

# 11月经济数据：经济再强于预期

## 核心观点

11月经济持续强劲复苏，供需两端数据表现良好。需求端，11月制造业投资当月增速达到12.5%，主要是高技术制造业支撑、信贷着重支持及企业盈利转正的共同带动。供给端，11月工业增加值同比+7%，服务业生产指数同比+8.0%，较上月再次提振，二者增速均明显超出去年同期水平。我们再次提示，四季度GDP增速有望达到6.6%，显著超出经济潜在增速，由供需缺口引发的“再通胀”行情有望延续，继续看好顺周期板块的投资机会。

### □ 用工需求改善，就业压力缓解

11月全国调查失业率5.2%，符合我们预期，较10月再降0.1个百分点，就业压力持续缓解。经济复苏进程延续，企业在手订单增多，用工需求相应提升；“稳就业”政策持续发力。未来我们需要关注2021政府工作目标对于调查失业率的设定。若2021年将调查失业率目标调回至5.5%的话，那么失业率仍将是约束力较强的政策底线。

### □ 内外需求双旺，工增如约至7%

11月工业增加值同比7%，与上月略高0.1%，保持强劲增长，高于市场一致预期，但符合我们对11月工业生产相较10月进一步提速的判断。11月制造业增加值、全国服务业生产指数双双提速，内外需求双旺是有力支撑。

### □ 社零修复延续，分化特征再现

11月社会消费品零售总额名义同比+5.0%（前值+4.3%），与我们的判断基本一致，社零稳步向上提升。结构上看，社零分化修复的特征再次加强。“宅经济”消费再次强势，11月通讯器材同比+43.6%（前值+8.1%）。高社交属性消费修复受阻，11月餐饮收入同比-0.6%（前值+0.8%），纺织服装同比+4.6%（前值12.2%）。

### □ 投资继续修复，制造业强劲修复值得关注

1-11月整体固定资产投资同比增长2.6%，较前值修复0.8个百分点，与我们的预测值基本一致。其中，制造业投资累计同比-3.5%，较前值修复1.8个百分点，地产投资累计同比6.8%，较前值修复0.5个百分点，基建投资累计同比1%，较前值修复0.3个百分点。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资11月增速分别为11.5%、3.5%和12.5%，前值分别为12.2%、4.4%和3.7%，制造业投资大幅修复值得关注，主要是高技术制造业支撑、信贷着重支持及企业盈利转正的共同带动，另外，受益于汽车销量回升及出口旺盛的运输设备制造业及消费带动的消费品制造业的支撑强劲。地产投资保持韧性，基建投资维持低迷或主因财政资金淤积及项目不足。

**风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情再次超预期蔓延。**

### 分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

### 分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

### 分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

### 联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

## 相关报告

1《11月数据预测：预计四季度GDP增速为6.6%》2020.11.30

2《10月经济数据：四季度GDP增速接近甚至超过去年》2020.11.16

3《10月数据预测：社融增速赶顶》2020.10.31

4《如何看三季度经济数据？》2020.10.19

5《9月数据预测：三季度GDP增速接近合理增长区间》2020.10.01

6《8月经济数据：调查失业率再度下行预示宽松进入尾声》2020.09.15

## 正文目录

1. 经济再强于预期 .....	3
2. 用工需求改善，就业压力缓解 .....	3
3. 内外需求向好，工增如约至 7% .....	4
4. 社零修复延续，分化特征再现 .....	5
5. 投资继续修复，制造业强劲修复值得关注 .....	6
5.1. 制造业投资强劲修复，高技术制造业及设备制造业支撑较强 .....	7
5.2. 财政是决定基建进度的关键变量 .....	8
5.3. 地产投资：多项数据表现积极，地产投资保持高增 .....	9

## 图表目录

图 1: 11 月调查失业率下降至 5.2%，就业情况持续改善 .....	4
图 2: 工业增加值主要门类：11 月同比 .....	5
图 3: 主要工业产品产量增速与去年同期对比 .....	5
图 4: 11 月消费分化修复特征再次加强，宅经济表现抢眼，高社交属性修复受阻 .....	6
图 5: 固定资产投资分项走势 .....	6
图 6: 2020 年 10 月当月同比增速（估算） .....	7
图 7: 基建投资分行业表现 .....	9
图 8: 销售回款维持较高增速 .....	9
图 9: 地产建工数据：施工高增，竣工正增 .....	9
图 10: 2020 年 1-10 月老旧小区改造进度，逐月加速 .....	11

## 1. 经济再强于预期

11 月经济持续强劲复苏,供需两端数据表现良好。供给端,11 月工业增加值同比+7%,较上月提升 0.1 个百分点,11 月服务业生产指数同比+8.0%,较上月大幅提升 0.6%个百分点,二者增速均明显超出去年同期水平。从生产法出发,我们预计四季度 GDP 增速达到 6.6%,显著超出经济潜在增速,由供需缺口引发的“再通胀”行情有望延续,继续看好顺周期板块的投资机会。

内需方面,随着居民收入渐进修复,消费持续向上改善,但由于秋冬疫情又出现反复,高社交属性消费增速下滑,“宅经济”消费继续强势,消费分化修复的特征再次出现;投资数据中,地产投资依旧更具韧性,制造业投资大幅修复值得关注,主要是高技术制造业支撑、信贷着重支持及企业盈利转正的共同带动,基建投资维持低迷或主因财政资金淤积及项目不足。就业方面,随着企业利润修复、产能利用率提高,企业用工需求逐步改善,就业岗位不断增多,城镇新增就业人数目标已提前超额完成,调查失业率连续 4 个月改善,11 月已经降至 5.2%的水平。

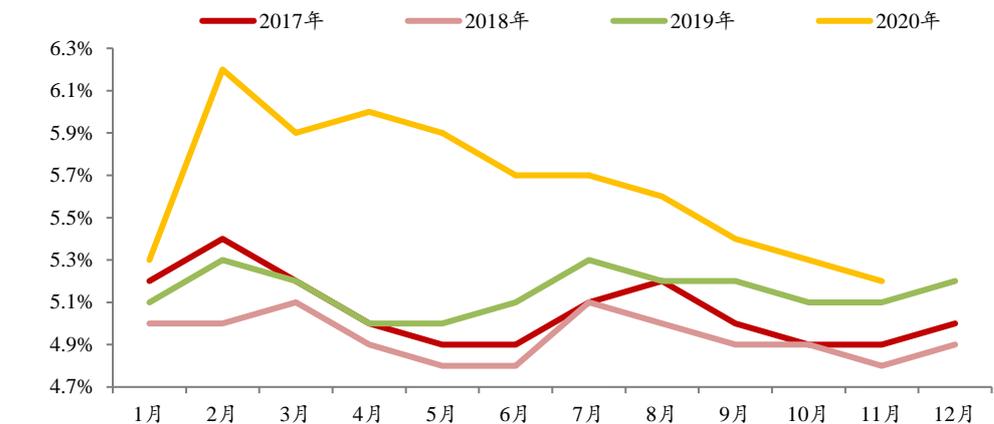
## 2. 用工需求改善,就业压力缓解

11 月全国调查失业率 5.2%,符合我们预期,较 10 月再降 0.1 个百分点,连续四个月改善,就业压力持续缓解。失业率连续三个月稳定在 5.5%以下,就业压力总体不大。11 月新增城镇就业人数 90 万人,去年同期为 86 万人,新增就业人数连续三个月超出去年同期水平。1-11 月累计新增城镇就业 1099 万人,提前超额完成全年任务。

一方面,经济复苏进程延续,供需两旺,企业在手订单增多、产能利用率提高,用工需求相应提升,从新增就业人数连续 3 月超出去年同期水平中可以看出。10 月工业企业利润同比增长 28%,1-10 月利润累计同比转正,企业盈利显著修复,相对应的用工需求也在不断提升,部分行业甚至出现招工难的现象。另一方面,“稳就业”政策持续发力。李克强总理在 11 月 20 日主持召开的部分地方政府负责人视频座谈会时表示,“有就业有收入就有消费,要强化就业优先措施,稳定和扩大就业”,再次强调落实落细稳就业政策。

今年失业率目标大概率超标完成,未来我们需要关注 2021 政府工作目标对于调查失业率的设定。据教育部预测,2021 年高校毕业生将达到 909 万人,2022 年毕业生或超过 1000 万人。教育部高校学生司副司长吴爱华表示今年高校毕业生就业形势严峻,不只有疫情影响,也有经济结构调整等因素,2021 年毕业季调查失业率仍面临冲高风险。因此,若 2021 年将调查失业率目标调回至 5.5%的话,那么失业率仍将是约束力较强的政策底线。当调查失业率上行接近至 5.5%的目标值时,将成为触发政策宽松的重要考量。

图 1：11 月调查失业率下降至 5.2%，就业情况持续改善



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

### 3. 内外需求向好，工增如约至 7%

11 月工业增加值同比 7%，与上月略高 0.1%，保持强劲增长，高于市场一致预期，但符合我们对 11 月工业生产相较 10 月进一步提速的判断，同时与我们预期的 7.2% 增速也较为符合。1-11 月工业增加值累计同比增长 2.3%，工业生产持续向好。

**11 月制造业增加值同比增长达 7.7%，较 10 月加快，内外需求向好是有力支撑。海外供给恢复不足以及补库需要渐强，供需缺口仍在。**11 月海外疫情严峻，供给修复乏力，无法满足海外需求，仍需我国供给填补。11 月出口运价指数 CCFI 大幅攀升，集装箱供不应求，我国防疫物资、宅经济消费品和机电产品等出口增速表现较强，相应带动了计算机通信、电气机械、专用设备、通用设备等行业向好，部分行业已领先进入补库周期。

**国内需求表现强劲，国内大循环推动需求回升，价格向好提振生产信心。**11 月份工业原材料价格普遍上升，其中 LME 铜价、铁矿石价格屡创新高。制造业投资大幅提速，地产、基建投资向好，市场销售持续回暖。11 月汽车产销同比增长 9.6% 和 12.6%，各类挖掘机国内销售同比增长 68%，挖掘机销售数据已经连续 8 个月同比增速超过 50%。终端需求向好带动中游工业品，螺纹钢、线材、热轧板价格显著上涨，锌锭、铝锭等有色金属价格小幅上探，玻璃、水泥等非金属矿物制品和苯乙烯、聚氯乙烯等化工品价格也有良好表现。

服务业持续回暖对相关产业链有促进作用。11 月份，全国服务业生产指数同比增长 8.0%，较 10 月份上升 0.6 个百分点，回归合理区间。从行业情况看，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。

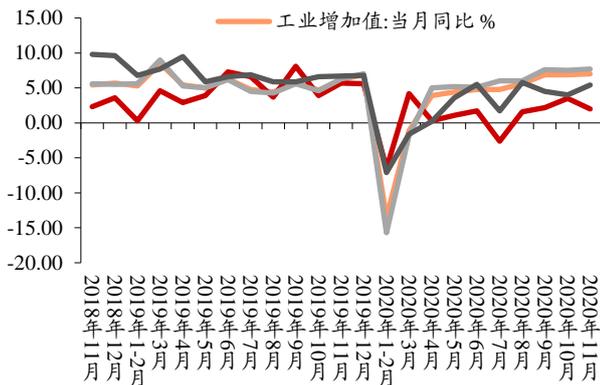
工业生产的强劲可从高频数据得到部分验证。11 月高炉开工率、焦炉生产率大幅高于去年同期，螺纹钢产量边际回落，但仍高于去年同期。汽车全钢胎和半钢胎开工率保持高位。

**我们认为，12 月工业生产有望保持向好态势。**疫苗广泛见效仍需时日，海外疫情严峻，封城风险加大。我国两个大循环的逻辑将继续兑现，中美补库有望共振。国内疫情偶

有零星病例，但仍然可控，受社交距离影响的服务业有望继续修复，将带动相关工业产品需求。

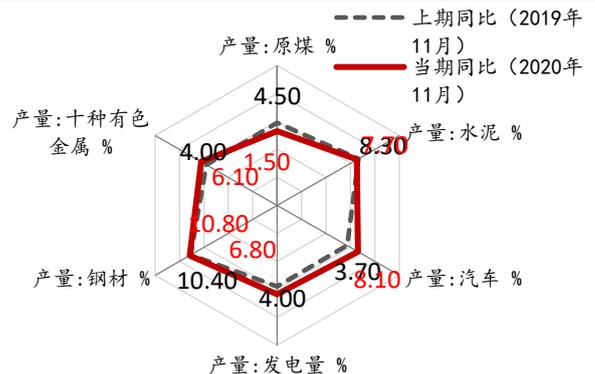
从分项数据上看，采矿业增加值增长 2.0%，制造业增长 7.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%。我们主要关注的工业产品：除原煤、水泥增速略低于去年同期外，钢材（10.8%）、汽车（8.1%）、发电量（8.6%）、十种有色金属同比增速均高于去年同期。

图 2：工业增加值主要门类：11 月同比



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比



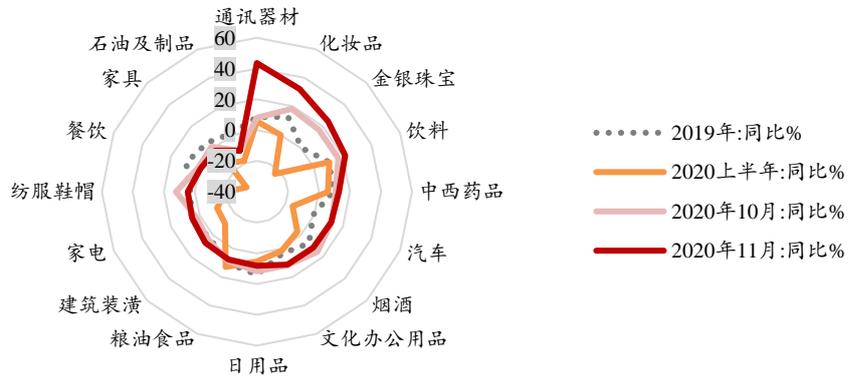
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

## 4. 社零修复延续，分化特征再现

11 月社会消费品零售总额名义同比+5.0%（前值+4.3%），与我们的判断基本一致，社零稳步向上提升。一方面，随着经济增长步入正轨，就业情况不断改善，居民消费能力和消费信心持续提振。另一方面，今年 11 月线上购物节活动时长和力度再上一个台阶，对社零也有一定支撑，通讯器材、化妆品零售额都显著提振。

从结构上看，进入秋冬季节疫情小规模复发，社零分化修复的特征再次加强。“宅经济”消费再次强势，11 月通讯器材同比+43.6%（前值+8.1%），增速大幅提振；饮料、文体用品也保持良好表现。高社交属性消费修复受阻，11 月餐饮收入同比-0.6%（前值+0.8%），纺织服装同比+4.6%（前值 12.2%），增速均出现滑坡。低社交属性消费表现较好，汽车销售同比+11.8%，连续 5 个月两位数的增速表现，建筑装潢同比+7.1%（前值+4.2%），家电同比+5.1%（前值+2.4%）。

图 4：11 月消费分化修复特征再次加强，“宅经济”表现抢眼，“高社交属性”修复受阻

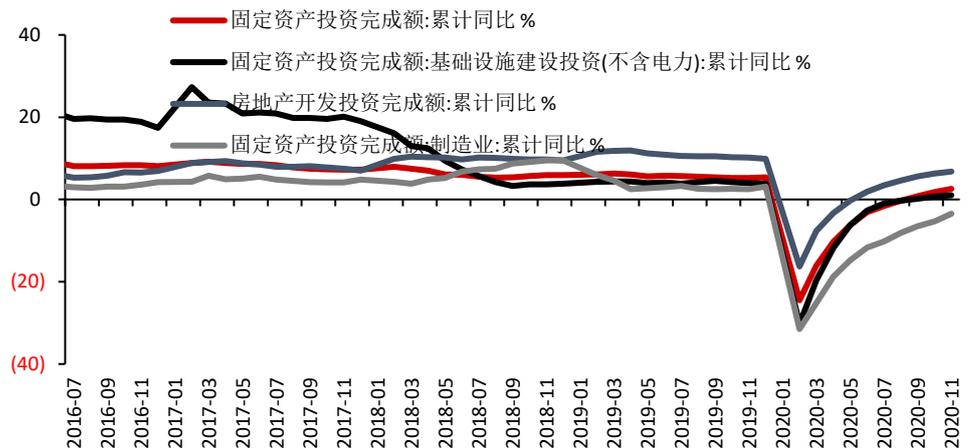


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

## 5. 投资继续修复，制造业强劲修复值得关注

1-11 月整体固定资产投资同比增长 2.6%，较前值修复 0.8 个百分点，与我们的预测值基本一致。其中，制造业投资累计同比-3.5%，较前值修复 1.8 个百分点，地产投资累计同比 6.8%，较前值修复 0.5 个百分点，基建投资累计同比 1%，较前值修复 0.3 个百分点。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资 11 月增速分别为 11.5%、3.5%和 12.5%，前值分别为 12.2%、4.4%和 3.7%，制造业投资大幅修复值得关注，主要是高技术制造业支撑、信贷着重支持及企业盈利转正的共同带动，另外，受益于汽车销售量回升及出口旺盛的运输设备制造业及消费带动的消费品制造业的支撑强劲。地产投资保持韧性，基建投资维持低迷或主因财政资金淤积及项目不足，11 月财政存款仅减少 2122 亿元，相比 10 月净增超万亿，支出状况仍略显滞后。

图 5：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

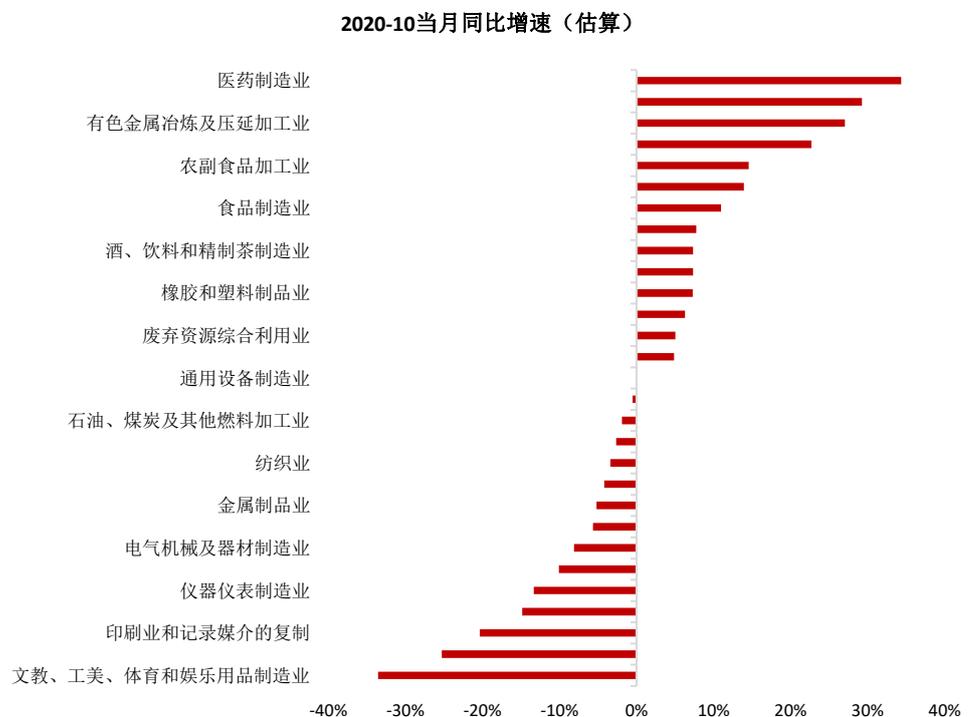
### 5.1. 制造业投资强劲修复，高技术制造业及设备制造业支撑较强

11月制造业投资增速继续修复至-3.5%，较前值回升1.8个百分点，当月增速12.5%，较前值3.7%大幅上行。主要有几个方面支撑：第一，地产投资增速持续强劲，基建投资当月增速稳健正增长，制造业需求改善，企业利润快速修复，5月工业企业利润当月同比增速转正，且此后增幅波动上行，推动投资需求；第二，政策强调资金直达实体，保障制造业融资来源，除MPA考核加大制造业融资考核权重外，央行强调信贷的结构性调节作用，增加制造业中长期贷款，加强对实体经济的融资支持，下半年以来新增人民币贷款中企业中长期贷款占比维持在60%附近高位，较上半年30-40%的水平明显提高。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。1-11月高技术制造业投资增长12.8%，较前值继续大幅提高2.8个百分点，且明显高于整体制造业投资，其中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长27.3%、20.4%。

除此之外，截至10月可得数据，从投资当月同比增速来看，表现较好的行业分别为医药制造业34%，铁路船舶等运输设备制造业29.3%（前值仅为7.6%），有色金属冶炼压延加工业27%，黑色金属冶炼及压延加工业22.7%，农副食品加工业14.6%，计算机通信和其他电子设备制造业13.9%，食品制造业13.9%。其中，受益于汽车销量提升及出口带动的运输设备制造业及近期价格上涨明显的有色冶炼压延行业环比出现较大涨幅，对制造业投资构成较强支持，另外除高技术制造业外，其他行业主要集中于受益于地产投资及消费加速修复带动的行业，这些行业投资都得到了快速提振。

图 6：2020 年 10 月当月同比增速（估算）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

总体看，制造业投资增速在部分行业的引领下，呈现确定性修复态势，且呈现加速修复走势，但今年制造业投资累计同比增速转正的概率仍然不大，预计年末回升至-1%或-2%左右的位置。

## 5.2. 财政是决定基建进度的关键变量

1-11月基建投资（统计局口径）累计同比增长1.0%，前值0.7%。根据推算，11月投资同比增速3.5%，前值4.5%。分行业看，1-11月道路运输、水利管理、铁路运输和公共设施管理投资增速分别为2.2%、3.1%、2.0%和-1.8%，前值2.7%、2.7%、3.2%和-2.5%。

后疫情阶段，基建增速低于预期成为市场关注的焦点，特别是7、8月大规模降雨等天气因素的扰动失效后，施工强度恢复，基建投资增速相对低于市场预期，我们在Q3起开始提示关注财政对基建节奏的扰动，财政支出较慢导致财政存款淤积出现，一定程度上制约了基建投资快速修复，即便年末可能表现出一定的财政集中突击花钱特征，但对基建的拉动作用也相对有限，8月至11月，基建（统计局口径）当月同比增速维持在3%至5%区间已有一定印证。

**财政掣肘扰动基建进度。**财政是影响基建进度的关键因素，主要矛盾点在于财政年末集中花钱、财政存款淤积和财政留力问题。财政今年会体现出一定的年末集中花钱特征。根据我们推算，由于2020年一般公共预算和政府性基金预算的支出目标分别为3.8%和38%，为满足预算，Q4一般公共预算支出、政府性基金支出增速或需达到20.6%、52.5%，10月一般公共预算及政府性基金支出当月同比分别为19%和7.6%，一般公共预算支出提速，但政府性基金支出增速较低，一方面体现在财政存款的淤积问题，另一方面反映出基建项目推进不利，主要是严控风险的背景下要求保障项目质量，好项目不足对基建有扰动。此外，财政预留资金为2021年腾挪政策空间也有一定关系。

财政淤积方面，我们认为主要源于三个方面的原因：**1、从税收到债务性融资的收入来源变化导致资金下沉效率降低，并出现了资金下达并未形成支出的情况**，截至10月底，财政直达资金中，各地已将包含32.63万个项目的1.607万亿元预算指标下达到资金使用单位，但形成支出的仅有1.198万亿元，占比刚超70%。**2、逆周期托底压力降低，严守财政纪律，允许专项债用途调整，增加摩擦成本**（我们在9、10月经济数据点评中多次阐述）。**3、政策正常化意味着财政更加注重防风险**。11月11日财库〔2020〕36号要求“加强地方债发行项目评估，严防偿付风险”，不仅要保证项目质量，还要严防偿付风险，以及在发行再融资券时保障项目与债券期限匹配，避免烂尾风险。

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\\_839](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_839)

