

11月经济增长数据点评

制造业投资大幅提速

核心摘要

11月中国经济延续复苏势头（斜率已平缓），出口对经济产生了更有力拉动。结构上最大的亮点是制造业投资增速大幅抬升，同时，房地产开发商加速推盘、加速开工施工、减少拿地的行为模式，也维护着中国经济的韧性。中国经济更多向内生增长性转换的下一步，关键在于提升居民的消费意愿，呵护制造业企业家信心。这也是中央政治局会议提出“需求侧改革”的现实背景。

工业供需保持高景气度，但上行斜率已缓。出口高景气对工业产生有力带动，11月出口交货值当月同比从4.3%升至9.1%。主要产品中，汽车行业增加值显著加速，新能源车累计同比从-2.8%转正至7.6%，金属切削机床从0.6%升至4.1%，手机从-5.9%升至-3.7%。此外，工业机器人、发电设备、集成电路、电脑，以及大中型拖拉机、冷柜，均保持高增速，部分装备制造领域蓬勃发展。

11月制造业投资同比增速大幅抬升，从10月3.7%升至12.5%；房地产和基建投资皆有温和回落，11月当月同比分别为10.9%和5.9%。制造业已成为固定资产投资的重要驱动力量。考虑到：1）美国为首的外需仍将在较长时间内对出口产生强拉动，2）制造业处于新一轮产能周期的起点，3）降低融资成本、扩大制造业贷款占比的政策有望持续发力，4）2020年形成低基数，我们看好制造业投资的上行空间和持续性，2021年同比有望达到8%以上。考虑到制造业投资在整体固定资产投资中占比达到34.6%（2019年数据），体量高于基建和房地产投资，其将对2021年中国经济增长的稳定发挥重要作用。

基建投资的核心矛盾不是资金来源，而是项目质量。12月7日经济参考报发表头版评论：明年有必要延续积极的财政政策，释放出较为积极的政策信号。但在对地方政府债务监管仍然趋严的情况下，基建投资的增长需要伴随城市群、都市圈发展的红利释放，短期难有大幅提速。

房地产销售、施工均保持韧性，拿地放缓，房价涨幅放缓。房地产销售“量强价弱”，符合开发商加快推盘的逻辑。房地产施工指标均向好，而土地购置面积同比下挫10个百分点至-15.6%，符合开发商加速资金回笼、谨慎扩张的逻辑。1-11月房地产开发资金来源同比从5.5%上升至6.6%，各资金来源项增速皆有好转，融资收紧的逻辑似乎尚未得到证实。考虑到2018年以来房地产竣工面积持续负增，房地产调控以因城施策为主，利率水平趋于温和下行，我们认为2021年房地产投资不易出现大起大落，增速或仅温和回落。

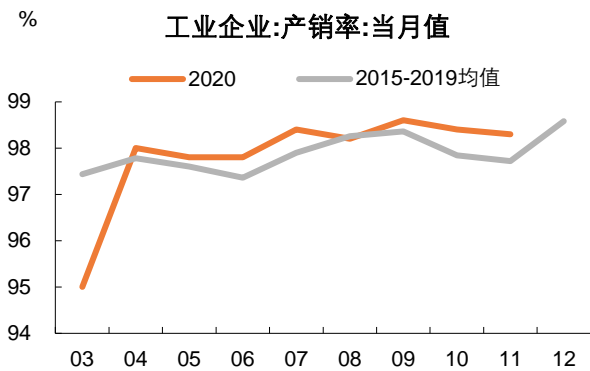
餐饮消费受到比较强的疫情压制，11月回落转负；商品消费受到今年“双十一”力度加大的驱动，但总体消费意愿回升动能也不是太足。从限额以上企业商品零售额来看，11月受益于电商“双十一”活动和手机新机发布，通讯器材和化妆品零售增速提升幅度最大；金银珠宝、服装鞋帽、汽车，以及房地产竣工相关的建筑装潢和家电类，零售增速也有明显回升。11月城镇调查失业率进一步下降至5.2%，在中国“保企业”的政策支持下，就业形势有持续好转，下一步需要在提升消费意愿上面提供更强驱动。12月11日中央政治局会议首提“需求侧改革”，这使提振消费的政策手段，有望跳脱此前对汽车、家电的直接刺激，而是进入更根本性的收入分配、社会保障等层面，唯有如此才能实现十四五期间“全面促进消费”的目标。

事件：中国 11 月规模以上工业增加值同比增长 7%；社会消费品零售总额同比增长 5%；1-11 月固定资产投资（不含农户）同比增长 2.6%，其中，制造业投资同比-3.5%，基建投资同比 3.3%，房地产投资同比 6.8%。

一、工业供需旺盛

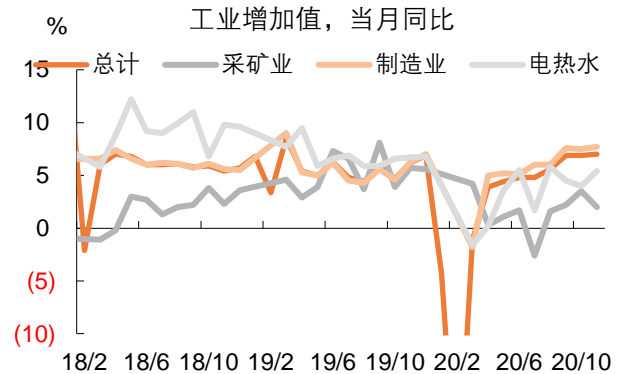
工业供需保持高景气度，但上行斜率已缓。11 月工业增加值当月同比小幅上扬 0.1 个百分点至 7%，产销率小幅回落 0.1 个百分点，仍显著高于往年同期，显示工业品供需向好（图表 1）。其中，制造业增加值上扬 0.2 个百分点至 7.5%，而采矿业增加值回落 1.5 个百分点至 2%，电热水增加值上扬 1.4 个百分点至 5.4%，制造业仍是主要驱动力（图表 2）。出口高景气对工业产生有力带动，11 月出口交货值当月同比从 4.3% 升至 9.1%。主要产品中，汽车行业增加值显著加速，新能源车累计同比从 -2.8% 转正至 7.6%，金属切削机床同比从 0.6% 升至 4.1%，手机同比从 -5.9% 升至 -3.7%（或与新机推出有关）。此外，工业机器人、发电设备、集成电路、电脑，以及大中型拖拉机、冷柜（截至 10 月数据），均保持高增速，部分装备制造领域蓬勃发展。

图表 1 11 月工业产销率显著高于季节性



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 2 11 月工业增加值高位略上扬



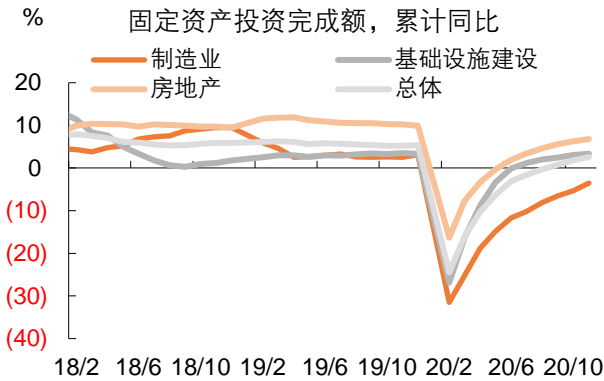
资料来源:wind, 平安证券研究所

二、制造业投资显著提速

1-11 月固定资产投资同比上行 0.8 个百分点至 2.6%，制造业、房地产和基建投资皆进一步回升（图表 3）。从 11 月单月来看，制造业投资同比增速大幅抬升，从 10 月 3.7% 升至 12.5%；房地产和基建投资皆有温和回落，11 月当月同比分别为 10.9% 和 5.9%（图表 4）。制造业已成为固定资产投资的重要驱动力量。考虑到：1) 美国为首的外需仍将在较长时间内对出口产生强拉动，2) 制造业处于新一轮产能周期的起点，3) 降低融资成本、扩大制造业贷款占比的政策有望持续发力，4) 2020 年形成低基数，我们看好制造业投资的上行空间和持续性，2021 年同比有望达到 8% 以上。考虑到制造业投资在整体固定资产投资中占比达到 34.6%（2019 年数据），体量高于基建和房地产投资，其将对 2021 年中国经济增长的稳定发挥重要作用。

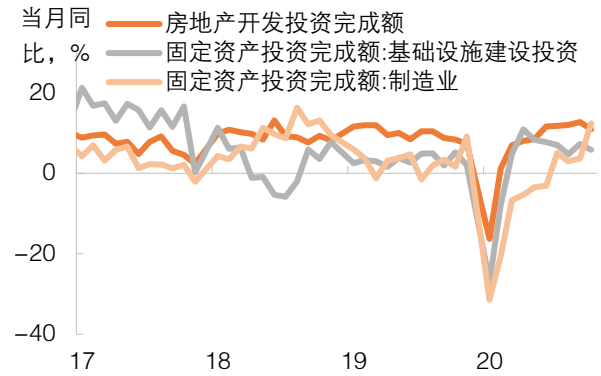
基建投资的核心矛盾不是资金来源，而是项目质量。6 月以来基建投资增速就已开始回落，财政预算赤字的使用一直缓慢，根源在于缺乏满足专项债使用要求的、能够收益自平衡的项目。12 月 7 日经济参考报发表头版评论：明年有必要延续积极的财政政策，释放出较为积极的政策信号。但在对地方政府债务监管仍然趋严的情况下，基建投资的增长需要伴随城市群、都市圈发展的红利释放，短期难有大幅提速。

图表3 11月固定资产投资进一步修复



资料来源:wind, 平安证券研究所

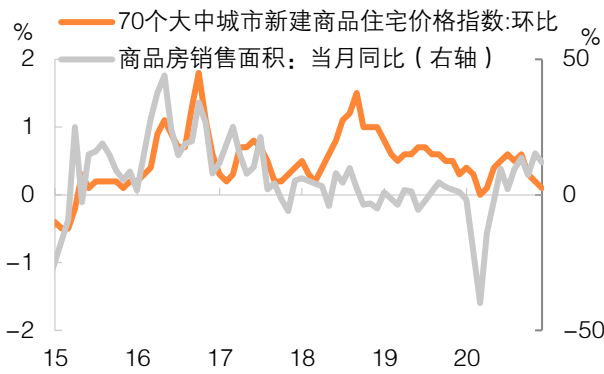
图表4 11月制造业投资增速大幅上扬



资料来源:wind, 平安证券研究所

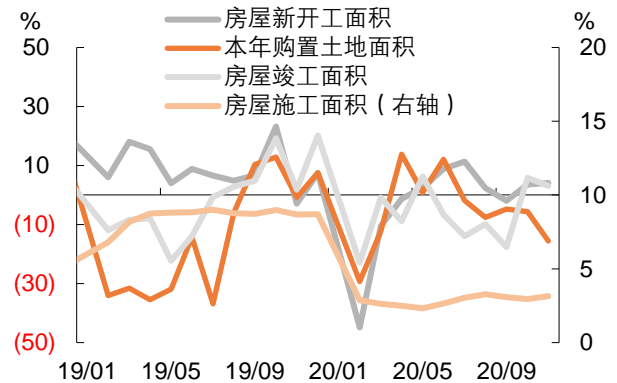
房地产销售、施工均保持韧性，拿地放缓，房价涨幅放缓。11月商品房销售面积同比小幅回落至12%，仍处震荡上行过程中。而70大中城市房价环比涨幅进一步降至0.1%。“量强价弱”符合开发商加快推盘的逻辑（图表5）。11月房屋新开工面积同比进一步上扬至4.1%，房屋竣工面积同比温和回落至3.1%，施工面积累计同比小幅回升至3.2%。房地产施工指标均向好，而土地购置面积单月同比下挫10个百分点至-15.6%，符合开发商加速资金回笼、谨慎扩张的逻辑（图表6）。1-11月房地产开发资金来源同比从5.5%上升至6.6%，各资金来源项增速皆有好转，融资收紧的逻辑似乎尚未得到证实（图表7）。考虑到2018年以来房地产竣工面积持续负增，房地产调控以因城施策为主，利率水平趋于温和下行（图表8），我们认为2021年房地产投资不易出现大起大落，增速或仅温和回落。

图表5 11月房地产销售量强价弱



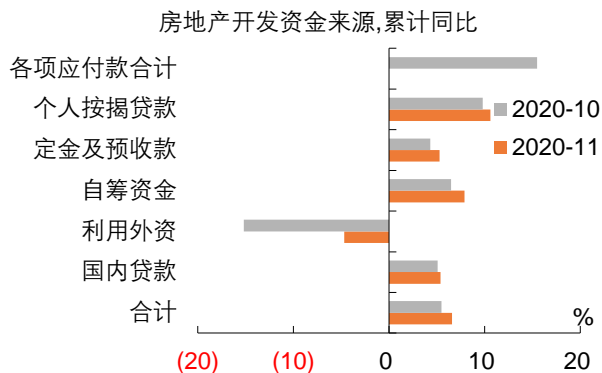
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 11月土地购置面积大幅下滑



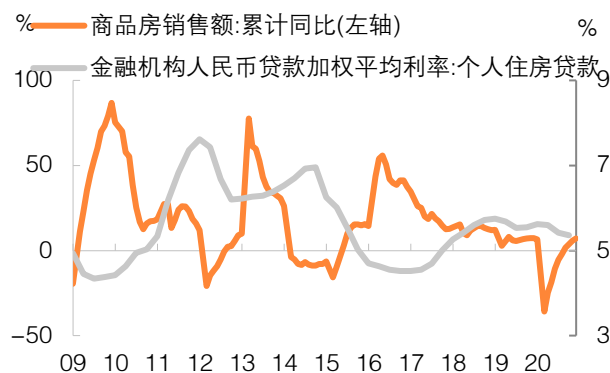
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 11月房地产开发资金来源全线回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 房贷利率趋弱,有助于房地产销售韧性保持



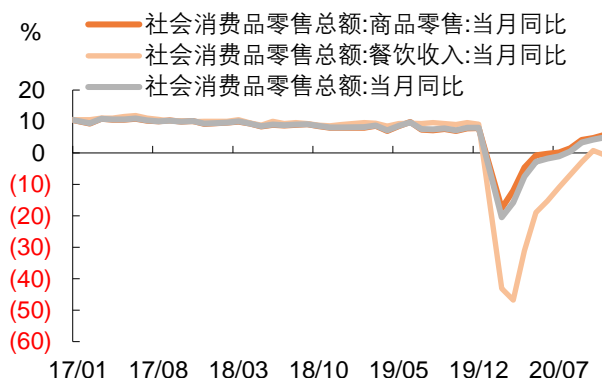
资料来源:wind, 平安证券研究所

三、“双十一”驱动效果明显

11月社会消费品零售总额进一步回升0.7个百分点至5%，其中，餐饮收入增速继此前快速回升后，出现小幅回落，再度转负为-0.6%；商品零售增速回升1个百分点至5.8%，受到今年“双十一”力度加大的驱动，但仍然显著低于疫情前的7.9%（图表9）。可见，餐饮消费仍然受到比较强的疫情压制，居民商品消费意愿回升动能也不是太足。从限额以上企业商品零售额来看，11月受益于电商“双十一”活动和手机新机发布，通讯器材和化妆品零售增速提升幅度最大；金银珠宝、服装鞋帽、汽车，以及房地产竣工相关的建筑装潢和家电类，零售增速也有明显回升。尽管11月油价有所回升，但石油类对消费的拖累仍大（图表11）。

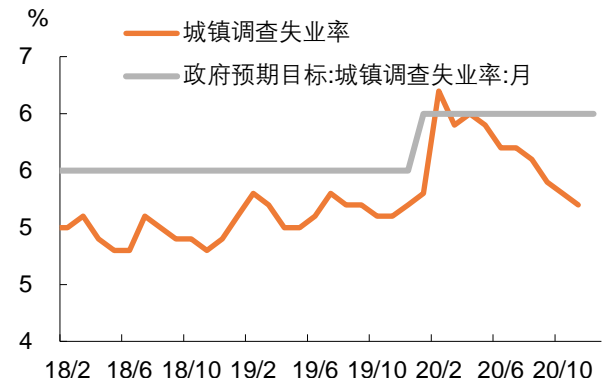
11月城镇调查失业率进一步下降至5.2%，在中国“保企业”的政策支持下，就业形势有持续好转（图表10）。下一步需要在提升消费意愿上面提供更强驱动。12月11日中央政治局会议首提“需求侧改革”，这使提振消费的政策手段，有望跳脱此前对汽车、家电的直接刺激，而是进入更根本性的收入分配、社会保障等层面，唯有如此才能实现十四五期间“全面促进消费”的目标。

图表9 11月餐饮收入增速回落转负



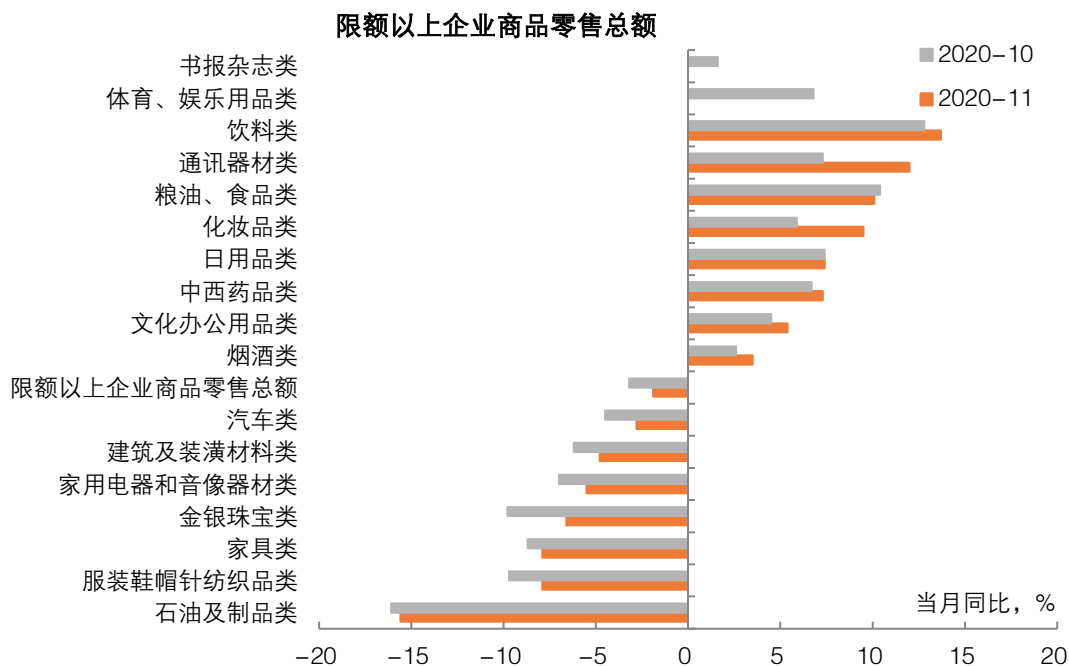
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 11月城镇调查失业率进一步降至5.2%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表11 11月通讯器材和化妆品类零售增速大幅提升



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_821



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn