

11月数据预测：预计四季度GDP增速为6.6%

核心观点

11月经济进程继续保持供需两旺势头，需求侧三驾马车消费、投资、出口增速持续回升。从供给侧观察，高频数据总体表现良好，工业生产将延续强劲态势。11月制造业PMI和非制造业PMI再创年内新高，提示经济复苏力度超预期，工业增加值和服务业增加值仍有可能进一步提速，四季度GDP增速或达6.6%，我们提示，一方面，坚定看好顺周期板块投资机会，另一方面，无风险利率磨顶过程尚未结束。

□ 内外需求两旺，工业保持强劲

在两个大循环作用下，外需向好、内需强劲，工业生产将延续强劲态势。在外需方面，国内供给弥补海外供需缺口依然是对我国出口的强劲支撑。在内需方面，国内需求的强劲恢复是对工业相关行业的有力支撑。我们预计11月份工业增加值同比增长7.2%。高频数据综合表现依然向好。

□ 投资继续修复，地产增速维持更强韧性

预计1-11月整体固定资产投资增速在2.5%左右，较前值修复0.7个百分点，其中，制造业投资累计同比-4.1%，较前值修复1.2个百分点，地产投资累计同比7.3%，较前值修复1个百分点，基建投资累计同比1.4%，较前值修复0.7个百分点。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资11月增速分别为16.7%、7.3%和6.5%，前值分别为12%、4.4%和3.7%，增速均有所加快，其中地产投资更具韧性，制造业和基建投资增速继续抬升。

□ 社零持续改善，汽车消费支撑

预计11月份社会消费品零售总额同比增长+5.4%，继续向上改善。其一，随着经济增长步入正轨，就业情况不断改善，居民消费能力和消费信心持续提振。其二，今年11月线上购物节活动时长和力度再上一个台阶，对11月社零数据也有一定贡献。其三，汽车消费有望保持高速增长，对社零向上改善形成较强支撑。

□ 供给优势占优，出口持续景气，备货逻辑兑现，进口缓慢修复

供给优势占优，中国供给填补海外需求缺口持续兑现，预计11月以人民币计价当月出口同比增长10%；备货效应兑现，海外供给缓慢修复决定了进口缓慢修复的特征，预计10月以人民币计价当月进口同比增长1%；11月贸易顺差620亿美元。

□ 预计信贷11月新增1.5万亿，社融新增2.2万亿，增速均与上月持平

预计11月人民币信贷新增量为1.5万亿，对应增速12.9%与上月持平，除了传统11月信贷旺盛因素外，2020年10月部分项目贷款预计推后至11月发放，推升11月数据；居民及企业中长期贷款可保持强劲，11月票据融资也有改善。预计11月社融新增量达到2.2万亿，增速持平13.7%，结构上，信贷、政府债券、票据融资、存款类金融机构资产支持证券、直接融资是主要支撑。12月需重点关注融资类信托监管强化可能带来的负面影响，但我们认为全年社融新增规模超35万亿较为确定，增速能稳定在13.5%以上高位。从三季度货币政策执行报告摘要首次提出“保持宏观杠杆率基本稳定”来看，央行后续将更加侧重紧信用调控，预计时点为2021年一季度。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情再次超预期蔓延。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1《10月经济数据：四季度GDP增速接近甚至超过去年》2020.11.16
- 2《10月数据预测：社融增速赶顶》2020.10.31
- 3《如何看三季度经济数据？》2020.10.19
- 4《9月数据预测：三季度GDP增速接近合理增长区间》2020.10.01
- 5《8月经济数据：调查失业率再度下行预示宽松进入尾声》2020.09.15
- 6《8月数据预测：保就业目标即将完成》2020.08.31

正文目录

1. 经济复苏延续，关注后续政策变化	3
2. 内外需求两旺，工业保持强劲	3
3. 投资继续修复，地产增速维持更强韧性	4
3.1. 制造业投资继续修复，高技术制造业投资强劲	4
3.2. 基建：财政支出助力基建提速	5
3.3. 地产投资稳步回升	6
4. 消费价格下行，工业价格上涨	7
4.1. 猪价继续回落，CPI 下行近 0	7
4.2. 工业价格普涨，PPI 向上修复	8
5. 社零持续改善，汽车消费支撑	9
6. 用工需求增多，失业继续改善	9
7. 供给占优，出口持续景气，备货兑现，进口缓慢修复	10
8. 预计信贷 11 月新增 1.5 万亿，社融新增 2.2 万亿，增速分别持平于 12.9%和 13.7%	11

图表目录

图 1：固定资产投资分项走势	4
图 2：制造业主要行业投资数据	5
图 3：猪肉批发价下行止跌（单位：元/公斤）	8
图 4：猪瘟疫苗签发量上行证明生猪存栏增长	8
图 5：苯乙烯、顺丁橡胶等化工品价格持续上升	8
图 6：钢材价格普遍上涨	8
图 7：11 月前三周乘用车保持高增速	9
图 8：11 月票房收入有所回落	9
图 9：预计 11 月全国城镇失业率 5.2%	10
图 10：工业企业利润转正，用工需求逐步改善	10
表 1：按生产法模拟，四季度 GDP 增速或达 6.6%	3
表 2：11 月宏观经济数据预测	13

1. 经济复苏超预期，上调四季度 GDP 增速预测至 6.6%

11 月经济进程继续保持供需两旺势头。内需方面，随着居民收入渐进修复，消费持续向上改善；投资上，地产投资依旧更具韧性，制造业和基建投资增速有望继续抬升。出口方面，我国供给优势将继续占优，中国供给填补海外需求缺口将持续兑现，我们认为出口将持续保持高增。内外需求的旺盛促进供给端持续向好。

从供给端观察，11 月工业高频数据综合表现良好，半钢胎开工率、焦炉生产率维持高位，大幅高于去年同期，高炉开工率、钢材产量略有回调但依然高于去年同期。我们认为工业生产将延续强劲态势。10 月工业增加值同比+6.9%，服务业生产指数同比+7.4%，从生产法角度单月模拟的 GDP 来看，10 月经济增速已超出去年同期水平。**11 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 再创年内新高，提示经济复苏力度超预期，工业增加值和服务业增加值仍有改善空间，四季度 GDP 增速或达 6.6%**。我们提示，一方面，坚定看好顺周期板块投资机会，另一方面，无风险利率磨顶过程尚未结束。

表 1：按生产法模拟，四季度 GDP 增速或达 6.6%

单位 %	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4 预测
第一产业	2.7	3.3	2.7	3.4	-3.2	3.3	3.9	3.5
第二产业	6.1	5.6	5.2	5.8	-9.6	4.7	6.0	6.8
第三产业	7.0	7.0	7.1	6.6	-5.2	1.9	4.3	7.0
GDP:不变价	6.4	6.2	6.0	6.0	-6.8	3.2	4.9	6.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 内外需求两旺，工业保持强劲

外需向好、内需强劲，工业生产延续强劲态势，我们预计 11 月份工业增加值同比增长 7.2%。

在外需方面，国内供给弥补海外供需缺口依然是对我国出口的强劲支撑。第一，海外供给尚未修复，海外年末购物节和新年订单的需求较强，海外供需缺口仍需要中国供给填补。特别是近期欧盟内部，多数国家疫情快速扩散，英德法等国家重启社交隔离和封锁政策，欧盟非核心国家的疫情快速扩散可能产生更大的影响。第二，部分新兴市场国家订单转移至我国促使传统制造业有较强表现，如印度家纺订单大量转移至我国。第三，美国库存筑底，凸现补库切换特征，看好中美库存共振。11 月出口集装箱指数 CCFI 较 10 月继续上行，大超疫情前水平，出口仍将有强劲表现。

在内需方面，国内需求的强劲恢复是对工业相关行业的有力支撑。第一，国内消费保持强劲复苏。“双十一”激发消费热情，国内大循环强劲。11 月 11 日当天，网联、银联共处理网络支付业务、金额同比分别增长 26.08%、19.60%。据国家邮政局数据，11 月 14 日，邮政、快递企业投递量达 4.46 亿件，创行业日投递量新高。第二，投资方面，制造业、地产、基建等投资保持稳步回升态势，对相关产业链具有一定支撑作用。第三，服务业加快恢复带动相关产业链生产，受疫情影响较重的线下消费领域修复的空间较大，

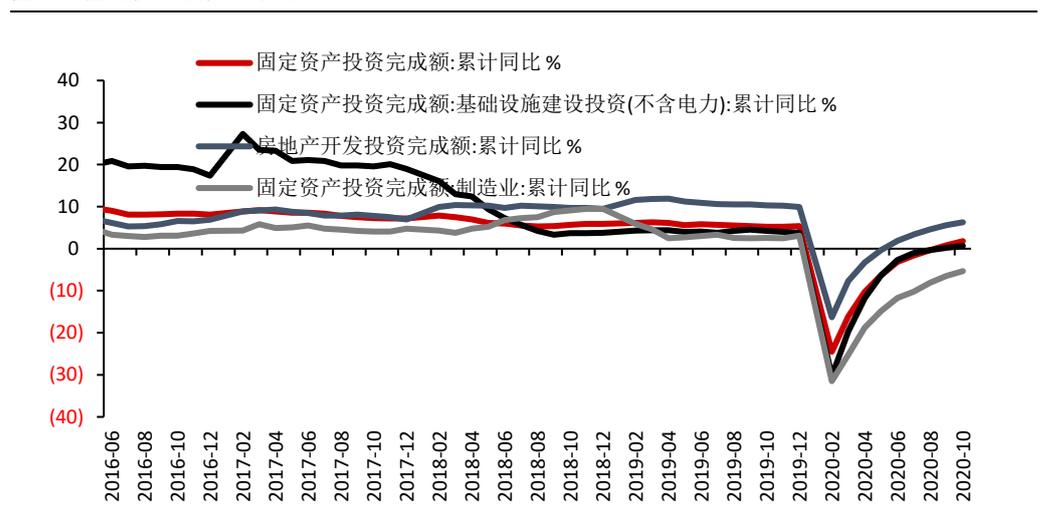
11 月份，非制造业商务活动指数为 56.4%，达到年内高点，11 月服务业增长有望保持向好态势。

高频数据综合表现依然向好。11 月份汽车产销势头良好，半钢胎开工率、焦炉生产率维持高位，大幅高于去年同期，高炉开工率、钢材产量略有回调但依然高于去年同期，全国炼油厂开工率低于去年同期。

3. 投资继续修复，地产增速维持更强韧性

预计 1-11 月整体固定资产投资增速在 2.5%左右，较前值修复 0.7 个百分点，其中，制造业投资累计同比-4.1%，较前值修复 1.2 个百分点，地产投资累计同比 7.3%，较前值修复 1 个百分点，基建投资累计同比 1.4%，较前值修复 0.7 个百分点。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资 11 月增速分别为 16.7%、7.3%和 6.5%，前值分别为 12%、4.4%和 3.7%，增速均有所加快，其中地产投资更具韧性，制造业和基建投资增速继续抬升。

图 1：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1. 制造业投资继续修复，高技术制造业投资强劲

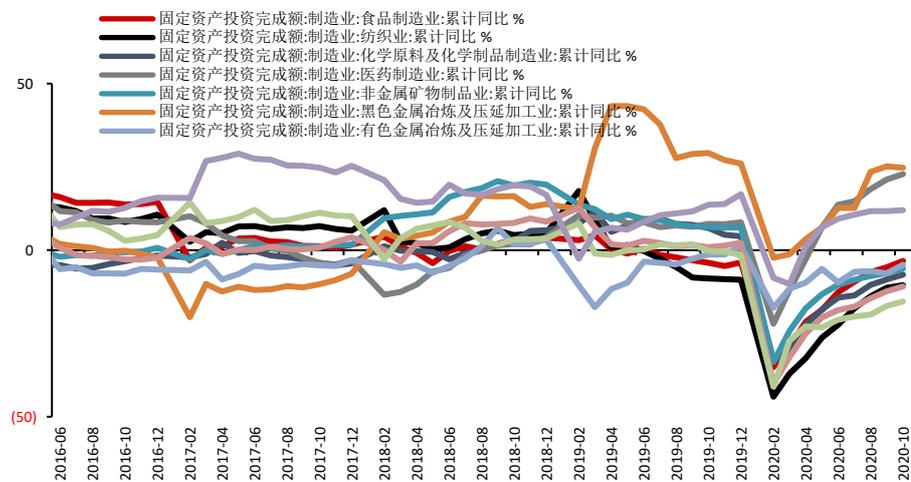
预计 11 月制造业投资增速将继续修复至-4.1%，较前值回升 1.2 个百分点，当月增速有望进一步提高。主要有几个方面支撑：第一，地产投资增速持续强劲，基建投资当月增速稳健正增长，制造业需求改善，企业利润快速修复，5 月工业企业利润当月同比增速转正，且此后增幅波动上行，推动投资需求；第二，政策强调资金直达实体，保障制造业融资来源，除 MPA 考核加大制造业融资考核权重外，央行强调信贷的结构性调节作用，增加制造业中长期贷款，加强对实体经济的融资支持，下半年以来新增人民币贷款中企业中长期贷款占比维持在 60%附近高位，较上半年 30-40%的水平明显提高。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。1-10 月高技术制造业投资增长 10%，较前值继续提高 0.7 个百分点，且明显高于整体制造业投资，其中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 22.8%、14.8%。

除此之外，截至 9 月可得数据，从投资当月同比增速来看，表现较好的行业分别为医药制造业 40%，黑色金属冶炼及压延加工业 35%，农副食品加工业 15%，造纸及纸制品业 12.4%，计算机通信和其他电子设备制造业 11.7%，木材加工等制品业 9.7%，铁路船舶航空航天其他运输设备制造业 7.6%，纺织业 7.4%，橡胶塑料制品业 7.1%。我们认为除高技术制造业外，其他行业主要集中于受益于地产投资及地产后周期消费、汽车销量快速回升及消费加速修复带动的交通、纺织服装需求的相关行业，这些行业投资都得到了快速提振。

总体看，制造业投资增速在部分行业的引领下，呈现确定性修复态势，但以当前的增速向后推演，我们预计今年制造业投资转正的概率仍然不大，预计年末回升至-2%左右的位置。

图 2：制造业主要行业投资数据



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 基建：财政支出助力基建提速

预计 1-11 月基建（统计局口径）同比增长 1.4%。2020 年，疫情发生后，基建作为重要的逆周期工具，在专项债发力、基建单月快速转正的背景下，市场对全年基建增速较为乐观，在疫情有效防控、经济良性修复、失业压力缓释等一系列积极信号显现后，Q3 基建增速表现大幅低于市场预期，主因在于财政支出效率较低导致财政存款淤积、政策调整带来摩擦成本、天气因素扰动。我们预计，考虑今年财政支出的后置特征，2020 年全年基建增速可能超过 2%。

后疫情阶段，基建增速低于预期成为市场关注的焦点，特别是 7、8 月大规模降雨等天气因素的扰动失效后，施工强度恢复，基建投资仍处于低迷阶段，我们在 Q3 起开始提示关注财政对基建节奏的扰动，一方面财政支出较慢导致财政存款淤积出现，一定程度上制约了基建投资快速修复，Q3 表现明显；另一方面财政可能表现出典型的年末突击花钱特征，将带动导致 Q4 基建投资适度增加，10 月基建投资当月同比 4.5%，环比上升 1.3 个百分点有所体现。

财政掣肘仍是当前决定基建进度的关键。当下财政仍是影响基建进度的关键因素，主要矛盾点在于财政年末集中花钱和财政存款淤积问题。财政年末集中花钱概率高，根据我们推算，由于 2020 年一般公共预算和政府性基金预算的支出目标分别为 3.8% 和 38%，

为满足预算，Q4 一般公共预算支出、政府性基金支出增速或需达到 20.6%、52.5%，10 月一般公共预算及政府性基金支出分为 19%和 7.6%，基建低迷从政府性基金支出较慢也能反映。此外，一般公共预算内城乡社区、交通运输和农林水等基建项目的资金完成进度较慢，Q3 以来专项债投向基建项目比例也出现明显下降，支出较慢拖累基建进度。

与此同时，财政存款问题仍存，继 5、7、8 月财政存款大幅上行后，10 月财政存款再次大幅增加 9050 亿，我们认为年内财政存款淤积与以下方面有关：

1、从税收到债务性融资的收入来源变化导致资金下沉效率降低，并出现了资金下达并未形成支出的情况，截至 10 月底，财政直达资金中，各地已将包含 32.63 万个项目的 1.607 万亿元预算指标下达到资金使用单位，但形成支出的仅有 1.198 万亿元，占比刚超 70%。

2、逆周期托底压力降低，严守财政纪律，允许专项债用途调整，增加摩擦成本。基建对非农就业有重要的提振作用，随着疫后经济快速修复，托底压力下降导致基建发力的必要性下降，7 月财预〔2020〕94 号文发布表示，允许依法合规调整专项债用途，可优先用于“两新一重”、老旧小区改造、公卫基建等领域符合条件的重大项目，原则上 9 月底前完成即可，在调整用途的同时强调严守财政纪律，由此带来的是支出速率下降、摩擦成本上升，基建投资受到影响。

3、政策正常化意味着财政更加注重防风险。本次疫情，我国选择严守房住不炒底线，通过政府加杠杆的方式应对疫情冲击，随着政策开启正常化道路，行稳致远、收支平衡的财政纪律意味着财政将更加注重防风险。11 月 11 日财库〔2020〕36 号要求“加强地方债发行项目评估，严防偿付风险”，不仅要保证项目质量，还需要从信息披露和信用评级角度促成市场化融资约束的建立。在这种背景下，基建项目周期长、规模大、投资回报率低，没有优质基建项目支撑，财政支出和基建投资必然会受到负面拖累。

综合来看，我们认为，为落实预算，Q4 财政资金集中支出带动基建投资维持渐进回升趋势，11 月、12 月当月增速可能稍有回升，但考虑财政自身支出效率低、财政存款淤积、财政基调逐步向防风险切换，以及受寒冷天气因素影响 Q4 是基建传统淡季，我们认为后续基建投资单月大幅超预期概率较低，预计 2020 全年基建投资增速在 2%左右。

3.3. 地产投资稳步回升

预计 1-11 月房地产开发投资增速达到 7.3%。房住不炒仍是政策主基调，短期政策调整是正常化回调，中性政策下，拿地平稳，销售韧性持续，建安稳步修复，到位资金保持高增，地产投资继续稳步回升。

政策调整符合正常化思路，结构性调整不是“全面收紧”。Q3 一系列地产政策变化成为市场焦点，7 月中旬深圳楼市收紧首当其冲，7 月 24 日韩正主持房地产工作会议再次强调房住不炒的重要性；8 月 20 日，住建部、央行在北京召开重点房地产企业座谈会，强调三道红线，降负债是核心内容；8 月 26 日住建部强调抬高政治站位。部分城市的边际收紧并不代表着全面收紧，因城施策的背景下，近期吉林、上海、天津等从人才落户放宽、公积金贷款额度提升、公积金异地信息互认等方面边际放松地产政策。

我们认为，近期政策调整是结构性的，围绕着坚持房住不炒的政策核心，在打压投机性需求、防范潜在风险等方面“紧”，在保障无房家庭、积极吸纳高技术劳动力等方面

“松”，不应理解为全面收紧。同时，后疫情时代，政策回归正常化过程中势必会出现阶段性的调整收紧，2021年地产政策大概率处于渐进正常化调整过程中。因而，我们认为，无需过度担心短期政策调整对销售、拿地、新开工等数据形成大幅冲击，9月、10月地产数据的较强表现已有印证。

速推盘促进资金回流，后续关注被动再投资链条。10月商品房销售面积和销售额同比分别达到15.3%和23.9%，保持较高水平，一方面得益于年末房企冲量，加速推盘积极性较高，疫情后部分城市形成一定涨价预期，居民对房价和促销相对敏感；另一方面是前期地产政策的边际调整对房企负债结构有一定扰动，房企有加速销售资金回流改善现金短贷结构的积极性，10月定金与预收款和个人按揭贷款同比为16.2%和13.1%，处于较高水平，也有印证。

我们提示关注销售数据的滞后作用，Q2末起销售数据的快速修复，有助于带动后续主动再投资和被动再投资的表现，主动再投资方面，拿地和新开工数据表现平稳，我们提示后续关注被动再投资链条，2016年后，“预售-竣工”的预售未竣工面积持续累积，形成了一定的“待竣工库存”，2020年疫情进一步推高预售未竣工面积，我们认为在房地产长效机制引导下，在降负债、透明化经营等短期监管政策的要求下，房企有加速销售尾款回收的压力和意愿，预售待竣工库存有望去化，被动再投资链体有望对建安投资形成支撑。

老旧小区改造有利好，未来关注社区补短板。7月国办发23号文《国务院办公厅关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》后，强调加速推进老旧小区改造工程，我们此前一直提示关注短期“老旧小区改造加速-提振建工-拉动投资”带来的利好，临近年末，年内各个省市老旧小区改造的开工进度接近完成，施工过程有助于提振建安投资。

此外，我们提示未来关注社区补短板的政策落地、执行，住建部8月底发布《开展城市居住社区建设补短板行动的意见》，社区补短板与老旧小区改造存在一定交叉，但社区补短板的涵盖范畴更大，包括老旧小区、在建小区及未来待建小区，是未来5年的重要战略部署。

根据统计原则，老旧小区改造及社区补短板中，符合新建原则并隶属于房地产企业开发实施的，将被计入房地产开发投资之中，对建安投资将形成支撑。

4. 消费价格下行，工业价格上涨

预计11月CPI同比+0.1%，前值+0.5%，CPI下行近“0”；10月PPI同比-1.7%，前值-2.1%，工业品价格向上修复。

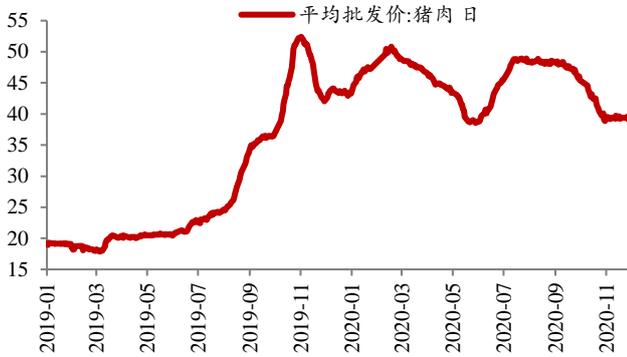
4.1. 猪价继续回落，CPI下行近“0”

预计11月份CPI环比持平、同比+0.1%（前值+0.5%），CPI下行至0%附近。

11月猪价继续下探，仍是拖累CPI的主要因素。生猪供给的持续回暖推动猪肉价格逐渐下行，但冬季进入猪肉消费旺季，短期将对猪价形成一定支撑。根据农业农村部监测，10月份能繁母猪存栏3950万头，同比增长32%；生猪存栏3.87亿头，同比增长27%，目前生猪产能已经恢复到2017年年末的88%左右。中长期来看，供给确定性回升推动猪价进入下行通道逻辑不改。受生猪存栏持续性增加，饲料需求保持强劲，大豆、玉米

价格持续上涨。

图 3：猪肉批发价下行止跌（单位：元/公斤）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：猪瘟疫苗签发量上行证明生猪存栏增长



资料来源：Wind，农业农村部，USDA，浙商证券研究所

消费分化修复特征收敛，有助于非食品项价格进一步恢复。三季度以来，消费分化修复的特征开始收敛，高社交属性的可选消费和服务类消费开始快速提振，有利于提振非食品项价格，交通运输项、服装项价格都有所提振。不过天气转冷之后，疫情小规模复发的现象频频发生，对服务类消费的复苏造成一定拖累。

4.2. 工业价格普涨，PPI 向上修复

预计 11 月份 PPI 环比+0.3%，同比-1.7%，PPI 向上修复。

高频数据显示，11 月份工业原材料价格普遍上升，其中原油价格震荡回升，煤矿价格持续上涨、LME 铜价突破 7000 美元/吨创 18 年以来新高。上游价格普涨叠加下游需求旺盛，11 月中游工业品价格表现强势，螺纹钢、线材、热轧板价格大幅上涨，玻璃、水泥、化工品等价格也有良好表现。

未来一段时间，大宗商品将迎来重要的机遇期。随着疫苗落地日期渐进、拜登政权开启交接、RCEP 贸易协定落地等事件影响，全球经济复苏预期有所提振。目前中国已逐渐开启新一轮的补库周期，未来的 1~2 个季度工业生产有望加速；美国的库存总额也达到底部，预计也将逐渐开启新一轮的补库周期。

图 5：苯乙烯、顺丁橡胶等化工品价格持续上升

—— 市场价·苯乙烯(一级品)·全国

图 6：钢材价格普遍上涨

—— 市场价·螺纹钢 HRB400 Φ16 25mm·全国

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_1144



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn