经济持续复苏，但不宜盲目乐观

——全面解读 11 月经济金融数据

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2020/12/15

首席经济学家：任泽平

研究员：华炎雪
huayanxue@evergrande.com

研究员：梁颖
liangying@evergrande.com

事件：

11 月规模以上工业增加值同比增 7.0%，前值 6.9%；

1-11 月固定资产投资同比增 2.6%，1-10 月增 1.8%；

1-11 月房地产开发投资同比增 6.8%，1-10 月增 6.3%；

11 月社会消费品零售总额同比增长 5%，前值增 4.3%；

11 月出口（以美元计）同比 21.1%，前值 11.4%；进口（以美元计）同比 4.5%，前值 4.7%；

11 月社会融资规模同比增长 13.6%，前值 13.7%；M2 同比增 10.7%，前值 10.5%；

11 月 CPI 同比-0.5%，前值 0.5%；11 月 PPI 同比-1.5%，前值-2.1%。

请务必阅读正文之后免责条款部分

目录

一、 核心观点：经济持续复苏，但面临放缓压力 4
二、 工业生产恢复至正常水平 5
三、 固定资产投资持续恢复，高技术产业投资增长较快 5
四、 房地产投资和销售维持高增长，但边际放缓 6
五、 资金效应退却，基建投资有所回落 6
六、 制造业投资修复明显 7
七、 消费仍然低迷，就业形势严峻 8
八、 出口增速再创新高，外需持续回暖 9
九、 信用扩张放缓 9
十、 猪周期下行拖累 CPI 由涨转跌，经济周期上升拉动 PPI 缓慢回升 10
十一、 制造业 PMI 全面改善，非制造业 PMI 稳步回升 11

图表目录

图表：工业生产维持在正常水平 5
图表：固定资产投资持续恢复 6
图表：高技术产业投资高增 6
图表：房地产投资销售维持正增长，边际放缓 6
图表：房企加快回款 6
图表：基建投资边际放缓，资金效应开始退却 7
图表：地方政府债券额度基本发行完毕 7
图表：制造业投资快速上升 8
图表：消费缓慢修复 8
图表：就业形势严峻 8
图表：出口增速再创新高 9
图表：美欧制造业 PMI 在枯荣线以上 9
图表：11 月新增社融结构 10
图表：11 月新增信贷结构 10
图表：猪周期下行拖累 CPI 由涨转跌，核心 CPI 低迷 11
图表：出口和投资拉动 PPI 缓慢上涨 11
图表：制造业 PMI 全面改善 12
图表：非制造业 PMI 稳步回升 12

一、核心观点：经济持续复苏，但不宜盲目乐观

1、疫后中国经济复苏的主逻辑是

过去一年经济复苏的主逻辑：积极的货币政策和财政政策发力，基建和房地产投资起到逆周期调节作用；海外供需缺口拉大，出口超预期高增。

展望未来，随着逆周期调节政策力度减弱，基建和房地产投资将面临放缓压力；更应关注经济内生动力的修复，消费仍受就业和居民收入抑制恢复缓慢，就业形势严峻，小微企业经营仍难。我们判断，2020 年 5 月是政策顶，2021 年 1 季度前后是经济顶，回归潜在增长率。

1）基建投资的快速反弹难以持续，将在近期见顶回落。基建投资是典型的逆周期对冲力量；随着经济逐步恢复，基建逆周期调节的必要性大幅下降，叠加地方财政压力大，挤压基建支出空间。1-10 月全国财政收入同比-5.5%。

2）房地产短期看金融，随着 5-6 月以来货币政策回归正常化、边际收紧，未来房地产销售和投资均面临回落压力。11 月房地产开发投资当月同比 10.9%，较上月下滑 1.8 个百分点；商品房销售面积和销售额当月同比分别为 12.0%和 18.6%，较上月下降 3.2 和 5.3 个百分点。

3）出口面临下行压力，但仍有韧性。8 月以来出口当月增速始终保持 9%以上的高增长，主要是疫情相关的防疫物资、居家办公激增，中国生产替代效应、以及下半年来欧美需求恢复。明年随着疫苗大面积使用、欧美疫情逐步缓解，“疫情受益型”出口将放缓，但欧美需求端修复料将加快，海外供需缺口难以快速收窄，出口仍有韧性。

4）就业形势严峻，小微企业经营困难，居民收入下降，抑制消费。小微企业是解决就业的主力。1-11 月全国城镇新增就业 1099 万人，较去年同期少增 180 万人，累计同比-14.1%；11 月全国城镇调查失业率 5.2%，较去年同期高 0.1 个百分点。

2、当前宏观形势：

1）工业生产加快，服务业逐步复苏。国内疫情防控得力，复工复产复商复市加快，**经济自 3 月以来持续恢复。11 月工业生产同比增长 7.0%，**三季度工业产能利用率为 76.7%，在近几年同期中均属高位。11 月服务业生产指数同比增长 8%，比上月加快 0.6 个百分点，恢复至近两年来高位水平。11 月制造业 PMI 为 52.1%，服务业 PMI 为 56.4%，连续九个月高于荣枯线。

2）三驾马车中，出口保持高增，房地产和基建略有回落，制造业投资修复明显，消费加快恢复但仍低迷。11 月出口金额（以美元计）同比增长 21.1%，连续 4 个月保持 9%以上的高增速；基建投资当月同比 5.9%，较上月下滑 1.4 个百分点；房地产开发投资当月同比 10.9%，较上月下滑 1.8 个百分点；制造业投资当月同比 12.5%，较上月上升 8.8 个百分点；社会消费品零售总额同比增长 5.0%，较上月上升 0.7 个百分点，2019 年全年增速 8.0%。

3、建议：

货币政策谈收紧为时尚早，宜保持观察。精准把握好力度和节奏，不要人为制造经济的大起大落。结构层面，流动性精准投向基建和实体经济，尤其受疫情影响严重的行业、中小微、民企、制造业、高新技术等领域。

财政政策的结构性效果比货币政策好，应继续发力基建尤其是新基建，打造中国经济新引擎。

“双循环”的核心是对内扩大内需、对外提升产业链安全，关键是三大抓手：新基建、城市群和放开生育。这是这些年我们在公共政策领域的三大建言和呼吁，但进展不同，新基建已经从学术讨论走向国家战略，城市群逐渐走向社会共识但尚未完全落实到公共政策，而全面放开生育则面临巨大的学术分歧和社会争议。

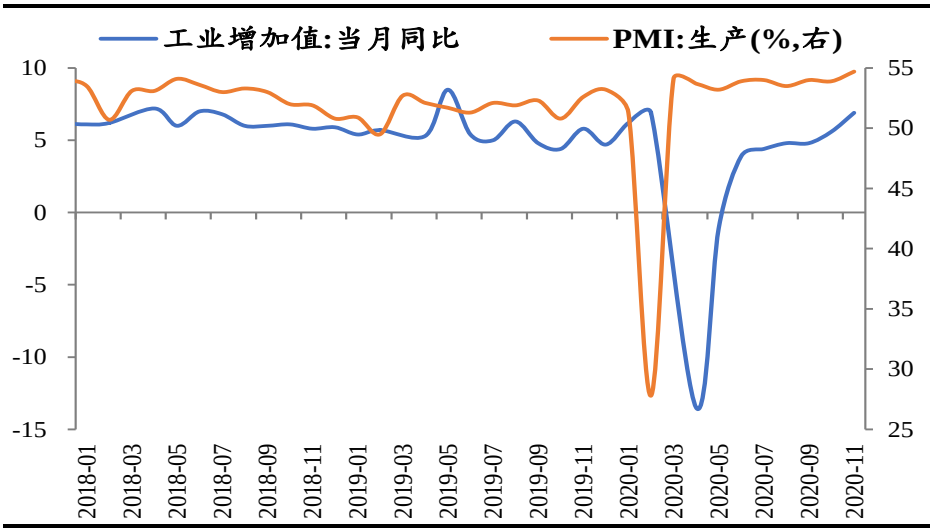
二、工业生产恢复至正常水平

11 月规模以上工业增加值同比增长 7.0%，较上月上升 0.1 个百分点。41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长；612 种产品中有 439 种产品同比增长。

1）装备制造业和高技术制造业高位运行，电气机械、汽车继续快速增长。11 月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%，快于规模以上工业 4.4、3.8 个百分点，装备制造业连续 5 个月保持 10%以上增长。电气机械、汽车、金属制品和通用设备分别增长 18.0%、11.1%、13.8%和 10.2%，工业机器人、新能源汽车和微型电子计算机同比分别增长 31.7%、99.0%和 25.4%。

2）海外疫情反复，中国出口超预期，促进相关行业生产。11 月医药制造业增加值同比增长 13.6%，较上月上升 5.4 个百分点。

图表：工业生产维持在正常水平



资料来源：Wind，恒大研究院

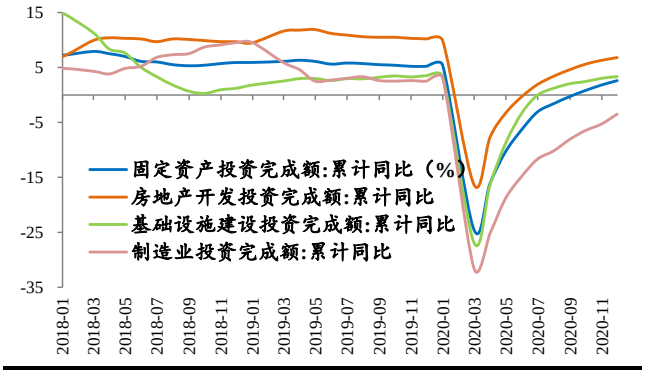
三、固定资产投资持续恢复，高技术产业投资增长较快

1-11 月固定资产投资累计同比 2.6%，较 1-10 月上升 0.8 个百分点。分投资主体看，1-11 月民间固定资产投资累计同比 0.2%，较 1-10 月上升 0.9 个百分点，增速年内首度转正；国有控股企业固定资产投资累计同比 5.6%，较 1-10 月上升 0.7 个百分点。

1-11 月高技术产业投资同比增长 11.8%，较 1-10 月加快 2.1 个百分点。高技术产业投资中，其中高技术制造业和高技术服务业 1-11 月投资

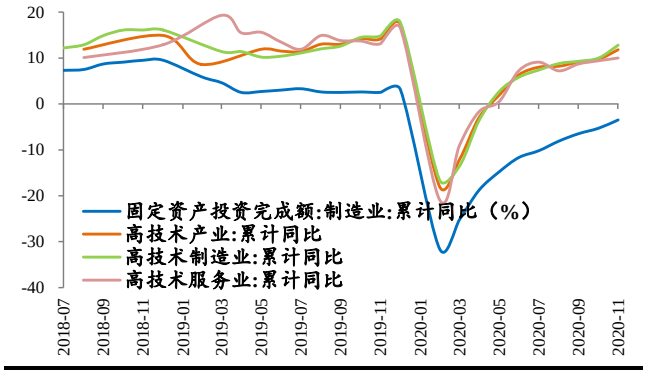
分别增长 12.8%、10.0%。高技术制造业中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 27.3%、20.4%；高技术服务业中，电子商务服务业、科技成果转化服务业投资分别增长 32.2%、17.5%。社会领域投资同比增长 11.2%，其中卫生、教育投资分别增长 26.1%、13.9%。

图表：固定资产投资持续恢复



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：高技术产业投资高增



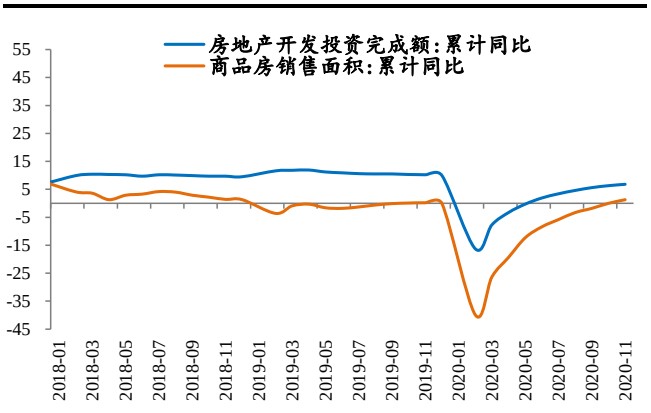
资料来源：Wind，恒大研究院

四、房地产投资和销售维持高增长，但边际放缓

11 月商品房销售面积和销售额当月同比分别为 12.0%和 18.6%，维持正增长，但分别较上月下滑 3.2 和 5.3 个百分点，边际放缓。房企通过降价促销、以价换量等政策加快销售回款，11 月房地产开发资金来源当月同比增长 17.2%，其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款当月同比增长 8.9%、20.0%和 14.6%。

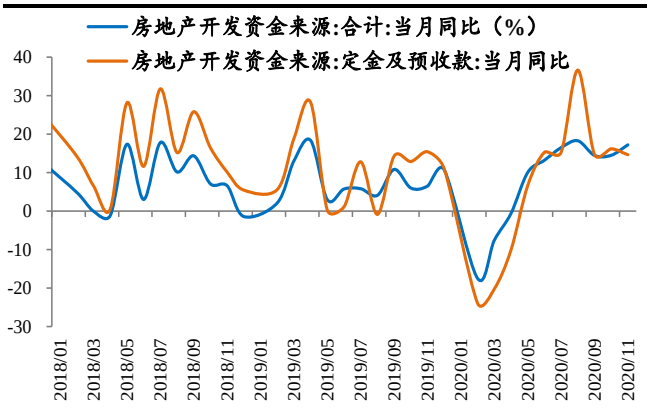
11 月房地产投资当月同比 10.9%，较上月下滑 1.8 个百分点；1-11 月累计同比 6.8%。土地市场整体量跌价升，土地购置面积当月同比增速为-15.6%，土地成交价款当月同比增长 22.8%。施工方面，房企加快施工拉动建安投资，11 月新开工和施工面积同比分别增长 4.1%和 11.9%，较上月上升 0.6 和 13.8 个百分点。

图表：房地产投资销售维持正增长，边际放缓



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：房企加快回款



资料来源：Wind，恒大研究院

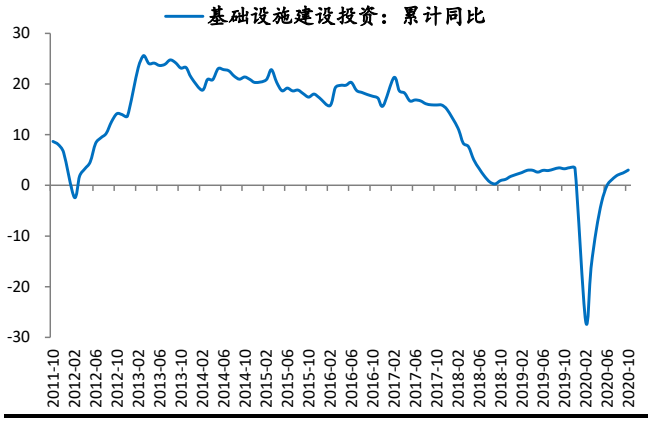
五、资金效应退却，基建投资有所回落

11 月基建投资（含水电燃气）当月同比 5.9%，较上月下滑 1.4 个百分点；1-11 月累计同比 3.3%。分行业看，电热燃水仍是主要支撑，水利环境设施投资边际改善。1-11 月电热燃水投资累计同比 17.5%；交运仓

储投资累计同比 2.0%，与上月相近；水利环境设施投资累计同比-0.3%，较 1-10 月上升 0.9 个百分点。交运仓储中，1-11 月铁路和道路累计投资同比增速分别为 2.0%和 2.2%，分别较上月下滑 1.2 和 0.5 个百分点。

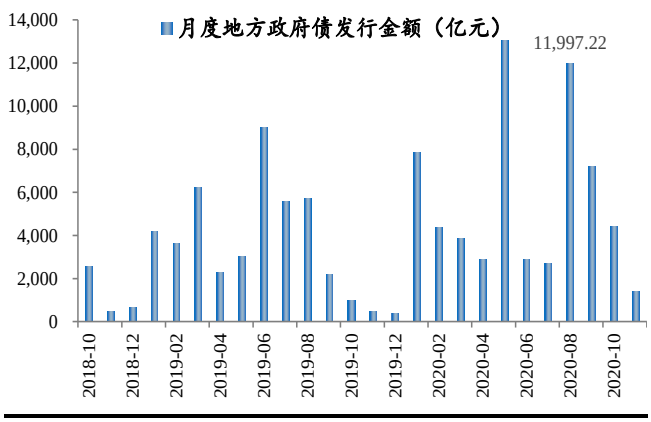
随着经济恢复，逆周期调节的必要性大幅下降，基建投资将见顶回落。1）截至 10 月底地方政府债券和已下达专项债额度已基本发行完毕，剩余尚未下达的专项额度特定用于补充中小银行资本金，因此后续基建投资中资金到位效应将消退。2）专项债对投向项目有较严格要求，优质基建项目储备不足，可能导致资金未被完全利用。3）1-10 月国家财政收入和财政支出累计同比分别为-5.5%和-0.6%，财政收支差额较去年同期增长 35.1%。

图表：基建投资边际放缓，资金效应开始退却



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：地方政府债券额度基本发行完毕



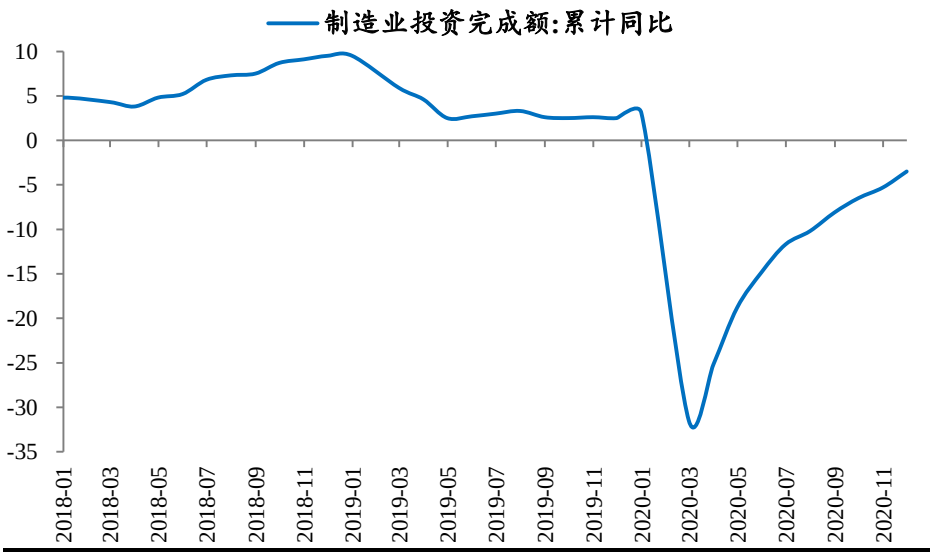
资料来源：Wind，恒大研究院

六、制造业投资修复明显

11 月制造业投资当月同比 12.5%，较上月上升 8.8 个百分点；1-11 月累计同比-3.5%。中下游尤其是出口相关行业投资增速较高，11 月农副食品加工、食品制造、纺织业、化学原料及化学制品制造业、医药制造、金属制品、专用设备、运输设备和电子设备制造业当月投资增速分别为 14.5%、19.2%、13.8%、26.4%、76.0%、12.6%、13.2%、19.1%和 36.4%。

企业盈利、出口和地产投资带动制造业投资快速修复。5 月工业企业当月利润总额同比转正以来，工业企业利润持续修复，10 月工业企业利润总额同比增长 50.4%，企业投资意愿和能力增强；出口和地产投资的持续高景气度修复企业预期，提振制造业投资。

图表：制造业投资快速上升



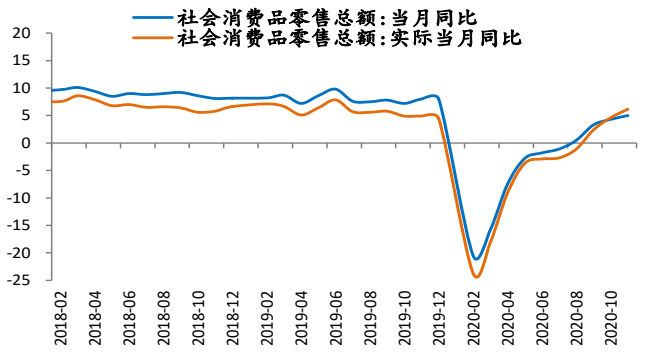
资料来源：Wind，恒大研究院

七、消费仍然低迷，就业形势严峻

11 月社会消费品零售总额同比增长 5.0%，较上月上升 0.7 个百分点，但仍低于去年同期 3 个百分点；除汽车以外的消费品零售同比增长 4.2%。分消费类型看，双十一促销带动商品零售增速加快恢复，餐饮消费增速由正转负。11 月商品零售同比增长 5.8%，较上月上升 1.0 个百分点；餐饮消费同比下降 0.6%。升级类消费品增长较快，华为、苹果等新品发布推迟带动手机销售增长，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%，较上月上升 35.5、14.0 和 8.1 个百分点。必需品消费保持高位运行，粮油食品、饮料和烟酒消费同比分别为 7.7%、21.6%和 11.4%。汽车消费维持高增速，同比 11.8%。装修需求持续释放，支撑地产产业链下游消费，建筑装潢材料同比分别为 7.1%，较上月上升 2.9 个百分点。

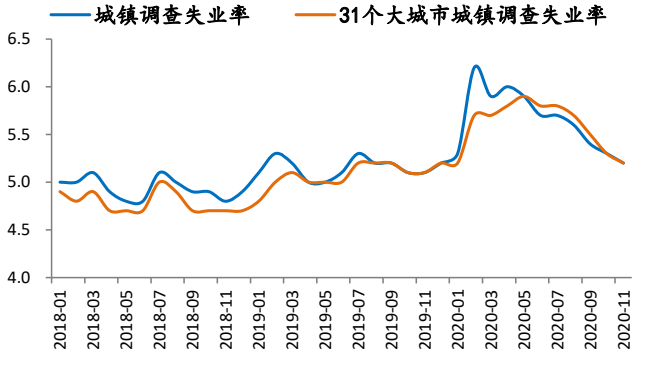
就业形势严峻和居民收入下滑制约消费反弹，重视稳就业。1-11 月全国城镇新增就业 1099 万人，较去年同期少增 180 万人，累计同比-14.1%；11 月全国城镇调查失业率 5.2%，较去年同期高 0.1 个百分点。其中，25-59 岁人口调查失业率为 4.7%，较去年同期高 0.1 个百分点。前三季度全国居民人均可支配收入实际累计同比增长 0.6%，较去年同期下降 5.5 个百分点。

图表：消费缓慢修复



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：就业形势严峻



资料来源：Wind，恒大研究院

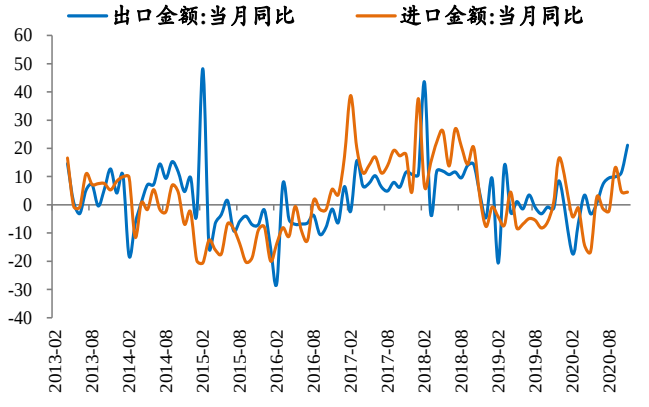
八、出口增速再创新高，外需持续回暖

11 月中国出口（以美元计）同比增长 21.1%，较上月上升 9.7 个百分点，再创新高。主因外需回升、海外疫情形势严峻、出口替代效应持续、以及汇率变动。11 月全球综合 PMI 为 53.1%，美、欧制造业 PMI 为 57.5%和 53.8%，均在荣枯线以上，外需持续恢复。海运需求旺盛印证外需回升，上海航运交易所发布的中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）处于 2002 年以来高位。11 月出口金额的平均美元兑人民币汇率为 6.71，较去年同期下降 5.1%。

分产品看，主要出口产品出口增速均显著上升。11 月高新技术产品、机电产品和七大劳动密集型产品出口同比分别为 21.1%、25.0%和 24.8%，分别较上月上升 16.9、12.1 和 7.1 个百分点。其中，纺织纱线、塑料制品和医疗仪器及器械等防疫物资 11 月出口同比分别为 21.0%、112.9%和 38.2%，分别较上月上升 6.1、15.0 和 8.2 个百分点。家具、玩具等居家用品 11 月出口同比分别为 41.9%和 49.9%，较上月上升 9.6 和 27.5 个百分点，与圣诞节提前囤货有关。**分地区看，对美、欧等经济体出口显著上升，**11 月对美国、欧盟出口同比分别为 46.1%和 8.6%，分别较上月上升 23.6 和 15.7 个百分点，对美出口金额达到数据历史以来最高点。

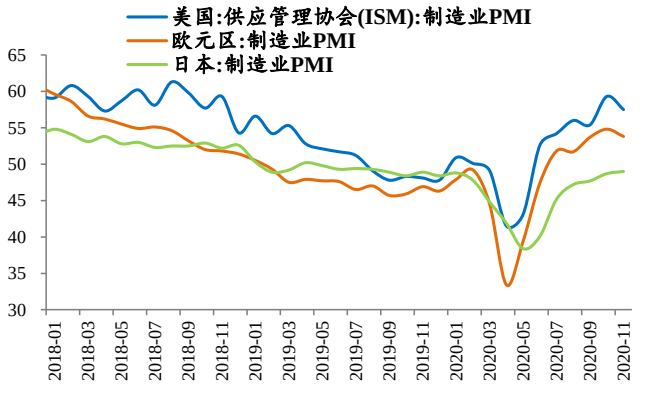
11 月中国进口（以美元计）同比增长 4.5%，较上月下滑 0.2 个百分点。除高新技术产品外进口均较上月有所下滑，大宗商品进口同比为负。11 月农产品、机电产品和大宗商品进口金额同比分别为 11.2%、10.7%和-10.1%，较上月下滑 11.1、1.9 和 2.1 个百分点。其中，占大宗商品比重较大的原油 11 月进口金额同比-34.4%、量价齐跌，大幅拖累大宗商品进口；铁矿砂和铜材进口金额同比分别为 43.4%和 31.1%。11 月中国大豆进口金额增长 21.3%，较上月下滑 22.7 个百分点。

图表：出口增速再创新高



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美欧制造业 PMI 在枯荣线以上



资料来源：Wind，恒大研究院

九、信用扩张放缓

11 月社融增速 13.6%，环比回落 0.1 个百分点，信用扩张周期迎来下行拐点。11 月新增社会融资规模 2.13 万亿元，同比多增 1406 亿元。存量社融规模 283.25 万亿元，同比增速 13.6%，环比回落 0.1 个百分点。

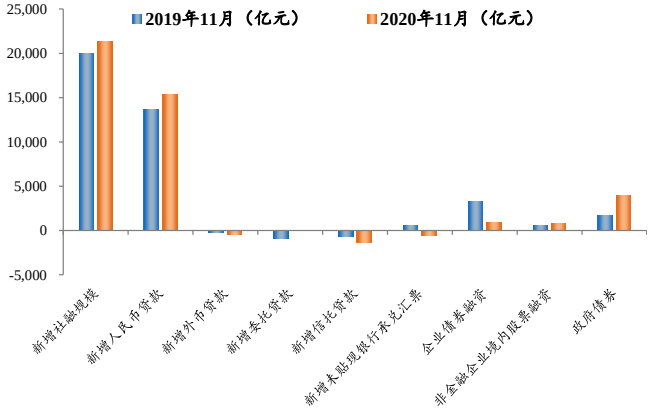
从社融结构看，政府债券、信贷延续多增，但边际减弱。信用违约风险冲击下企业债券融资明显回落，监管加强、非标压降节奏加快，构成主要拖累。11 月新增政府债券融资 4000 亿元，同比多增 2284 亿元，仍是社融主要支撑；新增人民币贷款 1.53 万亿元，同比多增 1676 亿元；表外

融资减少 2044 亿元，同比多减 981 亿元；新增企业债券融资 862 亿元，同比、环比分别少增 2468 亿元、少增 1660 亿元；新增股票融资 771 亿元，同比多增 247 亿元。

从信贷结构看，企业和居民杠杆基本平稳。出口高增、制造业投资继续恢复、地产基建保持韧性，带动实体投融资需求回升，企业中长期贷款仍是主要支撑；短期与中长期居民贷款均延续多增。11 月新增企业贷款 7812 亿元，同比多增 1018 亿元；短期贷款、中长期贷款、票据融资分别少增 909 亿元、多增 1681 亿元、微增 180 亿元；新增居民贷款 7534 亿元，同比多增 703 亿元。

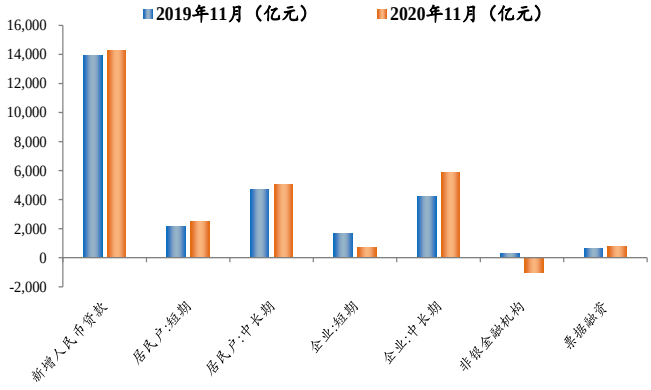
11 月 M2 同比增速 10.7%，环比提升 0.2 个百分点。年末财政投放节奏加快，信贷投放节奏平稳，共同支撑 M2 增速小幅提升。**从结构来看，**1）企业存款增加 8483 亿元，同比少增 173 亿元。居民存款增加 6334 亿元，同比多增 3868 亿元。2）财政存款减少 1857 亿元，环比大幅多减 1 万亿元，年末财政投放节奏明显加快。**M1 同比增速 10.0%，环比提升 0.9 个百分点，M2-M1 剪刀差收窄至 0.7%，为 2018 年 3 月以来最低。交易性需求持续恢复，实体经济活跃度继续上升。**

图表：11 月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：11 月新增信贷结构



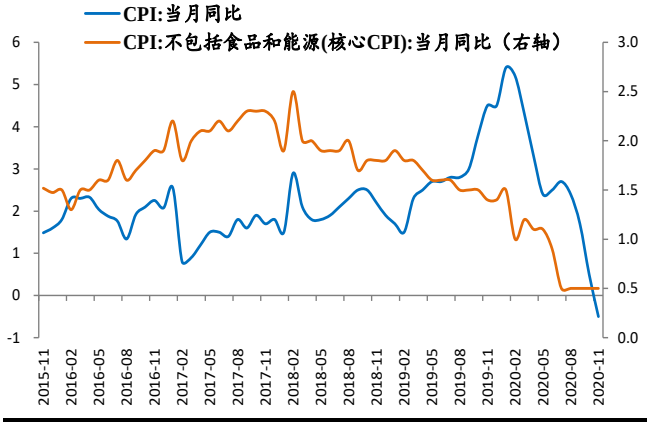
资料来源：Wind，恒大研究院

十、猪周期下行拖累 CPI 由涨转跌，经济周期上升拉动 PPI 缓慢回升

11 月 CPI 同比-0.5%，较上月下降 1 个百分点；环比-0.6%，较上月下降 0.3 个百分点。猪周期下行拖累 CPI 由涨转跌。食品价格同比-2.0%，较上月下滑 4.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点，主因食品供给端改善。其中，**受猪肉生产恢复、供给改善影响，猪肉价格下降 12.5%，降幅比上月扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点，是拖累 CPI 下行的主要因素。**非食品中，衣着、居住和交通和通信价格分别下降 0.3%、0.6%和 3.9%，医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 1.5%和 1.0%。

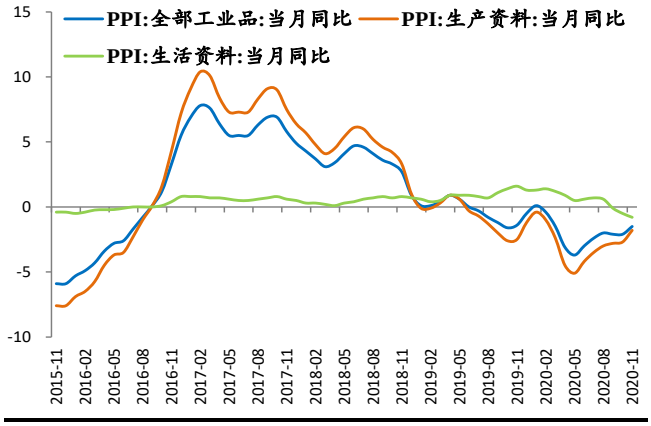
11 月 PPI 同比-1.5%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点；环比 0.5%。出口和投资恢复带动金属相关行业价格上涨。其中，有色金属冶炼和压延加工业价格同比上涨 4.1%，较上个月上升 1.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格同比上涨 2.0%，较上个月上升 1.7 个百分点。石油、煤炭及其他燃料加工业价格同比下降 16.3%，降幅收窄 2.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格同比下降 3.0%，降幅收窄 3.0 个百分点；煤炭开采和洗选业价格同比降 2.9%，降幅收窄 2.6 个百分点。

图表：猪周期下行拖累 CPI 由涨转跌，核心 CPI 低



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：出口和投资拉动 PPI 缓慢上涨



资料来源：Wind，恒大研究院

十一、制造业 PMI 全面改善，非制造业 PMI 稳步回升

11 月制造业 PMI 为 52.1%，较上月上升 0.7 个百分点，连续九个月高于荣枯线。

1）供需关系改善，外需持续回暖。11 月生产指数为 54.7%，较上月上升 0.8 个百分点；新订单指数为 53.9%，较上月上升 1.1 个百分点；新出口订单指数为 51.5%，较上月上升 0.5 个百分点，连续三个月高于荣枯线。

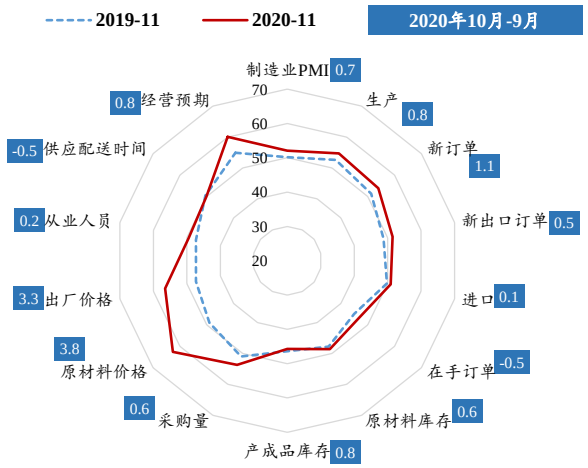
2）小型企业恢复基础不牢，仍需政策纾困。大中小型企业 PMI 分别为 53.0%、52.0%和 50.1%，较上月上升 0.4、1.4 和 0.7 个百分点。小型企业生产指数和新订单指数分别为 51.8%和 50.5%，分别较上月上升 0.1 和 0.8 个百分点，供需两端有所恢复。但恢复基础不牢，资金紧张的小型企业占比为 42.3%，仍需政策纾困。

11 月非制造业商务活动指数为 56.4%，较上月上升 0.2 个百分点，连续九个月高于荣枯线。

1）建筑业高景气。建筑业商务活动指数为 60.5%，连续八个月处于 59%以上，维持高景气。建筑业生产活动有所加快，建筑业新订单指数为 54.0%，较上月上升 0.9 个百分点；从业人员指数为 54.4%，较上月上升 1.2 个百分点，反映建筑业企业为满足生产需要，用工需求有所增加。

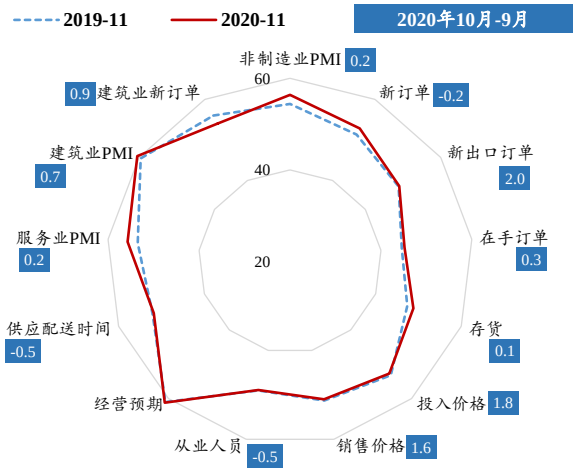
2）服务业稳步恢复。服务业商务活动指数为 55.7%，较上月上升 0.2 个百分点，稳步恢复。铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、金融等行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间，业务总量明显增长；房地产、生态保护及环境治理等行业商务活动指数降至临界点以下，景气度有所回落。

图表：制造业 PMI 全面改善



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：非制造业 PMI 稳步回升



资料来源：Wind，泽平宏观

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com