# 生产投资稳健回升，消费动能放缓

## 一、生产投资偏强，消费回升放缓

11 月经济数据显示经济仍在强劲修复。工业生产偏强，上游采矿业的回升放缓，终端制造业保持较高增速，但增幅略有收窄；投资增速回升略超预期，地产、制造业、基建均有所表现，地产销售强劲加速回款，商品房持续去库，制造业仍以中游材料与必选消费类制造业推动为主，上游采矿业及终端可选消费类制造业回升较缓慢，基建投资增速小幅回升，后市逐步见顶；消费回升略不及预期，除去受到电商促销推动的部分可选消费外，多个品种消费增速回落。

**表 1：经济数据增速变化**

经济数据增速月度变化一览(2020-12-15更新)

| 宏观指标 | 备注 | 20-11 | 20-10 | 20-09 | 20-08 | 20-07 | 20-06 | 20-05 | 20-04 | 20-03 | 20-02 | 20-01 | 19-12 | 19-11 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| GDP | 当季同比% | | | 4.90 | | | 3.20 | | | -6.80 | | | 6.00 | |
| 工业增加值 | 当月同比% | 7.00 | 6.90 | 6.90 | 5.60 | 4.80 | 4.80 | 4.40 | 3.90 | -1.10 | -25.87 | -4.31 | 6.90 | 6.20 |
| 固定资产投资 | 累计同比% | 2.60 | 1.80 | 0.80 | -0.30 | -1.60 | -3.10 | -6.30 | -10.30 | -16.10 | -24.50 | | 5.40 | 5.20 |
| 民间投资 | 累计同比% | 0.20 | -0.70 | -1.50 | -2.80 | -5.70 | -7.30 | -9.60 | -13.30 | -18.80 | -26.40 | | 4.70 | 4.50 |
| 制造业投资 | 累计同比% | -3.50 | -5.30 | -6.50 | -8.10 | -10.20 | -11.70 | -14.80 | -18.80 | -25.20 | -31.50 | | 3.10 | 2.50 |
| 房地产投资 | 累计同比% | 6.80 | 6.30 | 5.60 | 4.60 | 3.40 | 1.90 | -0.30 | -3.30 | -7.70 | -16.30 | | 9.90 | 10.20 |
| 基建投资(不含电力 | 累计同比% | 1.00 | 0.70 | 0.20 | -0.30 | -1.00 | -2.70 | -6.30 | -11.80 | -19.70 | -30.30 | | 3.80 | 4.00 |
| 社会消费品零售 | 当月同比% | 5.00 | 4.30 | 3.30 | 0.50 | -1.10 | -1.80 | -2.80 | -7.50 | -15.80 | -20.50 | | 8.00 | 8.00 |
| 出口 | 当月同比% | 21.10 | 11.40 | 9.90 | 9.50 | 7.20 | 0.50 | -3.20 | 3.40 | -6.60 | -17.10 | | 8.05 | -1.27 |
| 进口 | 当月同比% | 4.50 | 4.70 | 13.20 | -2.10 | -1.40 | 2.70 | -16.60 | -14.20 | -1.10 | -4.00 | | 16.67 | 1.00 |
| 贸易差额 | 亿美元 | 754.30 | 584.43 | 369.99 | 589.26 | 623.29 | 464.21 | 630.33 | 452.02 | 200.59 | -69.15 | | 472.48 | 371.76 |
| CPI | 当月同比% | -0.50 | 0.50 | 1.70 | 2.40 | 2.70 | 2.50 | 2.40 | 3.30 | 4.30 | 5.20 | 5.40 | 4.50 | 4.50 |
| PPI | 当月同比% | -1.50 | -2.10 | -2.10 | -2.00 | -2.40 | -3.00 | -3.70 | -3.10 | -1.50 | -0.40 | 0.10 | -0.50 | -1.40 |
| M2 | 当月同比% | 10.70 | 10.50 | 10.90 | 10.40 | 10.70 | 11.10 | 11.10 | 11.10 | 10.10 | 8.80 | 8.40 | 8.70 | 8.20 |

数据来源：Wind，宏源期货研究所

*资料来源：WIND,宏源期货研究所*

## 二、工业生产偏强

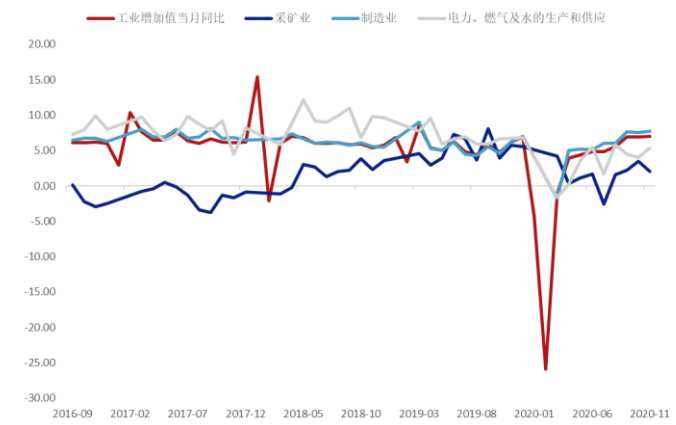
11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较 10 月份加快 0.1 个百分点。从环比看，11 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1.03%。1—11 月份，规模以上工业增加值同比增长 2.3%。

工业增加值增速继续小幅回升，工业生产仍然较强劲。分行业看，增速主要来自制造业以及电力、燃气及水的生产和供应业，采矿业的生产相比 10 月则有明显回落。采矿业工业增加值当月同比增长 2.0%，较前值回落 1.5 个百分点；制造业当月同比增长 7.7%，较前值继续上升 0.2 个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长 5.4%，较前值上升 1.4 个百分点。

细分行业中，上游采矿业延续以煤炭、非金属矿采选业保持较高增速，黑金、有色采矿业跌幅收窄；中游制造业整体维持增速小幅回暖趋势，但 10 月涨幅较高的黑金、橡胶和塑料制品业、金属制品、通用设备等终端制造业增速小幅回落；电力燃气及谁的生产和供应业整体保持

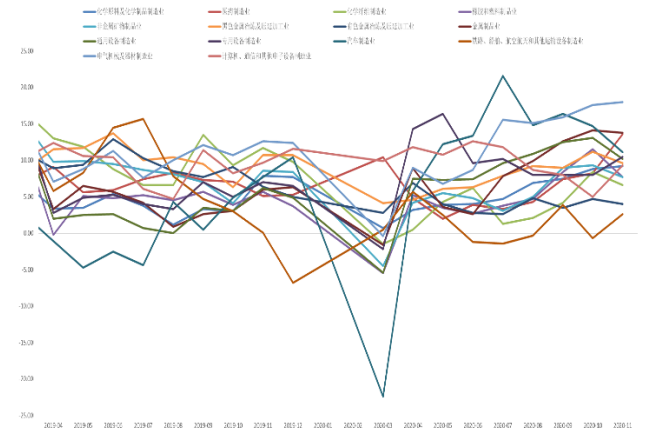
正增长的同时增速小幅上升，考虑到三季度以来工业增加值已回升至疫情前水平，当前部分行业的增幅高位小幅回落仍属于正常范围。整体而言，**上游采矿业的回升放缓，终端制造业保持较高增速，但增幅略有收窄**。

**图 1：规模以上工业增加值增速**




*资料来源：WIND,宏源期货研究所*

**图 2：制造业增加值分化**



*资料来源：WIND,宏源期货研究所*

## 三、投资整体超预期

1—11 月份，全国固定资产投资（不含农户）499560 亿元，同比增长 2.6%，增速比 1—10 月份提高 0.8 个百分点。其中，民间固定资产投资 278088 亿元，增长 0.2%，1-10 月份为下降 0.7%。从环比速度看，11 月份固定资产投资（不含农户）增长 2.80%。

### （一）地产投资超预期

1—11 月份，全国房地产开发投资 129492 亿元，同比增长 6.8%，增速比 1—10 月份提高 0.5 个百分点。其中，住宅投资 95837 亿元，增长 7.4%，增速提高 0.4 个百分点。

地产投资增速略超预期，分项来看，开施工增速整体略有回升，1-11 月新开工面积同比下跌 2.0%，较 10 月份跌幅收窄 0.6 个百分点，施工面积同比增长 3.2%，较前值增速上升 0.2 个百分点；销售同样表现强劲，商品房销售面积累计同比增长 1.3%，较前值上升 1.3 个百分点，销售强劲推动地产去库，待售面积同比增长 0.1%，较前值下行 0.2 个百分点，反而拿地仍然偏紧，土地购置面积同比下降 5.2%，较 1-10 月跌幅继续扩大 1.9 个百分点。

受到销售强劲的推动，地产资金来源累计同比增长 6.6%，较前值上升 1.1 个百分点，其中与销售相关的“定金及预收款”、“个人按揭贷款”增速分别较前值上升 1.0 和 0.8 个百分点至 5.3%和 10.6%，来自银行为主的贷款增速小幅反弹 0.3 个百分点至 5.4%。

图 3：销售反弹放缓



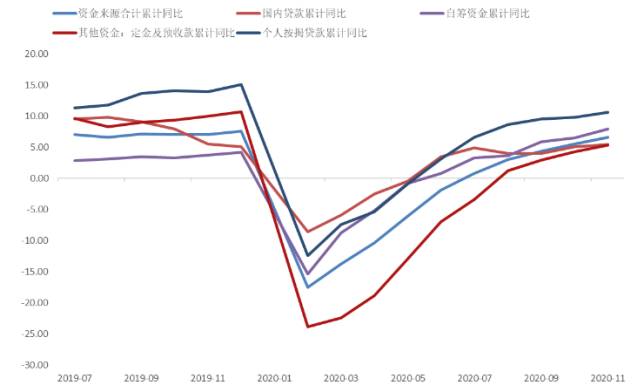

资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 4：拿地仍然较谨慎




资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 5：国内贷款增速小幅回升




资料来源：WIND,宏源期货研究所

## （二）制造业投资稳健修复

1-11 月工业投资同比下降 0.8%，降幅比 1—10 月份收窄 1.4 个百分点。其中，采矿业投资下降 9.2%，降幅扩大 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；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 17.5%，增速回落 0.7 个百分点。

工业投资的回升仍以制造业为主，上游采矿业投资增速放缓。1-11 月采矿业投资跌幅扩大，主要受到煤炭开采和洗选业、是有和天然气开采业的拖累，二者较前值分别下滑 0.6 和 0.8 个百分点至 2.2%和-21.8%，同时黑色、有色金属矿采选业投资增速持续为负，上游采矿行业整体投资景气度较低。

制造业投资修复仍较稳健，跌幅较前值收窄 1.8 个百分点。分行业看，中游材料业中的黑色金属冶炼及压延加工业受到黑色商品整体价格快速上升的推动增至 25.4%的高位，是材料制造业投资的主要支撑，其他行业包括金属制品业、设备制造业在内仍处于跌幅稳健收窄的过程。下游制造业中，以医药制造业、计算机通信和其他电子设备制造业为主要支撑，两者累计同比分别较前值上升 6.1 和 2.5 个百分点至 27.3%和 14.5%，此外农副食品加工业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业投资跌幅有较快收窄。但与社会消费行为关联度较高的文教、工美、

体育和娱乐用品制造业、纺织服装、服饰业仍处于跌幅较大水平。整体看，当前制造业仍处于稳健修复过程，中游制造业稳健修复，但终端制造业表现仍然偏弱。

**表 2：上游采矿业投资累计同比变化**

| 上游采矿业投资累计同比(%) | 2020-11 | 2020-10 | 2020-09 | 2020-08 | 2020-07 | 2020-06 | 2020-05 | 2020-04 | 2020-03 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 采矿业 | -9.20 | -8.40 | -9.50 | -9.50 | -11.90 | -3.90 | -8.70 | -9.20 | -3.20 |
| 煤炭开采和洗选业 | 2.20 | 2.80 | 0.40 | 1.70 | -3.00 | -2.40 | 4.00 | 3.70 | 4.20 |
| 石油和天然气开采业 | -21.80 | -20.60 | -22.00 | -22.10 | -24.10 | -6.70 | -18.30 | -14.90 | 1.40 |
| 黑色金属矿采选业 | -9.90 | -12.80 | -11.90 | -11.40 | -9.30 | -7.00 | -4.70 | -13.00 | -24.40 |
| 有色金属矿采选业 | -6.10 | -7.30 | -6.90 | -7.80 | -9.30 | -2.60 | -4.50 | -4.30 | -10.80 |
| 非金属矿采选业 | 4.90 | 6.30 | 6.50 | 5.80 | 2.80 | 0.00 | -3.50 | -8.80 | -5.80 |

*资料来源：WIND,宏源期货研究所*

**表 3：中游制造业投资累计同比变化**

| 中游制造业-投资累计同比(%) | 2020-11 | 2020-10 | 2020-09 | 2020-08 | 2020-07 | 2020-06 | 2020-05 | 2020-04 | 2020-03 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 石油、煤炭及其他燃料加工业 | 6.10 | 4.50 | 5.40 | 5.70 | 4.00 | 4.70 | 2.10 | -2.50 | -10.10 |
| 化学原料及化学制品制造业 | -3.90 | -7.30 | -8.80 | -10.40 | -13.60 | -14.20 | -17.80 | -22.40 | -30.80 |
| 化学纤维制造业 | -21.10 | -20.60 | -22.30 | -22.00 | -21.20 | -16.90 | -23.20 | -16.20 | -19.20 |
| 黑色金属冶炼及压延加工业 | 25.40 | 24.80 | 25.10 | 23.50 | 12.70 | 12.70 | 6.80 | 3.30 | -1.20 |
| 有色金属冶炼及压延加工业 | -2.90 | -4.40 | -7.00 | -6.30 | -6.50 | -9.60 | -5.60 | -9.70 | -11.60 |
| 橡胶和塑料制品业 | -4.50 | -5.80 | -7.50 | -9.70 | -12.90 | -15.40 | -19.90 | -24.90 | -32.00 |
| 非金属矿物制品业 | -4.20 | -5.50 | -6.90 | -7.70 | -8.90 | -10.40 | -13.20 | -17.50 | -24.20 |
| 金属制品业 | -9.60 | -11.80 | -12.80 | -15.40 | -15.50 | -16.50 | -19.40 | -23.80 | -31.30 |
| 通用设备制造业 | -10.00 | -10.90 | -12.30 | -14.40 | -16.90 | -18.00 | -20.20 | -25.10 | -32.10 |
| 专用设备制造业 | -5.50 | -7.70 | -8.50 | -9.90 | -11.50 | -12.70 | -15.20 | -19.60 | -27.10 |
| 电气机械及器材制造业 | -10.40 | -11.60 | -12.10 | -13.10 | -14.10 | -17.10 | -20.10 | -23.00 | -27.80 |

*资料来源：WIND,宏源期货研究所*

**表 4：下游制造业投资累计同比变化**

| 下游制造业-投资累计同比(%) | 2020-11 | 2020-10 | 2020-09 | 2020-08 | 2020-07 | 2020-06 | 2020-05 | 2020-04 | 2020-03 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 农副食品加工业 | -1.80 | -3.90 | -6.30 | -9.90 | -13.70 | -16.80 | -22.90 | -27.90 | -32.80 |
| 食品制造业 | -1.00 | -3.20 | -5.10 | -6.60 | -9.50 | -12.60 | -17.90 | -21.50 | -29.10 |
| 酒、饮料和精制茶制造业 | -11.40 | -11.30 | -13.40 | -15.30 | -18.30 | -19.80 | -21.90 | -24.60 | -24.50 |
| 烟草制品业 | -15.00 | -15.60 | -18.20 | -21.40 | -20.50 | -24.10 | -25.50 | -22.60 | -32.90 |
| 纺织业 | -8.00 | -10.50 | -11.30 | -13.90 | -17.40 | -22.40 | -26.20 | -32.50 | -37.10 |
| 纺织服装、服饰业 | -29.80 | -31.60 | -32.70 | -34.20 | -36.60 | -37.90 | -39.20 | -41.70 | -45.80 |
| 家具制造业 | -15.10 | -16.10 | -16.80 | -18.40 | -19.40 | -20.00 | -22.20 | -24.70 | -29.40 |
| 医药制造业 | 27.30 | 22.80 | 21.20 | 18.30 | 14.70 | 13.60 | 6.90 | -2.70 | -11.90 |
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | -24.00 | -23.90 | -22.40 | -24.60 | -26.50 | -28.50 | -32.30 | -36.30 | -40.70 |
| 汽车制造业 | -15.10 | -15.40 | -16.70 | -19.30 | -19.90 | -20.90 | -23.20 | -22.90 | -27.20 |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 0.00 | -2.50 | -6.90 | -9.40 | -14.20 | -16.30 | -21.50 | -26.20 | -31.60 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 14.50 | 12.00 | 11.70 | 11.70 | 10.70 | 9.40 | 6.90 | 1.10 | -10.20 |
| 废弃资源综合利用业 | 2.20 | 0.30 | -0.50 | -0.40 | -1.90 | -1.30 | 0.40 | -1.20 | -9.80 |

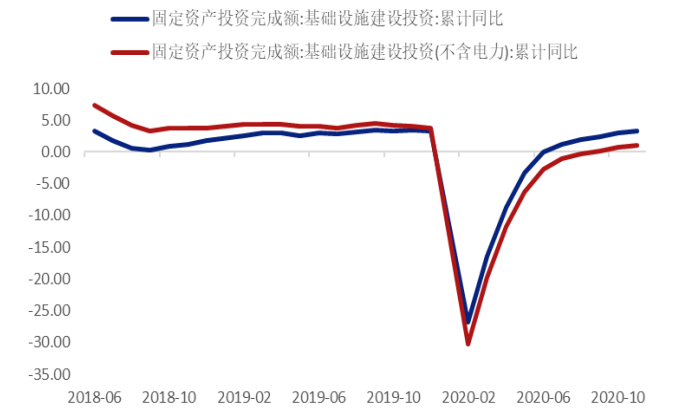
*资料来源：WIND,宏源期货研究所*

## （三）基建投资增速四季度逐步见顶

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 月份提高 0.3 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 2.0%，增速回落 1.2 个百分点；道路运输业投资增长 2.2%，增速回落 0.5 个百分点；水利管理业投资增长 3.1%，增速提高 0.4 个百分点；公共设施管理业投资下降 1.8%，降幅收窄 0.7 个百分点。

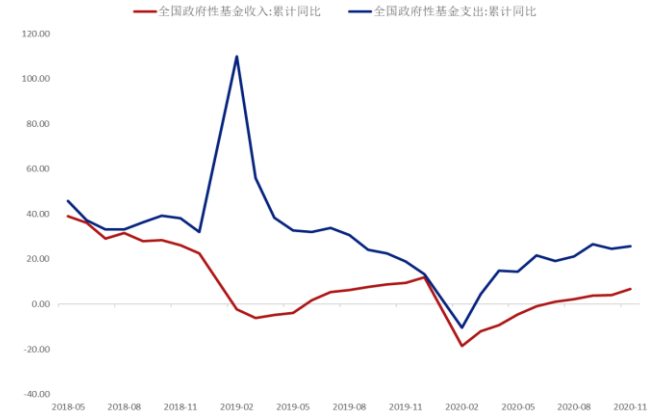
基建投资增速略有回升但修复速率持续放缓，当前基建投资增速已基本恢复至疫情前水平，而随着专项债发行截止，资金来源收缩，后续上升空间已明显减弱。11 月政府性基金收支差额略有收窄但仍维持在高位 22881 亿元，考虑中央经济工作会议定调 2021 年财政政策要防患地方隐性债务风险，短期内基建投资增速的回升将逐步见顶。

**图 8：基建投资回升**




*资料来源：WIND,宏源期货研究所*

**图 9：全国政府性基金收入增速回落**




*资料来源：WIND,宏源期货研究所*

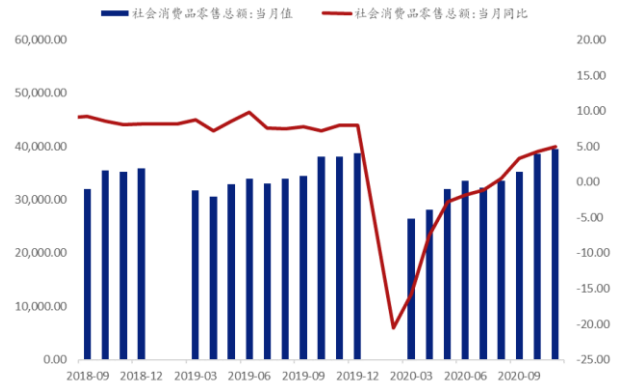
## 四、消费修复略不及预期

11 月份，社会消费品零售总额 39514 亿元，同比增长 5.0%，增速比上月加快 0.7 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 35497 亿元，增长 4.2%。

11 月消费增速小幅反弹但回升速率较 10 月份继续放缓，考虑 10 月份消费增速的回升已不及市场预期，当前消费回升整体仍然偏弱。11 月尽管有电商促销的推动，但实际增速不及预期，实物网上商品零售额同比增长 15.7%，较前值下滑 0.3 个百分点。

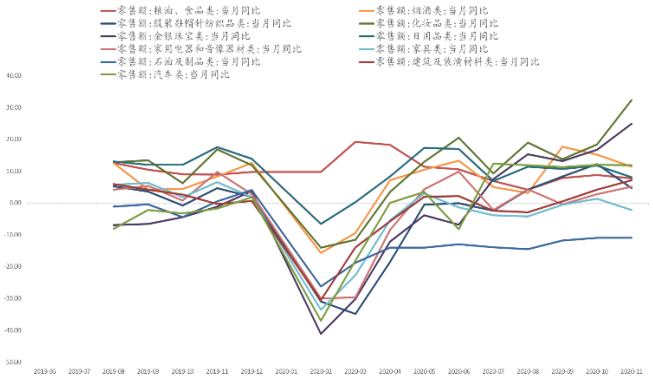
从限额以上商品消费来看，消费增速的会失衡主要依赖部分可选消费，包括化妆品类、金银珠宝类消费在 11 月同比分别增长 32.3%和 24.8%，较前值增长 14 和 8.1 个百分点，但除此之外多数品种消费增速不同程度回落。终端消费中，地产下游链条中的家用电器和音像器材、建筑及装潢材料消费受到商品房消费增速上升的推动分别较前值上升 2.4 和 2.9 个百分点至 5.1%和 7.1%，但家具消费增速由正转负至-2.2%，较前值下滑 3.5 个百分点；汽车类消费增速较前值小幅回落 0.2 个百分点至 11.8%。

图 10：消费数据修复再度放缓




资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 11：主要品类消费增速略有回落




资料来源：WIND,宏源期货研究所


请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 分析师简介：

**曾德谦，**（美国）东北大学金融学硕士，现任宏源期货研究所金融期货分析师。

## 宏源期货研究团队


| 金融期货（期权）研究 | 金属研究 |
| --- | --- |
| 曾德谦<br>010-82292833<br>zengdeqian@swhysc.com | 王淼<br>010-82292669<br>wanglian@swhysc.com |
| 曹自力<br>010-82292665<br>caozili@swhysc.com | 孙佳兴<br>010-82292663<br>sunjiaxing@swhysc.com |
| 黄小洲<br>010—82292826<br>huangxiaozhou@swhysc.com | 朱善颖<br>010-82295516<br>zhushanying@swhysc.com |
| **能源化工研究** | **农产品研究** |
| 詹建平<br>010—82292685<br>zhanjianping@swhysc.com | 肖锋波<br>010-82292680<br>xiaofengbo@swhysc.com |
| 朱子悦<br>010-82292661<br>zhuziyue@swhysc.com | 熊梓敬<br>0871—68072126<br>xiongzijing@swhysc.com |
| 杨首樟<br>010-82292599<br>yangshouzhang@swhysc.com | 黄小洲<br>010—82292826<br>huangxiaozhou@swhysc.com |
| 田震昊<br>010-82292099<br>tianzhenhao@swhysc.com | |
| **策略研究** | |
| 吴守祥<br>010-82292860<br>wushouxiang@swhysc.com | |


**免责条款：**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。