

## 出口和制造业投资开启上行周期

## 11月经济数据点评

证券研究报告

2020年12月15日

## ● 核心结论

**11月经济表现出口链强于地产基建链，居民消费稳步改善。**具体数据为，需求侧：社零单月增速为5.0%（上月4.3%）、房地产投资增速为11.5%（上月12.2%）、制造业投资增速为12.5%（上月3.7%）、基建投资增速为5.9%（上月7.3%）、出口增速21.1%（上月11.4%）。供给侧：工业增加值增速为7.0%（上月6.9%）。

**全球制造业的主动资本开支周期悄然启动。**从2018年3月中美贸易争端以来，全球的制造业企业投资意愿受到抑制。同时国内经历企业去杠杆活动，企业投资能力也难有改善。制造业投资经历了一个惨烈的下行周期。但是2020年下半年以来，随着国内的迅速复工复产，叠加外需的带动和贸易战的淡化，工业企业利润不断回升，我们判断制造业的资本开支周期悄然启动，而且会贯穿整个2021年。上游的工业原材料价格仍有上行的空间。

**地产投资表现稳定，基建继续回落。**从11月的地产数据来看，地产销售面积保持两位数增长，单月是12%（上月15.3%）。投资方面，首先，土地市场再次升温，百城土地溢价率回到15.18%（上月9.59%）；其次，新开工面积小幅加速为4.12%（3.5%）；最后，竣工增速略微回落达到3.09%（上月5.9%）。虽然2021年的资金面监管趋紧，但居民需求仍在高位，预计2021年开发商会着重快周转运营，将今年拿的土地变现为新开工来预售，但同时交付的量也较多，拖累整体的在建施工量，导致地产投资小幅回落。基建方面，一方面专项债额度已经发行完毕，另一方面经济改善财政政策扩张的必要性逐渐下降，预计后期发力幅度有限。

**居民消费继续稳步改善，为经济增长提供动力。**11月消费数据中，表现较好的为：建筑装潢单月上升7.1%（上月4.2%），家电增速单月5.1%（上月2.7%），汽车单月增速11.8%（上月12%）和通讯器材增长43.6%。需要指出的是，餐饮收入再度转负为-0.6%（上月0.8%），显示外出消费场景仍有一定的抑制，这与冬季到来多地近期陆续爆发疫情新增病例有关。消费虽稳步复苏，但累计同比仍然深陷负区间，有不少的回补空间。随着企业盈利开始向居民收入传导，居民消费能力和意愿均有所提高，叠加社融高增对内需的帮助，预计居民消费会在2021年重点发力。

**中国的出口和制造业投资开启景气周期。**总的来看，随着美国大选和疫苗的落地，海外经济正式迈入上行的复苏阶段。带动中国的出口和制造业投资开始景气周期。消费则会继续稳步增长。地产投资预计逐渐小幅回落。考虑到疫情影响逐渐衰减，除去基数效应之后，国内经济复苏高点应该在2021年下半年，而不是2021年上半年。

风险提示：疫情出现超预期发展，国内信用明显紧缩

## 分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

## 联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



潘越



13508570688



panyue@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 11月经济数据点评：出口和制造业投资开启上行周期

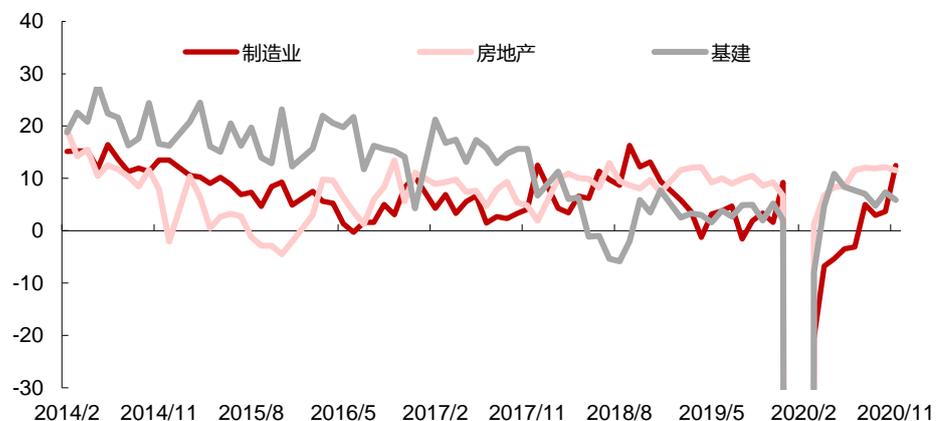
### 1、11月经济表现出口链强于地产基建链，居民消费稳步改善

11月经济数据显示出口链需求和企业投资大幅改善，基建和地产投资小幅回落，居民消费小幅改善。具体数据为：需求侧：社零单月增速为5.0%（上月4.3%）、房地产投资增速为11.5%（上月12.2%）、制造业投资增速为12.5%（上月3.7%）、基建投资增速为5.9%（上月7.3%）、出口增速21.1%（上月11.4%）。供给侧：工业增加值增速为7.0%（上月6.9%）。

### 2、全球制造业的主动资本开支周期悄然启动

11月的固定资产投资表现亮眼，尤其是制造业投资，单月增速超过一直强劲的地产投资，成为经济增长的主要贡献。从2018年3月中美贸易争端以来，全球的制造业企业投资意愿受到抑制。同时一方面国内经历企业去杠杆活动，另一方面海外货币财政政策稳健，企业投资能力也难有改善。制造业投资经历了一个惨烈的下行周期。但是2020年下半年以来，随着国内的工业产能利用率回归疫情之前的水平，叠加外需的带动和贸易战影响的淡化，工业企业利润不断回升，我们判断制造业的资本开支周期悄然启动，而且会贯穿整个2021年。上游的工业原材料价格仍有上行的空间。

图1：分部门的单月投资增速，制造业投资表现亮眼（%）



资料来源：wind，西部证券研发中心

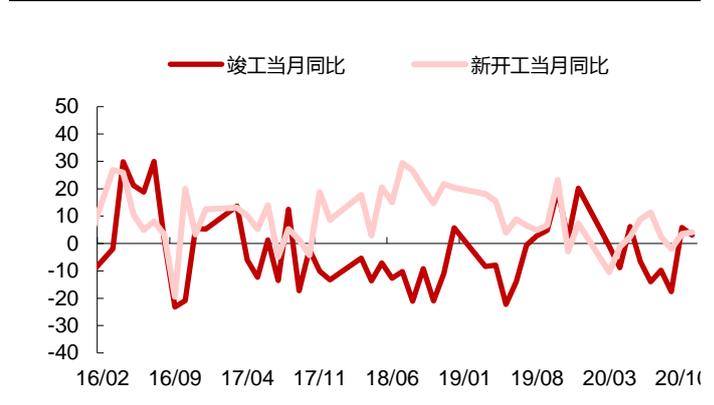
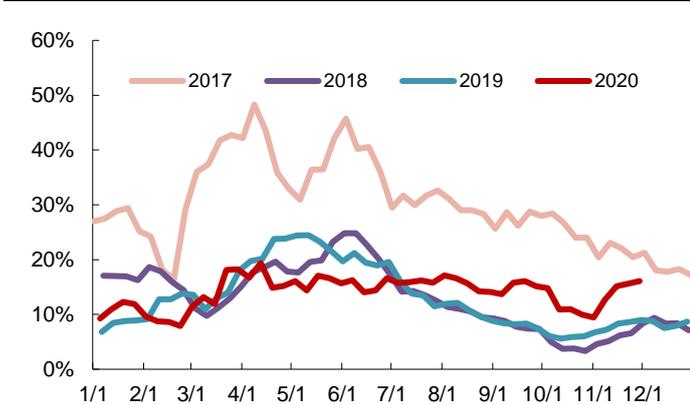
### 3、地产投资表现稳定，基建继续回落

从11月的地产数据来看，需求侧依然表现强劲。地产销售面积保持两位数增长，单月是12%（上月15.3%）。投资方面，首先，土地市场再次升温，百城土地溢价率回到15.18%（上月9.59%）；其次，新开工面积小幅加速为4.12%（3.5%）；最后，竣工增速略微回落达到3.09%（上月5.9%）。综合我们草根调研的情况来看，地市和房市的需求强劲的核心是房企和居民的信用环境暂未有明显收缩，因此投资和购买意愿依然偏强。虽然2021年的资金面监管趋紧，但居民需求仍在高位，预计2021年开发商会着重快周转运营，将今年拿的土地变现为新开工来预售，但同时交付的量也较多，拖累整体的在建施工量，导致地产投资小幅回落。基建方面，一方面专项债额度已经发行完毕，另一方面经济改善财

政策扩张的必要性逐渐下降，预计后期发力幅度有限。

图 2：百城土地溢价率季节性，11 月土地市场有所升温

图 3：11 月新开工强于竣工 (%)



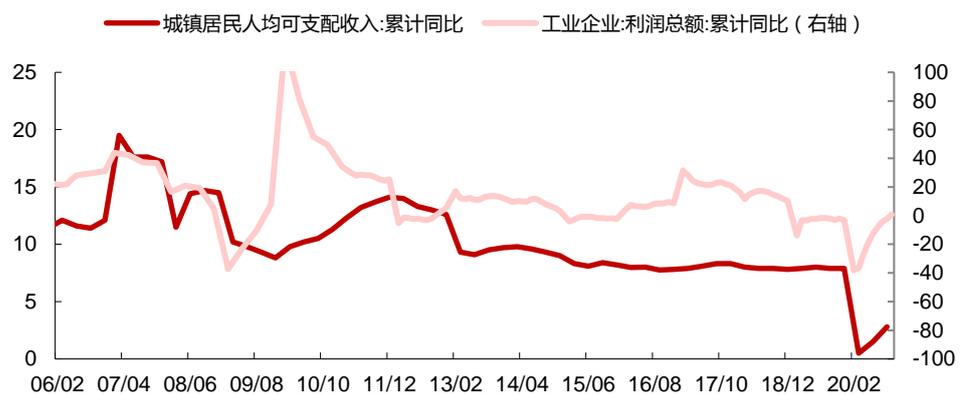
资料来源：wind, 西部证券研发中心

资料来源：wind, 西部证券研发中心

#### 4、居民消费继续稳步改善，为经济增长提供动力

11 月消费数据中，地产链条有所改善，建筑装潢单月上升 7.1%（上月 4.2%），家电增速单月 5.1%（上月 2.7%），开始提速。汽车单月增速 11.8%（上月 12%），维持高景气度。通讯器材继续受益于 iPhone 和华为新产品的推出，大增 43.6%。另外，餐饮收入再度转负为 -0.6%（上月 0.8%），显示外出消费场景仍有一定的抑制，这与冬季到来多地近期陆续爆发疫情新增病例有关。虽然下半年以来，消费稳步复苏，但累计同比仍然深陷负区间，意味着 2021 年仍然不少的回补空间。随着企业盈利开始向居民收入传导，居民消费能力和意愿均有所提高，叠加社融高增对内需的帮助，我们认为居民部门的消费会在 2021 年为经济增长提供稳定的助力。

图 4：企业盈利将逐渐向居民收入传导 (%)



资料来源：wind, 西部证券研发中心

#### 5、中国的出口和制造业投资开启景气周期

总的来看，随着美国大选和疫苗的落地，海外经济正式迈入上行的复苏阶段。西部宏观判断中国的出口和制造业投资已经开始了景气周期。消费则会继续稳步增长。地产投资预计逐渐小幅回落。随着宏观经济转向需求侧改革，消费对于宏观经济的重要性将会加强。明

年预计会有增加居民收入以及居民消费的政策发力。考虑到疫情影响逐渐衰减，除去基数效应之后，国内经济复苏高点应该在2021年下半年，而不是2021年上半年。

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\\_796](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_796)

