

宏观观点评

11月经济的5大关注点

事件: 11月工增同比7.0% (前值6.9%)；1-11月固定资产投资同比2.6% (前值1.8%)，其中：房地产投资同比6.8% (前值6.3%)，基建投资同比3.3% (前值3.0%)，制造业投资同比-3.5% (前值-5.3%)；11月社零同比5.0% (前值4.3%)。

核心观点: 出口对工业生产和制造业的拉动作用明显，推动经济强劲复苏。

1、生产端：工业生产再超预期，四季度GDP有望超预期。 11月工业增加值增速在基数明显走高拖累下续升，再度好于预期，主因出口强劲拉动，其中高新技术产业、医药、电子、运输设备等升幅较大。延续年度报告观点，Q4实际GDP同比有望达到甚至超过6%，2020全年可实现2%以上的正增长。2019Q4和2020Q1净出口对GDP拉动明显偏低 (分别为-0.1%、-1.0%)，对应其未来两季对经济拉动幅度可能超预期。

2、消费端：再低于预期，主因价格和疫情拖累；关注需求侧改革可能的影响。 11月社零名义增速5.0%，低于市场预期的5.6%，本月消费为何再次低于预期？除了疫情拖累，还有两大原因：1) 消费品价格持续下跌；2) 基数有所提高。分项看，汽车消费维持高位，地产系稳步提升，通讯器材大幅跳升。餐饮消费增速再度回落，反映疫情约束仍在。关注以扩大内需为重点的需求侧改革对消费可能的带动。

3、投资端：制造业投资跳升，地产基建小幅回落

> **制造业投资增速跳升，出口端拉动显著。** 11月制造业投资当月增速跳升8.8个百分点至12.5%。本月制造业投资增速为何跳升？主因可能有三：1) 利润、出口增速高增拉动；2) 去年基数较低；3) 转型升级加速；分项看，各行业增速普涨，其中疫情、出口相关的医药、电子、纺织业增速提升较多，应与海外疫情二次爆发有关。延续此前观点，2021年以及未来一段时期，受益于投资环境好转、意愿回升，制造业投资将延续修复，且回升时间和幅度有超预期的可能。

> **地产景气小幅回落，开发环节普遍提速。** 11月地产销售当月增速小幅回落，土地成交量价背离，反映了调控政策收紧影响。地产投资增速小幅下跌，新开工、竣工、施工增速普遍回升，可能反映了政策收紧下，房企普遍采取高周转策略，以加速回笼资金并缓解交房压力，将对后续地产投资构成支撑。考虑到近期地产调控政策较此前预期实际上较缓和，预计2021年地产景气度可能温和回落，调整幅度有限。

> **基建投资小幅回落，应与基数走高和必要性下降有关。** 11月广义、狭义基建投资当月同比分别回落1.4、0.8个百分点，一是去年同期基建投资增速由10月的2.0%提升至11月的5.2%构成压制。二是11月财政支出增速可能有所回落，且Q4经济复苏势头强劲，基建投资发力的必要性也趋于下降。延续前期观点，随着经济回暖，后续基建投资发力的必要性会继续下降。更长期看，我国经济发展模式正逐步从投资驱动转向消费驱动，基建投资仅作为托底，高增难度较大。

4、就业端：持续好转，已恢复至正常水平。 二季度以来失业率持续好转，11月调查失业率降至5.2%，已恢复至疫情发生前5.1%-5.2%的水平，但新增就业水平依旧显著低于往年，预示稳就业保就业仍是重中之重。

5、经济会过热么？政策会超预期收紧么？ 总体看，疫情对消费的约束仍存，但出口对工业生产和制造业投资的拉动明显，同时地产韧性也较超预期，推动整体经济强劲复苏。考虑到近期海外疫苗、美国大选等外部环境的不确定性也有所降低，我们维持年度报告的判断：我国经济仍处于疫情后的修复阶段，我国面临“疫情以来的松→现阶段稳→2021年的退”的局面，2021年政策总基调将稳中渐退、但退的节奏和力度会比较温和；继续提示，2021年很可能是监管大年，既关注存量风险化解 (稳杠杆、债务风险等)，也要关注可能的增量风险 (政策退出的风险、处置风险的风险等)。

风险提示: 疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策收紧超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

1、《转折与转向——逐句解读 12.11 政治局会议》
2020-12-12

2、《“此降非彼降”——如何看待社融增速拐头下降》
2020-12-10

3、《三因素共振拉高 11 月出口，2021 年有望延续强势》2020-12-07

4、《重塑与重估——2021 年宏观经济展望》2020-12-06

5、《扩张提速，四季度 GDP 可能超预期——11 月 PMI 的 5 大信号》2020-11-30

6、《会有过热风险么？——全面解读 10 月经济》
2020-11-16



内容目录

生产端：工业生产再超预期，四季度 GDP 有望超预期	3
消费端：再低于预期，主因价格和疫情拖累	4
投资端：制造业投资跳升，地产基建小幅回落	4
制造业投资增速跳升，出口端拉动显著	5
地产景气小幅回落，开发环节普遍提速	6
基建投资小幅回落，应与基数走高和必要性下降有关	7
就业端：持续好转，已恢复正常水平	7
风险提示	8

图表目录

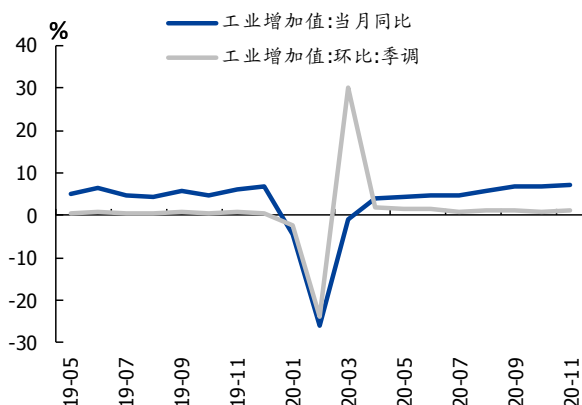
图表 1：工业增加值增速高位续升	3
图表 2：服务业修复放缓	3
图表 3：分行业工业增加值当月同比	3
图表 4：消费延续复苏	4
图表 5：社零分项当月同比：可选消费增速跳升	4
图表 6：制造业投资增速跳升	5
图表 7：企业投资经营预期继续好转	5
图表 8：分行业制造业投资增速普涨	5
图表 9：商品房销售增速小幅下跌	6
图表 10：土地成交量价背离	6
图表 11：地产投资增速小幅下跌	6
图表 12：新开工、竣工、施工回升	6
图表 13：基建投资当月增速小幅回落	7
图表 14：地方财政收入增速回升，但基建投资发力必要性下降	7
图表 15：11 月城镇调查失业率继续回落	8
图表 16：11 月城镇新增就业降幅继续收窄	8

生产端：工业生产再超预期，四季度 GDP 有望超预期

11月工业生产增速高位续升，再度好于预期，主因出口端强劲拉动。11月工业增加值当月同比7.0%，小幅高于市场预期的6.8%，创2019年下半年以来新高。工业生产在去年基数较高（2019年11月工业增加值当月同比6.2%，明显高于10月的4.7%）的环境下增速继续提升，主因出口高增、投资韧性、消费修复带来的强劲需求拉动。其中11月出口同比21.1%创下2011年以来同期最高，是拉动近期工业生产和制造业加速回暖的主要动力。

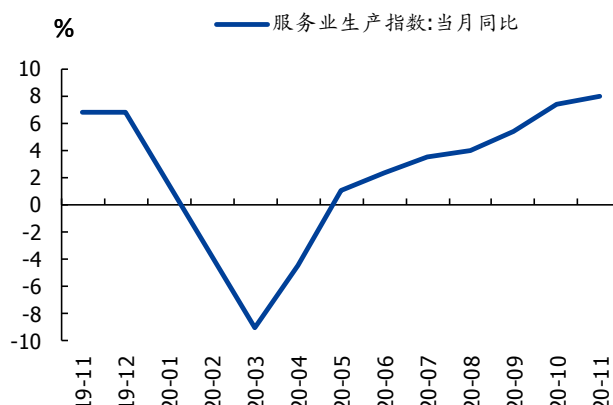
服务业修复放缓。11月服务业生产指数同比提升0.6个百分点至8.0%，回升斜率较上月放缓，反映疫情反复对服务消费的拖累。

图表1：工业增加值增速高位续升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

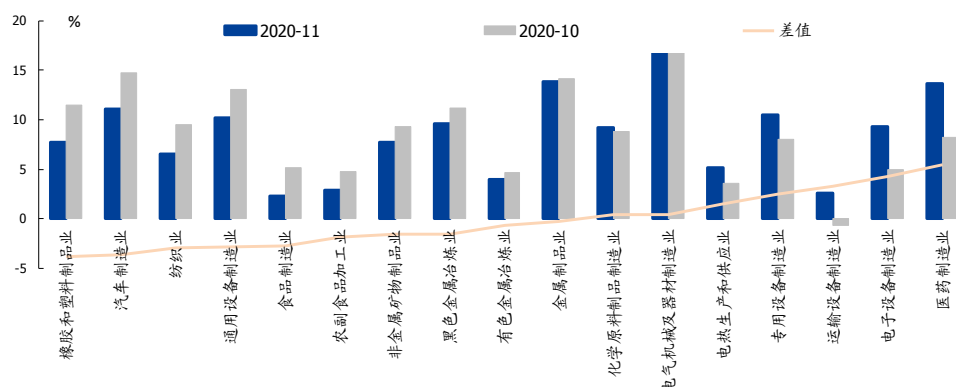
图表2：服务业修复放缓



资料来源：Wind，国盛证券研究所

分行业看，高新技术产业、医药、电子、运输设备等升幅较大。11月高新技术产业增加值增速回升幅度较大，当月同比10.8%，创近一年以来新高；制造业和公用事业增加值增速微涨，采矿业小幅下跌。其中出口链的医药、电子等行业增加值增速回升较大，塑料制品、汽车、纺织制造业增加值增速回落较多。

图表3：分行业工业增加值当月同比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

延续我们前期报告《扩张提速，四季度 GDP 可能超预期——11月 PMI 的 5 大信号》、《重塑与重估——2021 年宏观经济展望》中的观点：预计需求拉动下，生产端将维持高位，推动 Q4 实际 GDP 同比有望达到甚至超过 6%，2020 全年可实现 2% 以上的正增长。2021 年工业增加值增速受到基数效应影响，各季度累计同比将逐渐降低，叠加经济复苏、

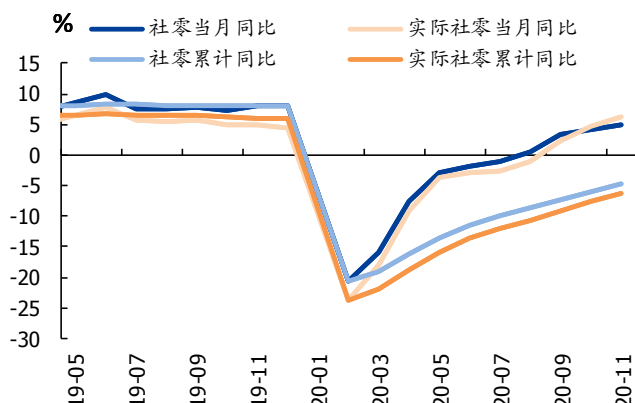
需求回暖，全年增速将明显反弹。

消费端：再低于预期，主因价格和疫情拖累

社零名义增速低于预期，实际增速已恢复正常。11月名义社零当月同比 5.0%，较前值回升 0.7 个百分点，低于市场预期的 5.6%；11月实际社零同比 6.2%，较上月提升 1.6 个百分点，增幅显著高于名义社零，已超去年同期水平。名义社零增速复苏斜率连续第 2 个月放缓，除了疫情拖累，还有两大主因：1) 消费品价格持续下跌。9、10、11 月 CPI 当月同比分别为 1.7%、0.5%、-0.5%，对消费名义增速产生持续拖累；2) 基数有所提高。2019 年 10、11 月社零同比分别为 7.2%、8%，本月名义消费的基数有所提升。

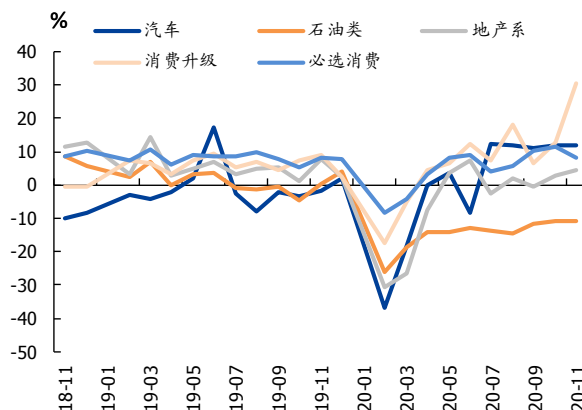
分项看，汽车消费维持高位，地产系稳步提升，通讯器材大幅跳升。11 月必选消费小幅回落，可选消费中的汽车消费增速连续第 5 个月维持 12% 左右的高位；地产系（家电、建材等）增速稳步提升，应与近月地产景气高位、竣工趋于回升有关；消费升级类增速提升较多，单月增速超 30%，创近年来新高，主要受到通讯器材高增的支持（同比增速由 10 月的 8.1% 跳升至 11 月的 43.6%），应与今年的 5G 换机潮、“双十一”促销有关，也反映了经济复苏形势良好。

图表 4：消费延续复苏



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 5：社零分项当月同比：可选消费增速跳升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

餐饮消费增速再度回落，反映疫情约束暂未彻底消除。11 月商品零售当月同比 5.8%，餐饮收入同比 -0.6%，分别较上月变动 1.0、-1.4 个百分点，餐饮消费增速再度回落，与服务业生产修复斜率放缓相互验证，可能与 11 月天津、上海等地疫情小规模复发有关。这持续验证我们前期观点，即疫情残余影响导致线下服务消费限制仍难以彻底消除。

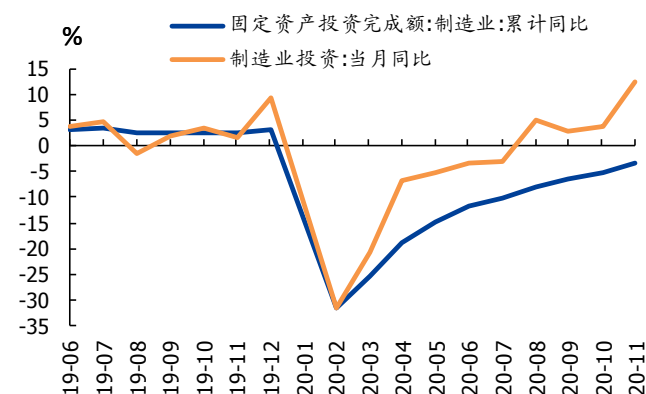
整体看，11 月消费名义增速再度低于市场预期，主因价格和疫情的拖累。往后看，经济稳步复苏仍是大趋势，后续消费预计仍将保持回升态势。此外，12.11 政治局会议首提“需求侧改革”，与近年的供给侧改革相呼应，核心是扩大内需，抓手是畅通内循环、促消费等，有望从长期角度提振消费。（具体请参考前期报告《转折与转向——逐句解读 12.11 政治局会议》）

投资端：制造业投资跳升，地产基建小幅回落

制造业投资增速跳升，出口端拉动显著

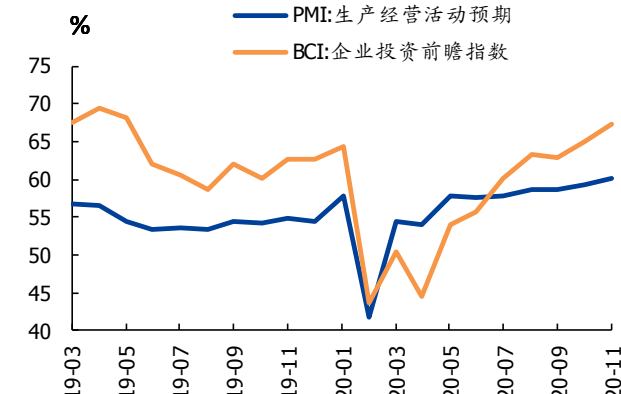
制造业投资大幅跳升。1-11月制造业投资累计同比-3.5%，较前值提升1.8个百分点；11月当月制造业投资增速跳升8.8个百分点至12.5%。1-11月民间投资同比提升至0.2%，为年内首次转正。11月企业生产经营预期、BCI企业投资预期继续好转，均创近年来新高。

图表6：制造业投资增速跳升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：企业投资经营预期继续好转



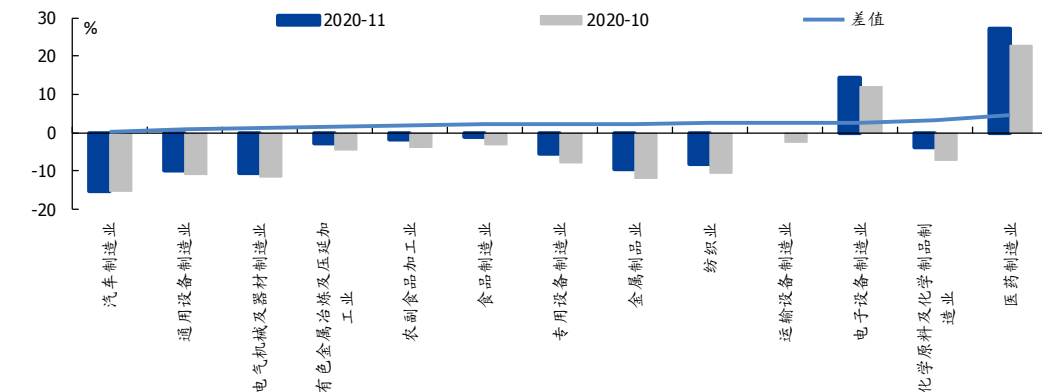
资料来源：Wind，国盛证券研究所

本月制造业投资增速跳升，应主要与三大因素有关：

- **近期利润、出口增速高增拉动：**如上所述，11月出口同比21.1%创下2011年以来同期最高，是拉动近期工业生产和制造业加速回暖的主要动力，也体现在疫情、出口相关行业投资增速持续高增。且近期工业企业利润也持续高增，10月当月同比28.2%，较前值跳升18.1个百分点，为企业增加投资提供了坚实支撑。
- **去年基数较低：**2019年10、11、12月制造业投资单月增速分别为3.4%、1.6%、9.2%，11月基数较低，也提供了一定支撑。
- **转型升级加速：**据统计局，1-11月高技术制造业投资增长12.8%，增速比1-10月份加快2.8个百分点，增幅高于制造业整体的1.8个百分点，可能反映了我国制造业结构转型升级的提速。

分行业看，各制造业行业增速普涨。其中疫情、出口相关的医药、电子、纺织投资增速提升较多，应与海外疫情二次爆发有关。

图表8：分行业制造业投资增速普涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

延续我们年度报告中的观点，2021年以及未来一段时期，制造业投资受益于经济基本面、政策端、海外环境等因素趋于好转，且制造业整体盈利趋升，产能利用率也处于高

位，企业投资意愿有望回升，将推动制造业投资延续修复，上涨的时间和幅度有超预期的可能。

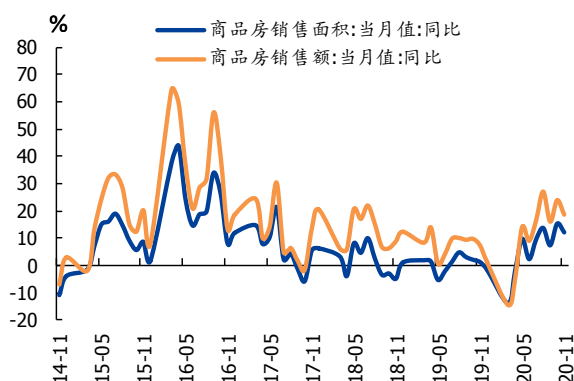
行业上看，除了目前景气度较高的出口、疫情产业链，偏上游的化工、有色、钢铁等行业的资本开支情况也值得关注。（具体请参考前期报告《重塑与重估—2021年宏观经济展望》、《继续关注价格普涨的行业信号—10月工业盈利点评》）

历史上看，制造业投资、库存和PPI变化趋势总体同步，可密切跟踪三者的变动关系。此外，“十四五”规划建议稿提出“保持制造业比重基本稳定，巩固壮大实体经济根基”，建议关注后续细化部署。

地产景气小幅回落，开发环节普遍提速

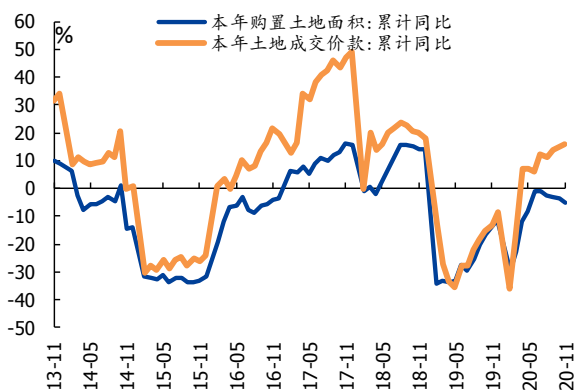
地产销售增速小幅回落，土地成交量价背离。11月当月商品房销售面积、销售金额当月同比分别为12.0%、18.6%，较前值分别回落3.2、5.3个百分点，仍明显高于近年来平均水平。1-11月土地购置面积累计同比-5.2%，较前值回落1.9个百分点，而土地购置价款则延续震荡上行。土地成交量价走势持续背离，应是反映了调控政策收紧的影响。

图表9：商品房销售增速小幅下跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：土地成交量价背离



资料来源：Wind，国盛证券研究所

地产投资增速小幅下跌。11月地产投资当月同比增速10.9%，较前值小幅下跌1.8个百分点。新开工、竣工、施工普涨。1-11月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-2.0%、3.2%、-7.3%，分别较前值提升0.6、0.2、1.9个百分点。

图表11：地产投资增速小幅下跌

图表12：新开工、竣工、施工回升

—— 房地产新开工投资完成额·累计同比

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_824

