

宏观经济

谨慎乐观（短期）

看好（中长期）

市场数据（2020-12-18）

上证综指涨幅（%）

近一周	1.43
近一月	1.65
近三月	3.81

股价走势图



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991532

邮箱：zhangzg@grzq.com

李凌云

执业证书编号：S0070520090002

电话：13888187328

邮箱：lily@grzq.com

联系人

李海宸

电话：010-83991799

邮箱：lihc-yjz@grzq.com

相关报告

《消费接地产，出口再超预期，9月经济复苏再上台阶》20201023

《8月生产需求双双修复再提速，三四季度经济乘势再向上概率大增》20200918

《7月经济复苏但低于预期，地产收紧或促下半年经济结构回归均衡》20200819

出口爆发推动制造业高景气，供需两旺拉动四季度 GDP

或超预期

——2020.12.21 宏观研究月报

投资要点

■ **当前中国经济的恢复速度进一步加快，供需两旺的格局将延续至明年一季度。**具体来看，11月海外供需差扩大推动我国出口再创新高，消费升级类可选商品高增带动国内消费持续复苏，下游需求的旺盛推动制造业投资加速修复。同时，地产投资依旧表现出较强的韧性，而基建投资稳步回升。因此，尽管受寒冷天气影响，需求端的旺盛依旧带动工业生产于高位再做突破。而伴随经济持续复苏，企业长期融资需求旺盛，年内信贷维持扩张，但社融增速受信用债拖累有所下滑，社融拐点已经出现，同时财政仍面临则逐步回归常态化。国内经济供需两旺的态势下，四季度GDP增速或将超出预期。

■ **具体来看，11月数据显示在内需持续恢复和海外供需差扩大的共同推动下，经济恢复动能强劲，年内经济增速或超预期。**1) 11月工业增加值创7%的高增速，再超市场预期。目前工业增加值维持较高增速，随着国内需求继续释放潜力，预计年内工业生产将延续目前的高位增长势头。但仍需关注海外疫情扩散对海外经济影响等外部环境变化，警惕海外生产逐步恢复可能带来的细分行业增加值增速放缓迹象。

2) **需求端继续向好，出口继续高增，制造业投资支撑大幅改善，消费修复势头持续。**短期内，海外供需缺口支撑下，出口仍处于供不应求的局面。若明年Q2欧美疫苗大规模顺利分发，生产恢复，则下半年我国出口或逐步回归正常。投资方面，制造业投资弹性偏强，企业中长期贷款持续高增长反应出企业投资信心充足，同时生产旺盛推动制造业投资加速上行；房地产投资依旧保持韧性，但考虑到政策的方向未改，叠加土地购置费将逐步放缓，增速或稳步回落；基建投资上升方向确定，但空间仍相对有限。消费方面，随着国内就业情况不断改善，居民消费能力和消费信心持续提振。同时今年11月线上购物节活动时长和力度再上一个台阶，对社零也有一定支撑。综合来说，短期内需求端保持旺盛，短期内经济上升的动能依旧充足。

3) 11 月社融增速有所放缓，社融拐点已现。总体来看，11 月社融增速较 10 月有所放缓，社融拐点已现。预计 12 月社融规模将略有下降。考虑到信用债市场情绪修复需要时间，同时年末年初政府债发行进入低谷，一季度预计政府及债券融资对社融增速的支撑力度将放缓；同时经济修复趋势尚未改变，企业长期融资需求旺盛，一季度又是传统放贷高峰，预计信贷增速大概率维持稳步回落。总体来看，预计 12 月社融增速将继续小幅回落，明年一季度社融和信贷增速稳步下降的判断。

4) 11 月 PMI 反映供求继续改善，行业用工分化。11 月 PMI 连续 9 个月处于扩张区间，且新出口订单和生产指数均创近年来新高，表明经济修复动力有所增强。同时，受疫情及疫情防控政策影响，海外主要经济体制造业景气度有所下滑，美国和欧洲制造业 PMI 均有所调整。

5) 11 月 CPI 同比继续下滑，服务价格同比回升；PPI 同比降幅扩大，修复趋势不改。随着生猪生产持续恢复，供给有所增加，猪肉价格已经越过高点。猪肉价格是带动 11 月 CPI 同比增速由正转负的主要原因。但 12 月开始随着供给方面的持续改善和气候因素，猪肉和鲜果价格已经有所反弹，随着元旦、春节的临近，后续继续下降的空间有限。11 月，油价影响逐步消去，PPI 重新进入到修复通道。后续，随着经济继续复苏，且全球需求整体上也有一定提升，工业产品需求持续改善将延续，预计 PPI 将持续改善。

6) 中观重点行业中，上中下游多行业景气向好，但分化仍大。上游行业整体价格有所反弹，随着全球工业复苏加速，国内冬季环保限产、暂停进口澳洲煤炭等因素，化工、能源与有色涨幅较高；建材中，水泥涨价主要系季节性因素、玻璃涨价或显示地产竣工较强；黑色金属涨势落后，或反映年底地产基建投资力度偏温和。中游行业，水泥价格增速略微下行，但地产基建支撑之下价格仍有韧性。地产竣工需求向上叠加年末项目赶工带动挖掘机销量、螺纹、玻璃价格继续向好。下游行业，受双“11”购物节刺激，手机、汽车消费维持较高景气。由于国内区域性疫情反复，主要航司客运量环比以及酒店接客环比略微下行。房地产方面，销售继续高增。但考虑到地产融资政策边际收紧，土地购置面积已经出现加速回落，预计将抑制房地产投资后续增速。

7) 把握货币供应总闸门，财政政策强调提质增效。央行货币政策延续“灵活适度”和“精准导向”根据宏观形势和市场需要，不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来。短期来看，跨年市场资金需求旺盛，央行加大流动性投放力度，一方面释放跨年资金维持平稳的政策信号，；另一方面也缓解银行缺长期负债的问题。短期内央行仍积极保证合理跨年资金价格的平稳。财政政策总体依然保持积极的取向，重点在于财政直达机制、减税降费等前期政策的落地见效方面。后续，随着国内经济渐进修复，现阶段继续提质增效现有政策是重中之重，下一阶段财政政策将继续保持积极，但边际上有所收紧。

- **风险提示：** 1. 国内政策宽松不及预期； 2. 欧美疫苗效果不及预期； 3. 原油价格反弹超预期。

目 录

1.11 月工业增加值 7%的高增速，再超市场预期.....	7
2.需求端继续向好，出口继续高增，制造业投资支撑大幅改善，消费修复势头持续.....	8
2.1 海外节日加疫情影响，11 月我国出口增速再度大幅超预期.....	8
2.2 固投修复状态持续，制造业投资支撑大幅改善，基建、地产投资支撑弱化.....	10
2.3 行业分化格局未改，可选消费修复势头强劲.....	13
3. 11 月社融增速有所放缓，社融拐点已现.....	14
4. 11 月 PMI 反映供求继续改善，行业用工分化.....	16
5. 11 月 CPI 同比继续下滑，服务价格同比回升；PPI 同比降幅扩大，修复趋势不改.....	18
6. 行业：上游价格有所上行，中游螺纹钢玻璃继续向好，下游地产仍有韧性，线下消费持续走强.....	21
7. 政策：把握货币供应总闸门，财政政策强调提质增效.....	24

插图目录

图 1 1-10 月工业增加值累计增速持续提升 (%)	7
图 2 三大门类中制造业维持高增速, 采矿持续提升 (%)	7
图 3 11 月出口交货值增速大幅提升 (%)	8
图 4 11 月出口高增带动出口交货值同比增速上行 (%)	8
图 5 11 月出口增速再创今年新高, 大幅高于市场预期 (%)	9
图 6 1-11 月份出口累计增速持续增长 (%)	9
图 7 11 月, 欧美疫情下供需缺口扩大利好我国出口 (%)	9
图 8 11 月份美、欧制造业景气程度均有所下滑 (%)	9
图 9 11 月固投地产、基建支撑力度弱化, 制造业提速明显 (%)	10
图 10 企业盈利改善是推动制造业向上的主因子 (%)	11
图 11 高新制造业修复较好, 交运设备提速显著 (%)	11
图 12 拿地和开工下行反映地产投资意愿不高 (%)	12
图 13 销售对地产开发投资韧性短期仍有支撑 (%)	12
图 14 截至 11 月, 财政支出进度仍偏慢	12
图 15 11 月汽车消费仍在高位, 支撑社零增速再向上 (%)	13
图 16 高频数据显示, 12 月第一周乘用车销售同比正增 (%)	13
图 17 烟酒、珠宝等强社交属性可选消费表现亮眼, 地产链消费有所好转 (%)	14
图 18 11 月社融增速拐点出现, 后续或将继续回落 (%)	15
图 19 11 月政府债券和信贷仍是社融扩张重要支撑 (亿元)	15
图 20 企业中长期贷款同比多增超 1600 亿元, 表明企业融资需求较为旺盛 (亿元)	15
图 21 11 月制造业和非制造业 PMI 继续位于荣枯线上 (%)	16
图 22 11 月小企业景气度仍较低, 或与出口不振有关 (%)	16
图 23 11 月供求继续位于扩张区间 (%)	17
图 24 11 月各行业用工表现分化 (%)	17
图 25 服务业、建筑业持续向好 (%)	17
图 26 11 月海外主要经济体 PMI 持续扩张 (%)	18
图 27 11 月美国非制造业 PMI 继续上扬 (%)	18
图 28 11 月 CPI 同比增速由正转负 (%)	19
图 29 11 月份 CPI 同比下降主要系食品价格拉动 (%)	19
图 30 高频数据显示, 目前猪肉批发价格同比降幅有所缩窄, 但仍处于下降区间 (%)	19
图 31 11 月, 国际油价影响消退, PPI 重回修复通道 (%)	20
图 32 受延迟增产计划谈判影响, 油价近期震荡上行	21
图 33 受供暖需求叠加限产扰动, 主要煤种价格震荡上行	21
图 34 供给因素扰动下, 铜价近期高位震荡上行	22
图 35 受地产竣工潮推动, 铝制品去化提速 (%)	22
图 36 水泥价格增速略微下行但仍有韧性 (%)	22
图 37 挖机销售增速继续维持高位 (%)	22
图 38 受赶工需求影响, 螺纹钢价格近期继续回升	23
图 39 玻璃价格近期高位震荡上行 (元/重量箱)	23
图 40 各大品牌机陆续发货, 手机出货量有所回升 (%)	23

图 41 汽车销售继续维持较高景气 (%)	23
图 42 酒店接客量继续修复 (%)	24
图 43 主要航司客运量同比修复 (%)	24
图 44 按揭贷和预收款对地产销售投资仍有支撑 (%)	24
图 45 竣工潮来临, 对地产及相关产业链销售有明显支撑 (%)	24

仅供签约客户使用, 请勿转发

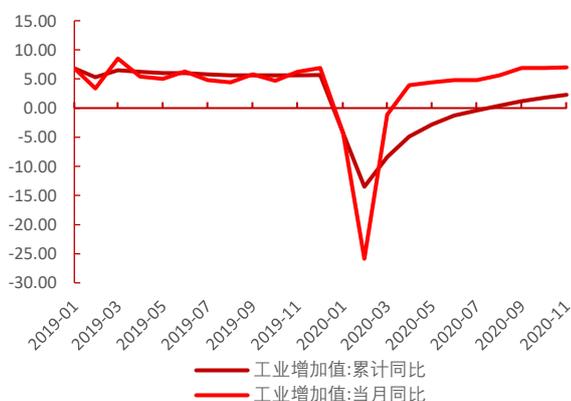
1. 11月工业增加值7%的高增速，再超市场预期

11月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.0%，增速较10月份加快0.1个百分点。从环比看，11月份，规模以上工业增加值比上月增长1.03%。1—11月份，规模以上工业增加值同比增长2.3%。

分三大门类看，11月份，采矿业增加值同比增长2.0%，增速较10月份放缓1.5个百分点；制造业增长7.7%，加快0.2个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.4%，加快1.4个百分点。

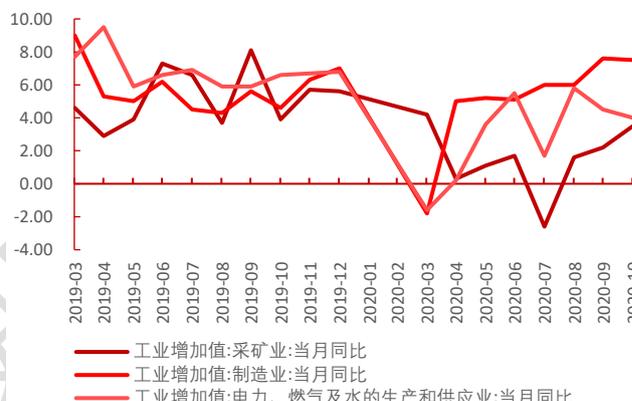
分经济类型看，11月份，国有控股企业增加值同比增长5.9%；股份制企业增长6.8%，外商及港澳台商投资企业增长8.3%；私营企业增长6.8%。

图 1 1-10月工业增加值累计增速持续提升（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2 三大门类中制造业维持高增速，采矿持续提升（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

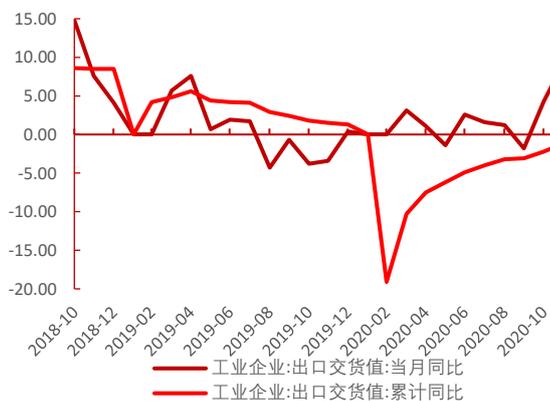
11月工业增加值再度提升0.1PCT至7%，同时1-11月累计增速提升0.5PCT至2.3%。在需求的支撑下工业生产增速在较高水平基础之上在做突破，预计工业企业的营业收入同比将继续保持增长，同时工业企业仍将维持补库存的阶段。具体来看，三大类中制造业增速继续维持高位，同时由于冬季采暖和生产拉动，采矿业环比改善明显。而公用事业行业增加值同比增速有所下降。

从行业来看，累计增速持续上行，但行业间当月增速出现分化。上游行业中只有化学原料当月增加值增速较10月上行，黑色金属和非金属矿物当月同比增速较10月均有所下降。中游行业方面，11月当月同比增速与10月相比，汽车下降3.6个百分点，通用设备下降了2.9个百分点。下游行业工业增加值累计同比增速继续恢复，但当月同比增速只有医药较10月上升了5.4个百分点，食品和纺织当月同比增速均较10月大幅下滑。

11月工业产品出口交货值同比增速大幅提高至9.1%，较10月提升4.8PCT，1-11月累计同比-1.2%，较1-10月回升1.0PCT。结合11月出口数据高增以及PMI新出口订单指数回升，表明外需是工业生产向好的重要支撑。

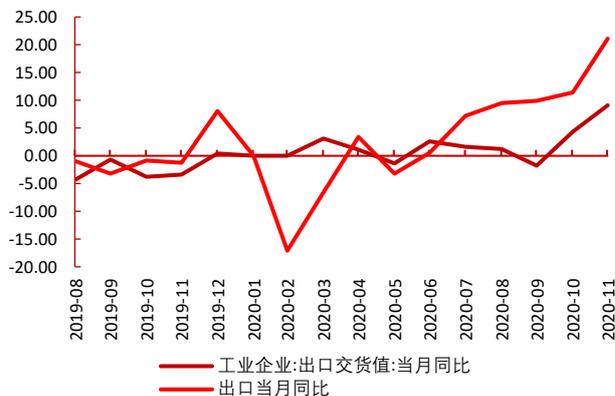
目前工业增加值维持较高增速，随着国内需求继续释放潜力，预计年内工业生产将延续目前的高位增长势头。但仍需关注海外疫情扩散对海外经济影响等外部环境变化，警惕海外生产逐步恢复可能带来的细分行业增加值增速放缓迹象

图 3 11 月出口交货值增速大幅提升 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 4 11 月出口高增带动出口交货值同比增速上行 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

2. 需求端继续向好，出口继续高增，制造业投资支撑大幅改善，消费修复势头持续

11 月，国内出口仍处于供不应求的局面。后续看，若海外疫情仍得不到控制，供需缺口将持续支撑我国出口，预计我国出口仍将维持较为强劲的局面。投资方面，基建投资上升方向确定，但空间相对有限；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；制造业投资弹性偏强，与地产基建投资降速形成鲜明对照，一方面是，持续高增长中长期贷款和补库需求推动制造业投资加速上行。另一方面，疫苗推广、RCEP 协定等降低了国内外宏观形势的不确定性，有助于增强企业投资信心。综合来看，随着出口收入预期逐步升温，国内制造业投资需求将继续释放，制造业投资

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_664

