

2020 年 12 月 15 日

“需求侧”的结构转换

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）

zhangrongrong@kysec.cn

证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号：S0790120070013

11 月经济数据总体不错，工增、投资符合市场预期，消费表现略低预期、与疫情反复扰动线下消费有关。但“亮眼”的总量数据之下，不同经济部门、行业之间分化显著，“需求侧”的结构转换特征日益凸显。立足结构视角，找准投资逻辑。

● 工业生产：生产行为分化显著，医药和装备制造继续加快，原料制造增长放缓

11 月生产活跃度总体仍高，但结构分化加快显现；装备和消费制造类产出增长进一步加快，原料制造类增长放缓。具体来看，工业增加值同比增速 7%，较上月加快 0.1 个百分点。大类行业中，制造业增长 7.7%、较前值加快 0.2 个百分点，增速为 2019 年 4 月份以来最高，其中消费制造和装备制造增长均加快 0.6 个百分点、原料制造增速回落 0.4 个百分点。电热燃增速季节性抬升，采矿业增速回落。

中微观层面的分化也十分清晰；医药制造、电气机械、化学原料及制品等行业生产活跃度、持续性最好，单月产出增速均处于近年高位。相较之下，前期产出增长持续改善的黑色金属、非金属矿物等原料制造行业，11 月产出增速均有不同程度回落。主要工业品中，钢材、有色、水泥产量增长均放缓，仅玻璃增长加快。

● 投资需求：医药和部分设备制造投资明显改善，部分行业或已走出“独立逻辑”

制造业投资明显改善，医药投资、设备投资贡献显著。11 月，制造业投资增速抬升 8.7 个百分点至 12.2%，其中医药制造投资增速进一步上升超 40 个百分点至 76%、创历史新高，计算机通信设备制造、专用设备制造、化学原料和化工制品投资增速也有大幅改善。以医药制造和部分设备制造为代表的先进制造，已走出“独立逻辑”，在“需求侧改革”背景下、或成为扩大“有效投资”的重要方向。

基建和地产投资增速回落，未来一段时间或“韧性”仍存、“弹性”有限。11 月，基建和地产投资增速分别下滑 1.2 和 1.8 个百分点至 5.9% 和 10.9%。这类传统投资，受“稳增长”及外溢效应影响显著；政策“退潮”下，“稳增长”支撑逻辑将有所减弱，基建和地产投资压力或将继续显现，未来一段时间“弹性”较为有限。

● 居民消费：线下消费活动修复阶段性放缓，受疫情反复扰动，中期弹性可期

“双十一”助力实物消费加快修复，但疫情反复扰动线下消费修复节奏。11 月社零同比 5%（前值 4.3%），略低于市场平均预期（5.6%）；其中，商品消费增速 5.8%、较前值抬升 1 个百分点，手机、化妆品、家电等增速抬升幅度较大，或受“双十一”提振；但餐饮消费再现负增（-0.6%），或受到疫情阶段性反复扰动。

向后展望，线下消费修复节奏或受疫情反复扰动，但改善趋势较为“确定”、“弹性”可期；伴随居民就业和收入等继续改善，重点关注中低收入群体相关大众消费等逻辑。“需求侧改革”下，改善中低收入群体收入、增加农村配套设施服务等或成为释放“有效需求”的重要抓手，也将在一定程度上利好相关大众消费等。

● 风险提示：国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-信用“收缩”年，再融资压力的结构分化》-2020.12.13

《宏观经济专题-“特朗普主义”未离开》-2020.12.13

《宏观经济专题-“需求侧改革”，战略意义和内涵理解》-2020.12.13

目 录

1、 工业生产：生产行为分化显著，医药和装备制造明显加快.....	3
2、 投资需求：医药和部分设备制造投资明显改善	4
3、 居民消费：线下消费修复节奏受疫情扰动，中期弹性可期.....	5
4、 风险提示	6

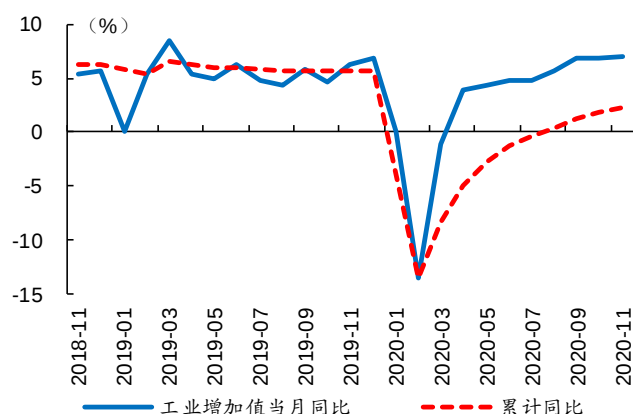
图表目录

图 1： 11 月，工业增加值增速继续抬升	3
图 2： 11 月，制造业生产活跃度维持高位.....	3
图 3： 11 月医药制造、电子制造等产出增长明显加快.....	3
图 4： 11 月原料制造类行业产出增速多数放缓.....	3
图 5： 11 月，医药制造业生产增长进一步加快.....	4
图 6： 11 月，多数装备制造类行业产出增长加快.....	4
图 7： 11 月制造业投资增速大幅抬升	4
图 8： 11 月，医药制造、计算机投资增速大幅抬升.....	4
图 9： 11 月，电热燃和交运仓储投资增速回落.....	5
图 10： 领先地产投资的拿地和新开工近期走弱	5
图 11： 11 月实物消费继续修复，餐饮收入再现负增.....	5
图 12： 药品和饮料，11 月零售额增速上升.....	5
图 13： 后地产链相关消费 11 月增速多数抬升.....	6
图 14： 金银珠宝和通讯器材可选消费增速抬升	6
图 15： 11 月失业率继续回落	6
图 16： 线下消费前期修复较慢、未来弹性可期	6

1、工业生产：生产行为分化显著，医药和装备制造明显加快

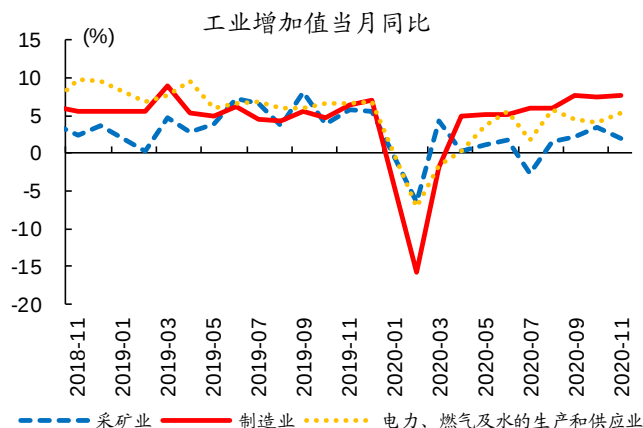
11月生产活跃度总体仍高，但结构分化加快显现；装备和消费制造类产出增长进一步加快，原料制造类增长放缓。具体来看，工业增加值同比增速7%，较上月加快0.1个百分点。大类行业中，制造业增长7.7%、较前值加快0.2个百分点，增速为2019年4月份以来最高，其中消费制造和装备制造增长均加快0.6个百分点，原料制造增速回落0.4个百分点。电热燃增速季节性抬升，采矿业增速回落。

图1：11月，工业增加值增速继续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

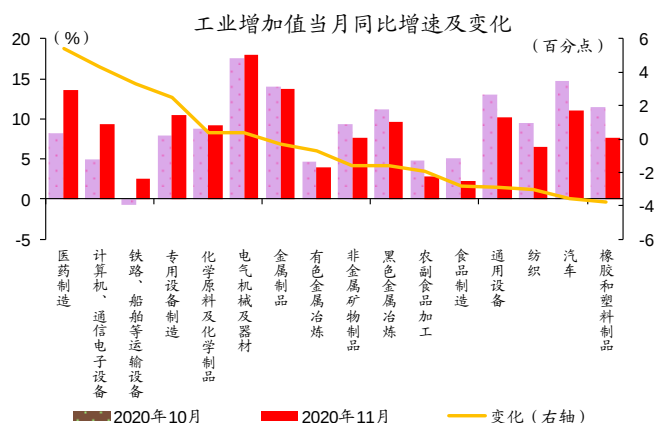
图2：11月，制造业生产活跃度维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

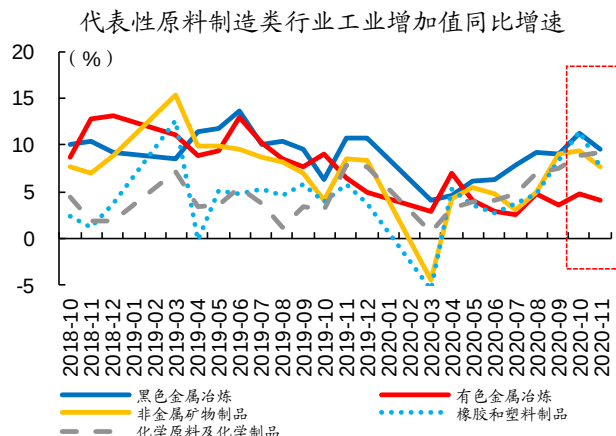
中微观层面的分化也十分清晰；医药制造、电气机械、化学原料及制品等行业生产活跃度、持续性最好，单月产出增速均处于近年高位。相较之下，前期产出增长持续改善的黑色金属、非金属矿物等原料制造行业，11月产出增速均有不同程度回落。主要工业品中，钢材、有色、水泥产量增长均放缓，仅玻璃增长加快。

图3：11月医药制造、电子制造等产出增长明显加快

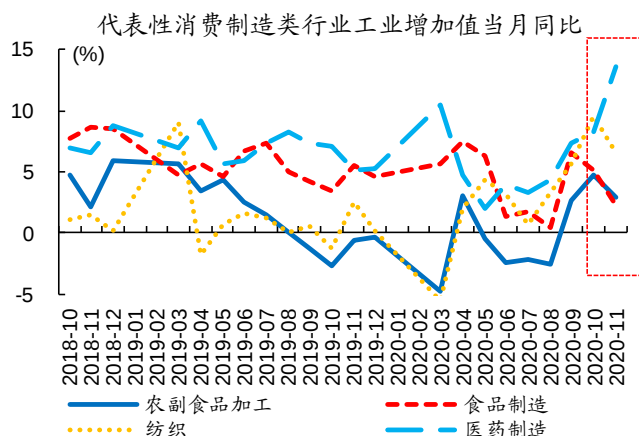


数据来源：Wind、开源证券研究所

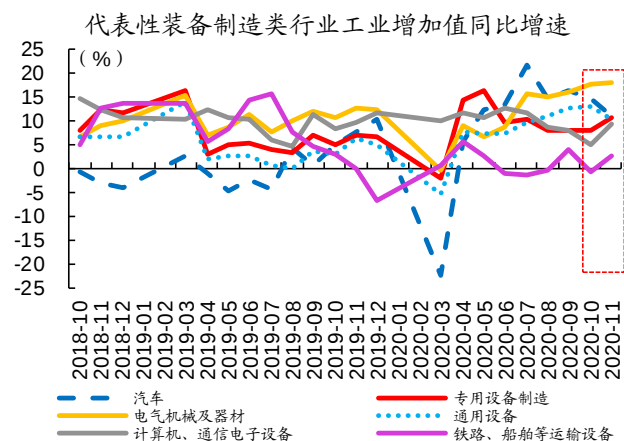
图4：11月原料制造类行业产出增速多数放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：11月，医药制造业生产增长进一步加快


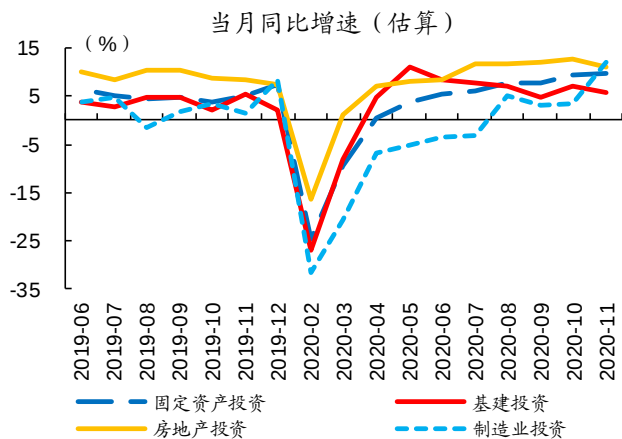
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：11月，多数装备制造类行业产出增长加快


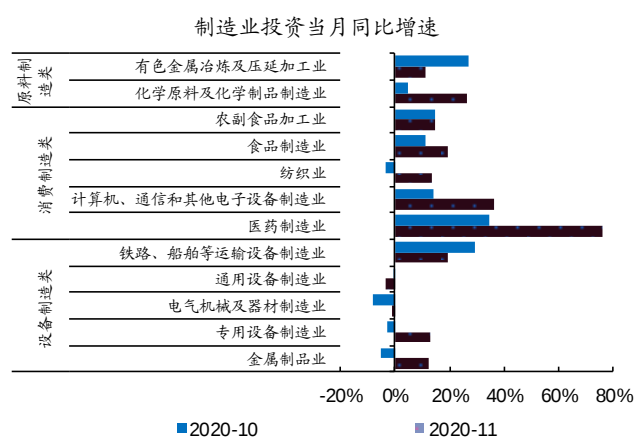
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、投资需求：医药和部分设备制造投资明显改善

制造业投资明显改善，医药投资、设备投资贡献显著。11月，制造业投资增速抬升 8.7 个百分点至 12.2%，其中医药制造投资增速进一步上升超 40 个百分点至 76%、创历史新高，计算机通信设备制造、专用设备制造、化学原料和化工制品投资增速也有大幅改善。以医药制造和部分设备制造为代表的先进制造，已走出“独立逻辑”，在“需求侧改革”背景下、或成为扩大“有效投资”的重要方向。

图7：11月制造业投资增速大幅抬升


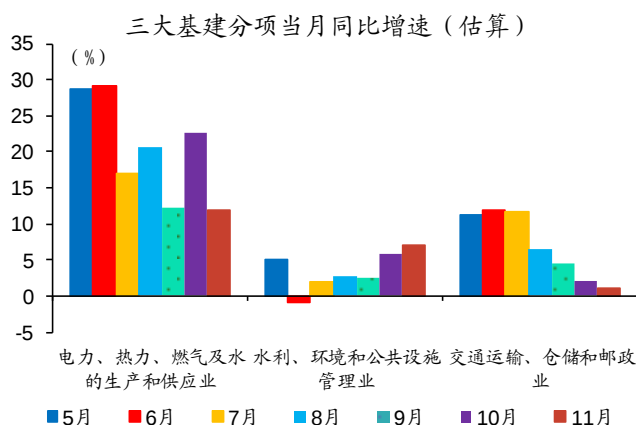
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：11月，医药制造、计算机投资增速大幅抬升


数据来源：Wind、开源证券研究所

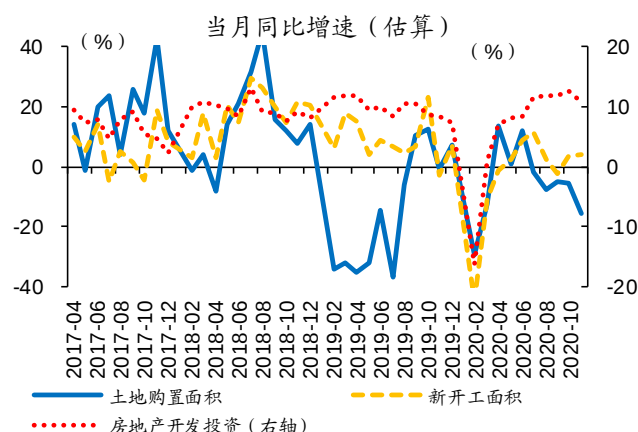
基建和地产投资增速回落，未来一段时间或“韧性”仍存、“弹性”有限。11月，基建和地产投资增速分别下滑 1.2 和 1.8 个百分点至 5.9% 和 10.9%。这类传统投资，受“稳增长”及外溢效应影响显著；政策“退潮”下，“稳增长”支撑逻辑将有所减弱，基建和地产投资压力或将继续显现，未来一段时间“弹性”较为有限。

图9: 11月, 电热燃和交运仓储投资增速回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 领先地产投资的拿地和新开工近期走弱

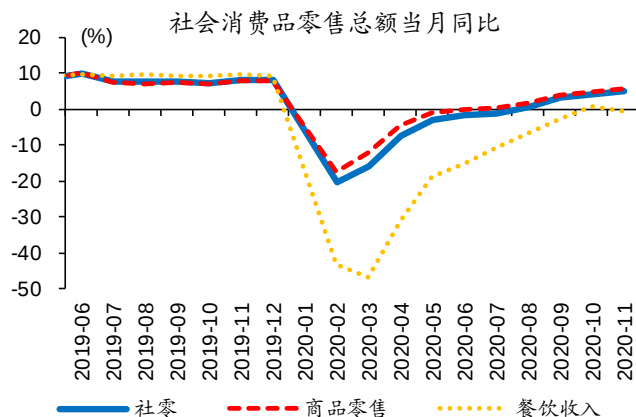


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、居民消费: 线下消费修复节奏受疫情扰动, 中期弹性可期

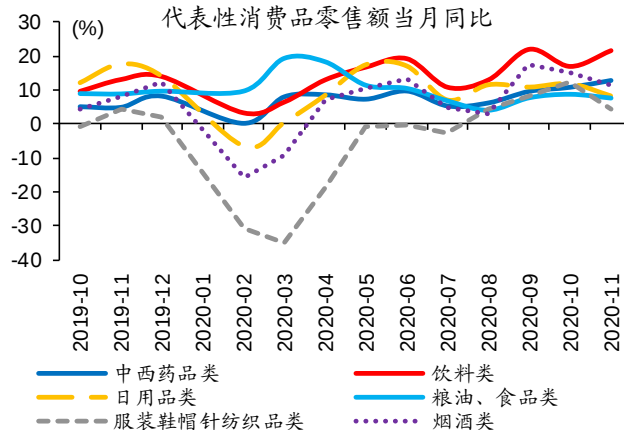
“双十一”助力实物消费加快修复, 但疫情反复扰动线下消费修复节奏。11月社零同比 5%(前值 4.3%), 略低于市场预期(5.6%); 其中, 商品消费增速 5.8%、较前值抬升 1 个百分点, 手机、化妆品、家电等增速抬升幅度较大, 或受“双十一”提振; 但餐饮消费再现负增 (-0.6%), 或受到疫情阶段性反复扰动。

图11: 11月实物消费继续修复, 餐饮收入再现负增



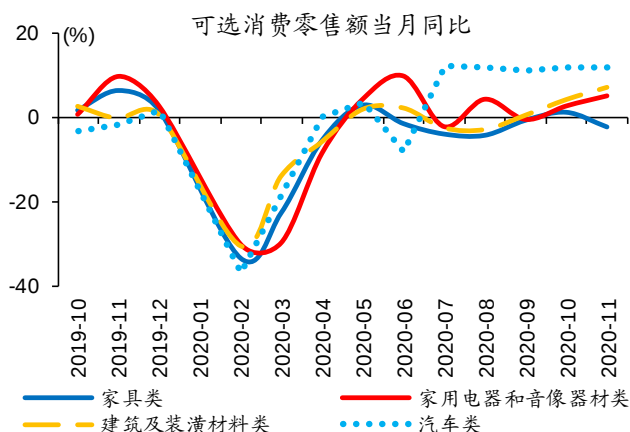
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 药品和饮料, 11月零售额增速上升



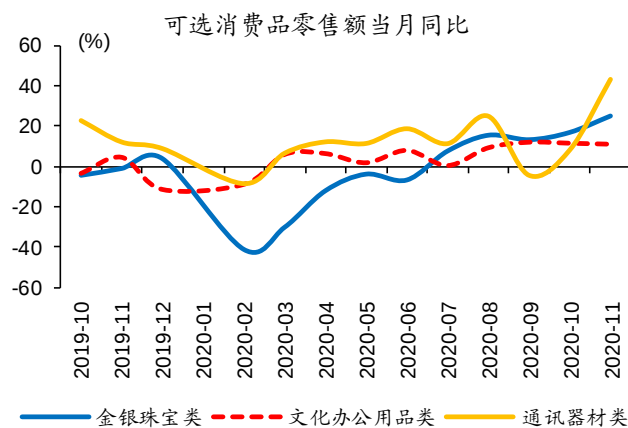
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 后地产链相关消费 11 月增速多数抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

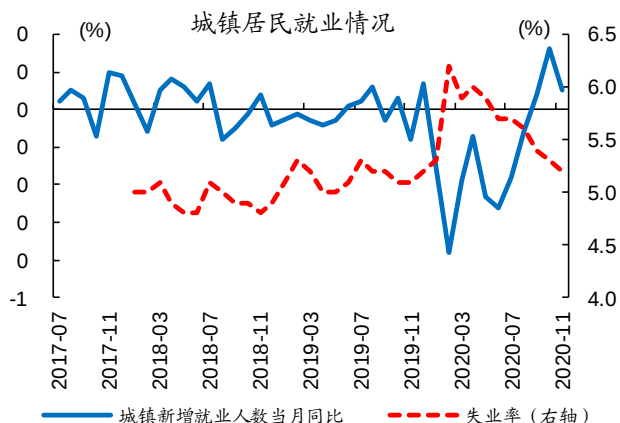
图14: 金银珠宝和通讯器材可选消费增速抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

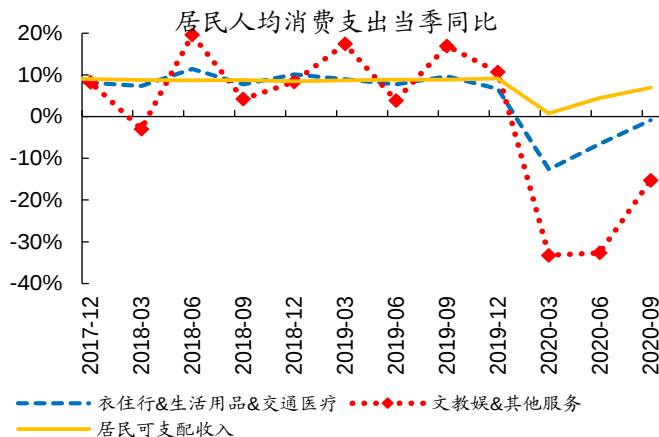
向后展望，线下消费修复节奏或受疫情反复扰动，但改善趋势较为“确定”、“弹性”可期；伴随居民就业和收入等继续改善，重点关注中低收入群体相关大众消费等逻辑。“需求侧改革”下，改善中低收入群体收入、增加农村配套设施服务等或成为释放“有效需求”的重要抓手，也将一定程度上利好相关大众消费等。

图15: 11 月失业率继续回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 线下消费前期修复较慢、未来弹性可期



数据来源: Wind、开源证券研究所

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_828

