

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

供给持续高位 内生动力增强

—11月宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2020年12月16日

内容提要:

11月工业增加值同比增长7%，预期增长6.8%，前值增长6.9%；1-11月固定资产投资累计同比增长2.6%，预期增长2.6%，前值增长1.8%；11月社会消费品零售总额同比增长5%，预期增长5.6%，前值增长4.3%。

11月工业生产表现符合预期，与11月制造业PMI生产指数再度加速是一致的。需求复苏、制造业投资加速、出口表现持续较好是供给继续高位增长的主要原因。其中，高技术制造业增速大幅加快，部分新兴产品高速增长；装备制造业支撑作用持续增强，电子行业明显回升。

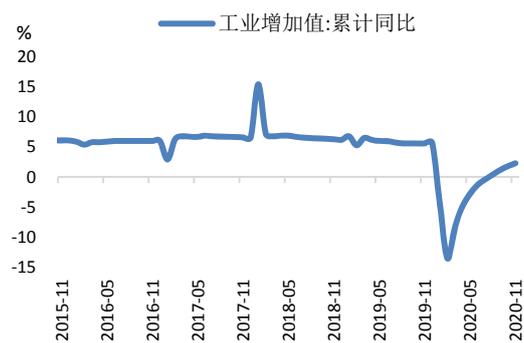
名义消费增速上行但低于市场预期，实际增速表现尚好。消费低于预期，主要受RPI回落、2019年同期基数提升机及部分商品销售增速回落等因素的影响。实际消费增速较10月上行1.5个百分点，内生动力增强的趋势没有扭转，未来消费复苏的逻辑将持续发生作用。

投资增速继续回升，三大投资累计同比均有所加速。基建投资单月增速回落，或与天气转冷与基建稳定器必要性下降相关；房地产单月投资回落但新开工再度加速，前者增速或已见顶。制造业投资大幅反弹成亮点。今年下半年以来，内外需共振推动企业订单恢复，工业企业利润保持较好复苏，制造业投资持续上行，或将成为2021年经济的最大亮点。

总的来看，11月工业生产与投资增速符合预期，虽然名义消费增速低于预期但实际增速表现尚好，稳增长余温尚存，同时经济内生动力有所恢复，叠加短期出口仍能保持较好增长，四季度经济增速有望继续上行。

风险提示: 央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

VAI



资料来源: Wind, 国开证券研究部

失业率



资料来源: Wind, 国开证券研究部

相关报告

- 1.《经济修复上行 政策满而不溢—2020年中期国内宏观经济展望》
- 2.《供需缺口收窄 消费接棒投资—9月及三季度宏观经济数据点评》
- 3.《生产高位 基建回升—10月宏观经济数据点评》
- 4.《政策回归常态 创新行稳致远—2021年国内宏观经济展望》

事件：国家统计局 12 月 15 日公布的数据显示，11 月工业增加值同比增长 7%，预期增长 6.8%，前值增长 6.9%；1-11 月固定资产投资累计同比增长 2.6%，预期增长 2.6%，前值增长 1.8%；11 月社会消费品零售总额同比增长 5%，预期增长 5.6%，前值增长 4.3%。

点评：11 月经济数据总体符合预期，其中工业生产继续保持高位，制造业投资加速拉动整体投资上行，名义消费虽然低于预期但实际增速表现仍然较好。结合 10-11 月制造业 PMI 情况看，四季度经济将继续上行甚至有超预期的可能。2021 年经济内生动力进一步增强，一方面消费继续复苏，另一方面制造业或将继续保持良好表现，后者可能成为 2011 年的最大亮点。

1、供给持续高位

11 月工业生产表现符合预期。11 月工业增加值同比增长 7.0%，较前值提高 0.1 个百分点，与 11 月制造业 PMI 生产指数再度加速是一致的；1-10 月累计增速回升 0.5 个百分点至 2.3%。需求复苏、制造业投资加速、出口表现持续较好是供给继续高位增长的主要原因。

制造业高位回落。分三大门类看，11 月采矿业增加值同比增长 2.0%，增速较 10 月份放缓 1.5 个百分点；制造业增长 7.7%，加快 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%，加快 1.4 个百分点。

11 月 41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长。其中，电气机械和器材制造业（同比增长 18.0%，下同）、汽车制造业（11.1%）、专用设备制造业（10.5%）、通用设备制造业（10.2%）等表现较好。

高技术制造业增速大幅加快，部分新兴产品高速增长。11 月高技术制造业增加值同比增长 10.8%，较上月大幅加快 4.5 个百分点，增速升至年内新高。其中，医药制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业均实现两位数增长。分产品看，平衡车、智能手表、碳纤维、集成电路圆片、3D 打印设备、半导体分立器件等新兴产品继续高速增长，增速分别为 78.1%、76.3%、63.3%、62.0%、53.9%、34.4%。

装备制造业支撑作用持续增强，电子行业明显回升。11 月装备制造业增加值同比增长 11.4%，较上月加快 0.6 个百分点，连续 5 个月保持两位数增长，对工业生产稳定向好的支撑作用持续增强。工业第一大行业电子行业增长 9.3%，较上月回升 4.3 个百分点，拉动全部规模以上工业增速加快 0.4 个百分点。分产品看，挖掘机、工业机器人、微型计算机设

备、集成电路增速分别为 49.9%、31.7%、25.4%、19.6%，保持较快增长；智能手机由降转增，当月产量增速回升较为明显。新能源汽车受政策利好和新车型入市需求释放等因素推动，今年下半年以来持续较快增长，近两月产量均接近翻倍增长。

2、需求端继续复苏

名义消费增速上行但低于市场预期，实际增速表现尚好。11月社会消费品零售总额同比名义增长 5.0%（扣除价格因素实际增长 6.1%），弱于市场预期（5.6%）。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 4.2%，较 10 月上升 0.6 个百分点。

消费低于预期，主要受三方面因素的影响：第一，11月 RPI 同比增长下行 0.8 个百分点至 -1.1%（可结合同期 CPI 大幅低于市场预期看），拖累消费名义增速；第二，2019 年 11 月基数由前值的 7.2% 升至 8.0%，从而对今年 11 月名义消费有一定拖累；第三，11 月服装鞋帽针纺织品类、家具类销售增速分别较 10 月回落 7.6、3.5 个百分点，国内油价上调但石油及制品类依然下滑 11%，三者均拖累消费上行。考虑到剔除 RPI 因素后的实际消费增长 6.1%，较 10 月上行 1.5 个百分点，消费内生动力增强的趋势没有扭转。

分项来看，除家具、石油制品外的大类消费增速均为正。其中，必需消费品销售（日用品同比增长 8.1%，粮油、粮食类增长 7.7%）增速小幅回落，可选消费品销售增速（汽车增长 11.8%，金银珠宝类增长 24.8%）总体稳中有升，地产消费链一降一升（家具类回落 2.2%，建筑及装潢材料类增长 7.1%）。受双十一大促影响，化妆品（32.3%）与通讯器材类（43.6%）销售大幅增长。

展望未来，随着经济增速上行、居民收入增速逐步恢复、失业率持续下降、企业利润仍在复苏通道，消费持续复苏的逻辑不变。不过，当前中低收入人群收入回暖情况不及中高收入人群，而后的消费弹性偏弱，对整体消费的边际贡献低于前者。若居民消费意愿总体仍处于弱抬升，则后期消费增速的上行空间可能相对有限。上周政治局会议首提需求侧改革以及形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，政策层对系统性拉动（有效）内需高度重视，预计未来将会在收入分配体制、增厚居民收入方面出台更多政策。

3、制造业投资带动投资端继续发力

投资增速继续回升，三大投资累计同比均有所加速。1-11月全国固定资产投资（不含农户）同比增长2.6%，比1-10月加快0.8个百分点。其中，基建投资（3.3%）加快0.3个百分点，制造业投资跌幅（-3.5%）收窄1.8个百分点，房地产投资（6.8%）加快0.5个百分点。

单月基建投资增速回落。1-11月含电力和不含电力的基建投资累计同比分别增长3.0%、1.0%，均较1-10月回升0.3个百分点；11月当月，含电力和不含电力的基建投资同比分别增长5.9%、3.6%，较10月回落1.4、0.8个百分点。一方面，11月下旬北方天气变冷进入开工淡季影响整体基建投资增速；另一方面，四季度经济增速或超预期，短期基建投资稳定器的必要性有所下降。考虑到重大项目开工进度以及11-12月财政资金支出力度较大，两者的滞后效应在2021年上半年集中显现，叠加基数效应影响，短期基建投资仍将温和复苏。

单月房地产投资回落，新开工再度加速。11月当月房地产投资同比增长10.9%，较10月回落1.8个百分点；1-11月同比增长6.8%，较1-10月加速0.5个百分点。一方面，天气转冷影响房地产施工进度；另一方面，7-10月连续4个月增速稳定在12%左右，已经是2014年下半年以来的最高，未来有所回落也属正常。施工有所加快，其中1-11月在建面积、施工面积累计同比分别增长4.0%、3.2%，均较1-10月提高0.2个百分点；新开工面积累计同比下滑2.0%，较1-10月收窄0.6个百分点，当月增速上行0.6个百分点至4.1%。销售有所回落，11月销售面积、销售金额同比分别增长12.0%、18.6%，较10月回落3.2、5.3个百分点。土地市场持续降温，7-11月连续5个月土地购置面积同比负增长，11月更是大幅下滑15.6%，为3月以来最低。今年下半年来地产融资收紧推动新开工增长，短期持续性尚可或将使得建安投资保持稳定，但土地购置费将滞后2-3个季度反映到2021年年中及下半年，房地产投资增速或已见顶。

制造业投资大幅反弹成亮点。1-11月制造业投资同比跌幅较1-10月收窄1.8个百分点至-3.5%；11月当月较10月大幅回升8.8个百分点至12.5%。今年下半年以来，内外需共振推动企业订单恢复，工业企业利润保持较好复苏，制造业投资持续上行。高技术产业投资继续引领整体制造业投资。其中，1-11月高技术产业投资同比增长11.8%，增速比1-10月加快2.1个百分点，增速自1-5月转正后持续回升。与此相对应，民

间投资增速由负转正。1-11月民间投资同比增长0.2%，1-10月则为下降0.7%。高技术制造业投资增长12.8%，增速比1-10月加快2.8个百分点，其中，医药制造业投资增长27.3%，计算机及办公设备制造业投资增长20.4%，电子及通信设备制造业投资增长9.9%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长7.6%。高技术服务业投资增长10.0%，增速比1-10月份加快0.6个百分点，其中，电子商务服务业投资增长32.2%，科技成果转化服务业投资增长17.5%，信息服务业投资增长16.1%。展望未来，经济稳中向好趋势不改，内外需短期仍会有一定共振，叠加2021年库存周期温和上行，制造业投资或将成为2021年经济的最大亮点。

风险提示：央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_753

