

宏观研究/动态点评

2020年12月15日

易恒 SAC No. S0570520100005
 研究员 SFC No. AMH263
 evayi@htsc.com

刘雯琪 SAC No. S0570520100003
 研究员 SFC No. BIU684
 liuwenqi@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：FOMC 前瞻：货币政策保持现有宽松基调》2020.12
- 2 《宏观：外汇占款增加+流动性投放加大推升基础货币》2020.12
- 3 《宏观：前瞻中央经济工作会议：促六保六稳、防范化解风险》2020.12

11月增速再上台阶，4Q GDP 增长或超预期

2020年11月经济活动数据点评

11月工业增加值同比增速从上月6.9%的高位继续攀升至7.0%，高于Wind一致预期6.8%。11月工业增加值环比增速为1.03%（非年化），较上月的0.78%继续加速。结构上看，出口相关的中下游制造业表现更为亮眼。11月计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长9.3%，较上月上升4.3个百分点，医药制造业增加值同比增长13.6%，较上月上升5.4个百分点。此外，新能源汽车产量同比增速继续走高至99%，计算机、集成电路、工业机器人和机床等设备制造亦有快速增长（图表1）。11月发电量同比增速从10月的4.6%大幅回升至6.8%（图表3）。

11月社消零名义增速从10月的4.3%加速至5.0%，去除价格因素的实际零售额加速可能达到1.5-2个百分点。汽车、手机、化妆品等可选继续领跑——11月汽车销售维同比11.8%的高增长；除汽车外的名义社零增速从3.6%升至4.2%。另外，11月“双十一”网络购物节提振线上零售，累计同比增速从上月的10.9%加快至11.5%。手机、化妆品，金银珠宝和家电等品类的零售额均大幅上升，尤其手机销售同比增速大幅上升至43.6%。另一方面，11月餐饮增长较弱，继续反映疫情扰动（图表2）。

11月月报名义固定资产投资同比增速从10月的9.5%上升9.7%，制造业投资显著提速（注：月报固定资产投资绝对值数据可能持续调整中，建议投资者无需过度关注。我们此处采用官方公布的累积增速推算月度增速）1-11月累计名义固定资产投资同比增速为2.6%，符合市场预期（Wind）。分部门看（图表4），

1) 房地产开发投资微降，11月同比增速从10月的12.2%小幅下降至11.5%，资金指标有所走弱。房地产新开工面积同比增速为4.1%，较上月进一步加速（图表5），地产到位资金同比增速则显著放缓至6.6%，下降19.7个百分点。同时，商品房和土地成交有所分化——商品房成交面积同比增长仍在两位数以上，但土地成交面积同比跌幅已达15.6%（图表6）。

2) 11月基建投资同比增速从上月的7.3%回落至5.9%。尽管今年财政赤字扩张，但受限于财政收入的大幅减速，整体财政资金并不宽裕，基建投资相对较为平淡。

3) 制造业投资大幅提速，11月同比增速从上月的3.7%上升至12.5%。随着企业盈利和现金流的不断修复，我们预计制造业投资大有可为。

4) 此外，11月民间固定资产投资增速为21.6%，较上月上升14.4个百分点，与制造业投资回暖态势一致。另一方面，公共部门投资增速放缓至6.9%（10月11.0%）。

10-11月经济数据均大幅超出Wind一致预期，4Q GDP 增长可能高于我们已经较为乐观的5.5%的预期（请见我们2020年11月16日发布的《2021宏观展望：经济再通胀；政策温和退出》）。接下来2-3个季度消费和出口有望继续加速，而制造业投资或成为“新亮点”。11月工业生产再度加速，出口增长强劲，叠加居民消费的持续复苏——我们重申年度策略中对此后2-3个季度环比总需求增长高于趋势的判断。此外，明年1季度出口高增长，顺差同比有望大幅扩大，总收入和盈利增长可能强劲。近期国内外工业品价格共振走高，制造业企业盈利或继续修复。我们认为，全球制造业周期在经历去产能、贸易摩擦，及新冠疫情等多年“逆风”压制后，将逐步从底部反弹。同时全球库存尚处低位，补库刚开始。我们预计制造业投资或成为新的增长亮点，其中出口、设备升级、智能制造及新能源相关行业的增长或尤为强劲。

风险提示：出口增长的可持续性、疫情反复。

图表1：分行业工业生产增速及增速变化一览

分行业工业增加值增速				
	11月同比增速 (%)	较10月同比增速的变动 (ppt)		
农副食品加工业	2.9	↓ -1.9	中游	
纺织业	6.5	↓ -3.0	中游	
化学原料和化学制品制造业	9.2	↑ 0.4	中游	
橡胶和塑料制品业	7.7	↓ -3.8	中游	
非金属矿物制品业	7.7	↓ -1.6	中游	
黑色金属冶炼和压延加工业	9.6	↓ -1.6	中游	
有色金属冶炼和压延加工业	4.0	↓ -0.7	中游	
金属制品业	13.8	↓ -0.3	中游	
通用设备制造业	10.2	↓ -2.9	中游	
专用设备制造业	10.5	↑ 2.5	中游	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.6	↑ 3.3	中游	
电气机械和器材制造业	18.0	↑ 0.4	中游	
电力、热力生产和供应业	5.1	↑ 1.5	中游	
食品制造业	2.3	↓ -2.8	下游	
医药制造业	13.6	↑ 5.4	下游	
汽车制造业	11.1	↓ -3.6	下游	
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.3	↑ 4.3	下游	
整体工业增加值增速	7.0	0.1		

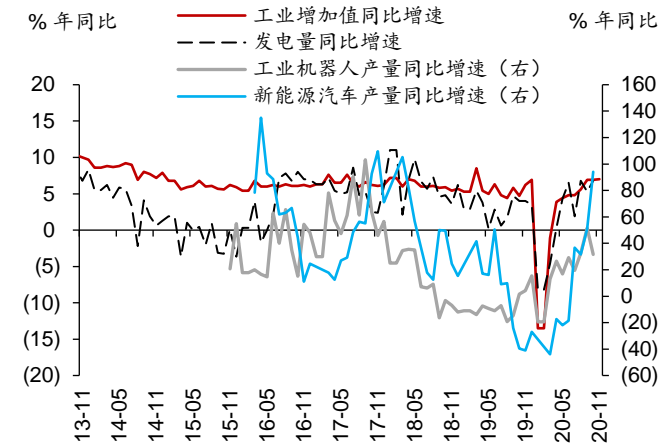
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表2：分品类零售增速及增速变化一览

按消费类型分、限额以上单位商品零售增速				
	11月同比增速 (%)	较10月同比增速的变动 (ppt)		
粮油、食品类	7.7	↓ -1.1	必选消费	
饮料类	21.6	↑ 4.7	必选消费	
烟酒类	11.4	↓ -3.7	必选消费	
服装鞋帽、针、纺织品类	4.6	↓ -7.6	必选消费	
日用品类	8.1	↓ -3.6	必选消费	
中西药品类	12.8	↑ 2.0	必选消费	
餐饮	-0.6	↓ -1.4	可选消费	
化妆品类	32.3	↑ 14.0	可选消费	
金银珠宝类	24.8	↑ 8.1	可选消费	
文化办公用品类	11.2	↓ -0.5	可选消费	
通讯器材类	43.6	↑ 35.5	可选消费	
石油及制品类	-11.0	→ 0.0	可选消费	
汽车类	11.8	↓ -0.2	可选消费	
家用电器和音像器材类	5.1	↑ 2.4	可选消费 (地产相关)	
家具类	-2.2	↓ -3.5	可选消费 (地产相关)	
建筑及装潢材料类	7.1	↑ 2.9	可选消费 (地产相关)	
整体名义社零增速	5.0	0.7		

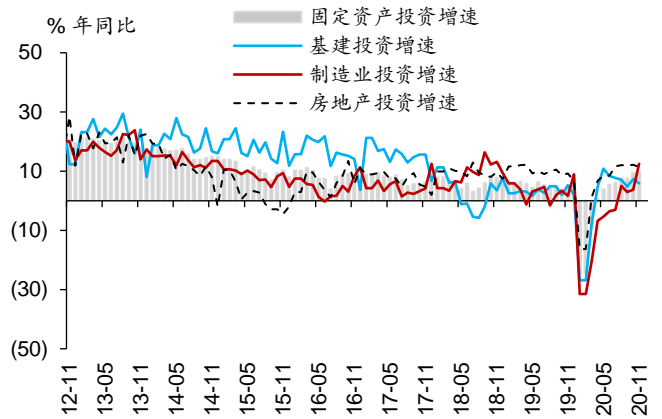
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表3：11月工业增加值同比增长再度上升，新能源汽车增长强劲



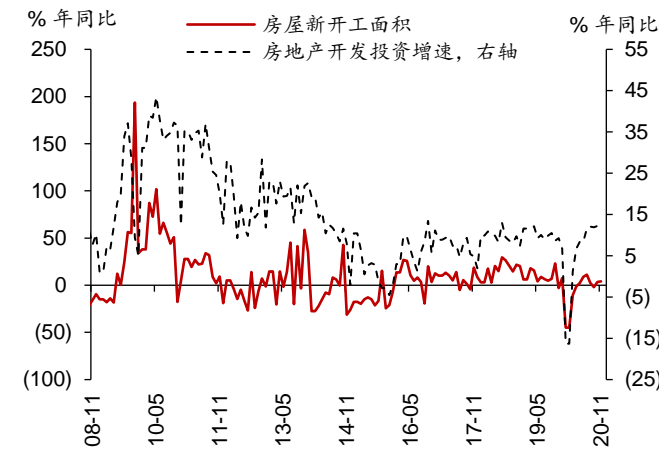
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表4：分行业固定资产投资增速 - 制造业投资增速跳升



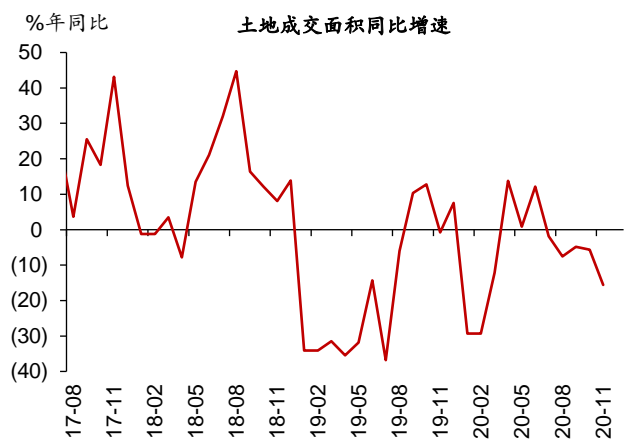
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表5：领先指标来看，房地产新开工面积增速小幅回升



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表6：11月土地成交面积同比增速大幅回落



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，易峘、刘雯琪，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易烜、刘雯琪本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_844

