

11月宏观数据总体符合预期，四季度经济修复势头未现减弱

2020年11月宏观经济数据点评

主要数据：2020年11月规模以上工业增加值同比实际增长7.0%，前值6.9%，上年同期值6.2%；1-11月固定资产投资累计同比增长2.6%，前值1.8%，上年同期累计增长5.2%；11月社会消费品零售总额同比增长5.0%，前值4.3%，上年同期增长8.0%。

主要观点：11月宏观经济总体符合预期，显示四季度经济修复势头并未减弱。其中，车市、楼市持续走强，对消费和投资的拉动作用依然明显，工业生产保持高增长，月度服务业生产增速首次超过疫情前一年平均水平，城镇调查失业率进一步下降。这意味着四季度GDP同比或将恢复至6.0%左右的潜在增长水平，全年GDP有望实现2.2%的正增长，货币政策将持续处于“观察期”。

工业生产：11月内需向好、外需强劲对工业生产形成有效拉动，加之今年采暖季限产力度不及去年同期，当月工业生产表现再超预期。

投资：11月固定资产投资保持加速势头。其中，主要受上年基数抬高影响，11月宽口径基建投资增速略有回落；出口走强、利润改善带动11月制造业投资增速大幅回升至两位数；近期房地产调控收紧，但楼市仍处高位运行状态，11月房地产投资继续保持两位数高增长。

社零：11月消费延续修复态势，但改善斜率进一步放缓。当月商品零售额增速加速回升，或与今年“双十一”购物节活动时间拉长有关；而餐饮收入同比再度转负，除受基数走高影响外，进入冬季以后，各地疫情散发情况有所增多，防疫升级和居民谨慎心理对餐饮活动的恢复造成一定拖累。

展望12月，内外需共振将继续支撑工业生产维持较快增长，月度固定资产投资增速有望保持在两位数附近，社零增速将加快至5.5%左右，服务业生产增速还有小幅上扬空间。综合10月以来各类宏观数据表现及短期走势判断，我们预计四季度GDP同比有望回升至6.0%附近，正在接近潜在经济增长水平，全年GDP同比有望实现2.2%的正增长。

考虑到受低基数等因素影响，明年一季度经济增速将出现大幅反弹，但疫情及外部不确定性犹存，短期内宏观政策将持续处于“观察期”，政策大幅收紧的可能性不大。

具体分析如下：

一、工业生产：11月内需向好、外需强劲对工业生产形成有效拉动，加之今年采暖季限产力度不及去年同期，当月工业生产表现再超预期。

11月内需向好、外需强劲对工业生产形成有效拉动，加之今年采暖季限产力度不及去年同期，当月工业增加值同比增速较上月小幅加快0.1个百分点至7.0%，刷新2019年4月以来单月最快增长水平，表现再超预期。

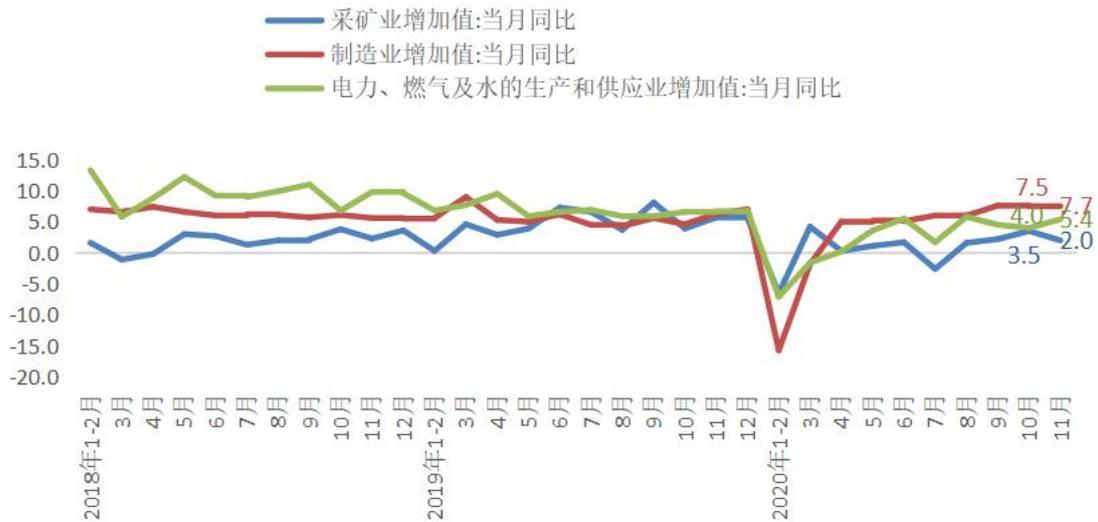
从大类来看，11月工业生产增速进一步上扬，得益于在工业中占比约九成的制造业生产势头强劲，以及电力燃气及水的生产和供应业增加值增速加快。当月制造业增加值同比增长7.7%，增速较上月加快0.2个百分点，同样创下2019年4月以来单月最快增长水平，反映了国内投资和消费需求回升、出口走势强劲对制造业企业生产形成有力支撑。11月电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速较上月加快1.4个百分点至5.4%，与当月发电量增速较上月回升2.2个百分点相一致，或与今年入冬较早、气温偏冷拉动采暖需求有关。此外，主要受基数走高拖累，11月采矿业增加值同比增速较上月放缓1.5个百分点至2.0%。

图1 规模以上工业增加值增速 %



资料来源：WIND，东方金诚

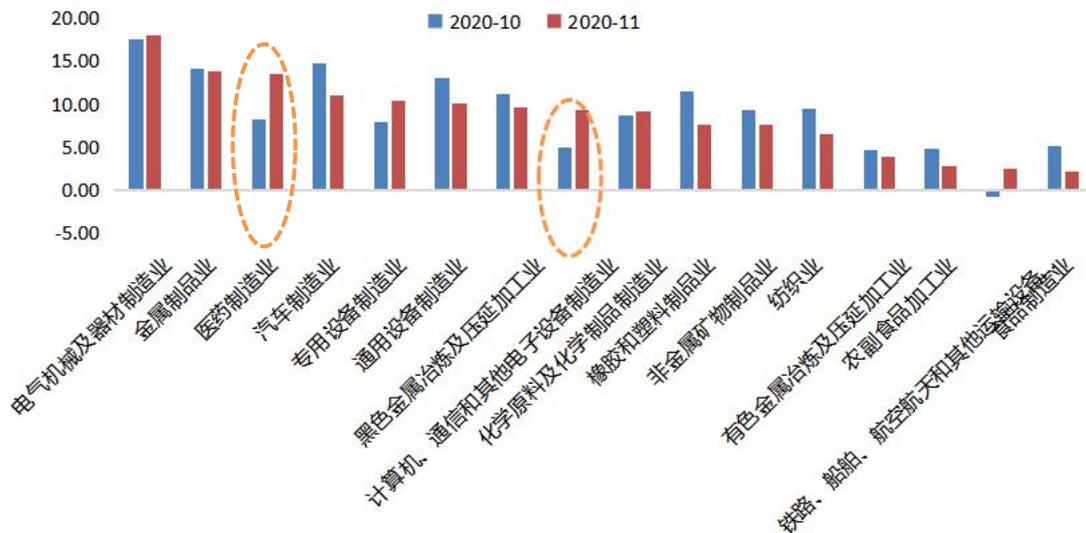
图2 三大门类增加值增速



资料来源：WIND，东方金诚；注：2月数据为1-2月累计同比增速。

具体到制造业各细分行业，从已公布的数据来看，11月绝大多数行业生产保持较快增长，表明当前制造业生产的强势表现基础稳固。与上月相比，受基数走高影响，多数行业增加值增速有所放缓，但包括医药制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等在内的行业生产明显加速。我们认为，入冬以来海外疫情加速扩散，各国陆续重启封锁措施，海外市场对我国医疗、居家办公等相关产品进口需求受到提振，带动了国内相关行业生产的加速。

图3 主要细分行业增加值增速（当月同比，%）



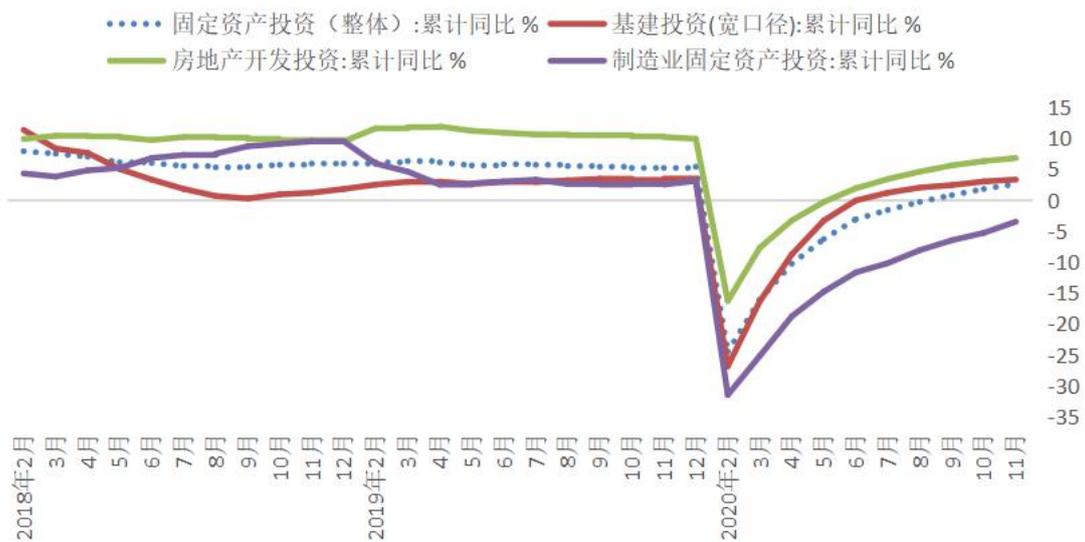
资料来源：WIND，东方金诚

二、投资：11月固定资产投资保持加速势头。其中，主要受上年基数抬高影响，11月宽口径基建投资增速略有回落；出口走强、利润改善带动11月制造业投资增速大幅回升至

两位数；近期房地产调控收紧，但楼市仍处高位运行状态，11月房地产投资继续保持两位数高增长。

1-11月固定资产投资同比增长2.6%，增速较1-10月加快0.8个百分点，延续增速回升势头，边际改善幅度略有放缓。需要指出的是，由于该数据为名义同比增速，而今年以来PPI同比处于-2.0%的通缩状态，因此固定资产投资实际同比增速会比以上名义值更高，这意味着投资对经济增长的贡献度更大。11月固定资产投资增速上扬，三大类固定资产投资增速均在加快，其中尤以此前落后较多的制造业投资改善最为明显。另外，近期服务业明显修复，相关固定资产投资也在较快增长，对11月固定资产投资整体增速上扬起到重要拉升作用（1-11月第三产业固定资产投资增速达到3.5%，较前值加快0.5个百分点）。

图4 11月固定资产投资及三类主要投资增（累计同比）延续改善势头



资料来源：WIND

基建投资：1-11月基建投资（宽口径）同比3.3%，较1-10月改善0.3个百分点，已接近去年同期3.5%的累计增长水平。据测算，当月基建投资（宽口径）同比增长5.9%，增速比上月放缓1.4个百分点，主要是由于上年同期基数大幅抬高3.2个百分点所致，并不代表当月增长势头明显减弱。同时，1-11月不含电力的基建投资增速加快0.3个百分点，达到1.0%，当月值为4.5%，较上月加快0.1个百分点。我们分析，10月地方政府专项债发行完毕，财政支出进度开始明显加快，基建项目的资金瓶颈问题进一步缓解。由此，作为今年逆周期调节的主要发力点，11月基建投资保持较快增长。我们预计，伴随年底财政支出进度进一步加快，以及基建项目筹备和施工加速，“钱等项目”现象将有所缓解，短期内基建投

资（宽口径）单月同比有望提速，全年基建投资（宽口径）累计同比将超过去年全年 3.3% 的增长水平，有望达到 3.8% 左右。这意味着在今年经济增速大幅放缓的背景下，基建投资正在发挥逆周期调节作用。

图 5 基建投资（宽口径）增速上扬



资料来源：WIND，东方金诚

房地产投资：1-11 月房地产开发投资同比 6.8%，比 1-10 月改善 0.5 个百分点。据测算，11 月当月房地产投资同比增速达 10.9%，较上月放缓 1.8 个百分点，连续五个月保持两位数增长，也是所有固定资产投资大类中增速最高的类别。可以看到，尽管 7 月以来房地产调控明显升温，但主要指向房企融资端，对房地产市场的限制措施仍然有限。受房贷利率下调、积压需求释放，以及房企融资受限后启动“少拿地、多卖房”模式等因素推动，近期房地产市场持续高位运行——11 月商品房销售额和销售面积同比增速分别高达 18.6% 和 12.1%，尽管较上月均有所回落，但都处于近三年以来高点附近。

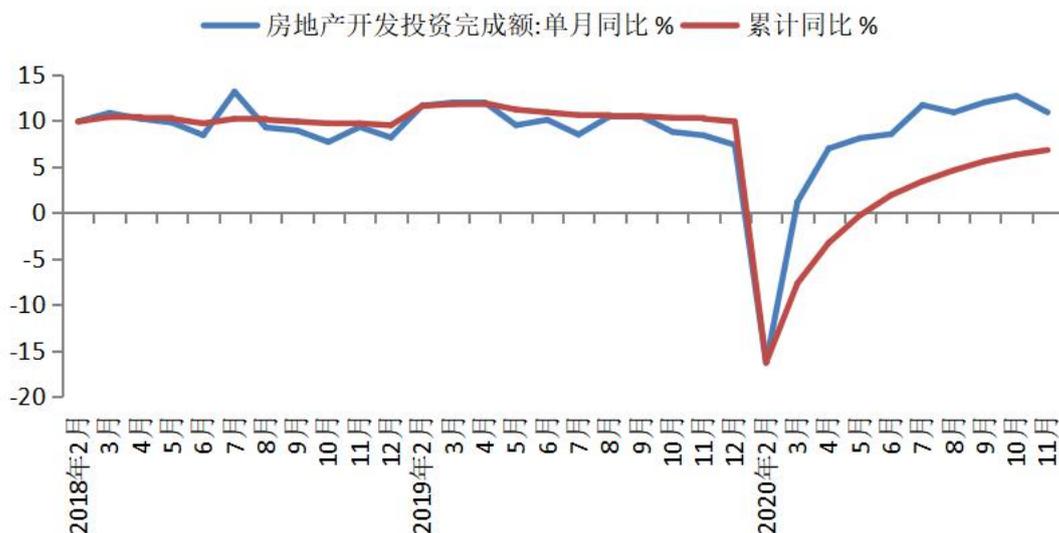
图6 近期楼市持续高位运行



资料来源：WIND，东方金诚

我们判断，当前房地产投资月度增速已处高位阶段，后期进一步上行的难度较大，预计全年房地产投资同比将达到7.1%左右，较上年9.9%的增幅略有回落，在今年主要宏观数据中仍属最高增长水平。展望2021年，房贷利率转向大幅上行的可能性不大，在各地强化因城施策背景下，后期全国楼市明显降温的概率较小，或将继续对房地产投资增速形成支撑，2021年房地产投资增速有望保持在8.1%左右，较今年小幅加快。

图7 调控收紧背景下，房地产开发投资增速保持上行势头



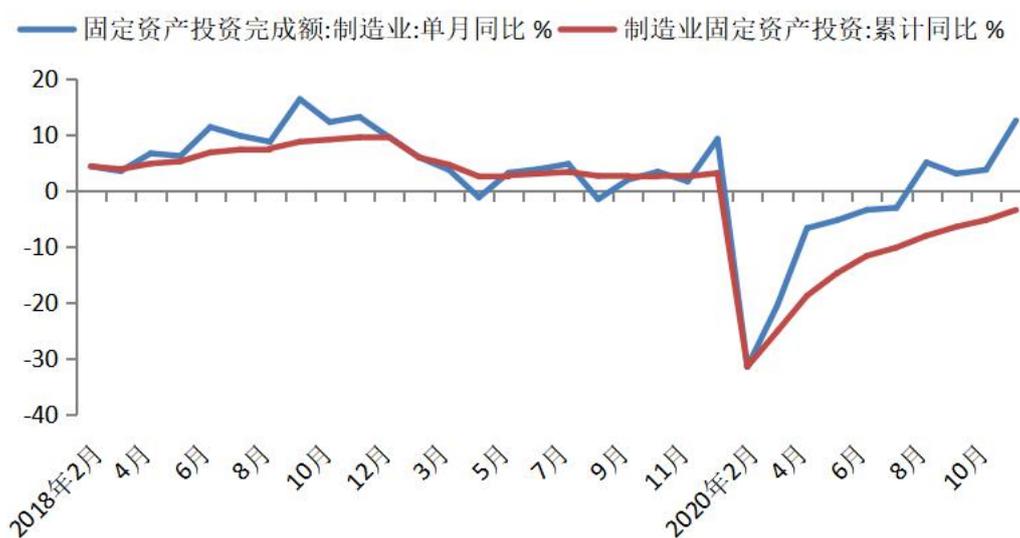
资料来源：WIND，东方金诚

制造业投资：1-11月制造业投资同比-3.5%，比1-10月改善1.8个百分点。据我们测算，当月制造业投资同比增长12.5%，较上月大幅加快8.8个百分点，连续四个月实现单月同比正增长。近期制造业投资走强的原因主要包括：一方面，受减税降费2万亿元、大宗商

品价格同比降幅达到两位数驱动，尽管PPI持续处于通缩状态，但制造业企业利润连续六个月实现10%以上的高增长（最近的10月为同比62.4%），加之近期出口走势强劲，企业投资信心明显恢复；另一方面，一段时期以来政策面持续加大对制造业中长期贷款的支持，也为企业扩大投资提供了更多资金来源。此外数据也显示，疫情并未打断我国制造业转型升级过程：1-11月高技术制造业投资增长12.8%，较前值加快2.8个百分点。

我们预计，年底前出口仍将保持强势，制造业利润有望延续改善势头，政策面对制造业、特别是高技术制造业的支持态度不变，月度制造业投资将保持正增长。不过，考虑到上年同期基数原因，12月制造业投资增速或将回落到两位数之内；预计全年制造业投资增速回正的可能性不大，有可能出现2.3%的负增长。

图8 制造业投资增速连续4个月保持单月同比正增长



资料来源：WIND

三、消费：11月消费延续修复态势，但改善斜率进一步放缓。当月商品零售额增速加速回升，或与今年“双十一”购物节活动时间拉长有关；而餐饮收入同比再度转负，除受基数走高影响外，进入冬季以后，各地疫情散发情况有所增多，防疫升级和居民谨慎心理对餐饮活动的恢复造成一定拖累。

11月消费延续修复态势，但因基数走高且边际改善空间收窄，社零增速回升斜率放缓。当月社零同比增长5.0%，增速较上月加快0.7个百分点，缓于上月的加快1.0个百分点；扣除价格因素后，实际同比增长6.2%，增速较上月加快1.7个百分点，回升速度快于名义增速，与当月CPI转为通缩相一致。

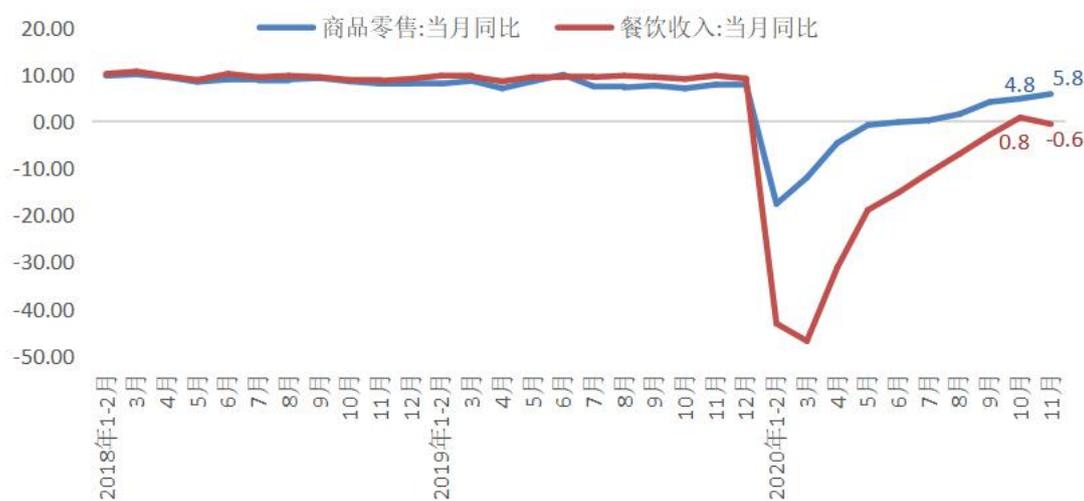
图9 社会消费品零售总额同比增速



资料来源：WIND，东方金诚；注：2月当月同比为1-2月累计值。

具体来看，11月商品零售额同比增长4.8%，增速比上月高出1.0个百分点，回升速度反而有所加快，或与今年“双十一”购物节活动时间拉长有关。11月餐饮收入同比则再度转负至-0.6%，增速较上月下滑1.4个百分点，除受基数走高影响外，进入冬季以后，各地疫情散发情况有所增多，防疫升级和居民谨慎心理对餐饮活动的恢复造成一定拖累。

图10 商品零售额及餐饮收入同比增速

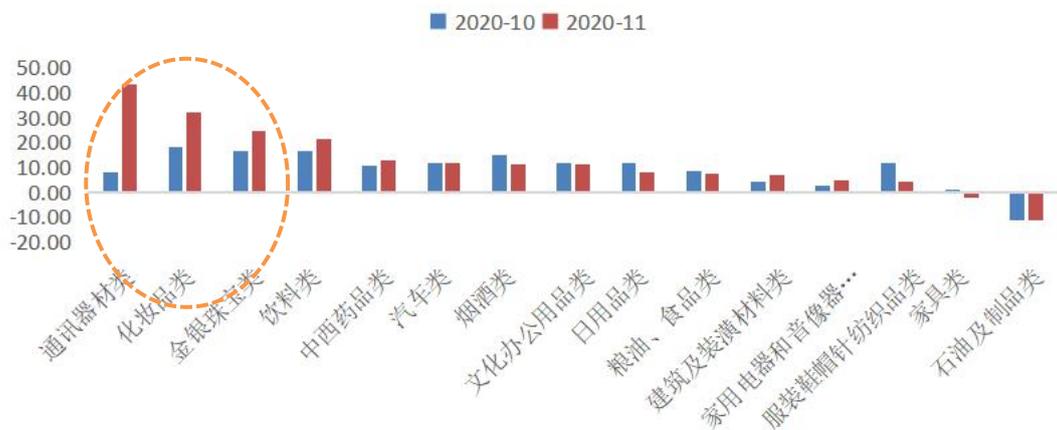


资料来源：WIND，东方金诚

从具体商品类别来看，今年“双十一”购物节活动时间拉长，对通讯器材、化妆品、金银珠宝等可选消费品零售产生明显拉动，当月上述类别消费品零售额增速较上月分别加快35.5、14.0和8.1个百分点，带动11月整体商品零售额增速加速回升。11月汽车零售额同比增长11.8%，增速较上月小幅放缓0.2个百分点，依然处于高增状态，对整体社零增速仍有支撑。此外，11月楼市维持较高景气，房地产相关商品零售额增速涨跌互现，其中，家

电和建筑及装潢材料类零售额增速有所加快，家具零售额增速小幅负增。

图 11 限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %



资料来源：WIND，东方金诚

四、12月宏观经济将保持复苏势头，四季度GDP同比有望回升至6.0%附近。

工业生产：内外需共振将支撑工业生产维持较快增长，建筑链条、出口导向、汽车制造业生产景气料将维持，终端消费改善也有望提振下游消费品行业生产。但目前工业生产增速已超过疫情前水平，进一步加速的空间非常有限，边际动能将趋于放缓；同时考虑到去年同期基数较高，我们判断12月工业增加值增速将有所回落，但仍有望保持6.5%以上的较快增长水平。

投资：伴随四季度财政支出进度持续加快，以及项目筹备、施工加速，12月基建投资同比还有进一步上扬空间，而短期内房地产投资仍将保持较强韧性，制造业投资也将保持正增长。综合三大类固定资产投资及第三产业投资走向判断，12月固定资产投资增速将保持在两位数左右，累计增速将升至3.2%左右，继续成为引领经济复苏的主导力量。

消费：在经济延续修复、就业持续改善和收入增速回升带动下，社零增速还将进一步反弹。不过，目前以汽车为代表的可选消费品增速已升至较高水平，进一步大幅跳升的可能性不大，加之网上购物活动对商品消费的提振作用减退，以及近期疫情散发情况增多对餐饮活动造成一定制约，后续社零增速回升的斜率将延续放缓。预计12月社零增速将加快至5.5%左右。

最后，进入四季度服务业修复进程显著加快，11月服务业生产指数同比升至8.0%，较上月加快0.6个百分点，已超过疫情前一年平均月度增长水平。预计伴随防疫措施的进一步放宽，年底前服务业生产指数仍有小幅上行空间。由此，综合10月以来各类宏观数据表现

及短期走势判断，我们预计四季度 GDP 同比有望回升至 6.0%附近，较上季度加快 1.1 个百分点左右，正在接近潜在经济增长水平，预计全年 GDP 有望实现 2.2%的正增长。此外，11 月城镇调查失业率已降至 5.2%，远低于今年 6.0%的控制目标。考虑到受低基数等因素影响，明年一季度经济增速将出现大幅反弹，但疫情及外部不确定性犹存，短期内宏观政策将持续处于“观察期”，政策大幅收紧的可能性不大。