

首席经济学家：任泽平

研究员：华炎雪

huayanyue@evergrande.com

研究员：梁颖

liangying@evergrande.com

事件：

11 月规模以上工业增加值同比增 7.0%，前值 6.9%；

1-11 月固定资产投资同比增 2.6%，1-10 月增 1.8%；

1-11 月房地产开发投资同比增 6.8%，1-10 月增 6.3%；

11 月社会消费品零售总额同比增长 5%，前值增 4.3%；

11 月出口（以美元计）同比 21.1%，前值 11.4%；进口（以美元计）同比 4.5%，前值 4.7%；

11 月社会融资规模同比增长 13.6%，前值 13.7%；M2 同比增 10.7%，前值 10.5%；

11 月 CPI 同比-0.5%，前值 0.5%；11 月 PPI 同比-1.5%，前值-2.1%。

目录

一、	核心观点：经济持续复苏，但面临放缓压力.....	4
二、	工业生产恢复至正常水平	5
三、	固定资产投资持续恢复，高技术产业投资增长较快.....	5
四、	房地产投资和销售维持高增长，但边际放缓.....	6
五、	资金效应退却，基建投资有所回落.....	6
六、	制造业投资修复明显	7
七、	消费仍然低迷，就业形势严峻	8
八、	出口增速再创新高，外需持续回暖.....	9
九、	信用扩张放缓	9
十、	猪周期下行拖累 CPI 由涨转跌，经济周期上升拉动 PPI 缓慢回升.....	10
十一、	制造业 PMI 全面改善，非制造业 PMI 稳步回升	11

图表目录

图表：工业生产维持在正常水平	5
图表：固定资产投资持续恢复	6
图表：高技术产业投资高增	6
图表：房地产投资销售维持正增长，边际放缓.....	6
图表：房企加快回款	6
图表：基建投资边际放缓，资金效应开始退却.....	7
图表：地方政府债券额度基本发行完毕	7
图表：制造业投资快速上升	8
图表：消费缓慢修复	8
图表：就业形势严峻	8
图表：出口增速再创新高	9
图表：美欧制造业 PMI 在枯荣线以上	9
图表：11 月新增社融结构.....	10
图表：11 月新增信贷结构.....	10
图表：猪周期下行拖累 CPI 由涨转跌，核心 CPI 低迷.....	11
图表：出口和投资拉动 PPI 缓慢上涨.....	11
图表：制造业 PMI 全面改善	12
图表：非制造业 PMI 稳步回升	12

一、核心观点：经济持续复苏，但不宜盲目乐观

1、疫后中国经济复苏的主逻辑是

过去一年经济复苏的主逻辑：积极的货币政策和财政政策发力，基建和房地产投资起到逆周期调节作用；海外供需缺口拉大，出口超预期高增。

展望未来，随着逆周期调节政策力度减弱，基建和房地产投资将面临放缓压力；更应关注经济内生动力的修复，消费仍受就业和居民收入抑制恢复缓慢，就业形势严峻，小微企业经营仍难。我们判断，2020年5月是政策顶，2021年1季度前后是经济顶，回归潜在增长率。

1) 基建投资的快速反弹难以持续，将在近期见顶回落。基建投资是典型的逆周期对冲力量；随着经济逐步恢复，基建逆周期调节的必要性大幅下降，叠加地方财政压力大，挤压基建支出空间。1-10月全国财政收入同比-5.5%。

2) 房地产短期看金融，随着5-6月以来货币政策回归正常化、边际收紧，未来房地产销售和投资均面临回落压力。11月房地产开发投资当月同比10.9%，较上月下滑1.8个百分点；商品房销售面积和销售额当月同比分别为12.0%和18.6%，较上月下降3.2和5.3个百分点。

3) 出口面临下行压力，但仍有韧性。8月以来出口当月增速始终保持9%以上的高增长，主要是疫情相关的防疫物资、居家办公激增，中国生产替代效应、以及下半年欧美需求恢复。明年随着疫苗大面积使用、欧美疫情逐步缓解，“疫情受益型”出口将放缓，但欧美需求端修复料将加快，海外供需缺口难以快速收窄，出口仍有韧性。

4) 就业形势严峻，小微企业经营困难，居民收入下降，抑制消费。小微企业是解决就业的主力。1-11月全国城镇新增就业1099万人，较去年同期少增180万人，累计同比-14.1%；11月全国城镇调查失业率5.2%，较去年同期高0.1个百分点。

2、当前宏观形势：

1) 工业生产加快，服务业逐步复苏。国内疫情防控得力，复工复产复商复市加快，经济自3月以来持续恢复。11月工业生产同比增长7.0%，三季度工业产能利用率为76.7%，在近几年同期中均属高位。11月服务业生产指数同比增长8%，比上月加快0.6个百分点，恢复至近两年来高位水平。11月制造业PMI为52.1%，服务业PMI为56.4%，连续九个月高于荣枯线。

2) 三驾马车中，出口保持高增，房地产和基建略有回落，制造业投资修复明显，消费加快恢复但仍低迷。11月出口金额（以美元计）同比增长21.1%，连续4个月保持9%以上的高增速；基建投资当月同比5.9%，较上月下滑1.4个百分点；房地产开发投资当月同比10.9%，较上月下滑1.8个百分点；制造业投资当月同比12.5%，较上月上升8.8个百分点；社会消费品零售总额同比增长5.0%，较上月上升0.7个百分点，2019年全年增速8.0%。

3、建议：

货币政策谈收紧为时尚早，宜保持观察。精准把握好力度和节奏，不要人为制造经济的大起大落。结构层面，流动性精准投向基建和实体经济，尤其受疫情影响严重的行业、中小微、民企、制造业、高新技术等领域。

财政政策结构性效果比货币政策好，应继续发力基建尤其是新基建，打造中国经济新引擎。

“双循环”的核心是对内扩大内需、对外提升产业链安全，关键是三大抓手：新基建、城市群和放开生育。这是这些年我们在公共政策领域的三大建言和呼吁，但进展不同，新基建已经从学术讨论走向国家战略，城市群逐渐走向社会共识但尚未完全落实到公共政策，而全面放开生育则面临巨大的学术分歧和社会争议。

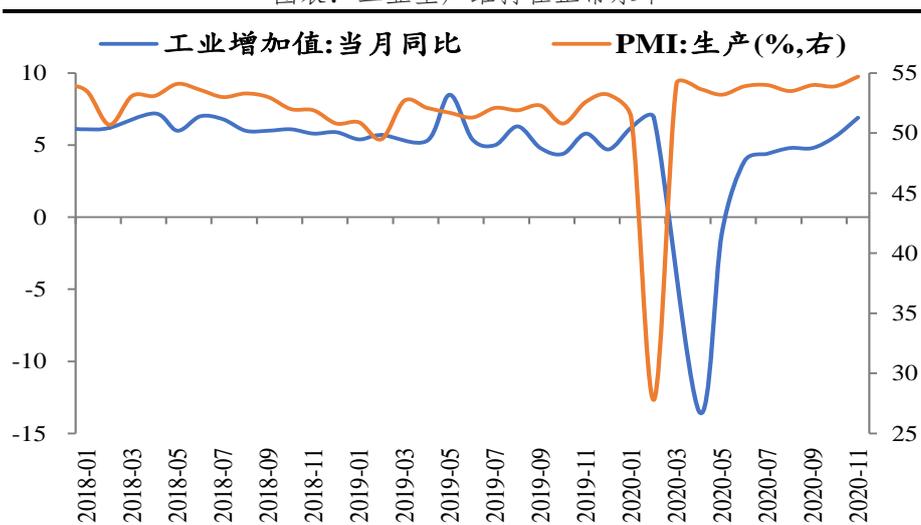
二、工业生产恢复至正常水平

11月规模以上工业增加值同比增长7.0%，较上月上升0.1个百分点。41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长；612种产品中有439种产品同比增长。

1) 装备制造业和高技术制造业高位运行，电气机械、汽车继续快速增长。11月装备制造业和高技术制造业增加值同比分别增长11.4%、10.8%，快于规模以上工业4.4、3.8个百分点，装备制造业连续5个月保持10%以上增长。电气机械、汽车、金属制品和通用设备分别增长18.0%、11.1%、13.8%和10.2%，工业机器人、新能源汽车和微型电子计算机同比分别增长31.7%、99.0%和25.4%。

2) 海外疫情反复，中国出口超预期，促进相关行业生产。11月医药制造业增加值同比增长13.6%，较上月上升5.4个百分点。

图表：工业生产维持在正常水平



资料来源：Wind，恒大研究院

三、固定资产投资持续恢复，高技术产业投资增长较快

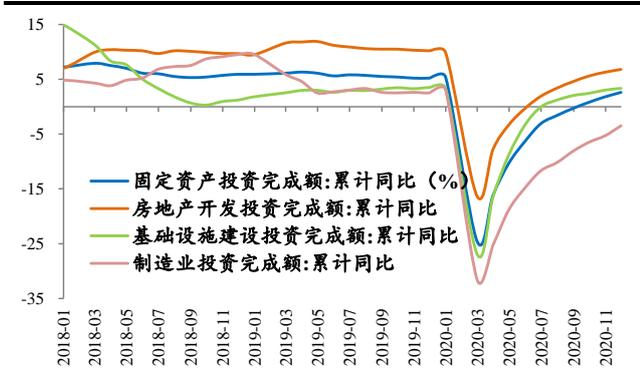
1-11月固定资产投资累计同比2.6%，较1-10月上升0.8个百分点。分投资主体看，1-11月民间固定资产投资累计同比0.2%，较1-10月上升0.9个百分点，增速年内首度转正；国有控股企业固定资产投资累计同比5.6%，较1-10月上升0.7个百分点。

1-11月高技术产业投资同比增长11.8%，较1-10月加快2.1个百分点。高技术产业投资中，其中高技术制造业和高技术服务业1-11月投资



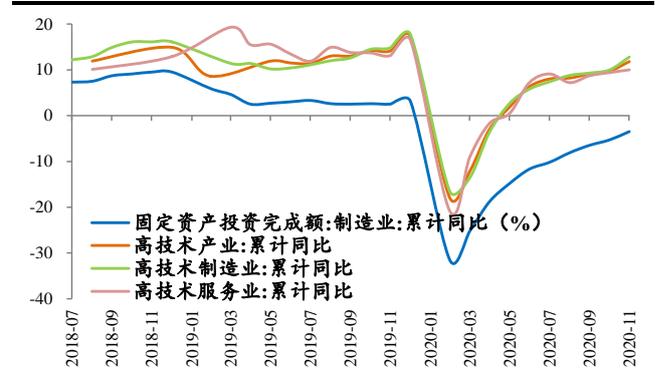
分别增长 12.8%、10.0%。高技术制造业中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 27.3%、20.4%；高技术服务业中，电子商务服务业、科技成果转化服务业投资分别增长 32.2%、17.5%。社会领域投资同比增长 11.2%，其中卫生、教育投资分别增长 26.1%、13.9%。

图表：固定资产投资持续恢复



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：高技术产业投资高增



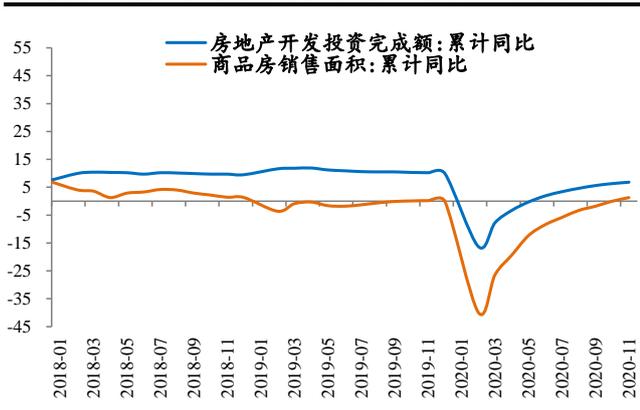
资料来源：Wind，恒大研究院

四、房地产投资和销售维持高增长，但边际放缓

11 月商品房销售面积和销售额当月同比分别为 12.0%和 18.6%，维持正增长，但分别较上月下滑 3.2 和 5.3 个百分点，边际放缓。房企通过降价促销、以价换量等政策加快销售回款，11 月房地产开发资金来源当月同比增长 17.2%，其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款当月同比增长 8.9%、20.0%和 14.6%。

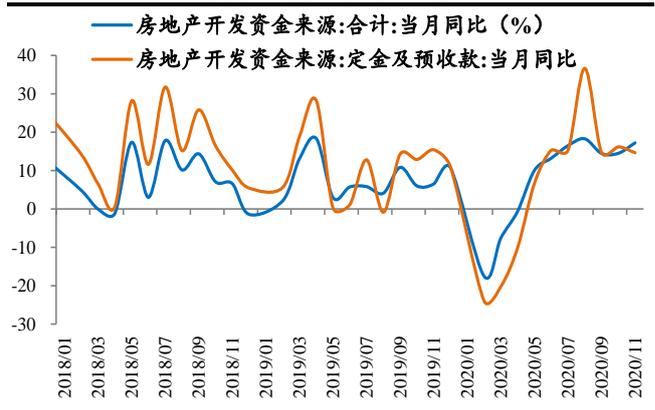
11 月房地产投资当月同比 10.9%，较上月下滑 1.8 个百分点；1-11 月累计同比 6.8%。土地市场整体量跌价升，土地购置面积当月同比增速为-15.6%，土地成交价款当月同比增长 22.8%。施工方面，房企加快施工拉动建安投资，11 月新开工和施工面积同比分别增长 4.1%和 11.9%，较上月上升 0.6 和 13.8 个百分点。

图表：房地产投资销售维持正增长，边际放缓



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：房企加快回款



资料来源：Wind，恒大研究院

五、资金效应退却，基建投资有所回落

11 月基建投资（含水电燃气）当月同比 5.9%，较上月下滑 1.4 个百分点；1-11 月累计同比 3.3%。分行业看，电热燃水仍是主要支撑，水利环境设施投资边际改善。1-11 月电热燃水投资累计同比 17.5%；交运仓

储投资累计同比 2.0%，与上月相近；水利环境设施投资累计同比-0.3%，较 1-10 月上升 0.9 个百分点。交运仓储中，1-11 月铁路和道路累计投资同比增速分别为 2.0%和 2.2%，分别较上月下滑 1.2 和 0.5 个百分点。

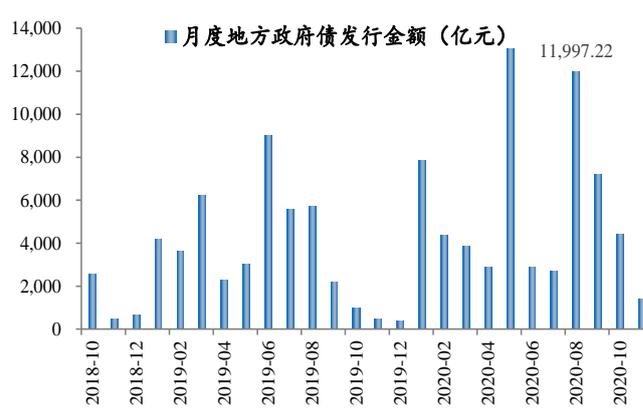
随着经济恢复，逆周期调节的必要性大幅下降，基建投资将见顶回落。1) 截至 10 月底地方政府债券和已下达专项债额度已基本发行完毕，剩余尚未下达的专项额度特定用于补充中小银行资本金，因此后续基建投资中资金到位效应将消退。2) 专项债对投向项目有较严格要求，优质基建项目储备不足，可能导致资金未被完全利用。3) 1-10 月国家财政收入和财政支出累计同比分别为-5.5%和-0.6%，财政收支差额较去年同期增长 35.1%。

图表：基建投资边际放缓，资金效应开始退却



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：地方政府债券额度基本发行完毕



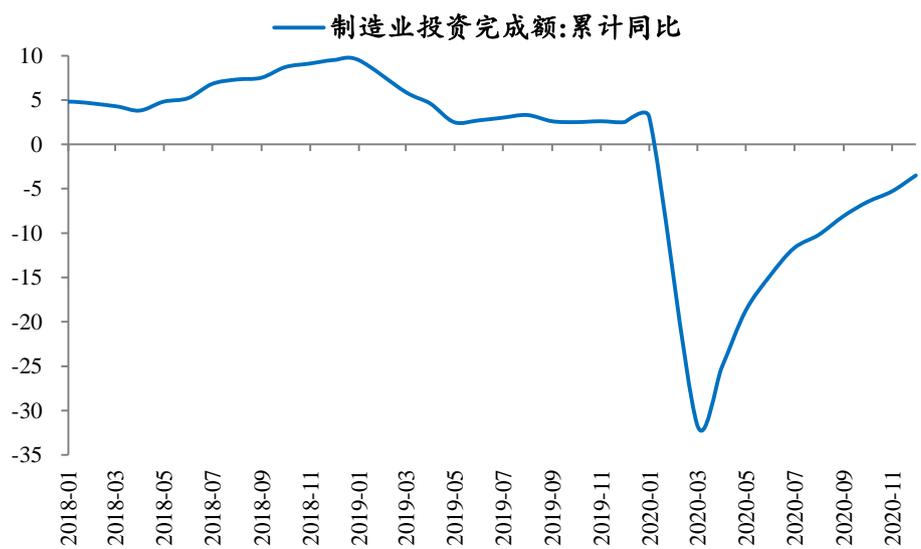
资料来源：Wind，恒大研究院

六、制造业投资修复明显

11 月制造业投资当月同比 12.5%，较上月上升 8.8 个百分点；1-11 月累计同比-3.5%。中下游尤其是出口相关行业投资增速较高，11 月农副食品加工、食品制造、纺织业、化学原料及化学制品制造业、医药制造、金属制品、专用设备、运输设备和电子设备制造业当月投资增速分别为 14.5%、19.2%、13.8%、26.4%、76.0%、12.6%、13.2%、19.1%和 36.4%。

企业盈利、出口和地产投资带动制造业投资快速修复。5 月工业企业当月利润总额同比转正以来，工业企业利润持续修复，10 月工业企业利润总额同比增长 50.4%，企业投资意愿和能力增强；出口和地产投资的持续高景气度修复企业预期，提振制造业投资。

图表：制造业投资快速上升



资料来源：Wind，恒大研究院

七、消费仍然低迷，就业形势严峻

11月社会消费品零售总额同比增长5.0%，较上月上升0.7个百分点，但仍低于去年同期3个百分点；除汽车以外的消费品零售同比增长4.2%。分消费类型看，双十一促销带动商品零售增速加快恢复，餐饮消费增速由正转负。11月商品零售同比增长5.8%，较上月上升1.0个百分点；餐饮消费同比下降0.6%。升级类消费品增长较快，华为、苹果等新品发布推迟带动手机销售增长，通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类商品同比分别增长43.6%、32.3%、24.8%，较上月上升35.5、14.0和8.1个百分点。必需品消费保持高位运行，粮油食品、饮料和烟酒消费同比分别为7.7%、21.6%和11.4%。汽车消费维持高增速，同比11.8%。装修需求持续释放，支撑地产产业链下游消费，建筑装潢材料同比分别为7.1%，较上月上升2.9个百分点。

就业形势严峻和居民收入下滑制约消费反弹，重视稳就业。1-11月全国城镇新增就业1099万人，较去年同期少增180万人，累计同比-14.1%；11月全国城镇调查失业率5.2%，较去年同期高0.1个百分点。其中，25-59岁人口调查失业率为4.7%，较去年同期高0.1个百分点。前三季度全国居民人均可支配收入实际累计同比增长0.6%，较去年同期下降5.5个百分点。

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_810

