



宏观研究

【粤开宏观】让复苏的子弹再飞会儿——11 月经济数据点评

2020 年 12 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-66235713
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：李兴

执业编号：S0300518100001
电话：010-66235713
邮箱：lixing@y kzq.com

研究助理：吴晓媛

中国 11 月规模以上工业增加值同比增 7%，前值增 6.9%；

中国 1-11 月固定资产投资同比增 2.6%，预期增 2.6%，1-10 月增 1.8%；

中国 1-11 月房地产开发投资同比增 6.8%，前值增 6.3%；

中国 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 4.3%。

风险提示：经济增长不及预期

近期报告

《【粤开宏观】经济继续向好 or 强弩之末？警惕明年初的数据幻觉》2020-11-17

《【粤开宏观】该考虑“高收入陷阱”了》2020-11-23

《【粤开宏观】需求和预期强劲，开启补库存——11 月 PMI 数据点评》2020-11-30

《【粤开宏观】大变局与再平衡：“十四五”的世界与中国经济》2020-12-09

《【粤开宏观】1211 政治局会议释放的六大信号》2020-12-11



目 录

一、经济恢复强劲但放缓，强劲宏观与低迷微观分化.....	3
二、居民消费边际上行，中长期看亟需需求侧改革	5
三、制造业投资大幅反弹，民间投资累计首次转正	6
四、地产投资当月增速下滑，下行拐点已至.....	7
五、基建当月增速下行，未来反弹力度有限.....	8
六、出口高增超预期，防疫、生活、生产三大需求支撑	9

图表目录

图表 1： 近期小企业亏损面明显扩大	4
图表 2： 制造业投资当月大幅反弹，地产投资当月高位下滑	7
图表 3： 2020 年 1-10 月财政支出结构向“六保”倾斜，基建类占比下降	8
图表 4： 今年基建拖累的分项主要是航空运输投资、水利和市政公用设施投资	8
图表 5： 主要商品对出口同比的拉动（百分点）	10
图表 6： 主要商品进口的同比拉动（百分点）	10



一、经济恢复强劲但放缓，强劲宏观与低迷微观分化

11 月的经济金融数据反映出当前经济恢复强劲，但高位放缓，四季度 GDP 增速预计在 7% 以上。具体体现为：先行指标 PMI 供需两旺、生产强劲、消费投资持续恢复、出口大幅上升；产能利用率上升到 76.7%、PPI 环比上升同比降幅收窄、工业企业利润累计增速转正、民间投资累计转正、失业率下降、新增就业超预期完成、就业平均小时上升。

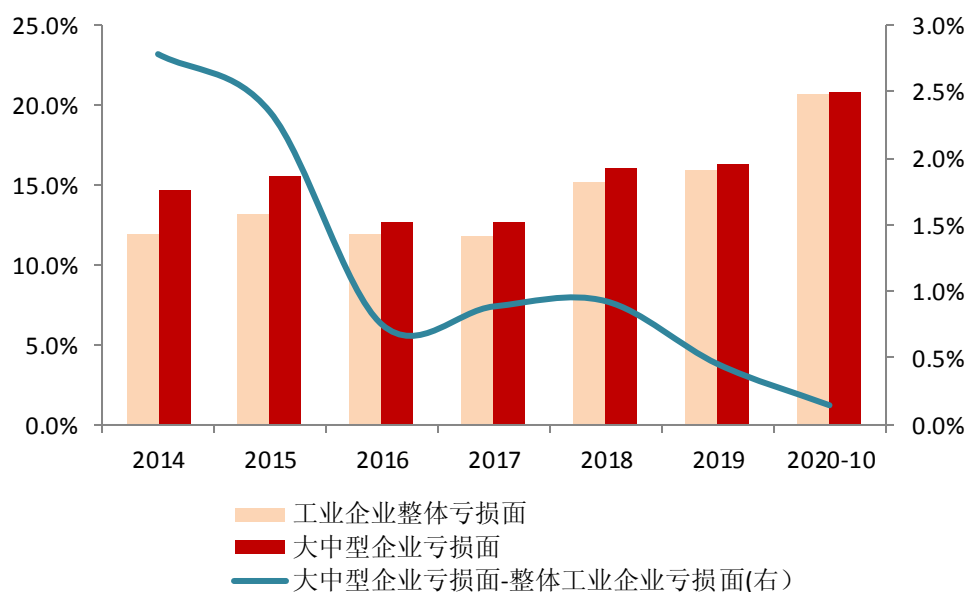
经济强劲的主要逻辑是消费上升、出口超预期带动工业生产强劲；就业形势和预期好转以及居民收入上升和疫情防控精细化带动服务业上升。一是工业增加值与 PMI 强劲相互印证，主要是消费持续恢复以及出口超预期带动。短期需求新订单强劲到企业经营预期指数创 5 年半以来的新高，带动采购量、库存指数上升，补库存开启后将带动制造业投资上行。值得注意的是，生产主要是医药、计算机电子类产品上升，当月同比分别是 13.6% 和 9.3%，较上月上升 5.4 和 4.3 个百分点。传统产能如黑色、有色同比是下降的，当月同比分别为 9.6% 和 4%，较上月下降 1.6 和 0.7 个百分点。医药对应防疫物资出口需求，计算机电子类（苹果手机等）对应消费和出口，东部地区出口增速明显强于其他地区，与出口主要在东部有关；黑色、有色、水泥等同比增速下降对应地产和基建当月投资需求增速下降。**二是黑色金属冶炼同比下降既与投资需求下降有关，还与环保限产、安全生产事故整顿有关，但是整体上供不应求，导致工业品价格近期上涨。**三是就业形势和预期好转，收入增速上升且居民消费率上升，疫情对服务业的冲击大于工业，主要因为服务业的供需同步进行，但疫情防控需要保持社交距离，随着疫情防控更加经济细化，服务业恢复。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。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 61.1%，连续 5 个月位于 61.0% 以上高位景气区间。

经济结构有喜有忧，喜的是高新技术占比持续扩大，民间投资增速转正，经济从政策驱动转向内生驱动。一是装备制造业和高技术制造业增加值同比分别增长 11.4%、10.8%，分别快于规模以上工业 4.4、3.8 个百分点。二是民间投资累计增速首次转正，累计增速为 0.2%，代表经济恢复从政策驱动转向内生驱动。

忧的是强劲的宏观复苏下掩盖了小企业生存的困境。数据上强劲的宏观与感知上低迷的微观背离，可能源于疫情之下经济结构和主体的变化；要高度关注经济微观主体的变化，尤其是中小企业和社会中低收入群体的生产生活变化，明年的财政政策依然要兜好社会保障网。今年以来，国有企业和大型企业在复工复产和疫情防控中发挥了巨大作用。大企业在应对疫情调整生产、复工复产、应对风险（现金流）的能力较强，是经济恢复的重大贡献者。同时，国内疫情被基本控制之前的上半年，部分转型能力较差、现金流断裂的中小企业倒闭。这种情况在工业领域明显，在服务业领域更加明显，因为社交距离天然抑制服务业。**从规模以上工业企业的亏损面看，大中型企业亏损面长期高于整体，但今年尤其是近期小企业亏损面明显扩大，导致大中型企业的亏损面一度低于整体。**截至 9 月底，大中型企业的亏损面为 21.9%，较整体亏损面低 0.1 个百分点；到了 10 月，仅略高 0.1 个百分点，明显低于 2015-2019 年的 2.3、0.8、0.9、0.9 和 0.5 个百分点，反映出大型企业亏损面相对小型企业亏损面改善程度更高。**从 PMI 看，11 月 PMI 上升主要由中型企业贡献，小型企业的进口和新出口指数均大幅下滑经营预期指数是下滑的，小企业融资难融资贵等问题并未根本改善。**



图表1：近期小企业亏损面明显扩大



资料来源：wind，粤开证券研究院

社零消费增速上升，与就业与收入改善有关；实际增速上升更快，与价格指数下行有关。11月社零当月名义增速和实际增速同比分别为5.0%和6.1%，较上月增长0.7和1.5个百分点。其中，**通讯器材、金银首饰等可选消费大幅上升，汽车消费依然强劲，与居民短期贷款同比多增相互印证。**通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类商品同比分别增长43.6%、32.3%、24.8%，与“双11”及苹果新品延迟发布有关；与地产销售相关类消费同比增速下降。**明年随着就业和收入继续好转，消费将成为经济的主要支撑力量；但是从更长期看，居民消费增长仍受多重因素限制，亟需需求侧改革。**一是经济中枢下行限制收入增速，三季度可支配收入累计同比增长接近4%，远低于2019年的9%。二是国民收入分配尤其是居民收入分配占比偏低制约消费能力，社保水平不高和基尼系数高制约消费意愿。三是居民部门的杠杆率已经从14年的36%快速增长到19年的56%，房价高企和个人住房贷款的攀升进一步挤压居民消费空间。四是疫情导致居民的预防性储蓄倾向上升，导致居民消费率（人均消费支出/人均可支配收入）急剧下滑。居民消费率从2013年的72.2%下降到2019年的70.2%，2020年前三季度快速下降到62.75%（农村为76.7%，城镇为58.6%），大幅下降近7.4个百分点。主要是消费支出比收入下降速度更快，前三季度人均可支配收入名义和实际增速分别为3.9%和0.6%，而人均消费支出名义和实际增速分别为-3.5%和-6.6%。

制造业投资当月增速大幅反弹，受到库存周期、出口拉动、企业盈利水平边际改善和信贷支持的提振。制造业投资当月同比增速为12.5%，较上月上升8.8个百分点；1-11月民间投资累计增速0.2%，较上月上升0.9个百分点，首次转正。制造业的投资主体大部分是民间投资，制造业上升与民间投资在增速走势总体一致。**其一，当前内外需恢复，带动价格环比上升和盈利改善。**自6月以来PPI当月环比持续为正，11月环比为0.5%，同比为-1.5%，虽然仍为负但降幅收窄。1-10月规模以上工业企业累计利润增速同比为0.7%，年内首次转正。其中，亏损企业数量和亏损金额分别为78573家和8246亿元，同比为15.6%和10%，增速较上半年和去年大幅下降。营业收入利润率为5.98%，为2019年初以来最高值。**其二，从企业投资信心来看，M1增速持续提升，企业中长期贷款占比提升，均表示企业投资信心在逐步增强。**11月M1同比增长10%，较上月增加



0.9 个百分点，M2-M1 的剪刀差进一步收窄为 0.7 个百分点，较上月下降 0.7 个百分点；企业中长期贷款同比多增 1681 亿元，企业中长期贷款持续提升。

房地产投资增速今年以来非常坚挺，与出口成为拉动经济的主要动力，主要源于相对宽松的货币金融环境以及“三道红线”压力下房地产企业加快销售、施工和投资以回笼资金自救行为。未来随着货币政策回归正常化，房地产销售和下行有较大压力，但支撑力量是库存较低。近年来房地产投资增速异常坚挺，2016-2019 年增速分别为 6.9%、7%、9.5%和 9.9%，今年 1-11 月增速为 6.8%。但库存一直在去化。截至 10 月底，房地产待售库存为 4.94 亿平米，相当于 2013 年末 2014 年初的水平。1-11 月，房地产开发投资同比增长 6.8%，增速比 1-10 月提高 0.5 个百分点；当月增速为 10.9%，下降 1.8 个百分点，下行拐点已至。

基建投资不及预期，主要有三大原因。明年因专项债可优化调整方向及低基数效应而可能有所反弹，但反弹力度有限，受财力紧张和财政政策回归正常化的约束。1-11 月基建（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 1.0%；增速比 1-10 月提高 0.3 个百分点。1-11 月基建（含水电燃气）投资累计增速为 3.3%，1-10 月上升 0.3 个百分点。11 月基建当月增速同比为 5.9%，较上月下降 1.4 个百分点。**今年基建增速较低主要源于** 1 财政支出进度偏慢，1-10 月支出规模 189439 亿元，占年初预算规模的 76.4%，低于序时进度 83.3%近 7 个百分点，也与财政收入预算完成率低于 100%导致支出规模低于预算有关；2）支出结构向民生尤其是医疗和社保倾斜，社保与就业、医疗、教育和住房支出占财政支出比重合计 39.8%，较去年上升 2.1 个百分点，债务付息支出占比上升 0.9 个百分点至 4.4%，节能环保、城乡社区事务同比增速为下降 14.5%、下降 27%，占比 2.3%和 8.3%，较去年全年下降 0.8 和 2.5 个百分点；3）优质收益项目缺乏。**明年拖累基建的力量是财政资金紧张，支撑力量是前期的储备项目落地以及 10 月以后地方政府可优化调整专项债投向，“钱等项目”的状态在明年可能缓解。由于基数较低，我们倾向于认为基建增速将略高于今年，但难以大幅反弹。**新基建属于产业，应该由市场去配置资源，性质上不同于公共属性强的传统基建。新基建增速快，但体量有限，短期拉动经济的作用有限。2020 年 1-10 月信息软件与技术投资同比增速为 20.3%，但是占固定资产投资比重仅 1%多。

二、居民消费边际上行，中长期看亟需需求侧改革

居民消费边际上行，主要基于就业和收入边际好转。今年以来，消费恢复速度明显慢于生产修复，社会消费品零售总额当月同比到 9 月才开始转正，居民消费信心指数 9 月才回归到 120 以上，一定程度上符合居民疫情后持币防御心理提升、滞后消费的预期。**消费短期内高速增长较难，但是边际变化向好。**就业形势与去年比仍差，但总体逐月好转，居民收入逐季同比上升。城镇调查失业率从 4 月份 6%逐月下降至 11 月份的 5.2%。每周工作时间上升到 47.9 小时，为年内新高，且高于去年同期 0.2 小时。城镇居民可支配收入累计同比前三季度分别为 0.5%、1.5%、2.8%。

实物消费方面，消费升级类产品上升，汽车消费依然强劲。11 月社零当月同比 5.0%，较前值增长 0.7 个百分点。限额零售品分项来看，必选消费（粮油食品、饮料烟酒、日用品、中西药）当月同比增长 6%，可选消费如通讯器材、化妆品、金银珠宝当月同比为 43.6%、32.3%、24.8%，较上月大幅上升 35.5、14 和 8.1 个百分点。受地产销售当月同比略下降影响，家具同比-2.2%，较上月下降 3.8 个百分点。石油及制品同比下降 11%，与上月持平。汽车同比增长 11.8%，较上月略降 0.2 个百分点。近几年，占限额以上消费大头的汽车消费由于补贴退坡等因素增长放缓，但今年新能源汽车政策出台较多，汽



车消费有望继续成为消费增长的引擎。

服务消费方面，服务业景气度上升，后续将持续上升。11月服务业生产指数同比增长8.0%，比上月上升0.6个百分点；服务业商务活动指数为55.7%，高于上月0.2个百分点；服务业业务活动预期指数为61.1%，连续5个月位于61.0%以上高位景气区间。从主要行业看，11月份批发和零售业、租赁和商务服务业生产指数同比分别增长6.5%、3.6%，均较上月上升1.8个百分点。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。**就业、收入和预期边际好转后，服务类消费、可选消费回升，将带动消费率和消费总额增速上升。**

从中长期看，居民消费增长仍受多重因素限制。一是经济中枢下行限制收入增速，三季度可支配收入累计同比增长接近4%，远低于2019年的9%。**二是国民收入分配尤其是居民收入分配占比偏低制约消费能力，社保水平不高和基尼系数高制约消费意愿。****三是居民部门的杠杆率已经从14年的36%快速增长到19年的56%，房价高企和个人住房贷款的攀升进一步挤压居民消费空间。****四是，疫情导致居民的预防性储蓄倾向上升，导致居民消费率（人均消费支出/人均可支配收入）急剧下滑。**居民消费率从2013年的72.2%下降到2019年的70.2%，2020年前三季度快速下降到62.75%（农村为76.7%，城镇为58.6%），大幅下降近7.4个百分点。主要是消费支出比收入下降速度更快，前三季度人均可支配收入名义和实际增速分别为3.9%和0.6%，而人均消费支出名义和实际增速分别为-3.5%和-6.6%。

需求侧改革要推动五大改革措施落地：一是要进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体收入在收入分配中的比重。二是要优化财政支出结构，降低财政供养人员和基建支出比例，支出结构从以“物”为主走向以“人”为主。三是加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高边际消费倾向。四是从供给端发力，优化供给结构，进一步提升高端制造业在制造业中的比重。五是放宽旅游、文化、医疗、养老、教育培训和家政服务等服务消费领域的市场准入，同时加强标准建设和有效监管。

三、制造业投资大幅反弹，民间投资累计首次转正

1-11月固定资产投资、地产投资、基建（不含电力）、制造业投资累计同比增长2.6%、6.8%、1.0%、-3.5%，较前值+0.8、+0.5、+0.3、+1.8个百分点。但是当月增速分化，**制造业投资大幅反弹，地产投资高位下滑，基建投资下滑。**制造业投资当月同比增速为12.5%，较上月上升8.8个百分点；地产投资、基建（含电力）投资当月同比增长10.9%、5.9%，较上月下降1.8和1.4个百分点。

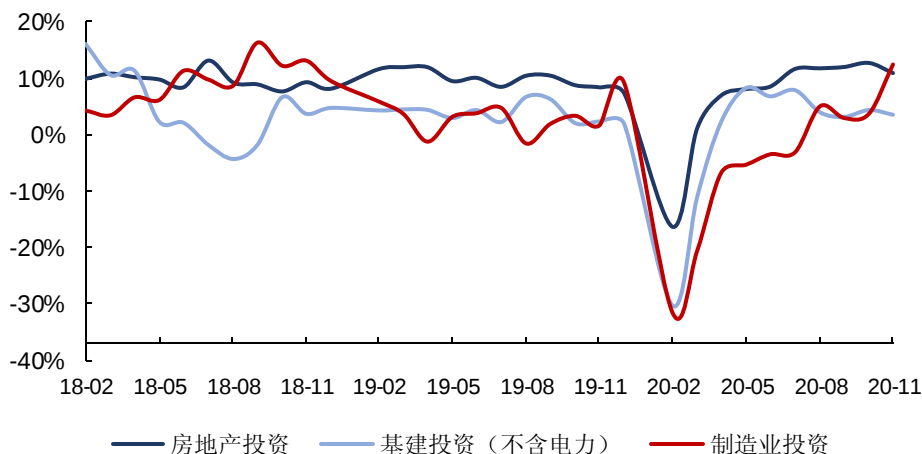
1-11月民间投资累计增速0.2%，较上月上升0.9个百分点。制造业的投资主体大部分是民间投资，制造业上升与民间投资在增速走势总体一致。

制造业投资受到库存周期、出口拉动、企业盈利水平边际改善和信贷支持的提振。**其一，当前内外需恢复，带动价格环比上升和盈利改善。**自6月以来PPI当月环比持续为正，11月环比为0.5%，同比为-1.5%，虽然仍为负但降幅收窄。1-10月规模以上工业企业累计利润增速同比为0.7%，年内首次转正。其中，亏损企业数量和亏损金额分别为78573家和8246亿元，同比为15.6%和10%，增速较上半年和去年大幅下降。营业收入利润率为5.98%，为2019年初以来最高值。**其二，从企业投资信心来看，M1增速持续提升，企业中长期贷款占比提升，均表示企业投资信心在逐步增强。**11月M1同比增长10%，较上月增加0.9个百分点，M2-M1的剪刀差进一步收窄为0.7个百分点，较上



月下降 0.7 个百分点；企业中长期贷款同比多增 1681 亿元，企业中长期贷款持续提升。

图表2：制造业投资当月大幅反弹，地产投资当月高位下滑



资料来源：wind，粤开证券研究院

四、地产投资当月增速下滑，下行拐点已至

今年以来房地产投资增速坚挺，与出口成为拉动经济的主要动力，主要源于相对宽松的货币金融环境以及“三道红线”压力下房地产企业加快销售、施工和投资以回笼资金自救行为。未来随着货币政策回归正常化和监管“三道红线”“房住不炒”，房地产销售和下行有较大压力，但支撑力量是库存较低。近年来房地产投资增速异常坚挺，2016-2019 年增速分别为 6.9%、7%、9.5%和 9.9%，今年 1-11 月增速为 6.8%。但库存一直在去化。截至 10 月底，房地产待售库存为 4.94 亿平米，相当于 2013 年末 2014 年初的水平。

1-11 月，房地产开发投资同比增长 6.8%，增速比 1-10 月提高 0.5 个百分点；当月增速为 10.9%，下降 1.8 个百分点，下行拐点已至。

1-11 月房地产销售累计同比增长 1.3%，增速比 1-10 月份提高 1.3 个百分点；当月增速为 10.9%，较上月下降 1.8 个百分点。今年以来房地产销售逐步上升，7 月以来销售当月增速一直保持在 10%以上，10 月高达 12.7%。新开工面积累计同比为-2%，较上月降幅收窄 0.6 个百分点；当月增速 4.1%，较上月上升 0.6 个百分点。

从资金来源看，房企开发资金从 5 月以来一直相对较高，11 月当月增速为 17.2%，较上月增加了 2.7 个百分点。其中，国内贷款为 8.9%，回落 9.6 个百分点；预收款及个人按揭贷款增速为 14.6%和 18.3%，较上月下降 1.6、提升 5.2 百分点。虽然严控资金流向房地产，但是 1-11 月个人按揭贷款占房地产资金来源为 15.8%，高于去年同期和去年全年 0.6 和 0.5 个百分点。一方面，地产在“三道红线”融资限制下通过抢开工和销售回笼资金，另一方面，商品房销售开始降温，11 月商品房销售面积同比增长 12.0%，较上月下降 3.3 个百分点，由于商品房定金到首付 1-2 个月的时滞，出现了预收款和个人按揭贷款增速变化的分化。

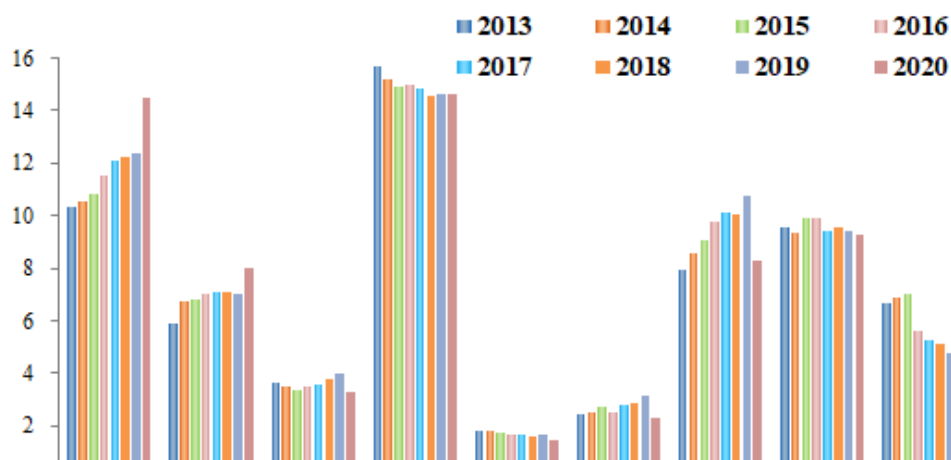


五、基建当月增速下行，未来反弹力度有限

1-11 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 1.0%；增速比 1-10 月提高 0.3 个百分点。1-11 月基建（含水电燃气）投资累计增速为 3.3%，1-10 月上升 0.3 个百分点。

拖累力量是财政资金紧张，支撑力量是前期的储备项目落地以及 10 月以后地方政府可优化调整专项债投向，“钱等项目”的状态在明年可能缓解。今年基建增速较低主要源于：1）财政支出进度偏慢，1-10 月支出规模 189439 亿元，占年初预算规模的 76.4%，低于序时进度 83.3%近 7 个百分点，也与财政收入预算完成率低于 100%导致支出规模低于预算有关；2）支出结构向民生尤其是医疗和社保倾斜，社保与就业、医疗、教育和住房支出占财政支出比重合计 39.8%，较去年上升 2.1 个百分点，债务付息支出占比上升 0.9 个百分点至 4.4%，节能环保、城乡社区事务同比增速为下降 14.5%、下降 27%，占比 2.3%和 8.3%，较去年全年下降 0.8 和 2.5 个百分点；3）优质收益项目缺乏。由于基数较低，我们倾向于认为基建增速将略高于今年，但难以大幅反弹。新基建属于产业，应该由市场去配置资源，性质上不同于公共属性强的传统基建。新基建增速快，但体量有限，短期拉动经济的作用有限。2020 年 1-10 月信息软件与技术投资同比增速为 20.3%，但是占固定资产投资比重仅 1%多。

图表3：2020 年 1-10 月财政支出结构向“六保”倾斜，基建类占比下降



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_834

