

2020年12月15日

固定收益研究

研究所

证券分析师：
021-68930187
联系人：
021-60338175

靳毅 S0350517100001
jiny01@ghzq.com.cn
吕剑宇 S0350119010018
lvjy@ghzq.com.cn

关注增长中的不确定性

——2020年11月经济数据点评

投资要点：

相关报告

《11月金融数据点评：社融拐点的背后》——2020-12-10

《11月价格数据点评：CPI与PPI再现“剪刀差”》——2020-12-09

《2020年11月PMI数据点评：经济复苏超预期》——2020-11-30

《2020年10月经济数据点评：出口与地产仍是“主旋律”》——2020-11-16

《10月金融数据点评：信贷已缓，年内拐点将至》——2020-11-12

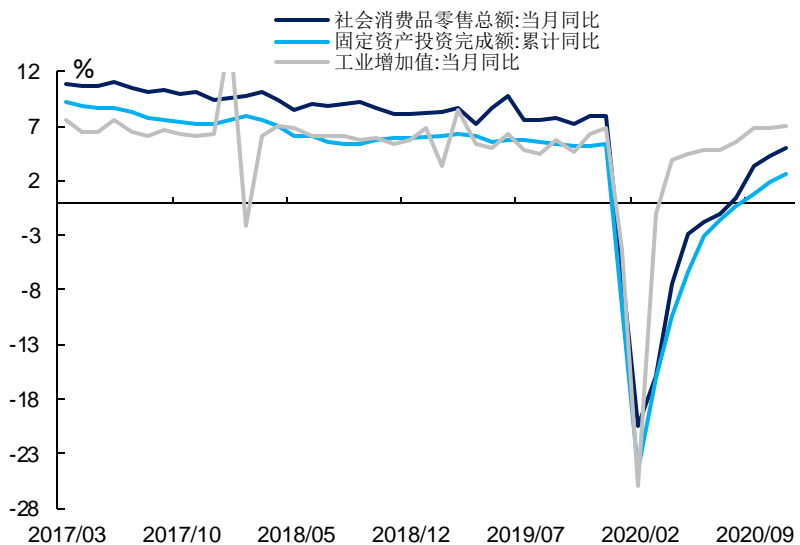
- **事件** 12月15日，国家统计局公布了我国11月份经济数据。其中，11月份社会消费品零售总额（简称“社消”）同比名义增长5%，较上期回升0.7个百分点，扣除价格因素实际上涨6.17%。固定资产投资累计同比上涨2.6%，累计增速较上期回升0.8个百分点。规模以上工业增加值同比实际增长7%，较上期上升0.1个百分点。
- **11月份经济数据中，消费弱于预期，而出口与地产投资仍是当下经济复苏的“主旋律”。**出口方面，虽然目前发达国家第一批疫苗已经开始接种，但是部分地区疫情仍较为严重，完全复工复产仍需时间，短期内海外的需求缺口仍将存在，出口仍将在一段时间内拉动经济。但随着明年下半年海外国家疫情的平复，中国出口产业面临的竞争压力将上升。地产方面，虽然“三道红线”加大了房企的融资压力，但是就目前数据来看，地产在建项目普遍存在赶工现象，明年二季度前地产投资增长大概率不弱。近期土地市场的冷却，将在明年二季度后带来地产投资的下行风险。总的来看，需要关注明年年中我国经济面临的不确定性因素。
- **风险提示：**“新冠”疫情超预期，政策支持力度不及预期。

1、点评

12月15日，国家统计局公布了我国11月份经济数据。其中，11月份社会消费品零售总额（简称“社消”）同比名义增长5%，较上期回升0.7个百分点，扣除价格因素实际上涨6.17%。固定资产投资累计同比上涨2.6%，累计增速较上期回升0.8个百分点。规模以上工业增加值同比实际增长7%，较上期上升0.1个百分点。

11月份经济数据中，消费弱于预期，而出口与地产投资仍是当下经济复苏的“主旋律”。出口方面，虽然目前发达国家第一批疫苗已经开始接种，但是部分地区疫情仍较为严重，完全复工复产仍需时间，短期内海外的需求缺口仍将存在，出口仍将在一段时间内拉动经济。但随着明年下半年海外国家疫情的平复，中国出口产业面临的竞争压力将上升。地产方面，虽然“三道红线”加大了房企的融资压力，但是就目前数据来看，地产在建项目普遍存在赶工现象，明年二季度前地产投资增长大概率不弱。近期土地市场的冷却，将在明年二季度后带来地产投资的下行风险。总的来看，需要关注明年年中我国经济面临的不确定性因素。

图 1：11 月经济数据概况



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.1、社会消费品零售总额

社会消费品零售总额方面，“双节”过后线上消费增速有所回落，线下消费改善再度回正。总的来说，消费需求依然在复苏通道当中，但修复速度不及预期。未来拉动社消增长的主要推动力，仍在以“地摊经济”为代表的“限额以下”企业零售增速上，具体来看：

“双节”过后，线上消费增速有所回落，线下消费增速再度回正。11月，“实物商品网上零售额”当月同比增长12.09%，较上月大幅回落11.53个百分点，“社消零售总额”中剔除“网上零售额”的线下消费部分，同比上升0.40%，增速

较上个月下行 4.55 个百分点。一方面，今年“双十一”销售额增速并不算太高，且已有一部分以订金形式反映在十月数据中，十一月线上消费回落符合预期。另一方面，随疫情得到有效控制，年初以来被压制线下消费，如餐饮消费行业等继续反弹。

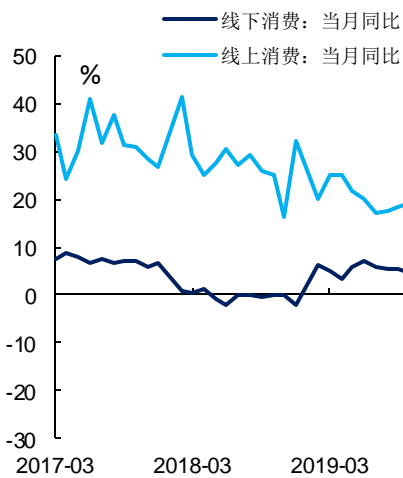
在具体品类上，纺织品、化妆品、家用电器和音响器材、通讯器材类等网上零售占比较大的品类，11 月销售增速分别为 4.6%、32.3%、5.10%、43.60%，其中化妆品和通讯器材增速明显，较上月分别提升 14、35.5 个百分点。

近两个月地产销售旺盛，建材消费走高。11 月份建筑及装潢材料类零售同比增速为 7.1%，增速较上月上行 2.9 个百分点。

汽车消费增速小幅回落；国际油价回升，石油类消费止跌增速与上月持平。11 月汽车零售额同比增长 11.8%，增速较上月下行 0.2 个百分点。而石油制品消费下滑 11%，与上月持平。

“双节”过后，“限额以上”企业消费品零售增速继续走高，即将接近 19 年峰值，“限额以下”零售增速再度小幅回正。未来“限额以上”企业消费零售增速拉动预计将边际减弱，“限额以下”零售增速将改善消费表现的主要推动力。

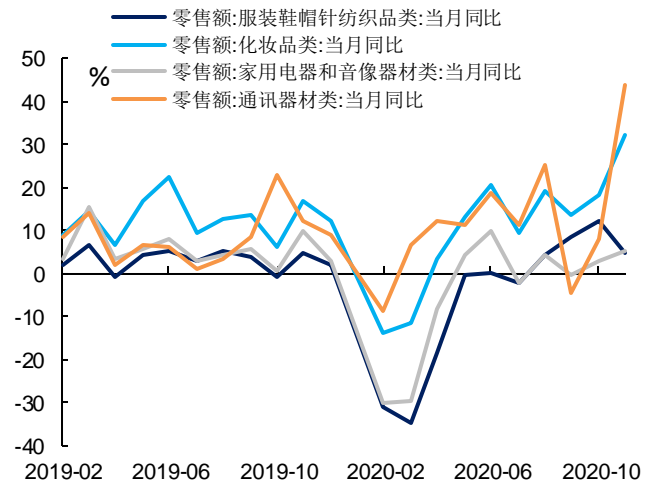
图 2：线上消费回落，线下消费反弹



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：石油制品消费止跌

图 3：通讯类、化妆品类零售表现强劲

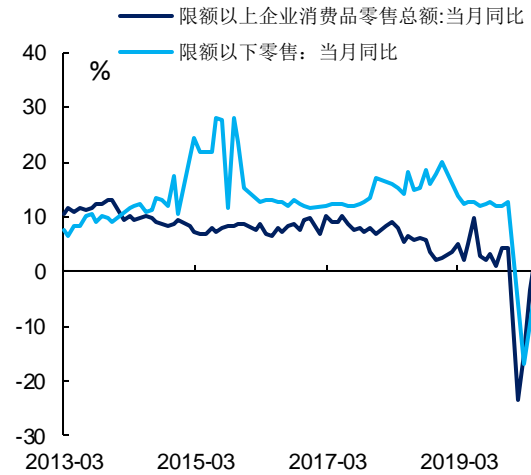


资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5：限额以下零售小幅反弹



资料来源: Wind、国海证券研究所

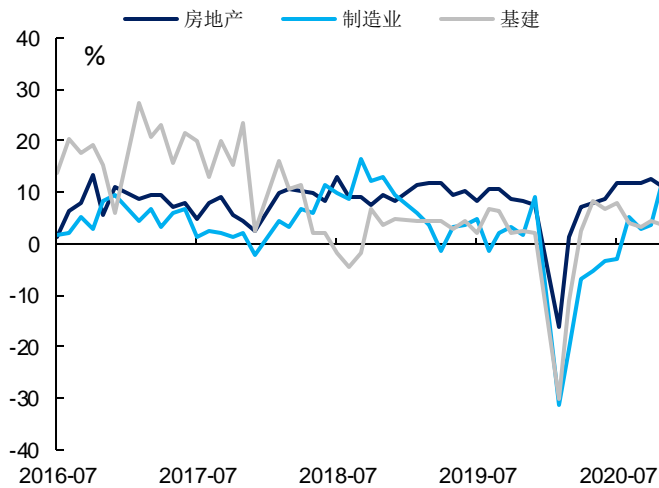


资料来源: Wind、国海证券研究所

1.2、固定资产投资

固定资产投资三大项中,制造业 1-11 月份累计投资同比下降 3.50%, 11 月份单月投资同比增长 12.46%, 单月同比较 10 月份上行 8.76 个百分点; 基建(不含电力) 1-11 月累计投资同比增长 1%, 单月投资同比增长 3.54%, 单月投资同比较 10 月份回落 0.84 个百分点; 房地产 1-11 月份累计投资同比增长 6.8%, 11 月份单月投资同比增长 10.93%, 单月投资同比较 10 月份回落 1.8 个百分点。

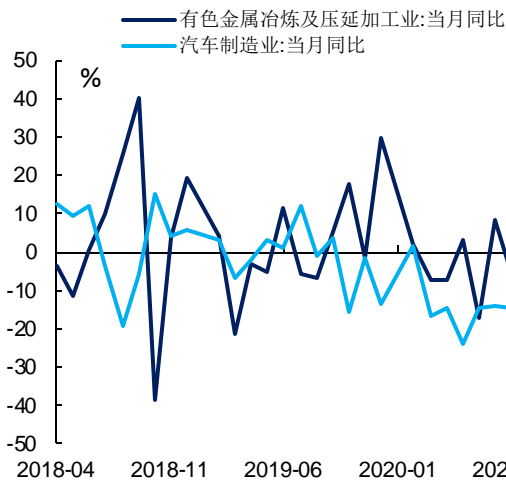
图 6: 固定资产投资三大项当月同比增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

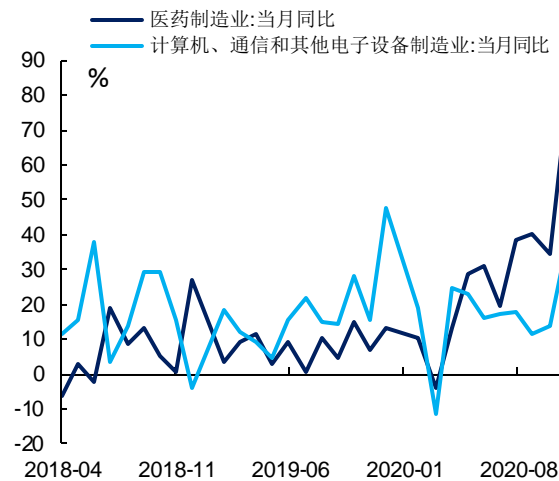
本月制造业投资同比增速大幅回升。其中受出口需求的推动, 外需相关行业投资增速上行。化学原料及化学制造投资同比增加 26.38%, 增速较上月增加 21.5 个百分点; 金属制品投资同比增加 12.57, 增速较上个月增加 17.75 个百分点; 专用设备制造投资同比增加 13.17, 增速较上月增加 15.82 个百分点; 医药、电子设备制造业投资持续保持高增长, 增速分别为 75.96%和 36.40%, 较上月分别增加 41.61、22.47 个百分点, 新兴产业保持活跃。

图 7: 部分出口相关制造业投资增速回落



资料来源: Wind、国海证券研究所

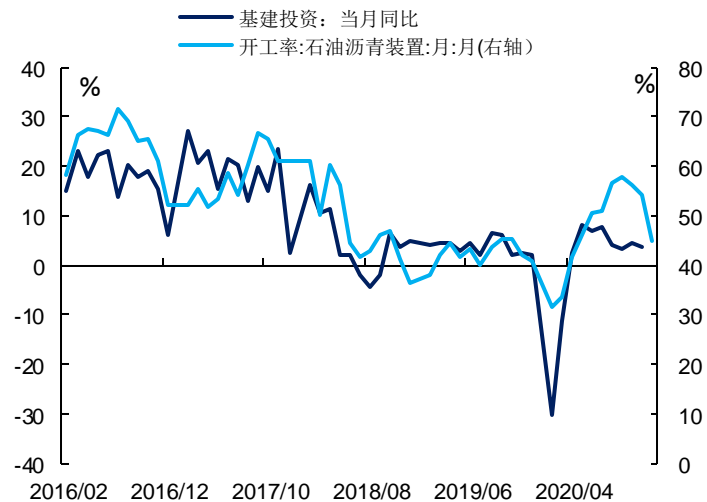
图 8: 新兴制造业投资增速持续保持较高水平



资料来源: Wind、国海证券研究所

11 月份基建同比增速小幅回落。由于疫情原因，今年专项债扩容仓促，部分地区申报项目存在合规性问题。三季度以来，中央加强了对地方债务与基建项目合规性审查，制约基建投资落地，导致资金淤积在央行与城投公司资产负债表中。上述问题，明年上半年仍将阶段性存在。从高频数据来看，石油沥青装置开工率与基建投资同比走势呈高度相关。12 月石油沥青装置开工率回落幅度较明显，预示未来基建投资仍有下行压力。

图 9: 基建投资与石油沥青装置开工率高度相关



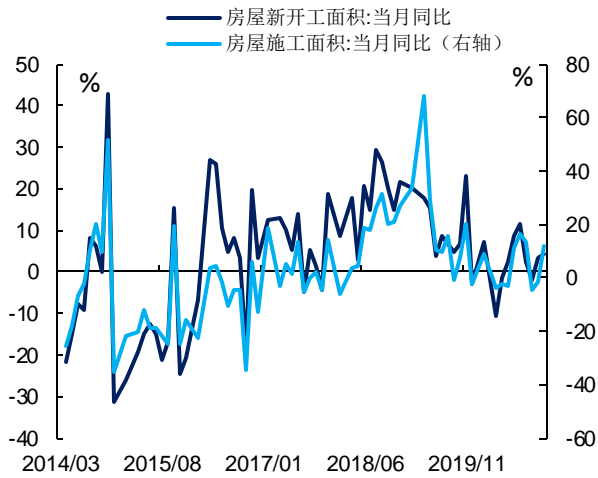
资料来源: Wind、国海证券研究所

11 月份地产投资小幅回落，增速依旧保持在两位数。11 月施工、新开工面积增速继续增加。尽管“三条红线”政策下房企融资有压力，但是在销售不差的大环境下，房地产企业近期仍将加速赶工，消化今年二季度购入的土地储备。明年一季度前，地产投资预计仍将保持韧性。

9 月份后，土地成交市场明显冷却，而由土地成交传导至新开工大约半年左右。

预计明年二季度起，房企将缺乏新项目开工，地产投资存在下行风险。

图 10: 11 月施工增速加快



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 11: 商品房销售增速小幅回落



资料来源: Wind、国海证券研究所

1.3、工业增加值

11 月工业增加值数据增长较好。三大门类中，采矿类同比增长 2%，增速较上月下行 1.5 个百分点。制造业和电力、燃气及水的生产和供应业同比增长 7.7%、5.4%，增速较上月上行 0.2、1.4 个百分点。

11 月份钢材、有色、水泥产量增速小幅回落，受天气因素影响，发电量反弹较明显。前两个月表现较好的行业如纺织、金属本月增速有所回落，但由于出口表现近期较为强劲，目前出口相关行业的生产大都仍维持高位。以医药、通讯设备为代表的新兴行业增速较明显。总体来说，工业增加值数据不弱，出口端表现依旧强劲。

图 12: 三大门类工业增加值增速表现

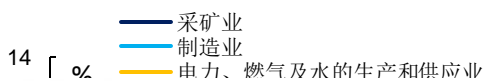


图 13: 钢材、有色小幅回落，发电量反弹



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_831



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>