右



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

油价上涨带来部分原材料涨价压力, 推高成本; 中美大国博弈加剧, 国内资产价格波动性加大, 企业生产和销售受到扰动。

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_1124

