

消费、制造业回升，地产、基建减速

数据：11 月固定资产投资累计同比 2.6%（前值 1.8%）；11 月社会消费品零售总额当月同比 5.0%（前值 4.3%），累计同比-4.8%（前值-5.9%）；11 月工业增加值当月同比 7.0%（前值 6.9%），累计同比 2.3%（前值 1.8%）。

1、固定资产投资当月同比继续上升，累计同比扩张。其中，制造业投资改善幅度加快，基建和房地产投资有所边际趋缓。往前看，基建投资上升方向确定，但空间相对有限；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。具体来看：（1）基建投资当月同比回落，累计同比继续扩张。分项来看，电热燃水生产和供应业、铁路运输、道路运输业同比有所放缓，水利、环境和公共设施管理业降幅继续收窄。（2）制造业投资当月同比加速扩张，累计同比继续改善。其中，计算机、通信和电子设备制造业同比改善加快，医药制造业同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业（-10%），专用设备制造业（-5.5%），装备制造业表现则相对较差。（3）房地产投资累计同比继续改善，当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积、销售额当月增速较前值增速放缓，但房地产开发资金来源累计同比继续改善。

2、社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条继续改善，石油制品消费依然相对偏弱。

3、11 月工业生产当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回落，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比较前值扩张增速回升。

4、就业：失业率继续回落，就业压力逐步缓解。11 月全国城镇调查失业率为 5.2%，环比下降 0.1pct，就业压力逐步缓解。

5、总体来看，11 月经济数据表明经济内生动力在继续加强，表现在消费、制造业投资回升幅度加快，但地产、基建边际出现减速迹象。具体来看：（1）社零增速回升，消费继续改善。一方面，汽车销售连续五个月保持高位，是支撑社零的部分因素；另一方面，扣除汽车以后，社零增速相对上月继续回升，特别是餐饮增速虽较上月有所回落，但连续三个月保持正值，与服务业生产指数高增相一致，表明疫情对服务类消费的制约正在逐步减轻。往前看，随着就业改善传导至收入，消费改善力度或有所加快。（2）制造业投资继续改善，后续改善幅度将有所加快。随着需求改善、价格回升，企业利润扩张也在逐步加快，库存逐步去化到补库存，海外需求也构成支撑，制造业投资降幅不断收窄；四季度制造业投资修复将有所加快，但由于此前降幅偏大，预计全年累计同比仍为负增长，预计后续制造业投资改善幅度将有所加快。（3）房地产出现边际减速迹象，逐渐接近高点。一方面，11 月房地产销售同比继续回升（1.3%），但考虑到政策严调控房地产的方向明确，地产销售数据大幅好转难以看到，将对地产销售-新开工-施工链条产生制约；另一方面，从房地产投资的构成来看，建安投资预计将有所回升，但不会达到去年高位，叠加土地购置费的逐步趋缓，房地产投资总体大幅向上可能性相对有限。（4）基建投资边际趋缓，上升方向确定，但空间相对有限。经济复苏进入后期，内生动力（消费、制造业投资）逐步加强，大幅通过政府支出来弥补私人部门支出的必要性相对下降。叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资上升方向确定，但空间相对有限。（5）政策回归常态化，但对市场冲击或相对有限。当前经济内生动能明显加强，经济回归常态化的同时，政策也在逐步回归常态化。展望明年，我们预计货币政策会相对保持平稳，常态化操作以保证流动性合理充裕，信用增速将明显放缓；预计财政赤字率从今年的 3.6% 以上降至 3% 以下，地方政府专项债券规模可能在 3 万亿元左右。我们认为政策常态化回归将是渐进的，市场不必过于担心宽松政策过快退出的问题。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1: 11 月经济数据点评

国金宏观 11 月经济数据点评：消费、制造业回升，地产、基建减速					
经济指标	单月增速（%）		累计增速（%）		数据描述与趋势判断
	10月	11月	1-10月	1-11月	
社零	4.3	5.0	(5.9)	(4.8)	社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条继续改善，石油制品消费依然相对偏弱。社零当月同比继续回升，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所加快；分项来看，汽车销售保持高增速，地产链条中，家用电器、建筑装潢继续改善；其他方面，通讯消费、医药类消费相对稳定，石油制品消费相对偏弱。
投资	11.1	20.5	1.8	2.6	固定资产投资当月同比继续上升，累计同比扩张。其中，制造业投资改善幅度加快，基建和房地产投资有所边际趋缓。往前看，基建投资上升方向确定，但空间相对有限；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。
民间投资	7.2	21.6	(0.7)	0.2	民间投资当月同比明显扩张，累计同比由负转正。与制造业投资相一致，恢复有所加快。
基建投资	7.3	5.9	3.0	3.3	基建投资当月同比回落，累计同比继续扩张。分项来看，电热燃气生产和供应业、铁路运输、道路运输业同比有所放缓，水利、环境和公共设施管理业降幅继续收窄。往前看，考虑到经济逐步恢复正常化，叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资上升方向确定，但空间相对有限。
制造业投资	3.7	12.5	(5.3)	(3.5)	制造业投资当月同比加速扩张，累计同比继续改善。其中，计算机、通信和电子设备制造业同比改善加快，医药制造业同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业（-10%），专用设备制造业（-5.5%），装备制造业表现则相对较差。未来看，制造业投资将进一步改善。
房地产投资	12.2	11.5	6.3	6.8	房地产投资累计同比继续改善，当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积、销售额当月增速较前值增速放缓，但房地产开发资金来源累计同比继续改善。
新开工面积	3.5	4.1	(2.6)	(2.0)	新开工面积当月同比涨幅扩大，与此同时累计同比跌幅收窄。
资金来源	14.5	17.2	5.5	6.5	房地产开发资金当月同比前值涨幅扩大，累计同比涨幅扩大。利用外资、自筹资金、个人按揭当月同比涨幅扩大，其中利用外资同比由负转正；定金当月同比涨幅放缓。
商品房销售面积	15.3	12.1	0.0	1.3	商品房销售面积、销售额当月增速较前值涨幅放缓，累计同比持续改善。整体来看，房地产销售活动增速扩张放缓。
商品房销售额	23.9	18.6	5.8	7.2	
出口	11.4	21.1	0.5	2.5	出口继续扩张，进口有所回落。11月出口同比增加21.1%，继续刷新年内新高。主要源于两方面因素，一是欧美经济复苏带来的全球经济重启，二是国内生产改善明显。11月进口有所回落，同比4.5%，主要与去年基数相对较高有关，从数据来看，中美贸易协议的推进，叠加国内经济复苏，投资拉动，进口有望保持相对稳定。
进口	4.7	4.5	(2.3)	(1.6)	
工业增加值	6.9	7.0	1.8	2.3	11月工业生产当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回落，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比前值扩张增速回升。
出口交货值	4.3	9.1	(2.2)	(1.2)	出口交货值当月同比前值大幅回升，累计同比跌幅收窄。
发电量	4.6	6.8	1.4	2.0	发电量当月同比涨幅高于前值，累计同比持续扩张。
粗钢产量	12.7	8.0	5.5	5.5	粗钢产量当月同比涨幅较前值回落，累计同比持平于前值。表明钢厂开工积极度有所回落。
M1	-	-	9.1	10.0	社融增速或逐步见顶。信贷：信贷总量季节性扩张；结构上，居民贷款中长期贷款相对稳定，企业中长期贷款保持高增。社融：信贷季节性回升。受信用事件冲击影响，企业债融资明显回落；由于监管治理市场乱象，融资类信托压降，表外融资中委托贷款和信托贷款继续减少；政府债券有所减少。M2：居民、企业存款季节性回升；M1增速继续回升，企业资金状况相对较好，M2增速回升。
M2	-	-	10.5	10.7	
信贷（万亿）	0.7	1.4	16.9	18.4	
社融（万亿）	1.4	2.1	31.0	33.1	
CPI	0.5	-0.5	3.0	2.7	CPI通缩，PPI降幅继续收窄。11月CPI同比-0.5%，涨幅回落1.0个百分点，继2009年10月以来首次由涨转跌；食品价格走弱，猪肉价格跌幅扩大9.7个百分点，推动CPI回落。11月PPI当月同比-1.5%，收窄0.6个百分点，环比上涨0.5%，主要原因在于工业生产稳定恢复，市场需求持续回暖，煤炭和化学原料等工业品行业明显回暖。国内市场需求缓慢恢复，煤炭、化学原料、非金属等多种工业品价格明显上涨。
PPI	-2.1	-1.5	-2.0	-2.0	
制造业PMI	51.4	52.1	-	-	制造业加速扩张，内外需继续复苏。11月制造业PMI相对上月上升0.7个百分点，创2017年10月以来的新高。需求改善有所加快，价格环比继续回升。11月非制造业商务活动指数上升，其中服务业复苏势头强劲，建筑业高位回升。
非制造业PMI	56.2	56.4	-	-	
综合PMI	55.3	55.7	-	-	

数据来源：央行、统计局、海关总署，Wind，国金宏观整理（边泉水/段小乐/邱鼎荣/杨一凡）

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

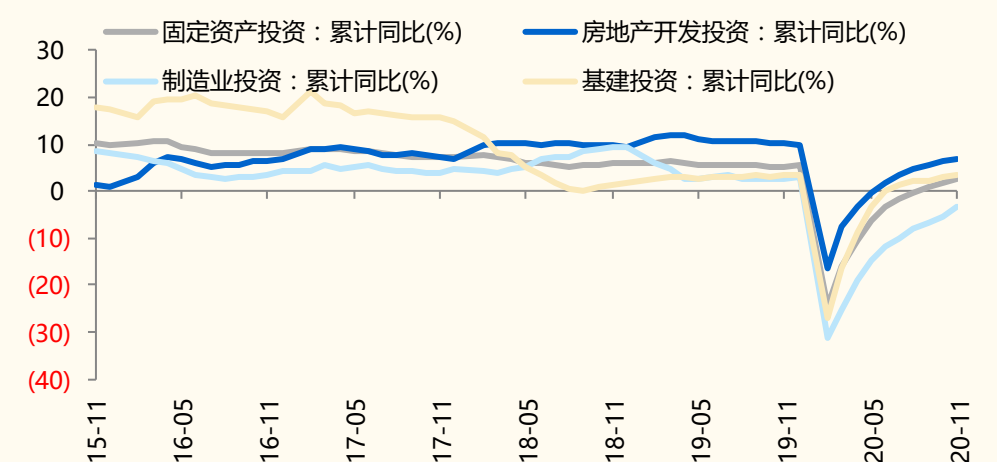
1、固定资产投资当月同比继续上升，累计同比扩张。其中，制造业投资改善幅度加快，基建和房地产投资有所边际趋缓。往前看，基建投资上升方向确定，但空间相对有限；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。

(1) 基建投资当月同比回落，累计同比继续扩张。分项来看，电热燃水生产和供应业、铁路运输、道路运输业同比有所放缓，水利、环境和公共设施管理业降幅继续收窄。往前看，考虑到经济逐步恢复正常化，叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资上升方向确定，但空间相对有限。具体来看：1) 交运行业累计同比小幅回落至 2.0% (前值 2.1%)，其中铁路运输业增速涨幅缩小至 2.0% (前值 3.2%)，道路运输业累计同比涨幅缩小至 2.2% (前值 2.7%)；2) 水利大环保行业累计同比跌幅收窄至 -0.3% (前值 -1.2%)，其中权重最大的公共设施管理业增速 -1.8% (前值 -2.5%)，水利管理业增速 3.1% (前值 2.7%)。

(2) 制造业投资当月同比加速扩张，累计同比继续改善。其中，计算机、通信和电子设备制造业同比改善加快，医药制造业同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业 (-10%)，专用设备制造业 (-5.5%)，装备制造业表现则相对较差。未来看，制造业投资将进一步改善。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计涨幅扩大至 27.3% (前值 22.8%)，计算机通信行业累计同比上升 14.5% (前值 12.0%)；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅收窄 -15.1% (前值 -15.4%)，运输设备行业累计同比 0% (前值 -2.5%)；3) 通用专用设备业中，通用设备累计同比跌幅收窄至 -10.0% (前值 -10.9%)，专用设备累计同比跌幅收窄至 -5.5% (前值 -7.7%)；4) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比降幅收窄至 -1.8% (前值 -3.9%)，食品制造累计同比 -1.0% (前值 -3.2%)；5) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比 -2.9% (前值 -4.4%)。

(3) 房地产投资累计同比继续改善，当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积、销售额当月增速较前值增速放缓，但房地产开发资金来源累计同比继续改善。

图表 2：固定资产投资累计同比继续扩张



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、11 月工业生产当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回落，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比较前值扩张增速回升。粗钢产量当月同比涨幅较前值回落，累计同比持平于前值。表明钢厂开工积极度有所回落。

(1) 从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回落，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比较前值扩张增速回升。采矿业累计同比 0% (前值-0.2%)，制造业累计同比扩大至 2.9% (前值 2.4%)，公用事业部门累计同比涨幅扩大至 1.5% (前值 1.1%)。

(2) 从制造业内部结构上看，汽车、电子机械、专用设备和黑色金属改善明显。

1) 新兴产业涨幅扩大。其中化学原料累计同比 2.9% (前值 2.3%)，医药制造业累计同比涨幅扩大至 2.9% (前值 3.5%)，计算机、通信和电子行业累计同比回升至 7.2% (前值 6.9%)。

2) 装备制造业继续改善。其中汽车累计同比 6.3% (前值 5.6%)，金属制品业累计同比 4.3% (前值 3.1%)，运输设备业累计同比-1.4% (前值-1.9%)，电气机械器材业当月同比 8.1% (前值 7.0%)。

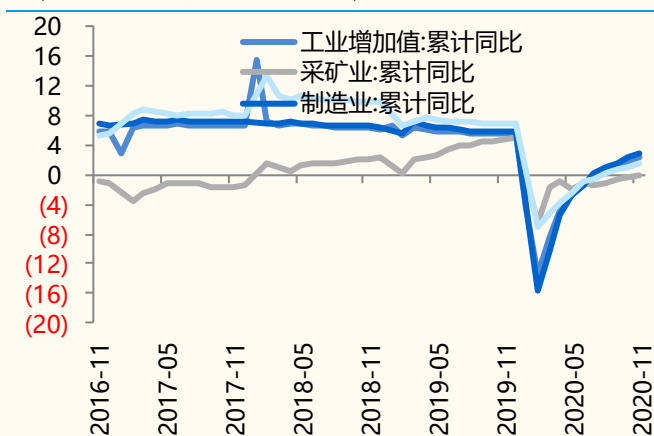
3) 通用专用设备制造业同比改善。其中通用设备制造业累计同比 4.4% (前值 3.7%)，专用设备制造业累计同比 6.0% (前值 5.4%)。

4) 轻工业整体继续改善。其中农副食品加工业累计同比收窄至-1.9% (前值-2.5%)，食品制造累计同比 1.4% (前值 1.3%)，纺织业工业累计同比收窄至 0.2% (前值-0.5%)。

5) 传统制造业继续改善。黑色金属冶炼及压延加工业增加值累计同比升至 6.3% (前值 5.9%)，有色金属冶炼及压延加工业累计同比 2.4% (前值 2.2%)，非金属矿物制品业累计同比 2.3% (前值 1.7%)。

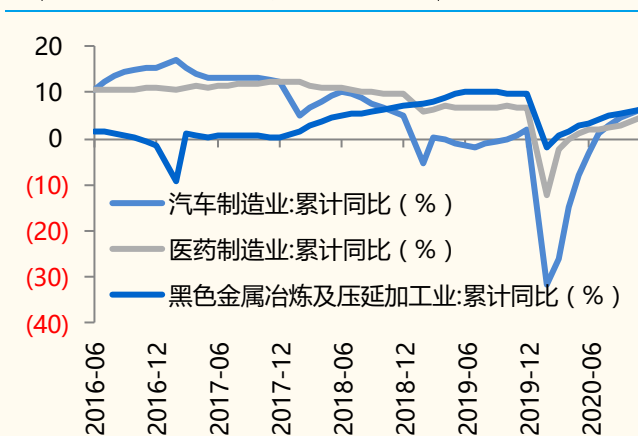
(3) 规模以上工业企业出口交货累计同比跌幅收窄。规模以上出口交货值累计同比收窄至-1.2% (前值-2.2%)。

图表 3：工业增加值同比上升 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：制造业工业增加值同比上升 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

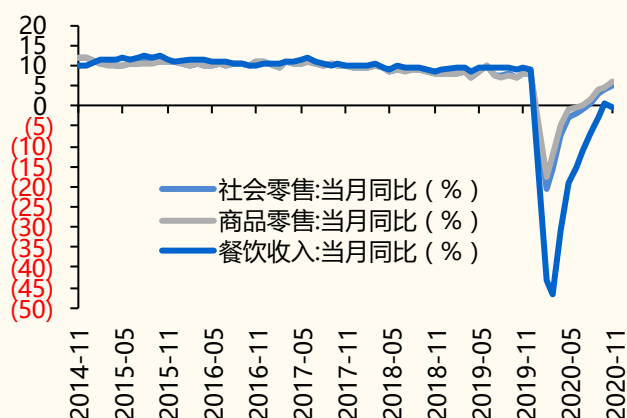
4、社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条继续改善，石油制品消费依然相对偏弱。社零当月同比继续回升，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所加快；分项来看，汽车销售保持高增速，地产链条中，家用电器、建筑装潢继续改善；其他方面，通讯消费、医药类消费相对稳定，石油制品消费相对偏弱。

(1) 地产链条类总体修复明显，家电表现明显。建筑装潢材料当月同比 7.1% (前值 4.2%)；家具当月同比-2.2% (前值 1.3%)；家电当月同比 5.1% (前值 2.7%)。

(2) 升级型消费稳步修复，通讯类消费大幅扩张。通讯类消费 43.6% (前值 8.1%)；中西药同比涨幅扩大至 12.8% (前值 10.8%)；石油及制品类消费跌幅为-11.0% (前值-11.0%)。

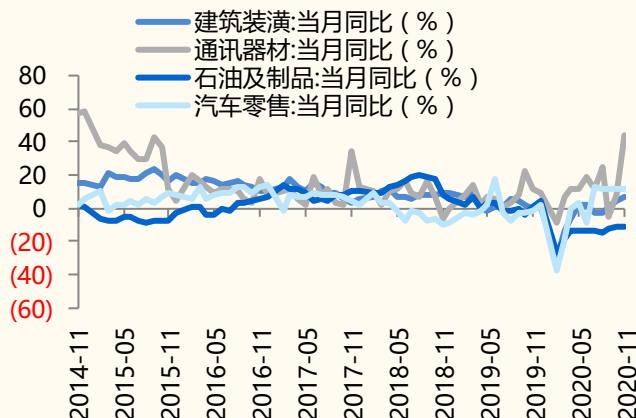
(3) 汽车消费保持高位。汽车消费当月同比 11.8% (前值 12%)。

图表 5：消费继续修复



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：汽车消费保持高增速



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

四队二

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_813

