

## 宏观点评 20201215

# 经济修复的动能正在切换--11 月经济数据点评

2020 年 12 月 15 日

### 事件

- 国家统计局公布 11 月经济数据，工业增加值同比 7%，前值 6.9%；固定资产投资累计同比 2.6%，前值 1.8%；社会消费品零售名义增速 5%，前值 4.3%。

### 观点

- 经济修复的动能从房地产和基建向制造业和消费切换。**11 月规上工业增加值同比增长 7%，较 10 月提升 0.1 个百分点，再超市场预期。从内需来看，二季度以来中国经济的修复主要靠房地产和基建带动，但 11 月的增长数据在边际上出现了明显的变化，增长的动能开始从传统的基建和房地产向制造业和消费切换，尤其是制造业投资（图 1），由于其在固定资产投资中的占比高于基建和房地产，当前正受益于海外需求回暖和国内政策支持的双重利好，未来两个季度有望成为中国经济边际修复的最主要支撑。
- 基数原因外，制造业投资在出口景气与疫后设备替代人工作用下大超预期。**11 月制造业投资单月增速 12.5% 有一定基数原因，但即便如此制造业投资也比市场预期乐观。从行业看，汽车仍最强，11 月同比增长 11.1%，相较 2019 年全年回升 9.3 个百分点；金属制品（相较 2019 年回升 8 个百分点，下同）、电气机械制造（7.3）、医药制造（7）、通用设备制造（5.9）、纺织业（5.2）改善明显（图 2）。由此可见装备制造业投资增速远高于其他行业主要源于出口链条和疫后人工替代的共同支撑。
- 地产投资小幅回落，但韧性将延续至 2021 年。**11 月地产投资增速虽较上月的年内高点（12.7%）回落，但仍保持了 10.9% 的两位数增长。当月销售面积增速亦维持在 12.1% 的年内高位，同时新开工面积增速（4.1%）和竣工面积增速（3.1%）继续保持正增长，尤其是后者，将继续受益于前两年大量预售项目的陆续交付（图 3）。我们预期 2020 年地产投资增速将升至 7% 左右，2021 年小幅回落至 6% 附近。
- 可选品零售显著恢复，服务消费仍受限。**11 月社零名义同比 5%，较上月改善 0.7 个百分点，但修复速度较上月放缓。结构上，餐饮消费同比在上月双节因素作用下修复转正后再次落入负增长区间，可见服务消费仍受制于疫情因素；商品零售持续改善，同比 5.8%，较上月改善 1 个百分点。分产品，汽车仍是社零最大拉动产品（0.8 个百分点），除汽车外零售同比 4.2%。其他产品中，可选消费品类通讯器材（11 月零售增速较 2019 年提升 35.1 个百分点，下同）、珠宝（24.4）、化妆品（19.7）恢复程度领先（图 4），其对 11 月限额以上零售拉动程度亦领先（图 5）。
- 总体而言，10-11 月的数据表明四季度 GDP 增速存在超预期上行的风险，鉴于 11 月二产（工业增加值）和三产（服务业生产指数）增速回升至 7% 以上，我们认为对应的 GDP 增速也在 7% 以上（图 6）。
- 风险提示：**政策调整超预期、疫苗全面推广进度不及预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹

执业证号：S0600520050003

010-66573671

wangdan@dwzq.com.cn

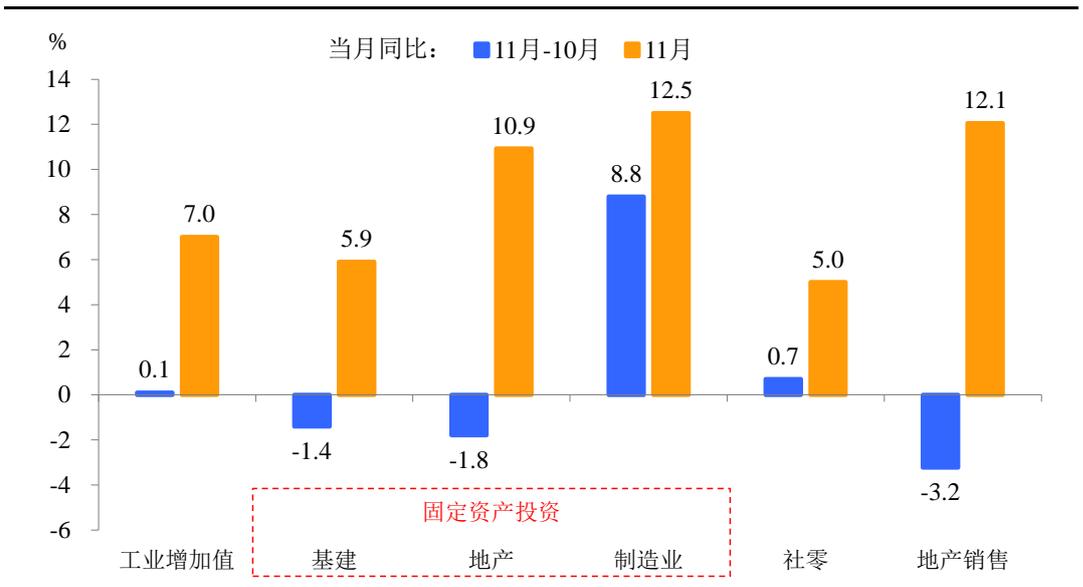
研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

### 相关研究

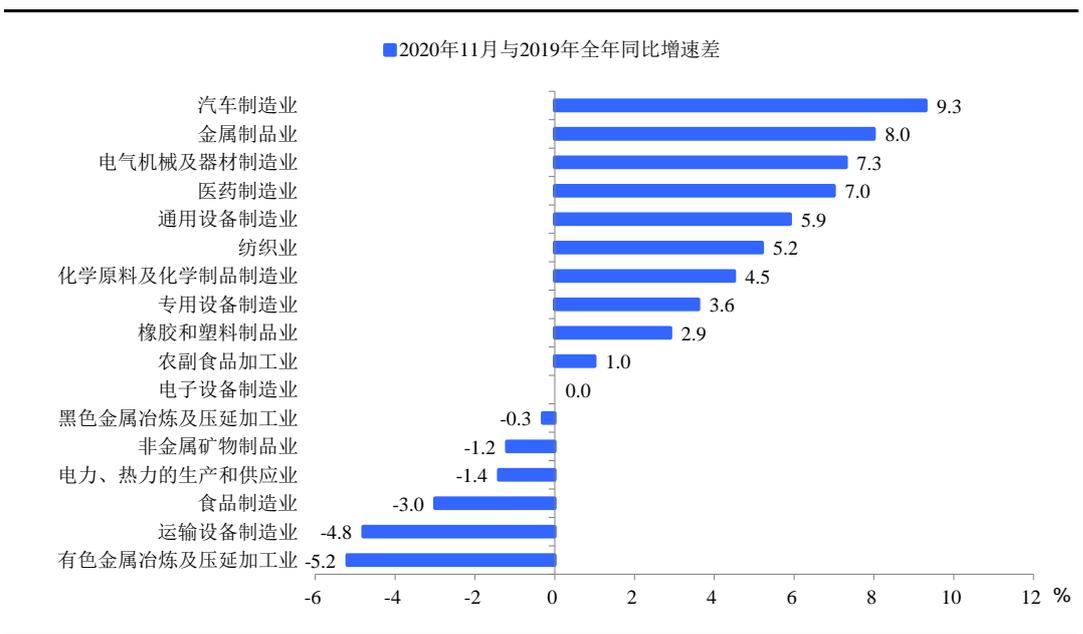
- 《宏观年度报告 20201210：变局下的风险与红利—新框架看 2021 年中国经济》2020-12-11
- 《宏观点评 20200610：PPI 触底之后怎么看？》2020-06-10
- 《宏观点评 20200607：如何看待当前出口的韧性与前景？》2020-06-07
- 《从就业数据看美国经济反弹的上行风险》2020-06-05
- 《中国出口前景展望：兼论 5 月出口能否延续强劲？》2020-06-04

图 1: 11 月经济环比改善主要由制造业投资贡献



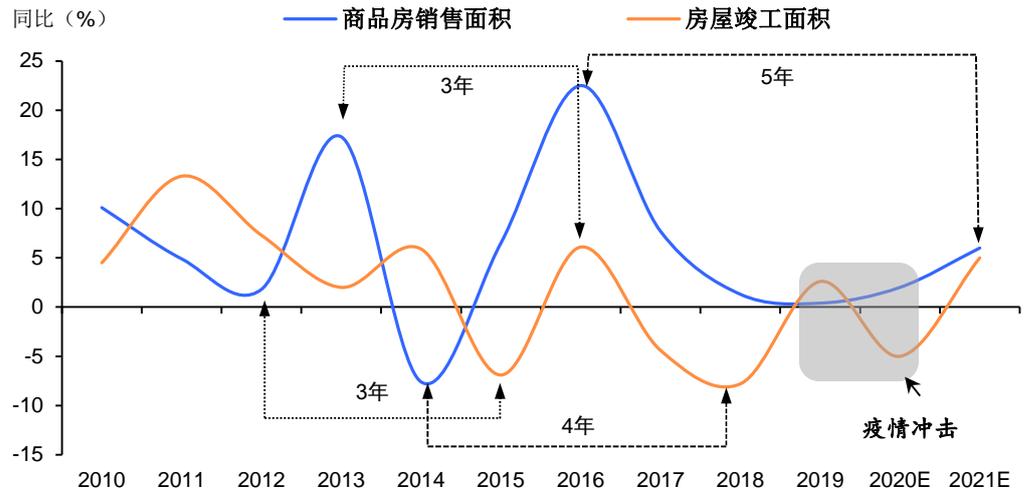
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 11 月分行业工业增加值增速与 2019 年全年累计增速差 (单位: %)



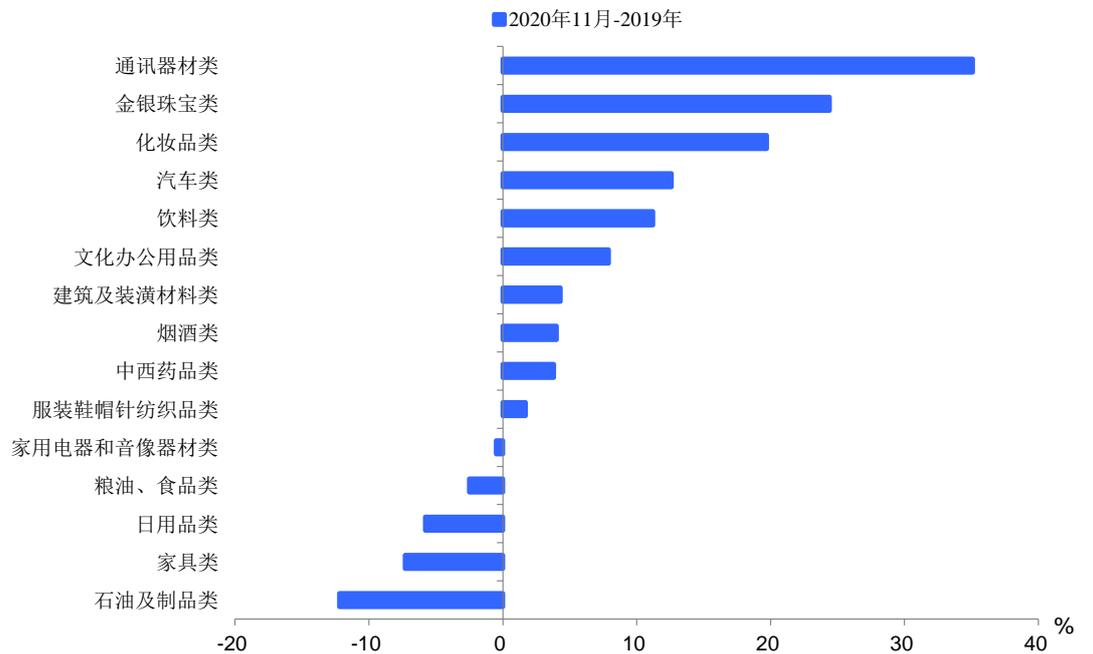
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2021 年房地产竣工的持续修复有望继续支撑房地产投资回升



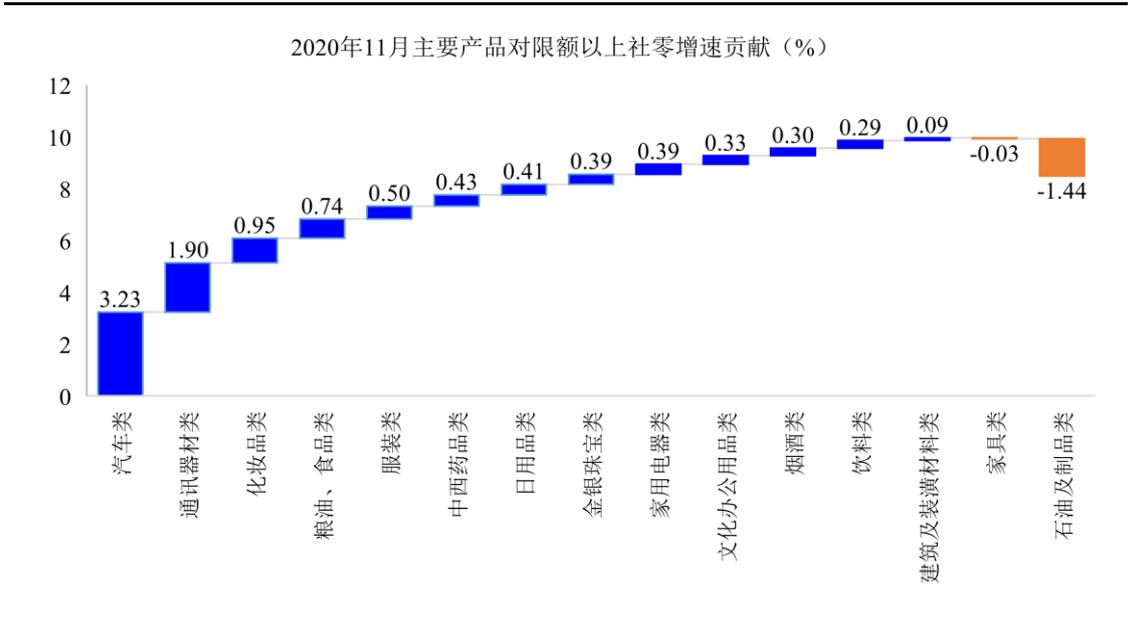
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 11 月可选消费品恢复程度领先



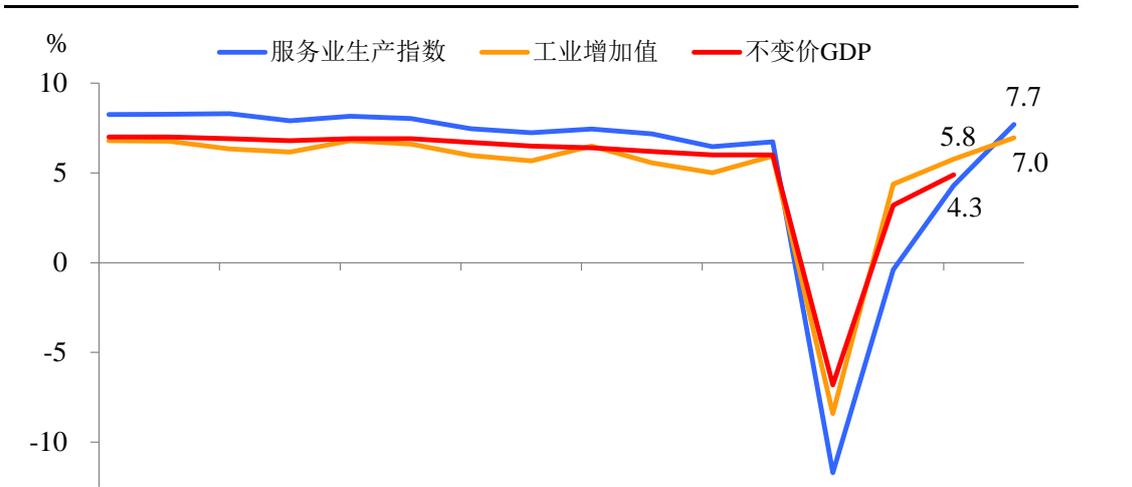
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 11 月主要产品对限额以上零售额增速贡献



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 经济增速总是介于工业增加值和服务业生产指数之间



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\\_838](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_838)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn