

固定收益研究/动态点评

2020年12月15日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.12
- 2《固定收益研究：政治局会议中的五大信号》2020.12
- 3《固定收益研究：信用扩张拐点确认与缓降》2020.12

经济复苏动能在加快切换

2020年11月经济数据点评

核心观点

11月生产和需求端热度都继续增强，尤其是制造业投资和可选消费表现亮眼，与地产和基建投资降速形成鲜明对照，兑现顺周期力量接棒逆周期的复苏逻辑。向前展望，我们认为制造业投资改善动力仍足、消费继续向常态化恢复，地产投资短期有韧性、中期渐下行，基建投资或保持温和增长。我们预计四季度GDP增速较三季度明显加快，明年上半年在出口、消费与制造业三股需求力量拉动下，经济仍处在渐进复苏的过程。

生产：中游行业生产继续加快，通信电子行业有所回暖

11月工业增加值同比7%，较上月提高0.1个百分点，继续维持高增长，来自出口和国内的顺周期力量拉动工业生产的动能仍然较为强劲。行业层面，基建和地产边际走弱，建筑原材料行业增加值增速较上月有所收窄；制造业投资超预期改善，化学原料、专用设备、电气机械等行业增加值有所走高；下游消费品行业生产呈现一定的分化，农副加工、食品、纺织、橡塑、金属制品以及汽车行业增加值增速较上月有所收窄，通信电子行业增加值增速出现较大改善，医药制造业增速继续走高。

制造业投资：如期加速，且弹性偏强

1-11月制造业投资累计同比-3.5%，推算当月同比12.5%，回升8.8个百分点，制造业如期加速、弹性偏强，与地产基建投资降速形成鲜明对照，兑现顺周期接棒逆周期的复苏逻辑，且企业资金持续活化、产能存在瓶颈，向前顺周期改善动力仍足。分行业看，当月下游消费行业投资提速幅度大，中游运输设备投资近两个月较快提速，汽车、电气机械、通用设备行业全年资本开支相对低迷，但近期需求改善较快，明年投资弹性值得期待。

房地产投资：韧性仍在，但初显弱化迹象

1-11月房地产开发投资累计同比6.8%，推算当月同比10.9%，回落1.8个百分点。地产投资韧性仍强，但边际上初显弱化迹象。当期韧性主要来自房企开工推盘诉求、以及竣工压力继续释放，而拿地速度进一步放慢，地产走弱压力仍可能逐渐显化。从到位资金看，楼市销售热度仍在，或系房企主动降价去库存。销售回款增长较快以外，8月以来棚改债大量发行支撑地产韧性。我们维持地产投资“短期有韧性、中期渐下行”的判断。

基建投资：依然平淡，或保持温和增长

1-11月基建投资累计同比1%，推算当月同比3.5%，回落0.8个百分点。项目质量问题短期未能得到解决，依然压制资金拨付进度，且近期出口强劲降低了基建托底的诉求。明年经济内生动力增强，可能缺乏加码基建的必要性，我们预计专项债额度缩减、土地财政弱化，财政对基建支持力度将有所收敛。不过，今年投资项目被占用资金将在明年回补、改善资金到位情况，十四五规划开局有重大工程新开工，预计基建投资保持温和增长。

消费：可选消费全面反弹

11月社会消费品零售总额当月同比5%，走高0.7个百分点，如期处在顺周期修复通道中。但恢复节奏慢于市场预期（Wind一致预期为5.6%），主要原因有，中低收入群体消费意愿仍待激发、价格回落对名义增速扰动大、对经济景气不敏感的必选消费增速放缓。而当月可选消费全面反弹、地产后周期消费继续回暖、汽车消费近5个月保持两位数增速。随着就业与收入逐步改善，消费有望继续向常态化恢复。此外，明年是需求侧改革元年，预计在社保、税收与分配制度等方面有政策设计，激发中低收入消费潜力。结构上继续关注社交经济概念、地产后周期、汽车等可选消费板块。

风险提示：信用过快收缩、宏观政策收紧。

事件

2020 年 12 月 15 日，国家统计局发布 11 月经济数据：

- 1) 11 月工业增加值同比 7% (前值 6.9%)；
- 2) 1-11 月固定资产投资累计同比 2.6% (前值 1.8%)，其中制造业投资同比-3.5% (前值 -5.3%)、基建(不含电力)投资同比 1% (前值 0.7%)、房地产投资同比 6.8% (前值 6.3%)；
- 3) 11 月社会消费品零售总额同比 5% (前值 4.3%)；
- 4) 11 月份全国城镇调查失业率 5.2% (前值 5.3%)。

图表1： 11 月经济数据概览

宏观指标	市场预期	20-11	20-10	20-09	20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10	19-09
GDP	单季 %			4.9			3.2			-6.8			6.0			6.0
工业增加值	单月 %	6.8	7.0	6.9	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-13.5	6.9	6.2	4.7	5.8
调查失业率	单月 %		5.2	5.3	5.4	5.6	5.7	5.7	5.9	6.0	5.9	6.2	5.2	5.1	5.1	5.2
固定资产投资	累计 %	2.6	2.6	1.8	0.8	-0.3	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	5.4	5.2	5.2	5.4
	单月 %	2019 口径	20.5	11.1	8.1	8.5	7.4	5.4	3.8	0.7	-9.5	-24.5	11.8	5.2	3.4	4.7
制造业投资	累计 %		-3.5	-5.3	-6.5	-8.1	-10.2	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5	3.1	2.5	2.6	2.5
	单月 %		12.5	3.7	3.0	5.0	-3.1	-3.5	-5.3	-6.7	-20.6	-31.5	9.2	1.6	3.4	1.9
基建投资 (不含电力)	累计 %		1.0	0.7	0.2	-0.3	-1.0	-2.7	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3	3.8	4.0	4.2	4.5
	单月 %		3.5	4.4	3.2	4.0	7.9	6.8	8.3	2.3	-11.1	-30.3	1.9	2.3	2.0	6.3
房地产投资	累计 %		6.8	6.3	5.6	4.6	3.4	1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	9.9	10.2	10.3	10.5
	单月 %		10.9	12.7	12.0	11.8	11.7	8.5	8.1	7.0	1.1	-16.3	7.4	8.4	8.8	10.5
社零	单月 %	5.6	5.0	4.3	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	8.0	8.0	7.2	7.8
出口	单月 %	9.9	21.1	11.4	9.9	9.5	7.2	0.5	-3.3	3.5	-6.6	-17.2	7.6	-1.1	-0.9	-3.2
进口	单月 %	4.5	4.5	4.7	13.2	-2.1	-1.4	2.7	-16.7	-14.2	-0.9	-4.0	16.3	0.3	-6.4	-8.5
贸易差额	亿美元	540	754.3	584.4	370.0	589.3	623.3	464.2	629.3	453.4	199.0	-71.0	467.9	387.3	428.1	396.5
CPI	%	-0.1	-0.5	0.5	1.7	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	3.8	3.0
PPI	%	-1.5	-1.5	-2.1	-2.1	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.6	-1.2
信贷	亿元	13600	14300	6898	19000	12800	9927	18100	14800	17000	28500	9057	33400	11400	13900	16900
社融	亿元	20450	21300	14200	34772	35800	16900	34342	31900	30941	51492	8554	50674	21030	17547	22700
M2	%	10.6	10.7	10.5	10.9	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4
M1	%		10.0	9.1	8.1	8.0	6.9	6.5	6.8	5.5	5.0	4.8	-	4.4	3.5	3.4

注：市场预期为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

点评

11 月经济数据依旧表现良好，生产端和需求端热度都在增强。尤其是需求端两大顺周期力量——制造业投资和可选消费表现亮眼。预计短期内企业和居民的需求还将进一步加强，地产和基建保持温和有韧性，整体经济继续保持上行修复态势。

生产：中游行业生产继续加快，通信电子行业有所回暖

11 月工业增加值同比 7%，较上月提高 0.1 个百分点，继续维持高增长。分三大门类看，11 月份，采矿业增加值同比增长 2.0%，增速放缓 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。

从环比看，11 月工业增加值环比增长 1.03%，较 10 月的 0.78% 有所提高，显著高于往年同期表现(2016-2019 年 11 月工业增加值季调环比分别为 0.54%、0.45%、0.33% 和 0.84%)，反映来自出口和国内的顺周期力量拉动工业生产的动能仍然较为强劲。

行业层面表现如下：

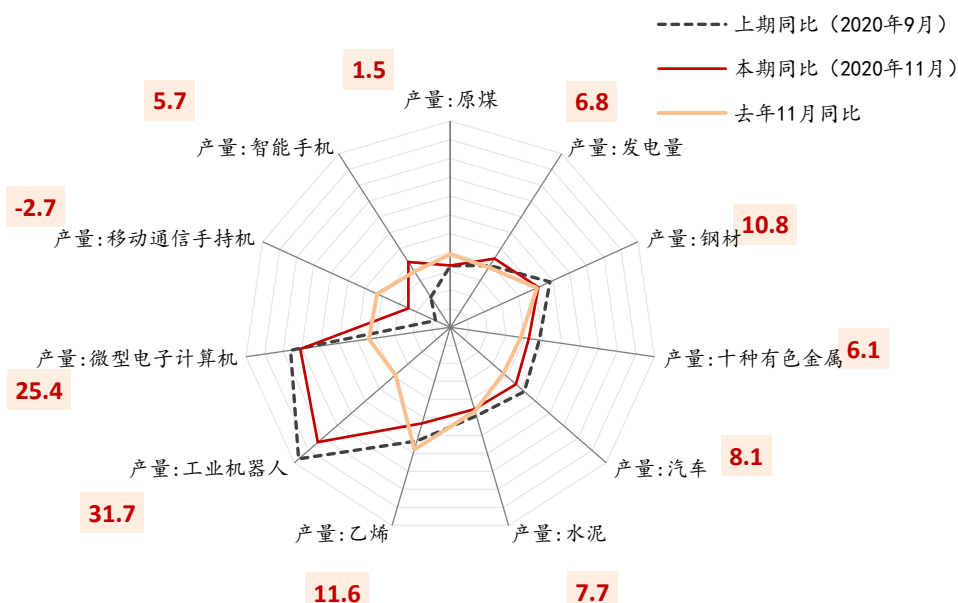
(1) 基建和房地产投资增速小幅下行的基础上，建筑原材料行业增加值增速较上月有所收窄，11 月黑色金属、非金属矿物增加值增速分别为 9.6% 和 7.7%，均收窄 1.6 个百分点；

(2) 制造业投资超预期改善，化学原料、专用设备、电气机械等行业增加值有所走高，化学原料行业增加值较上月进一步提高 0.4 个百分点，达到 9.2%，专用设备增加值增速提高 2.5 个百分点至 10.5%，电气机械行业增加值增速提高 0.4 个百分点至 18%；

(3) 下游消费品行业生产呈现一定的分化。农副加工、食品、纺织、橡塑、金属制品以及汽车行业增加值增速较上月有所收窄。而在经历了四连降之后，11 月通信电子行业增加值增速出现较大改善，由 10 月的 5% 提高至 11 月的 9.3%，或与年末国外圣诞季补货需求以及国内双十一促销有关。此外，11 月出口继续走强，对国内通信电子、电气机械等行业的增加值形成强劲支撑。医药制造业增速继续走高至 13.6%，或与天气转凉下就医需求提高和国内疫情零星散发下的检测需求激增有关。

产品产量方面，11 月水泥、钢材、十种有色金属和乙烯产量同比分别增长 7.7%、10.8%、6.1% 和 11.6%，增速较上月有所收窄，显示房地产和基建相关生产有所收缩。而反映整体工业运行的原煤产量和发电量分别增长 1.5% 和 6.8%，较上月有所提高。11 月智能手机产量同比增长 5.7%，较 10 月明显改善。汽车产量增速小幅降低至 8.1%。

图表2：主要产品产量当期同比与上期同比对比

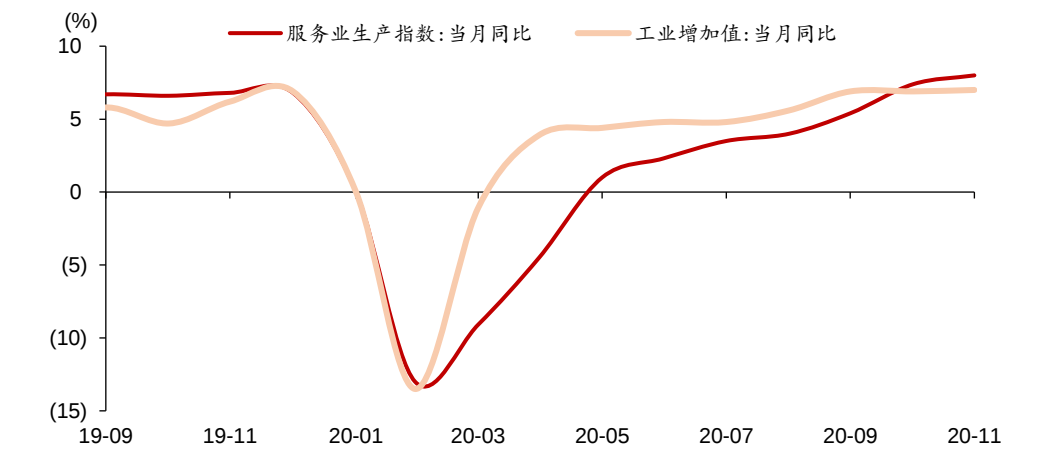


资料来源：Wind，华泰证券研究所

服务业层面，11 月服务业生产指数同比增长 8%，较 10 月继续走高，同比增速已恢复至疫情前水平，显示服务业也已渐进修复。我们认为，临近年末，服务业消费需求存在支撑，服务业生产重新大幅下滑的概率较低，但随着冬季疫情呈现出零星散发的态势，服务业生产仍将存在一定的扰动因素。

后续来看，今年底至明年初的工业生产走势仍将受到以下几大因素影响：(1) 海外疫情抑制供给修复+美国房地产周期+美国库存低位下我国出口仍有支撑，海外补库存周期相关的家具及家居物品、木材及其他建材等产品生产或继续维持高位。(2) 房地产投资小幅收窄，但仍存在韧性，地产相关行业生产短期大幅下滑的概率仍不高。(3) 制造业投资和消费顺周期渐进修复的趋势下，中游机器设备和下游可选消费品生产将继续获得支撑。

图表3：工业与服务业生产表现

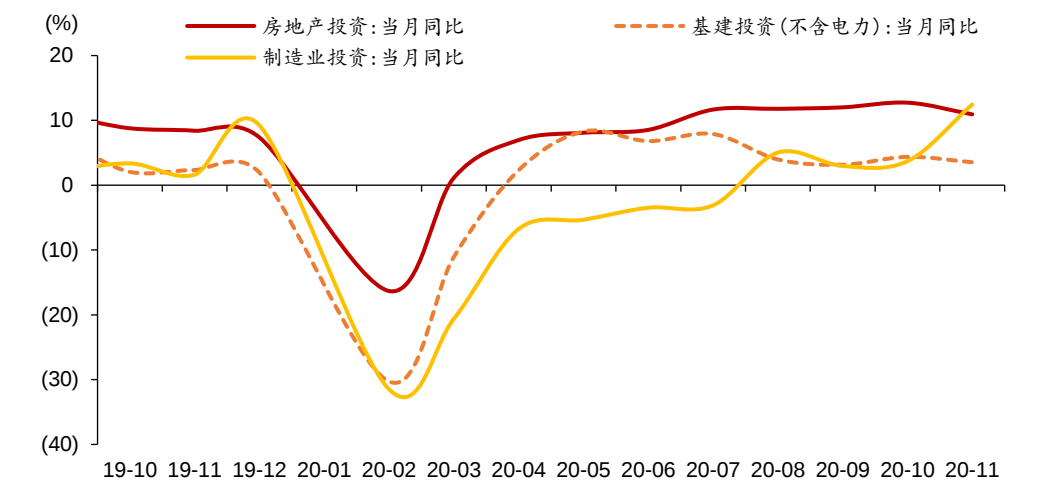


资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资：制造业如期加速，地产初显弱化、基建依然平淡

1-11 月整体固定资产投资同比 2.6%，走高 0.8 个百分点。顺周期接棒逆周期的复苏逻辑有明显体现。其中，制造业如期加速、弹性偏强；房地产韧性仍强但边际放缓，尤其拿地持续降速；基建投资明显落后。向明年看，我们认为制造业投资修复动力仍在，房地产短期有韧性、中期渐下行，基建保持温和增长态势。具体来看：

图表4：固定资产投资三大主要分项单月同比增速

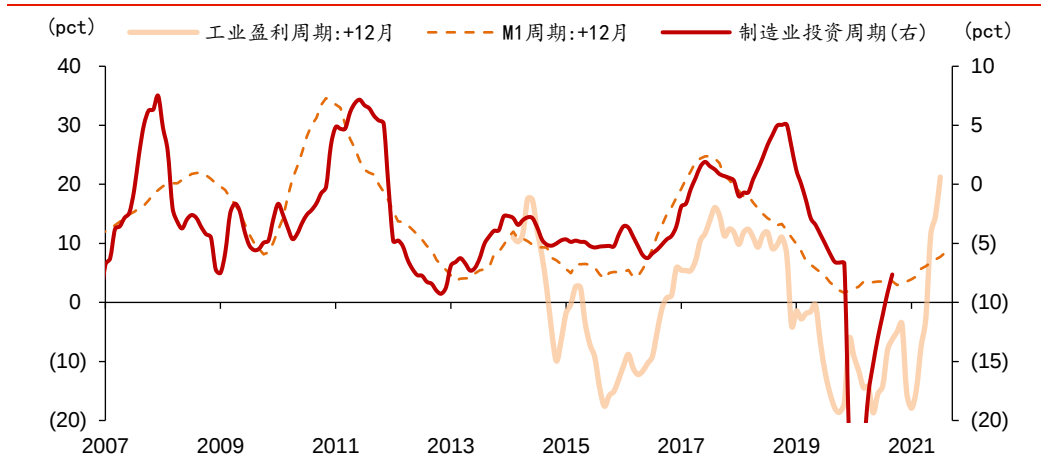


注：固定资产投资单月数据以 2019 年为基期调整为可比口径计算

资料来源：Wind，华泰证券研究所

制造业：如期加速，且弹性偏强

1-11 月制造业投资累计同比-3.5%，降幅收窄 1.8 个百分点，我们推算当月同比 12.5%，回升 8.8 个百分点。民间投资累计增速年内实现转正。制造业投资如期加速、弹性偏强，与地产基建投资降速形成鲜明对照，兑现顺周期接棒逆周期的复苏逻辑。向前顺周期改善动力仍足，明年制造业有望实现两位数增长。资金层面，今年制造业中长期贷款持续高增长、下半年盈利快速修复，企业存款不断活化。产能层面，随着消费改善、出口景气持续向好，企业主动补库存动力增强，电子等行业已面临产能瓶颈。此外，疫苗推广、拜登胜选、RCEP 协定分别降低了宏观环境、外部政策与贸易环境的不确定性，均有助于增强企业投资信心。不过，明年阶段性减税与信贷政策到期带来的负面影响有待观察。

图表5： 前瞻指标预示制造业投资继续改善

资料来源：Wind，华泰证券研究所

分行业看，（1）下游消费行业提速幅度均较大，显示消费改善预期较好，其中医药、电子继续高位提速，背后有盈利强劲与产能瓶颈的逻辑；（2）中游运输设备投资近两个月较快提速，一是外贸景气度持续向好，货船订单可能增多。二是外围经济体基建扩张，增加交运设备进口采购（8-10 月运输设备业出口交货值同比月均高达 8%）；（3）汽车、电气机械、通用设备行业全年资本开支相对低迷，但近期需求改善较快，明年投资弹性值得期待。

图表6： 分行业投资表现

指标	较上期	20-11	20-10	20-09	20-08	20-07	20-06	20-05	20-03	20-02
制造业投资	1.8	-3.5	-5.3	-6.5	-8.1	-10.2	-11.7	-14.8	-25.2	-31.5
上	1.5	-2.9	-4.4	-7.0	-6.3	-6.5	-9.6	-5.6	-11.6	-17.3
游	3.4	-3.9	-7.3	-8.8	-10.4	-13.6	-14.2	-17.8	-30.8	-33.0
化学原料										
农副加工	2.1	-1.8	-3.9	-6.3	-9.9	-13.7	-16.8	-22.9	-32.8	-38.9
通用设备	0.9	-10.0	-10.9	-12.3	-14.4	-16.9	-18.0	-20.2	-32.1	-40.1
专用设备	2.2	-5.5	-7.7	-8.5	-9.9	-11.5	-12.7	-15.2	-27.1	-36.2
中游										
电气机械	1.2	-10.4	-11.6	-12.1	-13.1	-14.1	-17.1	-20.1	-27.8	-33.7
运输设备	2.5	0.0	-2.5	-6.9	-9.4	-14.2	-16.3	-21.5	-31.6	-39.7
汽车	0.3	-15.1	-15.4	-16.7	-19.3	-19.9	-20.9	-23.2	-27.2	-41.0
下游										
食品	2.2	-1.0	-3.2	-5.1	-6.6	-9.5	-12.6	-17.9	-29.1	-35.1
纺织	2.5	-8.0	-10.5	-11.3	-13.9	-17.4	-22.4	-26.2	-37.1	-44.0
医药	4.5	27.3	22.8	21.2	18.3	14.7	13.6	6.9	-11.9	-22.1
通信电子	2.5	14.5	12.0	11.7	11.7	10.7	9.4	6.9	-10.2	-8.3
金属制品	2.2	-9.6	-11.8	-12.8	-15.4	-15.5	-16.5	-19.4	-31.3	-38.1

注：表内数值单位为%， “较上期”为变化百分点；截至 2020 年 12 月 15 日，分行业投资数据仅部分公布

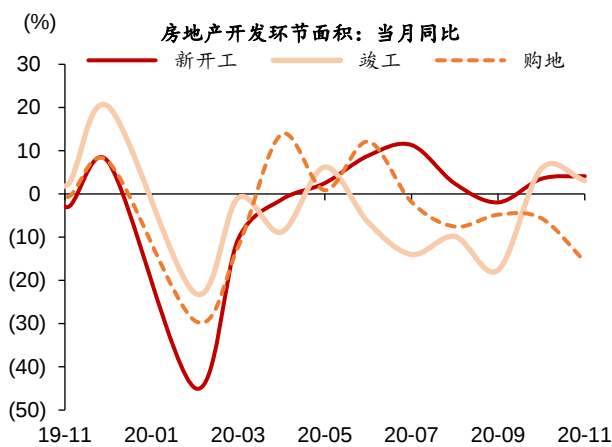
资料来源：Wind，华泰证券研究所

房地产：韧性仍在，但初显弱化迹象

1-11 月房地产开发投资累计同比 6.8%，涨幅扩大 0.5 个百分点，我们推算当月同比 10.9%，回落 1.8 个百分点。地产投资韧性仍强，但边际上初显弱化迹象。我们维持地产投资“短期有韧性、中期渐下行”的判断。短期内，竣工潮有望继续、房企推盘回笼资金动力较强，投资仍存支撑因素。而中期从拿地到开工、施工压力渐次传导，地产投资下行概率仍高。

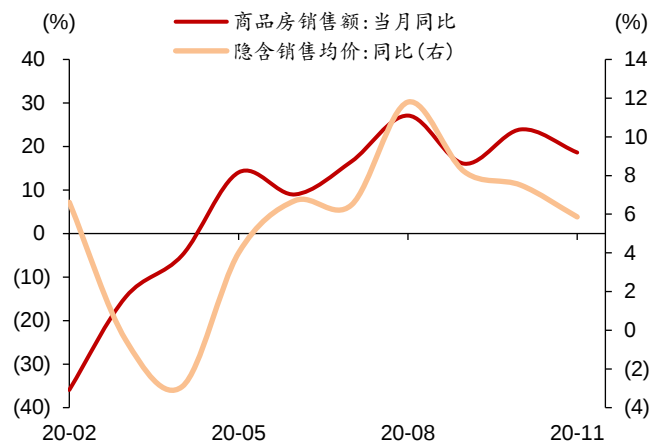
具体从开发环节看，韧性主要来自房企开工推盘诉求、以及竣工压力继续释放，而拿地速度进一步放慢，地产走弱压力仍可能逐渐显化。数据上，11 月新开工面积同比 4.1%、竣工同比 3.1%、购地同比-15.6%。从到位资金看，楼市销售热度仍在，或系房企主动降价去库存。数据上，11 月商品房销售额同比 18.6%，而隐含销售均价同比 5.9%，回落 1.6 个百分点，显示“以价换量”特征。销售回款增长较快以外，11 月自筹资金同比高达 20.1%，8 月以来棚改债大量发行支撑地产韧性。

图表7：房企拿地速度进一步放慢



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：楼市销售热度仍在，或系房企主动降价去库存



资料来源：Wind，华泰证券研究所

基建：依然平淡，或保持温和增长

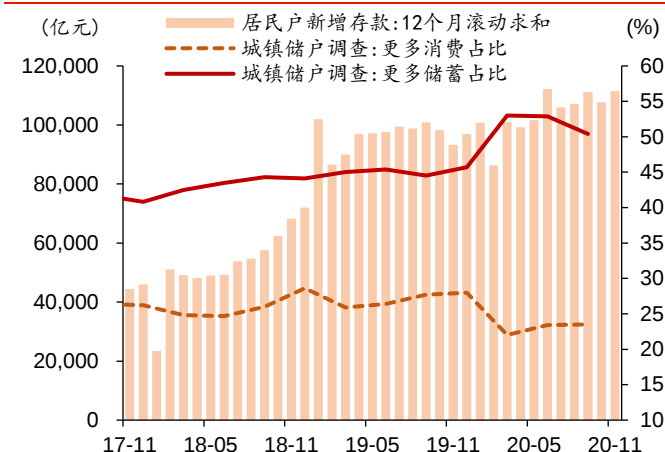
1-11 月基建投资（不含电力）累计同比 1%，涨幅扩大 0.3 个百分点，我们推算当月同比 3.5%，回落 0.8 个百分点。基建依然是三大投资的最弱项。今年预算支出进度落后较多，但存续项目质量问题短期未能得到解决，依然压制资金拨付进度。此外，近期出口强劲降低了基建托底的诉求，新储备项目留待明年开工，年底基建表现依然平淡。

我们预计明年基建投资为 5% 左右的温和增长。一是，明年全球疫情与政治环境有望好转，经济内生动力增强，基建缺乏加码诉求；二是，近期财政会议对债务风险讨论较多，明年专项债额度可能缩减、发行条件更加规范，然而现实中能达到融资覆盖的优质项目难以挖掘；三是，“三道红线”影响下，土地财政弱化，且土地出让金使用受限。不过，今年三保压力下，部分投资项目预算资金被占用，明年财政压力缓解后仍需补足，改善资金到位情况。且十四五规划开局预计有重大工程新开工，也不足以对基建悲观。

消费：可选消费全面反弹

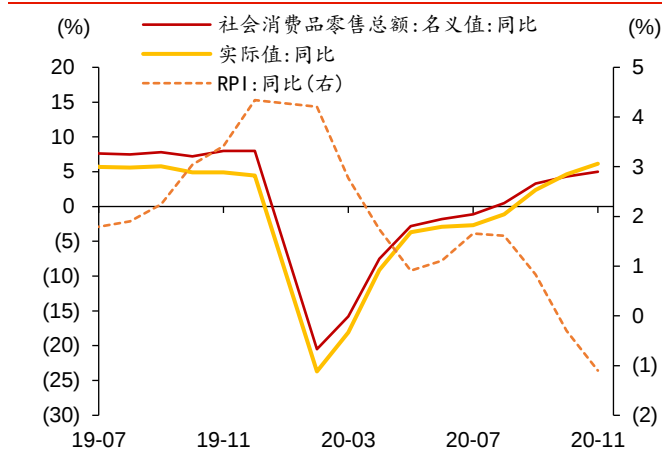
11 月社会消费品零售总额当月同比 5%，走高 0.7 个百分点，弱于市场预期（Wind 一致预期为 5.6%）。消费也如期处在顺周期修复通道中，但恢复节奏慢于市场预期，主要有三方面原因：一是，消费意愿仍待激发，体现在居民存款超季节性增长；二是，价格对名义增速扰动大，近两个月 RPI 回落幅度较大，导致实际消费与名义消费增速差距拉大；三是，对经济景气不敏感的必选消费增速放缓，牵制消费整体复苏的弹性。

图表9：消费意愿仍待激发



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：价格因素对名义社零增速扰动大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从限额以上商品零售看，(1)可选消费全面反弹，通讯器材同比 43.6%、化妆品同比 32.3%、金银珠宝同比 24.8%；(2) 食品、日用品等必选消费有所放缓；(3) 家电、装潢等地产后周期消费继续回暖；(4) 汽车消费近 5 个月保持两位数增速，尤其是消费升级概念的豪华车（11 月零售同比 27%，乘联会统计数据，下同）与受政策青睐的新能源汽车（零售同比 136.5%）增长势头较强。

消费结构映射出，中低收入群体消费仍相对克制，而高收入群体对应的升级类消费表现亮眼，后者受益于今年股市楼市等资产升值。因此，眼下消费活力的主要阻碍是中低收入群体消费意愿不强。由于企业盈利已在加速修复，居民就业与收入也将逐步改善，消费有望继续向常态化恢复。此外，明年是需求侧改革元年，更注重提升消费能力，预计在社保、税收与分配制度等方面有政策设计，激发中低收入消费潜力。结构上继续关注社交经济概念、地产后周期、汽车等可选消费板块。

图表11：限额以上企业零售额同比增速

(%)

■ 6月 ■ 7月 ■ 8月 ■ 9月 ■ 10月 ■ 11月

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_804

