

## 我们将迎来“经济强复苏+政策弱收紧”的组合

——点评 11 月经济数据

宏观事件点评

2020 年 12 月 16 日

## 报告摘要：

- **第一，经济复苏继续高歌猛进，11 月单月 GDP 增速超过 7%。**11 月中国经济延续了强劲复苏势头，按照我们构建的月度 GDP 指数，11 月单月 GDP 增速比 10 月提高 0.3 个百分点至 7.1%。自 2017 年下半年以来，时隔三年半之久，我们再次见证了中国经济增速回到 7% 以上。
- **第二，工业和服务业共同推动中国经济创下新高。**工业增加值同比增长 7%，创下年内最佳表现。但这还不是结束，这是在去年 11 月高基数基础上取得的增长，考虑到 12 月基数并没那么高，12 月增速还能继续加快。背后驱动力是工业品需求仍然强劲，11 月工业企业产销率为 98.3%，继续明显高于往年同期。服务业生产指数同比增长 8%，连续两个月比工业表现还好。
- **第三，制造业当月投资爆发式增长，民间投资累计增速转正。**11 月制造业投资隐含的当月增速达到两位数以上（12.2%），比上月大幅加快了 8.7 个百分点。民间投资表现也很不错，累计增速首次转正。在内外需持续好转背景下，企业家投资意愿明显增强。房地产投资累计增速再创新高，但当月增速下行拐点出现。基建投资相对疲弱的局面没有改变。消费加速好转，剔除价格影响后的实际增速表现更好。
- **第四，我们将迎来“经济强复苏+政策弱收紧”的组合。**一来是经济强复苏，考虑到 10 月、11 月单月 GDP 增速分别为 6.8%、7.1%，预计四季度 GDP 增速为 7% 左右，全年为 2.5% 左右。二来是政策弱收紧，按照我们的推演，在 GDP 强劲复苏影响下，2020 年四季度和 2021 年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程，货币政策没有急剧收紧和持续收紧的必要。12 月 MLF 净投放 3500 亿，也显示政策不会太紧。
- **风险提示：**  
全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

中国 11 月规模以上工业增加值同比 7%，预期 7%，前值 6.9%。  
中国 11 月社会消费品零售总额同比 5%，预期 5%，前值 4.3%。  
中国 1 至 11 月城镇固定资产投资同比 2.6%，预期 2.6%，前值 1.8%。

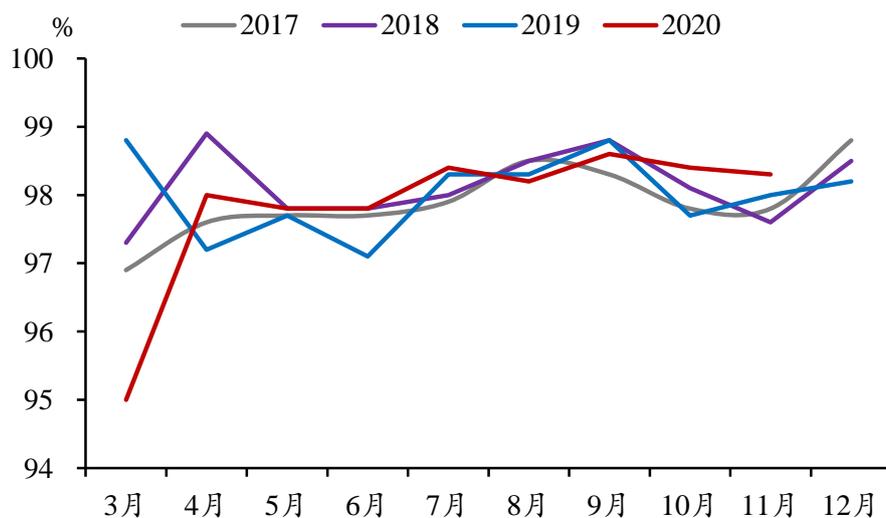
## 一、经济复苏继续高歌猛进，11 月单月 GDP 增速超过 7%

从生产法来看，工业和服务业延续了强势复苏势头，共同推动中国经济创下新高。

工业增加值增速创下年内最佳表现，但这还不是结束，12 月增速还能继续加快。

11 月，规模以上工业增加值同比增长 7%，增速比上月加快 0.1 个百分点，截至目前已经是年内新高。难得之处在于，这是在高基数基础上取得的增长，去年同期工业增加值环比增速放在过去五年同期都是最高的存在，今年 11 月环比增速达到 1.03%，硬是比去年同期高出了 0.19 个百分点。考虑到 12 月基数并没那么高，工业增加值增速继续加快是顺理成章的事情。工业品的需求仍然强劲，11 月工业企业产销率为 98.3%，继续明显高于往年同期（图 1）。细分行业上，装备制造业和高技术制造业增速都是两位数增长，领跑整个工业部门。

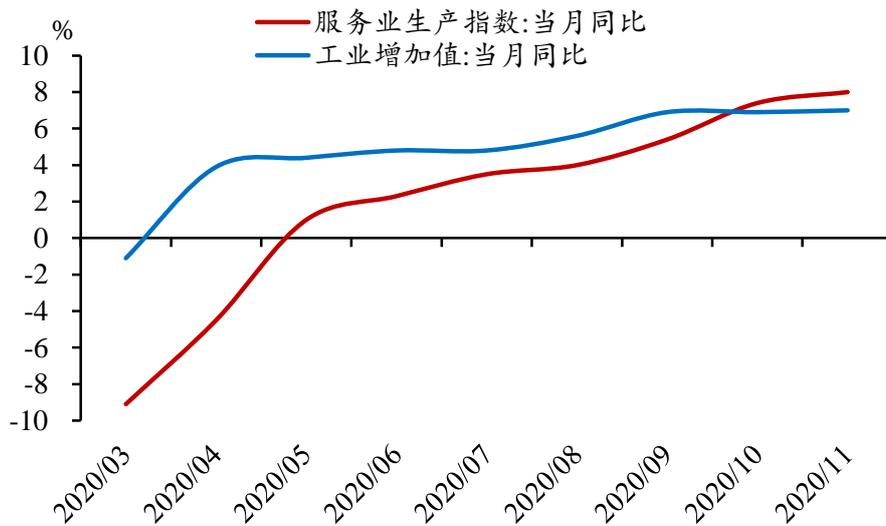
图 1：11 月工业企业产销率明显好于往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

服务业的复苏势头更加强劲，已经连续两个月比工业表现还好。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，不仅是年内，也是过去两年半以来的最佳表现（图 2）。其中，线下服务业增速虽然仍落后于整个服务部门，但正在加速回暖，11 月批发和零售业，租赁和商务服务业生产指数同比分别增长 6.5%、3.6%，均比 10 月份上升 1.8 个百分点；线上服务业继续领跑整个服务部门，铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、金融业等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间。11 月服务业业务活动预期指数为 61.1%，连续 5 个月位于 61.0% 以上高位景气区间，预示着服务业强势复苏势头有望继续延续。

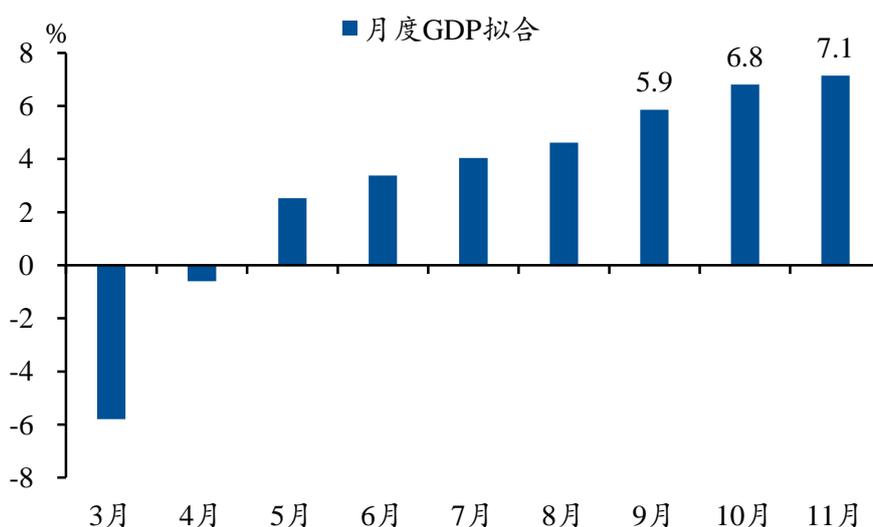
图 2：服务业的复苏势头更加强劲，已经连续两个月比工业表现还好



资料来源：Wind，民生证券研究院

11月单月GDP增速达到7.1%，这是2017年下半年以来首次回到7%以上。按照我们构建的月度GDP指数，对月度工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和，可测得月度GDP增速。结果显示，11月单月GDP增速为7.1%，比上月加快0.3个百分点（图3）。自2017年下半年以来，时隔三年半之久，我们再次见证了中国经济增速回到7%以上。在此之前，很多人的一个担忧是后疫情时代经济难以报复性反弹，需要很长时间才能回到正常轨道。现在看来，疫情深刻地改变了这个世界，得益于疫情防控有力，中国经济的优势得到放大，后疫情时代中国经济的报复性反弹正在实实在在地发生。

图 3：11月单月GDP增速达到7.1%，时隔三年半再次回到7%以上



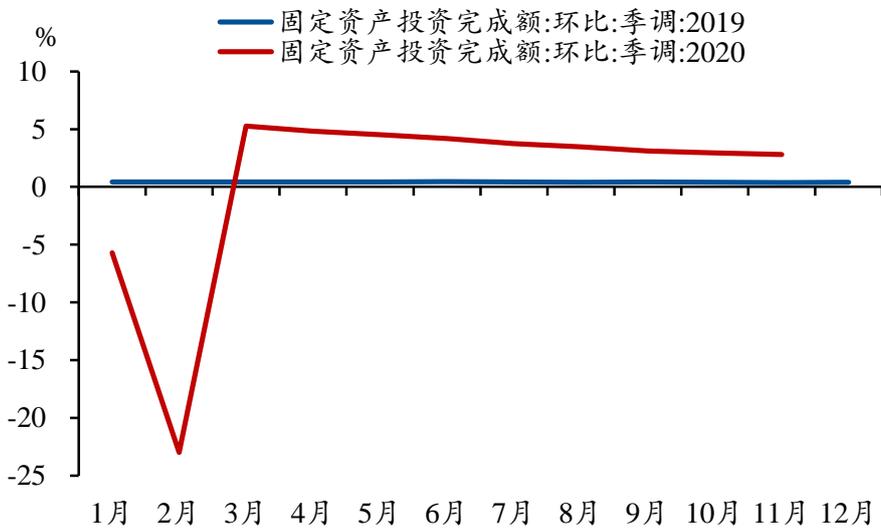
资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、制造业当月投资爆发式增长，民间投资累计增速转正

整体固定资产投资增长符合预期。1-11月，固定资产投资累计同比增长2.6%，增

速比上月提高 0.8 个百分点，符合市场预期。从环比看，11 月增速为 2.8%，仍远高于去年同期（0.38%），显示投资仍处于不断修复过程中（图 4）。

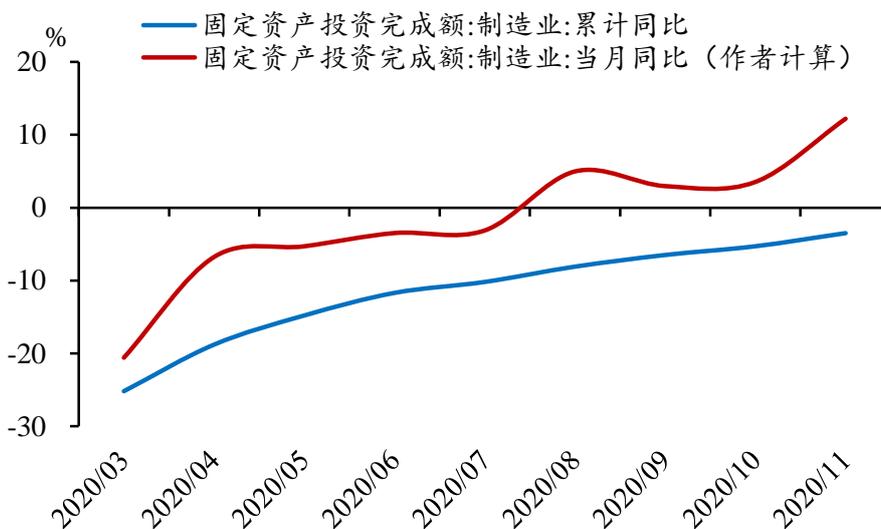
图 4：固定资产投资环比增速持续高于去年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

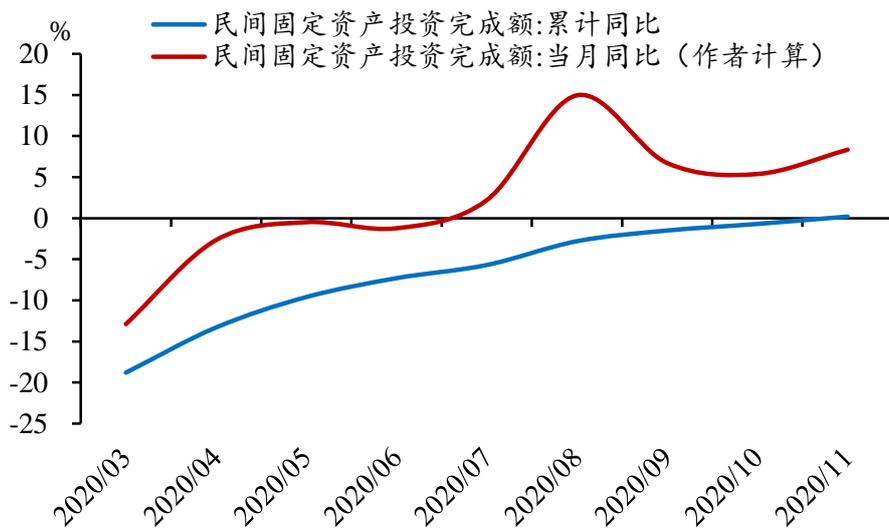
制造业当月投资呈现两位数以上爆发式增长，民间投资累计增速首次转正。1-11 月，制造业投资累计增速为-3.5%，虽然还是负增长，但降幅大幅收窄了 1.8 个百分点，改善态势明显。从当月投资增速看，改善尤其明显。我们根据累计值和累计同比历史数据，构建了当月同比数据，结果显示：11 月制造业投资当月同比高达 12.2%，比上月大幅加快了 8.7 个百分点（图 5）。民间投资表现也很不错，1-11 月累计增速为 0.2%，疫情后首次转正；11 月当月增速为 8.3%，比上月加快 2.9 个百分点（图 6）。制造业投资和民间投资双双加快向好，显示近几个月以来，在疫情防控有力、订单回流中国、需求持续回暖等因素综合作用下，企业家投资意愿明显增强。

图 5：制造业当月投资呈现两位数以上爆发式增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

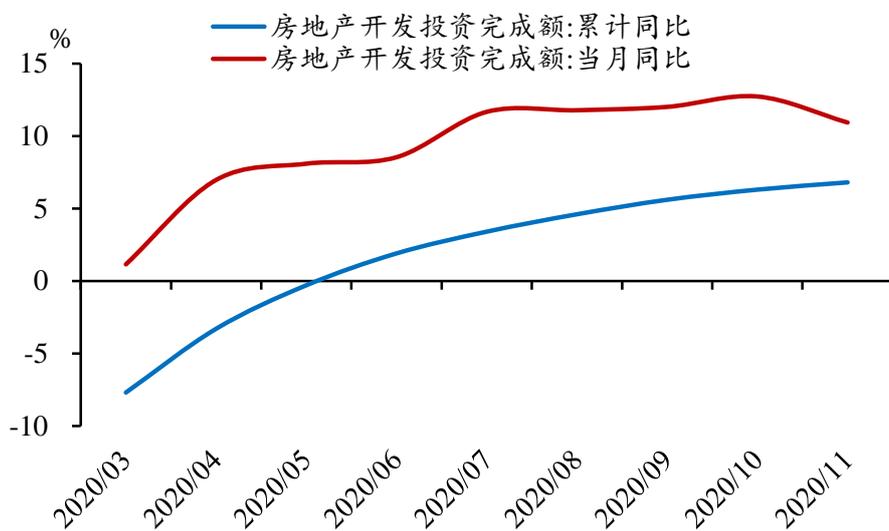
图 6: 民间投资累计增速首次转正



资料来源: Wind, 民生证券研究院

**房地产投资累计增速再创新高, 但当月增速下行拐点出现。**1-11月, 房地产投资累计增速达到6.8%, 比上月提高0.5个百分点。隐含的当月增速为10.9%, 比上月下降1.8个百分点, 在前期一系列监管政策和融资政策收紧之后, 房地产投资当月增速终于出现了下滑(图7)。但也要看到, 11月商品房销售、施工面积、新开工面积等数据都不错, 这意味着房地产投资当月增速仍有比较强的韧性。再考虑到当月增速仍远高于累计增速, 累计增速年内可能继续上升。

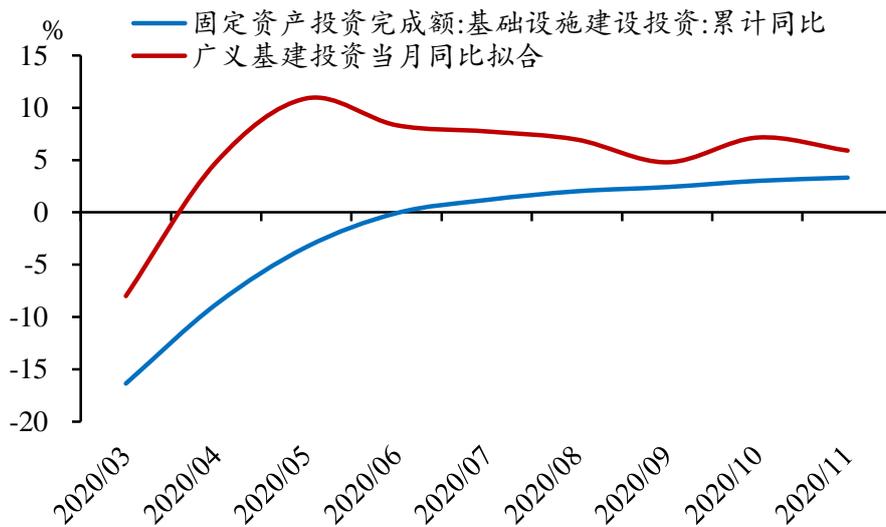
图 7: 房地产投资累计增速再创新高, 但当月增速下行拐点出现



资料来源: Wind, 民生证券研究院

**基建投资相对疲弱的局面没有改变。**1-11月, 广义基建投资(含电力)累计同比3.3%, 比上月提高0.3个百分点。其中隐含的当月同比增速为5.9%, 不但没有上升, 反而比上月下降了1.2个百分点(图8)。世界经济论坛数据显示, 中国基础设施水平已经很高, 不管是交通基础设施, 还是公用事业基础设施, 都明显领先于其他新兴经济体。再加上现在经济复苏势头非常好, 基建投资的高增长已经没有太大必要了。

图 8：基建投资相对疲弱的局面没有改变

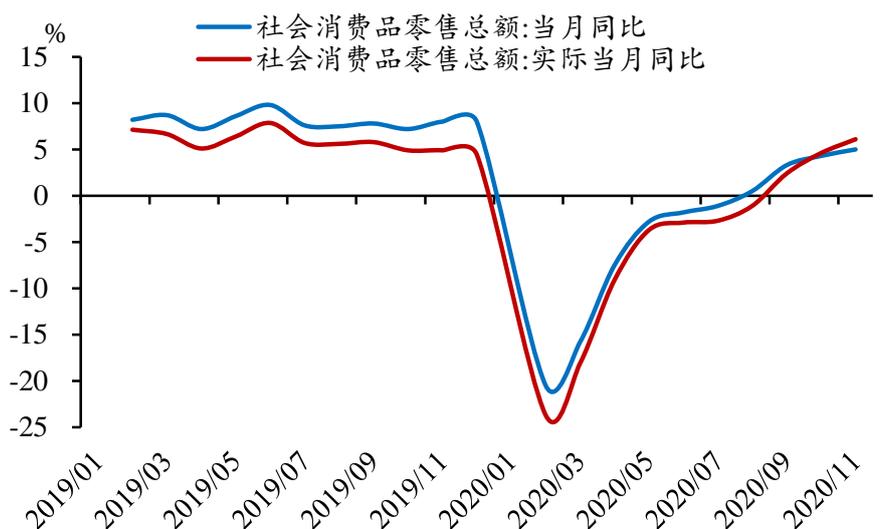


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、消费加速好转，剔除价格影响后的实际增速表现更好

消费加速好转，剔除价格影响后的实际增速表现更好。11 月，社会消费品零售总额当月同比增长 5%，增速比上月加快 0.7 个百分点，符合市场预期。从环比看，10 月增速为 1.3%，比去年同期高出 0.5 个百分点。考虑到 11 月 CPI 落入负区间，对名义增速有一定拖累作用，剔除价格影响后，11 月社会消费品零售总额实际当月同比 6.1%，比名义增速高出 1.1 个百分点，也是连续第二个月好于名义增速表现（图 9）。

图 9：消费加速好转，剔除价格影响后的实际增速表现更好



资料来源：Wind，民生证券研究院

三大消费品类表现亮眼。一是汽车类，受益于鼓励汽车消费的一系列政策和汽车购置及升级换购需求持续释放，11月汽车类零售额增速为 11.8%，连续五个月两位数增长；二是升级类，11月通讯器材类（43.6%）、化妆品类（32.3%）、金银珠宝类（24.8%）、

文化办公用品类（11.2%）增速都很高；三是饮料烟酒类，11月饮料类增长21.6%，烟酒类增长11.4%。

**就业继续向好，消费继续回暖存在支撑。**从新增就业看，1-11月城镇新增就业1099万人，11月当月新增就业90万人，比去年同期多增4万人，连续三个月同比多增。从失业率看，11月调查失业率为5.2%，比上月降低0.1个百分点，创年内新低，基本回到疫情前水平（2019年12月为5.2%）。如果进一步看劳动时间的话，还可以发现全国企业就业人员周平均工作时间为46.9小时，不光是年内新高，也高于去年同期。就业形势继续向好，将对后续消费复苏持续构成支撑。

## 四、未来展望：我们将迎来“经济强复苏+政策弱收紧”的组合

**经济强复苏：四季度GDP增速预计为7%左右。**根据我们的月度GDP指数，10月和11月单月GDP增速分别为6.8%和7.1%。考虑到经济复苏态势仍在延续，12月单月GDP增速预计也能保持在7%左右。这样看来，四季度GDP增速也有望达到7%左右，全年GDP增速可达2.5%左右。这一增速，明显好于IMF等国际组织的预测。而且，从产能利用率、价格水平、就业等多个方面看，目前经济资源仍没有达到充分利用的程度，经济并没有出现过热的苗头，经济增速完全可以更高。

**政策慢收紧：货币政策收紧不会太快。**我们之前出过一篇专题报告，讨论了未来一年宏观杠杆率的走势，结论是：在GDP强劲复苏和债务增长稳中有降的局面下，2020年四季度和2021年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程（图10）。这对货币政策意义重大，意味着货币政策没有急剧收紧和持续收紧的必要。12月15日，央行开展9500亿元中期借贷便利（MLF）操作，对冲6000亿元到期量后，净投放仍有3500亿元。用央行的话说，“充分满足了金融机构需求”。我们的观点初步得到验证。

图10：宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程



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\\_826](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_826)

