

2020年12月15日

宏观研究

研究所

证券分析师: 樊磊 S0350517120001  
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn

## 出口助力经济复苏

## ——11月经济数据点评

## 相关报告

《4季度政治局会议点评: 改革新气象》——  
2020-12-14《11月贸易数据点评: 出口大超预期的背后》  
——2020-12-07《三季度货币政策执行报告》及 MLF 续作点  
评: 货币政策继续保持稳定——2020-12-01《11月 PMI 数据点评: 制造业延续复苏势头》  
——2020-11-30《10月财政数据点评: 财政支出大幅提升追  
赶预算进度》——2020-11-20

## 事件:

12月15日, 国家统计局公布11月份主要经济数据。工业增加值同比增长7.0%, 较前月6.9%的水平继续改善。从需求端看, 出口的高速增长是拉动工业生产上升的最重要原因, 当然消费和投资也维持在不错的水平。我们预计4季度GDP可能略微超过6%。就政策而言, 央行月末续作MLF之后流动性环境有所改善, 但是我们认为这种改善仅仅是一个短期的维稳举措, 货币政策并无转向。

## 投资要点:

## ■ 需求端投资消费稳健复苏, 出口贡献较大。

从三大需求来看, 固定资产投资当月同比增速从前月的9.6%略微回落到11月的9.5%, 整体保持稳健。其中, 房地产开发投资单月同比略有回落到11.5%, 但是仍然维持了两位数的高增长。商品房销售面积当月同比也从10月的15.6%回落到12.4%, 我们继续维持四季度商品房销售面积同比见顶的预测(剔除明年年初的基数效应)。部分的与低基数的因素有关, 制造业投资单月同比大幅反弹到10.8%。基建投资11月略有回落, 单月同比下滑1.4%到6.0%, 仍然维持了较快的增长。

社会消费品零售延续复苏态势, 实际当月同比从4.6%反弹到6.1%。其中, 可能部分的受到疫情的冲击, 餐饮业名义收入同比重新出现负增长, 为-0.5%, 但是商品零售仍然表现良好。例如, 限额以上消费品零售当月同比进一步攀升到8.3%。在限额以上单位中, 汽车类商品零售额同比继续保持两位数增长, 通讯器材、化妆品、金银珠宝等的反弹都比较剧烈。

前期公布的11月出口非常强劲近, 以美元计价的同比增速超过20%。总体看来, 出口是本月需求端的最大亮点, 虽然消费与投资也保持了良好的增长态势。

## ■ 工业生产和服务业产出也持续回升

11月生产端的数据显示, 工业增加值同比增速为7.0%, 继续高于2019年平均水平。分三大门类看, 采矿业增长2.0%, 增速较上月

下降 1.5 个百分点；制造业增长 7.7%，较上月反弹 0.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%，较上月反弹 1.4%。特别值得关注的是出口交货值大幅反弹到 9.1%，说明出口对于工业生产的带动作用明显显现出来——当然考虑到出口交货值与出口数据近几个月始终存在一些差距，不能排除出口数据存在一定偏高的可能。从工业产品产量来看，11 月发电量同比增速达到了 6.8%，保持较高的增速，其它的一些工业产品产量同比有涨有跌，整体比较平稳，与工业增加值较上月略有改善保持一致。

服务业生产指数同比也从 7.4% 上升到 8.0%，持续改善，并且继续快于工业生产部门。

#### ■ 就业数据继续下降，就业形势总体稳定

中国 11 月调查失业率为 5.2%，较前值回落 0.1%。显示经济的复苏带动劳动力市场的持续改善。统计局披露 25-59 岁人口调查失业率为 4.7%，低于整体失业率，这说明 25 岁以下劳动力特别是大学生失业的水平仍然处于较高的水平。

#### ■ 经济与政策的展望

我们维持对四季度经济恢复保持乐观。考虑到欧洲疫情对出口影响的滞后性和且欧洲以外地区货物需求可能仍超出供给、短期出口订单向中国转移的现象仍在持续，年内出口增速或仍将维持较高增长。同时，考虑到项目审批和时滞的影响，我们继续预计基建投资在四季度会好于三季度。而在地产三道红线调控影响房企现金流的情况下，地产公司同样会加速项目施工以期早日销售特别是在预售节点之前更是如此，叠加房地产销售近期超出预期，我们维持对四季度的房地产投资可能比较好的预测。而在疫情对消费者信心影响逐步淡化的情况下，我们预计社会消费品零售仍会持续反弹。

就货币政策而言，央行月末续作 MLF 之后货币债券市场的流动性环境略有改善。但是我们认为这种改善更多的是与永煤事件之后央行在债券市场的维稳有关。考虑到永煤事件目前看大概率不会产生系统性的风险，我们认为近期流动性环境的改善仅仅是个脉冲式的缓冲，继续维持明年一季度货币市场短端利率维持在政策利率 2.2% 左右的预测。

**风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期**

## 【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

## 【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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\\_830](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_830)

