

制造业投资修复加快，消费并不强

——2020年11月经济数据点评兼债市观点

要点

事件

- 1) 11月份规模以上工业增加值同比增长7%，增速较10月提高0.1个百分点，环比增长1.03%（10月为0.78%）。
- 2) 1-11月全国固定资产投资同比增长2.6%，比1-10月提高0.8个百分点；制造业投资下降3.5%，降幅收窄1.8个百分点；基础设施投资增长1%，增速提高0.3个百分点；房地产开发投资同比增长6.8%，增速提升0.5个百分点。
- 3) 11月社会消费品零售总额同比增长5.0%，比10月提升0.7个百分点；环比增长1.31%，增速比10月提升0.59个百分点。

点评

工业生产：本月同比环比增速均有所提升，预示全年经济增速超2%可能性不小。 11月规模以上工业增加值同比实际增长7%，比10月提高0.1个百分点；环比增长1.03%，比10月提升0.25个百分点。今年1-11月份规模以上工业增加值同比增长2.3%，由于12月增速处于6-7%的概率较大，将进一步提升全年累计同比增速值，从供给角度来看，今年经济增速超过2%的概率不小。目前工业生产的当月表现已经基本恢复到疫情前水平，后续继续提升的幅度有限，对经济走势研判需更多的关注需求层面。

固定资产投资：仍处于恢复增长阶段，制造业投资恢复明显加快，房地产投资继续提升幅度有限，基建表现相对不足。 1-11月全国固定资产投资累计同比增长2.6%，比1-10月提高0.8个百分点。初步测算，制造业投资当月同比增速已经达到12.5%，比10月提升近9个百分点，提升明显。地产投资当月增速降至10.9%，已经比较接近去年全年水平，后续提升的幅度相对有限。初步测算11月当月广义基建投资增速为5.9%（比10月下降1.4个百分点），在财政加快支出的背景下，基建投资表现相对不足。

消费：修复的速度有所加快，但扣除汽车和通信类消费后强度并不高。 11月社会消费品零售总额同比增长5.0%，比10月提升0.7个百分点；环比增速为1.31%，比10月提升0.59个百分点。11月消费修复速度有所提升，但扣除汽车（去年基数较低以及今年政策支持）和通信类（有一定短期因素）消费后，消费修复速度可能并不强。

债市观点

当前10Y国债收益率的估值处于中性略偏高的位置，后续随着基本面走出单边向上发展模式以及银行负债端的逐步稳定，长端利率亦会趋稳甚至出现阶段性机会。

风险提示

目前境外仍处于快速蔓延过程中，疫苗虽然上市在即，但后续全球经济复苏的不确定性仍然较大；国内经济仍处在恢复性增长进程中，但后续攀升的高度同样有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

weiwu@ebsecn.com

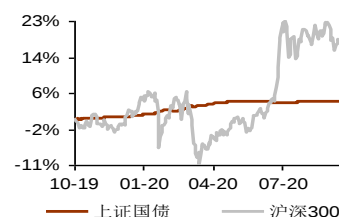
联系人：李枢川

执业证书编号：S0930119120016

010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

消费修复速度放缓——2020年10月经济数据点评兼债市观点（2020-11-16）

量价齐升，四季度增速有不少不确定性——2020年三季度经济数据点评兼债市观点（2020-10-19）

投资向好但单月增速不低，可选消费支撑社消增速转正——2020年8月经济数据点评兼债市观点（2020-09-15）

1、事件

2020年12月15日国家统计局公布2020年11月经济数据：

- 1) 11月份规模以上工业增加值同比增长7%，增速较10月提高0.1个百分点，环比增长1.03%（10月为0.78%）。
- 2) 1-11月全国固定资产投资同比增长2.6%，比1-10月提高0.8个百分点；制造业投资下降3.5%，降幅收窄1.8个百分点；基础设施投资增长1%，增速提高0.3个百分点；房地产开发投资同比增长6.8%，增速提升0.5个百分点。
- 3) 11月社会消费品零售总额同比增长5.0%，比10月提升0.7个百分点；环比增长1.31%，增速比10月提升0.59个百分点。

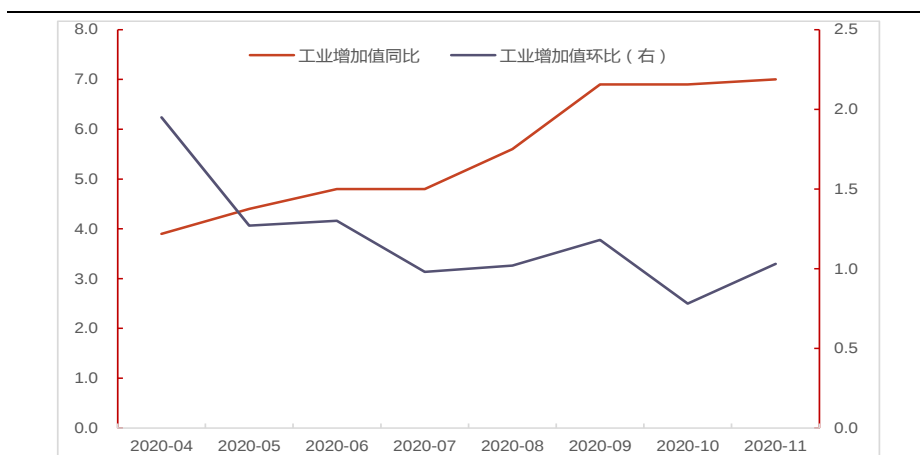
2、点评

工业生产：本月同比环比增速均有所提升，预示全年经济增速超2%可能性不小

11月规模以上工业增加值同比实际增长7%，增速比10月提高0.1个百分点；环比增长1.03%，比10月提升0.25个百分点。今年1-11月份规模以上工业增加值同比增长2.3%（去年同期为5.6%）。从同比数据表现来看，去年11月工业增加值基数相对并不低（当月同比为6.2%，去年规模以上企业工业增加值全年同比增速为5.7%），在基数相对较高的情况下，11月工业增加值增速再创今年新高，表明目前工业生产仍然较强。另外，1-11月份规模以上工业增加值同比增长2.3%（去年同期为5.6%），累计增速比1-10月提升了0.5个百分点，提升的幅度明显；由于12月当月工业增加值同比处于6-7%的概率较大，因此将进一步提升全年累计同比增速值，从供给角度来看，今年经济增速超过2%的概率不小。

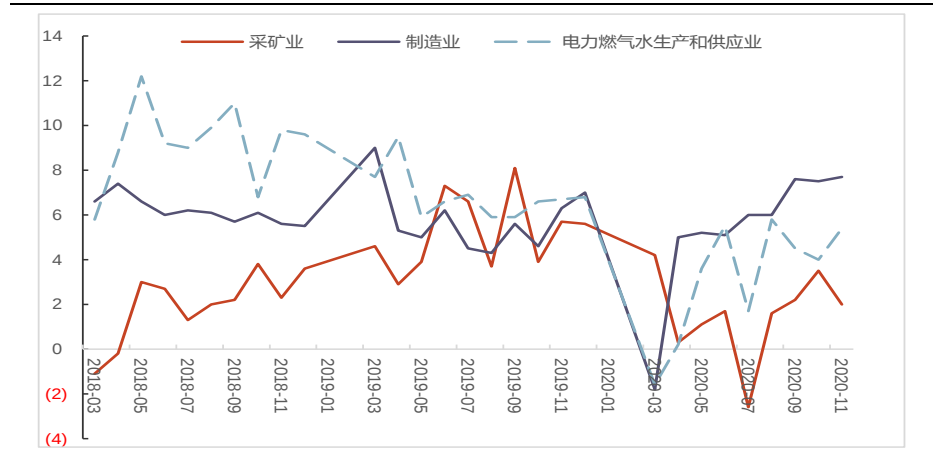
分门类来看，11月采矿业增加值同比增长2%，比9月下降1.5个百分点，中止了8月份以来增速持续上升的态势；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增长5.4%，增速比10月提升了1.4个百分点；**制造业增加值增长7.7%，增速比10月提升0.2个百分点。11月制造业生产仍然较快，与出口增速持续攀升是相互印证的。**

图1：11月工业生产同比再创全年新高，环比增速也有所提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 2：制造业生产同比增速继续攀升，与出口连续超预期相互印证



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

回顾今年经济供给面的表现，1-2月，在疫情冲击下，工业生产出现“深坑”；3月下旬，复工复产逐步推进，工业生产最先修复，表现为环比增速处于较高水平，同比增速则逐月提高，但同期投资、消费恢复水平在这一阶段相对有限，因此之后工业生产环比改善的空间缩减，表现为6月开始环比增速开始下降，并在7月份降至1%以下。从8月开始，随着其他相关指标复苏水平的提升，工业生产重新进入到较高增长通道。对于后续工业生产的表现，我们认为，目前工业生产的当月表现已经基本恢复到疫情前水平，后续强度继续提升的幅度有限（由于基数效应，明年上半年增速相对较高），对经济走势研判需更多的关注需求层面。

固定资产投资：仍处于恢复增长阶段，制造业投资恢复明显加快，房地产投资继续提升幅度有限，基建表现相对不足

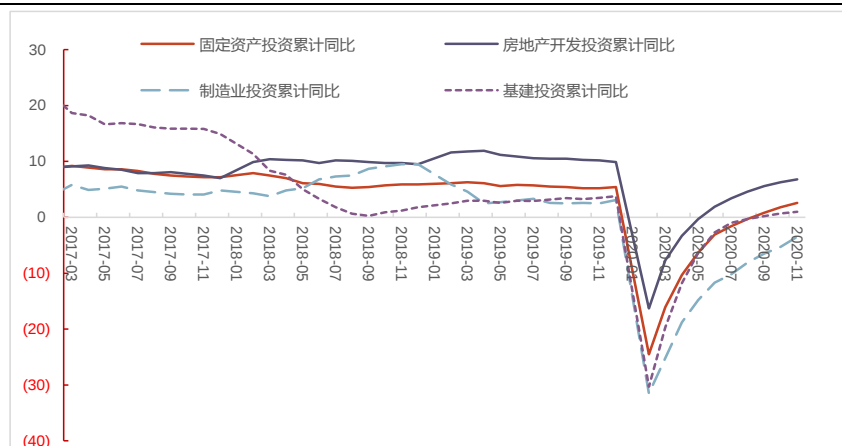
1-11月全国固定资产投资49.96万亿元，累计同比增长2.6%，增速比1-10月提高0.8个百分点。固定资产投资累计同比增速9月首次转正后，10月继续稳步提升，本月则继续向上。从环比速度看，11月份固定资产投资环比增长2.8%，比10月下降0.13个百分点，环比改善的速度依然较高。

从分项来看，**制造业投资修复速度加快**。1-11月制造业投资下降3.5%，降幅比1-10月份收窄1.8个百分点（前值为收窄1.2个百分点）。另外，初步测算，制造业投资当月同比增速已经达到12.5%，比10月提升近9个百分点。前几个月，制造业投资当月同比增速一般，本月则提升明显，**由于制造业投资在整个固定资产投资中占比较高（30-40%），且是经济修复的内生动力，因此制造业修复速度很大程度上影响固定资产投资的增速。**

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；当月增速方面，则从10月的12.7%降至11月的10.9%，已经比较接近去年全年水平（9.9%），整体来看后续提升的幅度相对有限。

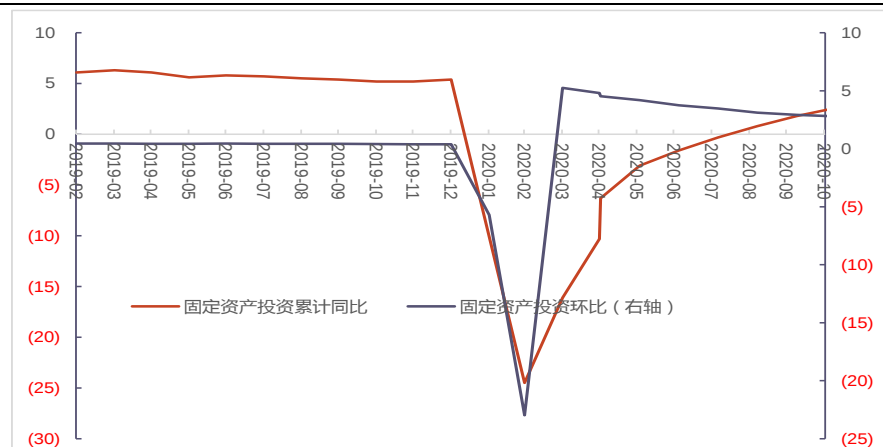
基建投资方面，狭义基建投资1-11月同比增长1%，比1-10月上升0.3个百分点。广义基建投资增速1-11月为3.3%，比1-10月提升0.3个百分点。从当月增速来看，初步测算11月当月广义基建投资增速为5.9%（比10月下降1.4个百分点），在财政加快支出的背景下，基建投资表现相对不足。

图 3：固定资产投资仍处于恢复增长阶段，但制造业投资恢复明显加快



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 4：固定资产投资环比增速本月继续下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

消费：修复的速度有所加快，但扣除汽车和通信类消费后强度并不高

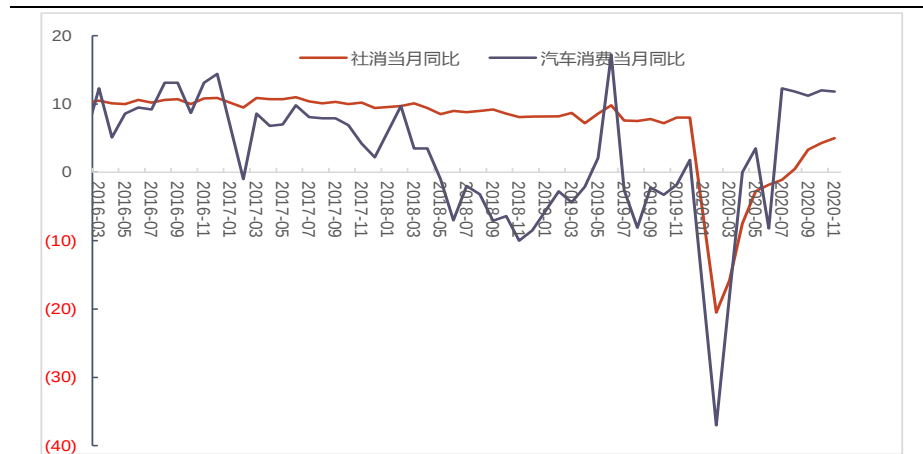
11月社会消费品零售总额同比增5.0%，比10月提升0.7个百分点；扣除汽车以外的消费品零售额增长4.2%，汽车消费对社消的支撑作用仍然比较明显。1-11月份，社会消费品零售总额35.1万亿元，同比下降4.8%（降幅比1-10月收窄1.1个百分点）。11月社会消费品零售总额环比增速为1.31%，增速比10月提升0.59个百分点，环比增速并不低。

一季度居民消费受到疫情明显冲击，但由于消费棘轮效应的存在，下降幅度比生产、投资要小。二季度，消费修复慢于生产，但快于投资，且从3月中下旬以来，中央和地方分别出台一系列包括税收减免、消费补贴等刺激汽车消费等政策，在政策作用下，汽车消费率先反弹，对消费起到了一定支撑作用。3季度以来，汽车消费当月增速基本维持在12%左右，由于汽车消费占整个社会消费品零售总额的比重接近10%，因此汽车消费对整个消费的支撑作用非常明显。

7-8 月，汽车消费均维持在较高水平（同比分别为 12.3%、11.8%），汽车消费一定程度上支撑了社消的修复。9 月、10 月汽车消费同比增速基本稳定在 11-12%，社消整体增速则继续提升，说明消费恢复对汽车的依赖降低。

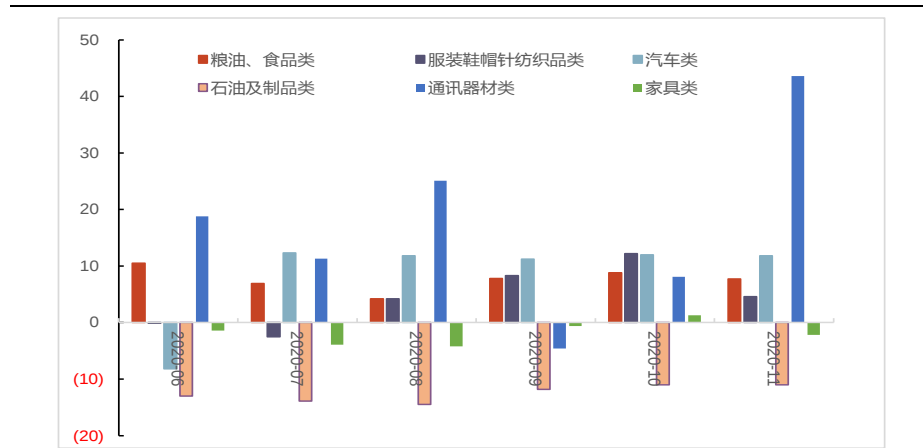
另外，从消费结构上来看，必选消费的增速目前维持在 8% 左右，比疫情前的 10% 的增速稍有降低，收入增速下降的影响显现。11 月，主要可选消费中，汽车类、通信类消费增速较高，但其他可选消费均有所下降，整体来看，**11 月消费修复速度有所提升，但扣除汽车（去年基数较低以及今年政策支持）和通信类（有一定短期因素）消费后，消费可能并不强。**

图 5：社消增速继续上升，对汽车消费整体依赖较高



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 6：11 月汽车和通信类消费表现较好，其他类消费并不强



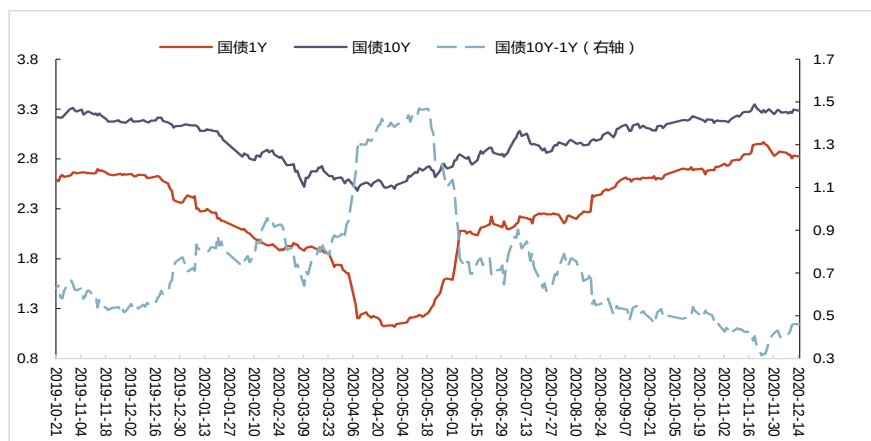
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

3、债市观点

近期，在流动性相对宽裕、信用风险缓释背景下，10Y 国债收益率高位窄幅波动，12 月 14 日为 3.29%，降至 3.3% 以下，但考虑到疫情出现以来公开市场操作利率已经下调 30bp，目前 10Y 国债收益率已经超过去年最高水平。短端利率方面，12 月以来，短端利率呈持续下降态势，国债 10 年期与 1 年期利差则提升明显，已经从 11 月中下旬的 35bp 提升到目前的 45bp，但仍然处于较低水平（此前利差处于这一水平为 2019 年 8-9 月）。

基本面方面，从目前先行指标明显高于疫情前水平、同步指标表现不一，而滞后指标（如财政收支、居民收入增速等）则明显低于疫情前表现来看，基本面目前仍处于恢复性增长阶段，恢复到疫情发生前仍需要一定时间。但经济构向消费倾斜，而较高的宏观杠杆率也将制约后续经济复苏高度，从而相应制约收益率的高度。**政策方面**，三季度货币政策执行报告中，央行提出“根据宏观形势和市场需求，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”，表述相对中性。明年货币政策的表现，我们认为比今年上半年紧是应有之义，但难言会比今年下半年边际收紧。**流动性方面**，融资稳则利率稳，贷款等实体融资数据的稳定增长带来资金利率的稳定。一般来说，政策的传导通常是从曲线的短端向中长端传导，其表现为 DR007 利率先变动，CD 利率以及两者利差滞后变动。目前 DR007 相对稳定，存单利率也开始出现冲高回落迹象，短端利率则在近期下降明显。综合来看，我们认为，**当前 10Y 国债收益率的估值处于中性略偏高的位置，后续随着基本面走出单边向上发展模式以及银行负债端的逐步稳定，长端利率亦会趋稳甚至出现阶段性机会。**

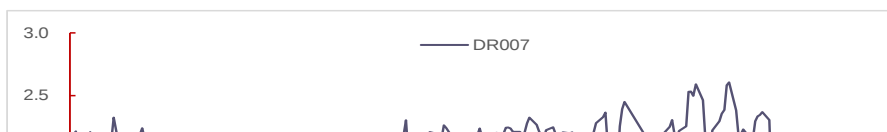
图 7：目前 10Y 国债收益率点位处于中性略偏高的位置



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

注：数据截至 2020 年 12 月 14 日

图 8：7 月以来 DR007 整体相对稳定，12 月以来波动中枢有所下降



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_847

