

11 月经济数据点评

——需求改善的趋势延续

袁方¹

2020 年 12 月 15 日

内容提要

11 月经济延续了 8 月以来的走势，内需层面消费、制造业投资仍在对经济形成支撑，出口边际上加速了经济修复的进程。

经济“填坑”的状态有望在未来一个季度维持，这使得经济整体将维持在较强水平。

这一宏观环境意味着各类资产价格的表现将延续，即人民币汇率趋于升值、债券市场收益率有上行压力、股市估值分化逐步收敛、指数整体维持震荡。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、工业高增长有望延续

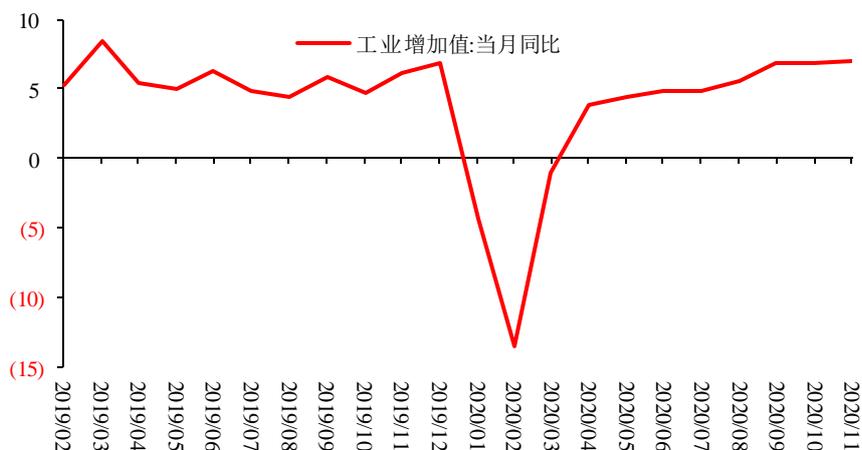
11月规模以上工业增加值同比增速为7%，较上月上涨0.1个百分点，创近两年新高。

观察已经公布的分项数据，医药，计算机，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等下游行业普遍表现偏强；而黑色、有色、橡胶和塑料制品等上游行业普遍走弱。

价格层面，11月PPI环比增速大幅回升，流通领域生产资料价格、南华工业品指数均显著上行。

结合量价指标，终端需求回暖仍在延续，这也是支撑经济复苏的主要力量，存货可能在边际上加速了经济的上行。考虑到经济各分项“填坑”的进程尚未结束，未来工业增速维持在当前中枢的可能性较大。

图1：工业增加值同比，%



数据来源：Wind，安信证券

二、制造业投资出现加速

11月固定资产投资同比33.8%，较10月大幅提高21.6个百分点，其中制造业投资出现明显抬升，但难以完全解释固定资产投资数据的跳升，这一跳升可能与投资数据中的“其他项”异常波动有关，整体而言投资仍在恢复之中。

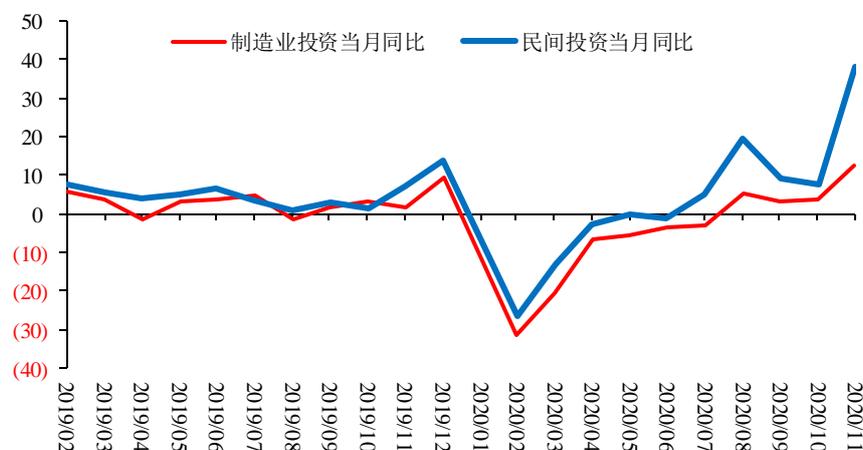
11月含电力基建投资同比5.9%，较10月小幅回落1.4个百分点，下半年以来基建增速维持低位波动，这主要和地方政府加杠杆积极性偏弱有关。明年随着赤字率以及专项债规模的下降，基建投资将维持偏低增速。

11月制造业投资同比12.5%，较上月大幅上升8.8个百分点，创近两年新高。

根据已经公布的数据，11月医药制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等行业涨幅居前，这与其生产数据表现一致，显示这些行业景气度的回升推动投资活动的复苏；有色链条、汽车、通用设备制造业整体表现偏弱。

11月制造业投资活动的显著改善或许与出口增速的大幅抬升有关，这也使得制造业“填坑”的进程进一步加速。不过当前制造业投资的累计增速仍远低于疫情前水平，这意味着制造业投资恢复的趋势有望延续，同时出口的提速、经济预期的改善将加速制造业恢复的进度。

图2：制造业投资和民间投资同比，%

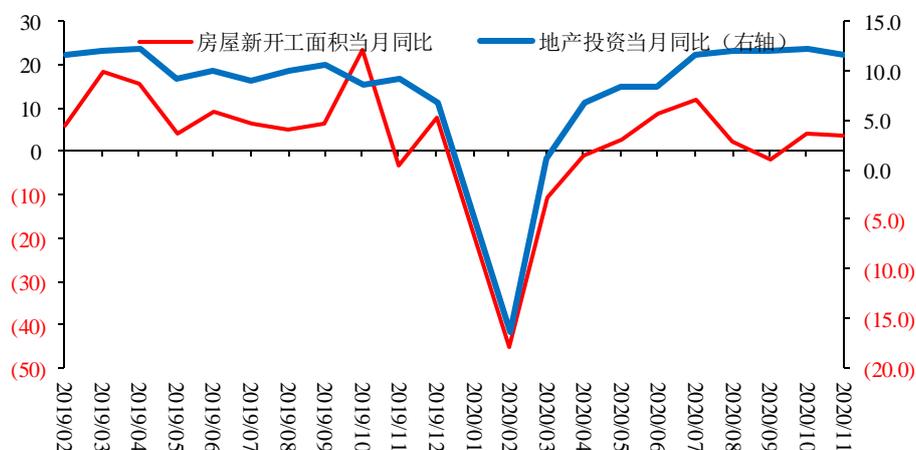


数据来源：Wind，安信证券

11月房地产投资同比11.5%，较上月回落0.7个百分点。与此同时，商品房销售面积增速下降2.8个百分点至12.4%，新开工面积增速也小幅走弱。

当前房地产投资和销售维持在较高水平，而新开工增速显著偏低，这一分化显示出地产融资政策收紧的影响，地产商加速销售施工，减缓开工来应对现金流压力。预计明年这一趋势仍将延续，这意味着地产投资在明年有小幅向下的压力。

图3：房屋新开工面积和地产投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

三、消费的恢复将延续

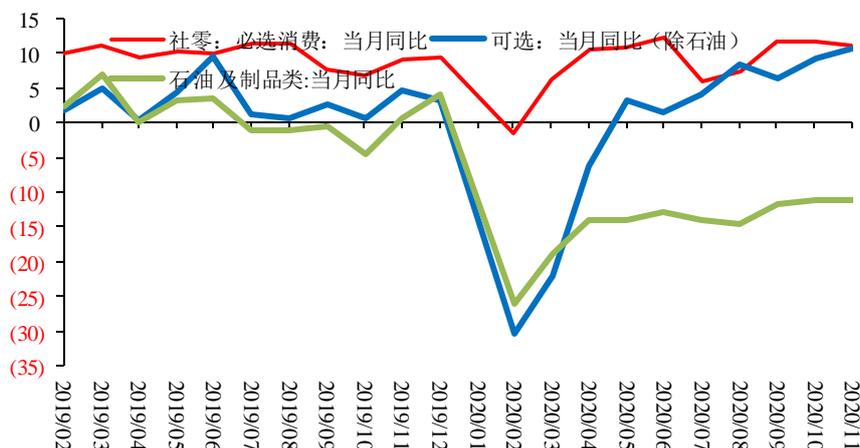
11月社会消费品零售名义同比增长5%，较上月回升0.7个百分点，延续8月以来恢复的态势。与此同时，服务业生产指数上升0.6个百分点至8%，增速显著高于疫情前水平。

分项来看，限额以上和以下企业零售均有回升。通讯器材、化妆品类明显改善，家电、建筑及装潢等房地产产业链的消费也呈现持续回暖，石油和汽车消费维持平稳。

当前限额以上企业的零售已经进入“填坑”的进程，维持较高的增长斜率，而限额以下的企业零售仍在相对缓慢地向疫情前水平靠拢，服务业消费也已经进

入“填坑”状态。整体而言，消费恢复的进程尚未结束。未来疫苗的大规模推广使用将加速服务消费的恢复，并推动服务消费的新均衡状态向疫情前靠近。

图4：必选、可选和石油消费同比，%



数据来源：Wind，安信证券

综合来看，11月经济延续了8月以来的走势，内需层面消费、制造业投资仍在对经济形成支撑，出口加速了经济的改善。

往后看，经济“填坑”的状态有望在未来一个季度维持，这一宏观环境意味着各类资产价格的表现将延续，即人民币汇率趋于升值、债券市场收益率有上行压力、股市估值分化逐步收敛、指数整体维持震荡。

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_820



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn