宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

消费修复边际趋缓 对美出口创新高

——11 月经济数据点评

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2020 年 12 月 16 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

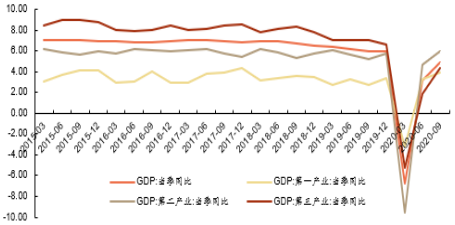
工业生产增长继续向上，消费继续修复，修复幅度边际趋缓，或受零星疫情影响，餐饮收入增速年内转正后继续回落至负。受益于制造业继续修复，地产仍继续上行，投资端整体较上月增速明显。出口继续高增长，对美出口创新高，出口端外需整体向好。11 月规模以上工业增加值同比 7.0%，前值 6.9%。11 月社会消费品零售总额同比增长 5.0%，前值 4.3%。中国 1-11 月城镇固定资产投资同比增长 2.6%，前值 1.8%。

- **工业生产增长继续向上，已修复甚至略高于疫情前相对较高水平，制造业同比增长继续上升至 7.7%，很大程度上支持了工业增加值持续上涨。上中下游各行业均有一定表现。**结构上，中游制造业，专业设备制造业、电气机械和器材制造业增速高位继续上行，通用设备制造业增速回落。下游医药制造业继续复苏，或反映入冬以来疫情零星出现带来医药的消费需求继续拉动，食品、纺织业、橡胶及塑料向下回落。下游汽车行业整体小幅回落，新能源汽车逆势继续上行，产量增速明显，预计随补贴政策的支持以及未来新能源汽车替代传统燃油车的大趋势，需求端恢复有望维系。
- **基建投资增速继续回暖，增速恢复至 2019 年平均水平，预计至年末基建增速仍可维持当前水平。**当月基建投资增速回暖，扭转上半年疲软态势，增速恢复至 2019 年平均水平，9 月经济数据分析中提到基建疲软与部分专项债转向地产棚改收尾项目比例上升有关，这在 10 月、11 月数据上有所验证，预计至年末基建增速仍可维持当前水平。
- **房地产投资增速继续创新高，在投资各分项中仍做主要支撑，地产作为逆周期因素边际下拐仍未出现。**销售端，商品房销售面积同比增长略有回落，新开工、施工、竣工仍继续上行，或反应了“三道红线”影响下，房企倾向于加快开工以回款。
- **消费继续修复，但修复幅度边际趋缓，或受零星疫情影响，餐饮收入增速年内转正后继续回落至负。**品类上，必选消费大类中除饮料类回暖外，烟酒类、服装类均向下回落，但仍处相对高位；受益于地产强韧性，建筑及装潢材料同比增长明显，继续向上修复；汽车零售略微回落但依然维持较高同比增长，受益于出口强劲，通讯器材同比大幅回升；11 月餐饮等线下消费在年内首次转正后再度受挫，表明消费者对于线下消费仍有顾虑。
- **出口继续高增长，对美出口创新高，全球经济持续恢复，前景较为乐观，外需整体向好。**11 月份中国出口十分强劲，出口金额当月同比大幅提升，其中对美国出口明显带动整体增长。随着拜登当选新一任美国总统，短期中美贸易摩擦将有望平缓，美国进口需求有望持续。欧盟改善明显。3 月以来对欧盟出口同比首次恢复正增长。随疫苗研发成功，全球全面复工带来的经济修复及产业链联动，出口增速有望继续提高。

投资策略：持续关注消费端内生需求恢复程度及幅度。海外需求持续性。

风险提示：预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

1、《流动性拐点将至？资产价格怎么走？：——宏观策略周报》2020-12-07

2、《80-90 年代日本“双循环”的启示：——双循环系列报告之三》2020-11-30

3、《各分项继续向好 四季度出口仍值得期待：10 月经济数据点评》2020-11-18

4、《城镇化与消费升级下的内循环机会：——双循环系列报告之十四五政策倾斜》2020-11-09

5、《工业生产继续向上 消费恢复强度为下阶段关注点：9 月经济数据点评》2020-10-20

2020 年中国主要经济指标预测

指标	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
实际 GDP	6.80	6.90	6.70	6.10	1.60
名义固定资产投资	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
名义社会零售总额	10.90	9.40	8.16	8.00	-2.00
CPI	2.00	1.56	2.10	2.90	2.20
PPI	-1.37	6.31	3.54	-0.32	1.20
顺差对 GDP 贡献度	-0.5	0.6	-0.6	0.70	-0.20
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.92	6.59	6.89	7.01	6.75

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 工业向上 消费继续复苏 投资增速明显 出口维持高增长 4
1.1 工业向上 消费继续复苏 投资增速明显 出口维持高增长 4
1.2 工业生产继续向上 5
1.3 固定资产投资 各分项继续回升 6
1.4 消费继续稳步回升 餐饮收入增速再度受挫 8
1.5 出口继续高增长 对美出口创新高 10

图表目录

图 1： 黑色、有色金属冶炼工业增加值 5
图 2： 专用设备、通用设备与电气机械及器材制造业 5
图 3： 食品、医药、纺织业、橡胶与塑料增加值 6
图 4： 汽车工业增加值与汽车产量 6
图 5： 固定资产投资 6
图 6： 消费端购房的按揭贷款持续反弹 7
图 7： 商品房销售面积 7
图 8： 新开工、施工与竣工 8
图 9： 服装类、烟酒类、饮料类当月同比 8
图 10： 建筑及装潢材料、家具类当月同比 9
图 11： 通讯器材、汽车当月同比 9
图 12： 餐饮收入 10
图 13： 发达经济体工业景气指数修复明显 10
图 14： 出口新订单预期也依然强劲 10
图 15： 对美国、欧盟出口 11
图 16： 对东南亚、日本出口 11

1. 工业向上 消费继续复苏 投资增速明显 出口维持高增长

1.1 工业向上 消费继续复苏 投资增速明显 出口维持高增长

工业生产增长继续向上，消费继续修复，但修复幅度边际趋缓，或受零星疫情影响，餐饮收入增速年内转正后继续回落至负。受益于制造业继续修复，地产仍继续上行，投资端整体较上月增速明显。出口继续高增长，对美出口创新高，出口端外需整体向好。11 月规模以上工业增加值同比 7.0%，前值 6.9%。11 月社会消费品零售总额同比增长 5.0%，前值 4.3%。中国 1-11 月城镇固定资产投资同比增长 2.6%，前值 1.8%。

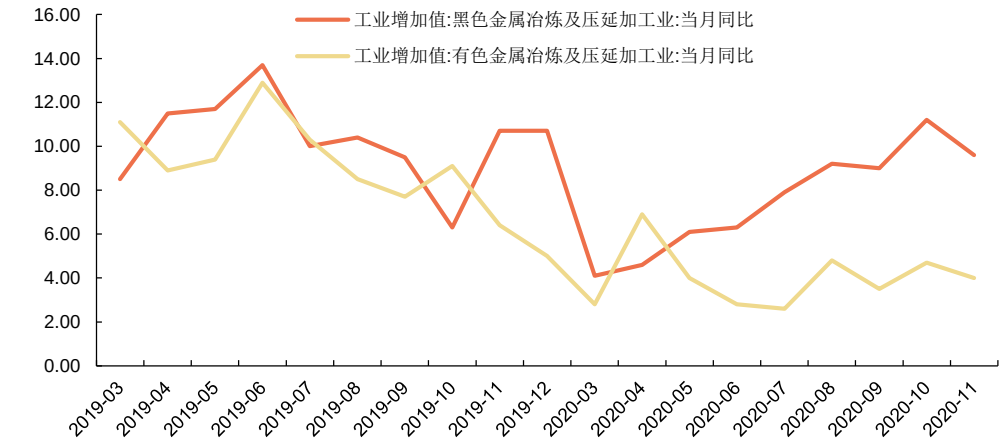
- **工业生产增长继续向上，最近几个月持续高于疫情前相对较高水平，制造业同比增长继续上升至 7.7%，很大程度上支持了工业增加值持续上涨。**上中下游各行业均有一定表现。结构上，中游制造业，专业设备制造业、电气机械和器材制造业增速高位继续上行，通用设备制造业增速回落。下游医药制造业继续复苏，或反映入冬以来疫情零星出现带来医药的消费需求继续拉动，食品、纺织业、橡胶及塑料向下回落。下游汽车行业整体小幅回落，新能源汽车逆势继续上行，产量增速明显，预计随着消费信心的持续回升，补贴政策的支持以及未来新能源汽车替代传统燃油车的大趋势，需求端恢复有望维系。
- **固定资产投资增速明显，1-11 月份固定资产投资同比增长 2.6%。11 月投资增速加快，其中制造业持续修复，地产继续上行导致投资端整体较上月增速明显。**
- **基建投资增速继续回暖，扭转上半年疲软态势，增速恢复至 2019 年平均水平，或与低基数及专项债转向地产棚改收尾比例未继续提升有关。**当月基建投资增速回暖，扭转上半年疲软态势，增速恢复至 2019 年平均水平，9 月经济数分析中提到基建疲软与部分专项债转向地产棚改收尾项目比例上升有关，随棚改收尾资金投放额度渐满，预计至年底基建增速仍可维持当前水平。
- **房地产投资增速继续创新高，在投资各分项中仍做主要支撑，地产作为逆周期因素边际下拐仍未出现。**销售端，商品房销售面积同比增长略有回落，新开工、施工、竣工仍继续上行，或反应了“三道红线”影响下，房企倾向于加快开工以回款。
- **消费继续修复，修复幅度边际趋缓，或受零星疫情影响，餐饮收入增速年内转正后继续回落至负。**品类上，必选消费大类中除饮料类回暖外，烟酒类、服装类均向下回落，但仍处相对高位；受益于地产强韧性，建筑及装潢材料同比增长明显，继续向上修复；汽车零售略微回落但依然维持较高同比增长，受益于出口强劲，通讯器材同比大幅回升；11 月餐饮等线下消费在年内首次转正后再度受挫，表明消费者对于线下消费仍有顾虑。
- **出口继续高增长，对美出口创新高，全球经济持续恢复，前景较为乐观，外需整体向好。**11 月份中国出口十分强劲，出口金额当月同比大幅提升，其中对美国出口明显带动整体增长。随着拜登当选新一任美国总统，中美贸易摩擦将相对减轻，美国或将超越欧盟重新成为中国第一大出口贸易地区。欧盟改善明显。3 月以来对欧盟出口同比首次恢复正增长。随疫苗研发成功，全球全面复工带来的经济修复及产业链联动，出口增速有望继续提高。

1.2 工业生产继续向上

制造业支撑工业生产继续向上。11 月工业增加值同比增长 7.0%（前值 6.9%），工业生产增长持续较旺，略高于预期恢复至疫情前相对较高水平，至 11 月底，工业增加值累计同比达 2.3%。制造业同比增长 7.7%（前值 7.5%），恢复至最近 3 年年内较高水平，很大程度上支持了工业增加值持续上修。

- **结构上，中上游周期行业增速略有回落。**黑色金属冶炼和压延加工业增长 9.6%（前值 11.2%），有色金属冶炼和压延加工业增长 4.0%（前值 4.7%）。

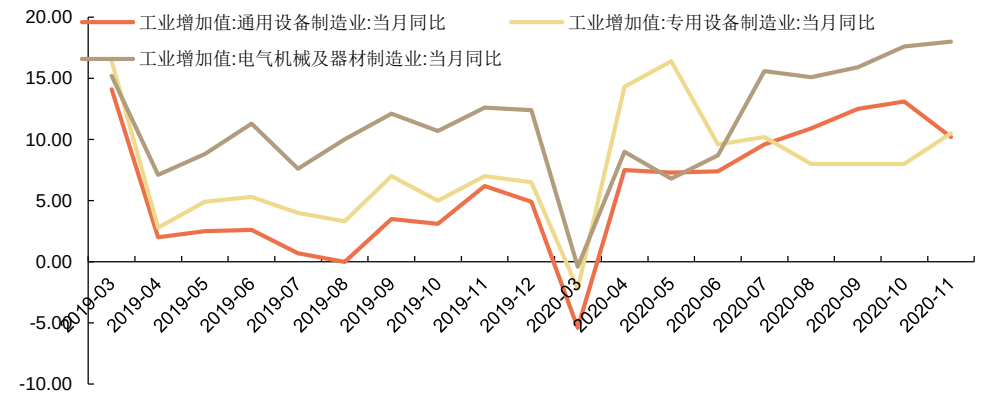
图1：黑色、有色金属冶炼工业增加值



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **中游制造业，专业设备制造业、电气机械和器材制造业增速高位继续上行，通用设备制造业增速回落。**11 月，专用设备制造业增长 10.5%（前值 8.0%），通用设备制造业增长 10.2%（前值 13.1%），电气机械和器材制造业增长 18.0%（前值 17.6%），三者仍处于高位，反映了外需持续旺盛及核心的制造业行业高景气维系。

图2：专用设备、通用设备与电气机械及器材制造业

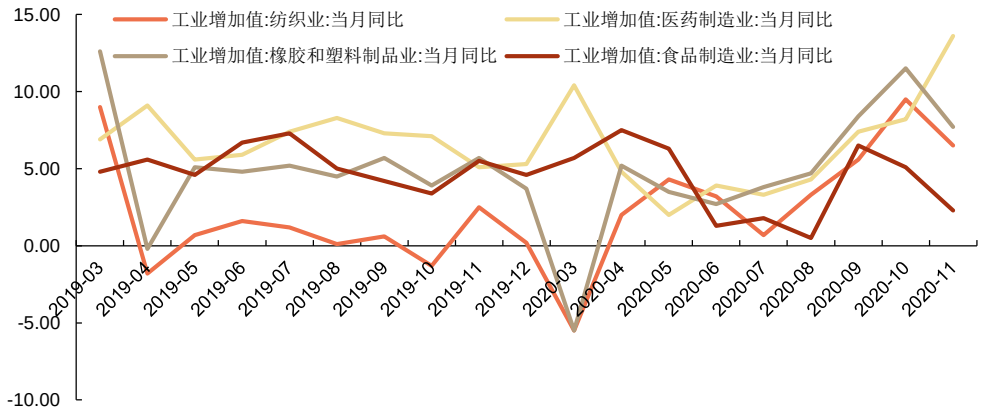


资料来源：Wind，申港证券研究所

- **下游医药制造业继续复苏，食品、纺织业、橡胶及塑料向下回落。**11 月，医药制造业增长 13.6%（前值 8.2%），反映出疫情以来对于医药的消费需求旺盛持续拉动增长。农副食品制造业增长 2.9%（前值 4.8%），纺织业增长 6.5%（前值 9.5%），橡胶及塑料增长 7.7%（前值 11.5%）。食品、纺织品、橡胶及塑料向

下回落或与前期高基数回落有关。

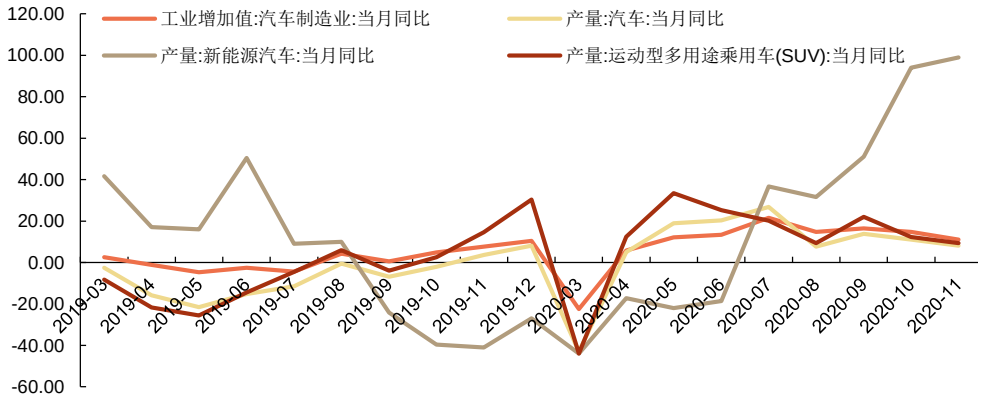
图3：食品、医药、纺织业、橡胶与塑料增加值



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **下游汽车行业整体小幅回落，新能源汽车逆势继续上行，产量增速明显。**11 月，汽车制造业增长 11.1%（前值 14.7%），汽车产量同比增长 8.1%（前值 11.1%），其中新能源汽车产量继续增长，11 月产量同比增长 99.0%（前值 94.1%）。新能源汽车逆势继续上行，产量增速明显，预计随补贴政策的支持以及未来新能源汽车替代传统燃油车的大趋势，需求端恢复有望维系。

图4：汽车工业增加值与汽车产量

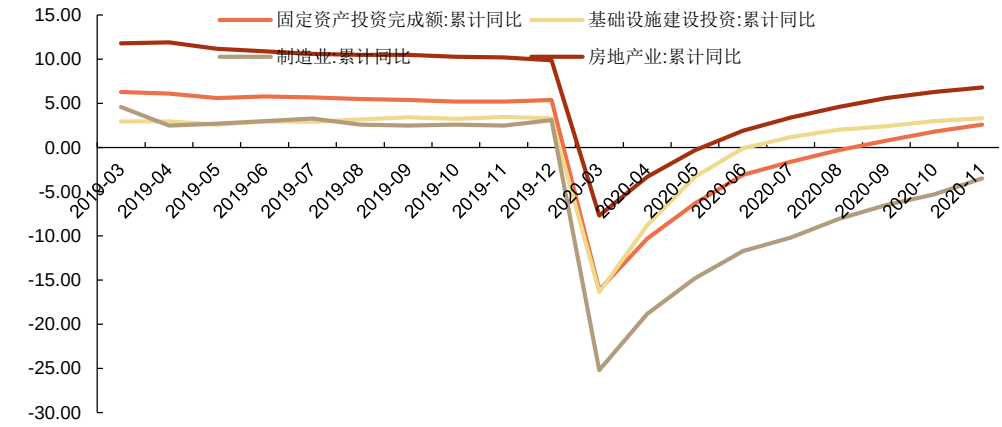


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 固定资产投资 各分项继续回升

11 月，固定资产投资增速明显，各分项均增长明显，其中制造业持续修复，地产继续上行导致固定资产投资整体较上月增速明显。地产作为逆周期因素边际下拐的风险点 11 月尚未发生，在投资各分项中仍做主要支撑。制造业降幅环比持续收窄，仍有修复空间广阔。

图5：固定资产投资

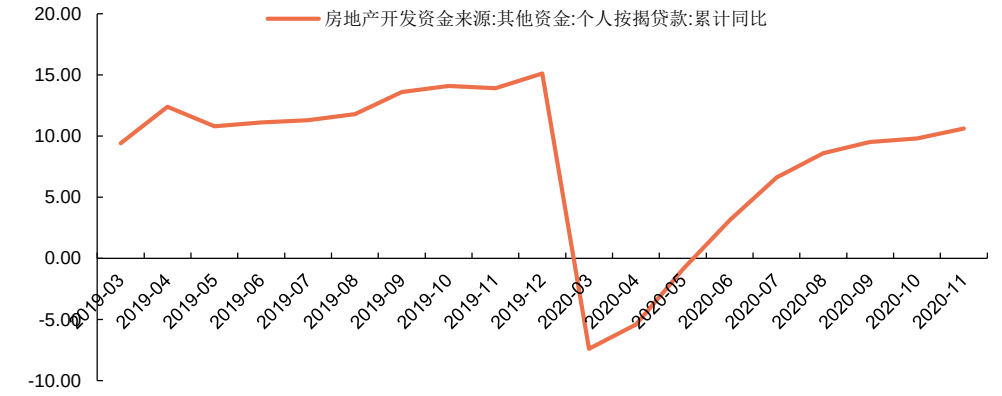


资料来源：Wind，申港证券研究所

11 月房地产开发投资继续增长。销售略有回落，新开工、施工、竣工继续上行。地产投资的强表现得益于需求后置、经济预期持续性改善及居民对保值增值需求的属性配置，融资端显示整体内生韧性较强。

- **融资端，地产相关信贷继续获得支撑。**尽管政策端持续偏紧，但地产依然获得了银行端主要的信贷支持。1-11 月个人按揭贷款累计同比 10.6%（1-10 月个人按揭贷款累计同比 9.8%），数据表明购房的按揭贷款增速也持续反弹，显示需求端仍有支撑。

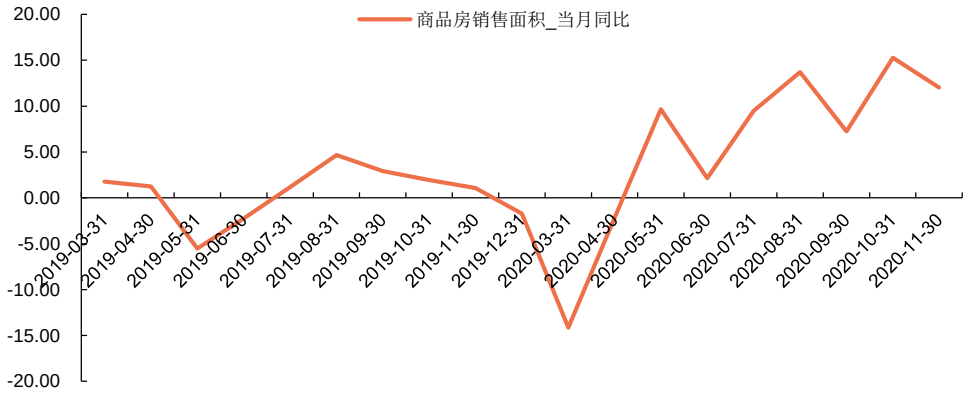
图6：消费端购房的按揭贷款持续反弹



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **销售端，11 月商品房销售面积同比增长较 10 月略有回落。**11 月值为 12.05%（前值 15.27%）。3 月以来，地产销量连续 5 个月快速回升，在多行业中率先发力，逐步回归正常，截至 11 月底，商品房销售额累计同比接近 1.3%。在投资端三大分项中对经济提供了最大支撑，显示地产端在疫情冲击下的强韧性。但政策端“稳”基调明显，在地产端逐步修复恢复常态的过程中，行业大概率维持在常态增速上。

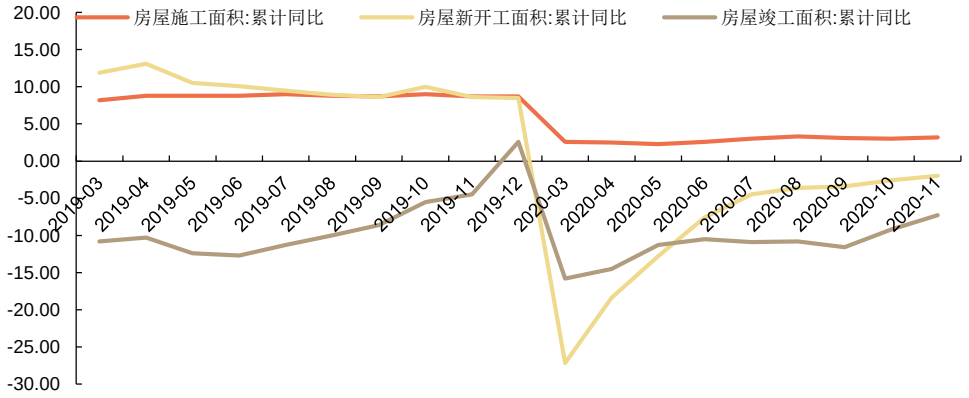
图7：商品房销售面积



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **新开工、施工、竣工增速均继续好于上月，或反应了“三道红线”影响下，房企倾向于加快开工以回款。**截至 11 月，新开工、施工、竣工累计同比增速分别-2.0%（前值-2.6%），3.2%（前值 3.0%），-7.3%（前值-9.2%），较 1-10 月继续收窄。或反应了“三道红线”影响下，房企倾向于加快开工以回款。随年底临近，地产竣工面积增长赶工有望继续维持。

图8：新开工、施工与竣工



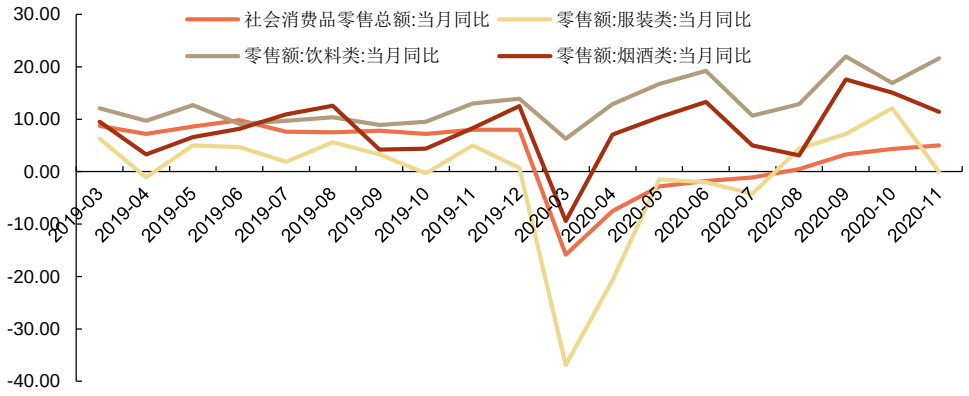
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.4 消费继续稳步回升 餐饮收入增速再度受挫

11 月，社会消费品零售总额同比增长 5.0%（前值 4.3%），消费继续修复，增长幅度继续趋缓，11 月改善 0.7%（10 月改善 1%，9 月改善 1.8%），餐饮收入增速年内转正后继续回落至负。

- **11 月除汽车外的社会消费品零售同比增速为 4.2%（前值 3.6%），必选消费大类中除饮料类回暖外，烟酒类、服装类均向下回落。**11 月服装鞋帽针纺织品类同比增速为 4.6%（前值 12.2%），烟酒类零售同比增速为 11.4%（前值 15.1%），饮料类零售同比增速为 21.6%（前值 16.9%），传统消费旺季后，居民消费内生动力修复放缓。

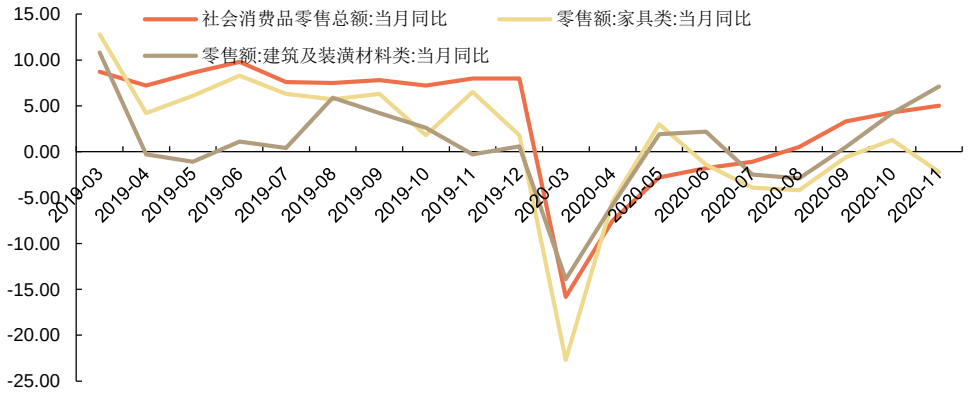
图9：服装类、烟酒类、饮料类当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **受益于地产强韧性，建筑及装潢材料同比增长明显，继续向上修复，**11 月建筑及装潢材料零售同比增速为 7.1%（前值 4.2%），与施工竣工加快互相验证。**家具类当月同比受挫下行，**11 月家具类零售同比增速为-2.2%（前值 1.3%），或与前期高基数回落有关。

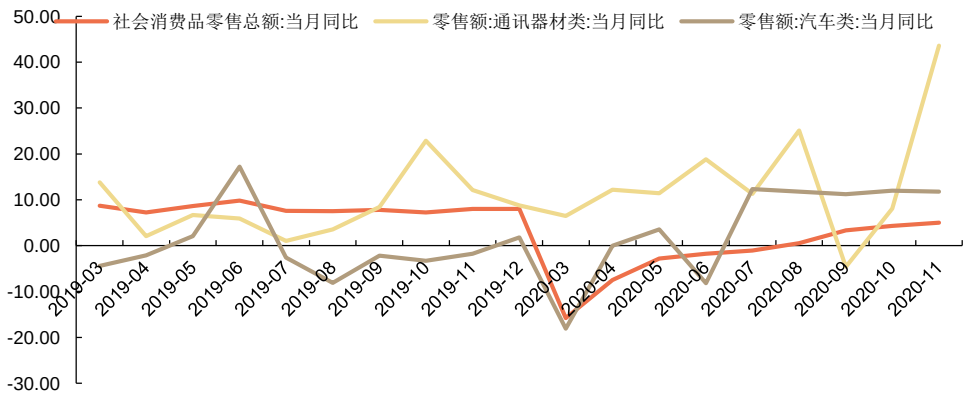
图10：建筑及装潢材料、家具类当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **汽车零售仍维持高同比增长，受益于出口强劲，通讯器材同比大幅回升。**11 月通讯器材零售同比增速为 43.6%（前值 8.1%），汽车消费复苏维持高景气度，11 月汽车单月销售额同比增长 11.8%（前值 12%）。

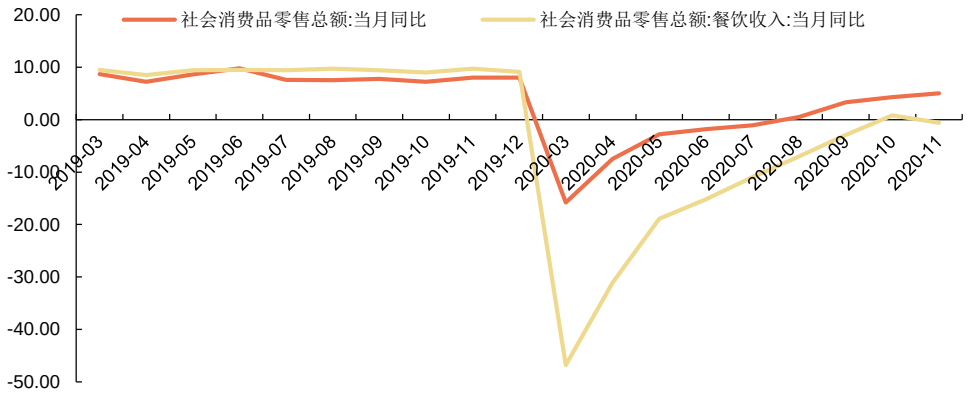
图11：通讯器材、汽车当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **11 月餐饮等线下消费在年内首次转正后再度受挫。**11 月餐饮收入同比增长-0.6%（前值 0.8%），表明消费者对于线下消费仍有顾虑。

图12：餐饮收入

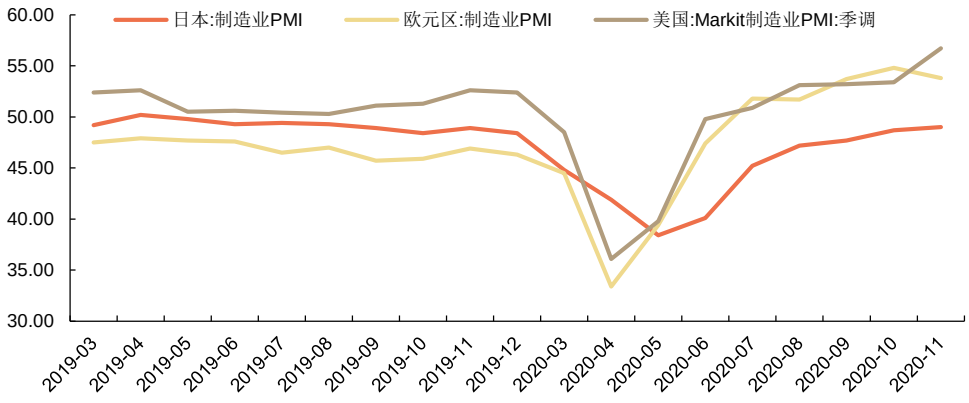


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.5 出口继续高增长 对美出口创新高

全球经济持续恢复，前景较为乐观，外需整体向好。发达经济体方面，经济重启后景气指数的修复较为明显，其中美国 11 月 PMI56.7 为近五年最高点。至 11 月，美国、欧元区制造业 PMI 指数均保持在 50 以上的持续扩张区间，处于两年内相对高点，日本修复程度不及美欧，但疫情后也处于持续上升通道，至 11 月 PMI 为 49.0，与疫情前持平，海外供需缺口仍具备较大空间。

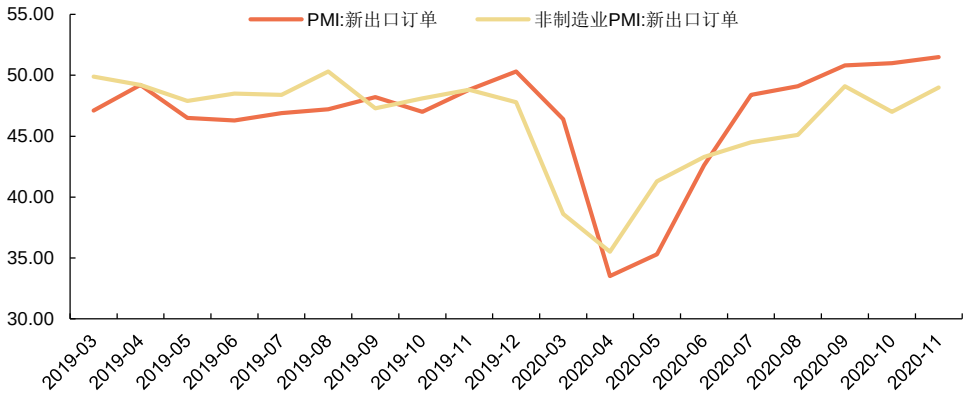
图13：发达经济体工业景气指数修复明显



资料来源：Wind，申港证券研究所

新订单等前瞻指标向上，显示需求恢复具备持续性。11 月 PMI：新出口订单为 51.5（前值 51），非制造业 PMI：新出口订单为 49（前值 47），从出口新订单等前瞻指标观测，需求恢复具备持续性，出口产业链的景气改善值得持续关注。随拜登胜选使中美关系相对缓和及海外圣诞节消费临近，出口需求的持续性有望延续。

图14：出口新订单预期也依然强劲

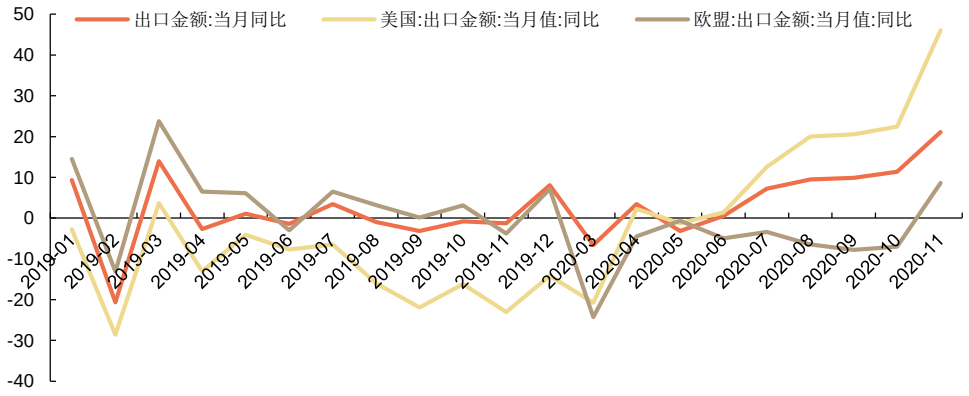


资料来源：Wind，申港证券研究所

区域上，对美国出口带动整体出口增长效应明显，对欧盟改善明显。

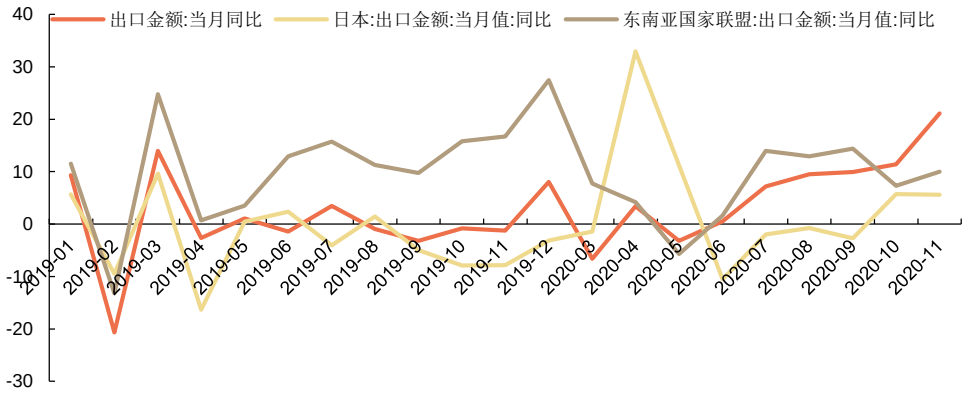
- **11 月份中国出口十分强劲，出口金额当月同比大幅提升，其中对美国出口明显带动整体增长。**随着拜登当选新一任美国总统，短期中美贸易摩擦将有望平缓，美国进口需求有望持续。
- **欧盟改善明显。3 月以来对欧盟出口同比首次恢复正增长，11 月同比增长 8.62%（前值-7.05%）。**随疫苗研发成功，全球全面复工带来的经济修复及产业链联动，出口增速有望继续提高。

图15：对美国、欧盟出口



资料来源：Wind，申港证券研究所

图16：对东南亚、日本出口



资料来源：Wind，申港证券研究所

品类上，集成电路、高新技术产品、机电产品、通用机械设备、车辆等品类维持高增速，11 月机电产品出口金额多增 15.17%（10 月同比增长 0.39%），或支撑出口强劲。集成电路、高新技术产品、机电产品、通用机械设备、车辆等品类自 4 月以来持续拉动，随疫情影响逐步消退，整体出口水平仍有继续改善空间，出口继续恢复或值得期待。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上