总量研究中心

11 月经济数据点评

宏观经济点评

消费、制造业回升，地产、基建减速

数据：11 月固定资产投资累计同比 2.6%（前值 1.8%）；11 月社会消费品零售总额当月同比 5.0%（前值 4.3%），累计同比-4.8%（前值-5.9%）；11 月工业增加值当月同比 7.0%（前值 6.9%），累计同比 2.3%（前值 1.8%）。

1、固定资产投资当月同比继续上升，累计同比扩张。其中，制造业投资改善幅度加快，基建和房地产投资有所边际趋缓。往前看，基建投资上升方向确定，但空间相对有限；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。具体来看：**（1）基建投资当月同比回落，累计同比继续扩张。**分项来看，电热燃水生产和供应业、铁路运输、道路运输业同比有所放缓，水利、环境和公共设施管理业降幅继续收窄。**（2）制造业投资当月同比加速扩张，累计同比继续改善。**其中，计算机、通信和电子设备制造业同比改善加快，医药制造业同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业（-10%），专用设备制造业（-5.5%），装备制造业表现则相对较差。**（3）房地产投资累计同比继续改善，当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。**经济逐步恢复正常化，商品房销售面积、销售额当月增速较前值增速放缓，但房地产开发资金来源累计同比继续改善。

2、社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条继续改善，石油制品消费依然相对偏弱。

3、11 月工业生产当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回落，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比较前值扩张增速回升。

4、就业：失业率继续回落，就业压力逐步缓解。11 月全国城镇调查失业率为 5.2%，环比下降 0.1pct，就业压力逐步缓解。

5、总体来看，11 月经济数据表明经济内生动力在继续加强，表现在消费、制造业投资回升幅度加快，但地产、基建边际出现减速迹象。具体来看：（1）社零增速回升，消费继续改善。一方面，汽车销售连续五个月保持高位，是支撑社零的部分因素；另一方面，扣除汽车以后，社零增速相对上月继续回升，特别是餐饮增速虽较上月有所回落，但连续三个月保持正值，与服务业生产指数高增相一致，表明疫情对服务类消费的制约正在逐步减轻。往前看，随着就业改善传导至收入，消费改善力度或有所加快。**（2）制造业投资继续改善，后续改善幅度将有所加快。**随着需求改善、价格回升，企业利润扩张也在逐步加快，库存逐步去化到补库存，海外需求也构成支撑，制造业投资降幅不断收窄；四季度制造业投资修复将有所加快，但由于此前降幅偏大，预计全年累计同比仍为负增长，预计后续制造业投资改善幅度将有所加快。**（3）房地产出现边际减速迹象，逐渐接近高点。**一方面，11 月房地产销售同比继续回升（1.3%），但考虑到政策严调控房地产的方向明确，地产销售数据大幅好转难以看到，将对地产销售-新开工-施工链条产生制约；另一方面，从房地产投资的构成来看，建安投资预计将有所回升，但不会达到去年高位，叠加土地购置费的逐步趋缓，房地产投资总体大幅向上可能性相对有限。**（4）基建投资边际趋缓，上升方向确定，但空间相对有限。**经济复苏进入后期，内生动力（消费、制造业投资）逐步加强，大幅通过政府支出来弥补私人部门支出的必要性相对下降。叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资上升方向确定，但空间相对有限。**（5）政策回归常态化，但对市场冲击或相对有限。**当前经济内生动能明显加强，经济回归常态化的同时，政策也在逐步回归常态化。展望明年，我们预计货币政策会相对保持平稳，常态化操作以保证流动性合理充裕，信用增速将明显放缓；预计财政赤字率从今年的 3.6%以上降至 3%以下，地方政府专项债券规模可能在 3 万亿元左右。**我们认为政策常态化回归将是渐进的，市场不必过于担心宽松政策过快退出的问题。**

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1：11 月经济数据点评

国金宏观11月经济数据点评：消费、制造业回升，地产、基建减速					
经济指标	单月增速（%）		累计增速（%）		数据描述与趋势判断
	10月	11月	1-10月	1-11月	
社零	4.3	5.0	(5.9)	(4.8)	**社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条继续改善，石油制品消费依然相对偏弱。**社零当月同比继续回升，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所加快；分项来看，汽车销售保持高增速，地产链条中，家用电器、建筑装潢继续改善；其他方面，通讯消费、医药类消费相对稳定，石油制品消费相对偏弱。
投资	11.1	20.5	1.8	2.6	**固定资产投资当月同比继续上升，累计同比扩张。其中，制造业投资改善幅度加快，基建和房地产投资有所边际趋缓。**往前看，基建投资上升方向确定，但空间相对有限；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。
民间投资	7.2	21.6	(0.7)	0.2	**民间投资当月同比明显扩张，累计同比由负转正。**与制造业投资相一致，恢复有所加快。
基建投资	7.3	5.9	3.0	3.3	**基建投资当月同比回落，累计同比继续扩张。**分项来看，电热燃水生产和供应业、铁路运输、道路运输业同比有所放缓，水利、环境和公共设施管理业降幅继续收窄。**往前看，考虑到经济逐步恢复正常化，叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资上升方向确定，但空间相对有限。**
制造业投资	3.7	12.5	(5.3)	(3.5)	**制造业投资当月同比加速扩张，累计同比继续改善。**其中，计算机、通信和电子设备制造业同比改善加快，医药制造业同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业（-10%），专用设备制造业（-5.5%），装备制造业表现则相对较差。**未来看，制造业投资将进一步改善。**
房地产投资	12.2	11.5	6.3	6.8	**房地产投资累计同比继续改善，当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。**经济逐步恢复正常化，商品房销售面积、销售额当月增速较前值增速放缓，但房地产开发资金来源累计同比继续改善。
新开工面积	3.5	4.1	(2.6)	(2.0)	新开工面积当月同比涨幅扩大，与此同时累计同比跌幅收窄。
资金来源	14.5	17.2	5.5	6.5	**房地产开发资金当月同比较前值涨幅扩大，累计同比涨幅扩大。**利用外资、自筹资金、个人按揭当月同比涨幅扩大，其中利用外资同比由负转正；定金当月同比涨幅放缓。
商品房销售面积	15.3	12.1	0.0	1.3	**商品房销售面积、销售额当月增速较前值涨幅放缓，累计同比持续改善。**整体来看，房地产销售活动增速扩张放缓。
商品房销售额	23.9	18.6	5.8	7.2	
出口	11.4	21.1	0.5	2.5	**出口继续扩张，进口有所回落。**11月出口同比增加21.1%，继续刷新年内新高。主要源于两方面因素，一是欧美经济复苏带来的全球经济重启，二是国内生产改善明显。11月进口有所回落，同比4.5%，主要与去年基数相对较高有关，从数据来看，中美贸易协议的推进，叠加国内经济复苏，投资拉动，进口有望保持相对稳定。
进口	4.7	4.5	(2.3)	(1.6)	
工业增加值	6.9	7.0	1.8	2.3	**11月工业生产当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。**从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回落，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比较前值扩张增速回升。
出口交货值	4.3	9.1	(2.2)	(1.2)	**出口交货值当月同比较前值大幅回升，累计同比跌幅收窄。**
发电量	4.6	6.8	1.4	2.0	**发电量当月同比涨幅高于前值，累计同比持续扩张。**
粗钢产量	12.7	8.0	5.5	5.5	**粗钢产量当月同比涨幅较前值回落，累计同比持平于前值。**表明钢厂开工积极度有所回落。
M1	-	-	9.1	10.0	**社融增速或逐步见顶。**信贷：信贷总量季节性扩张；结构上，居民贷款中长期贷款相对稳定，企业中长期贷款保持高增。社融：信贷季节性回升。受信用事件冲击影响，企业债融资明显回落；由于监管治理市场乱象，融资类信托压降，表外融资中委托贷款和信托贷款继续减少；政府债券有所减少。M2：居民、企业存款季节性回升；M1增速继续回升，企业资金状况相对较好，M2增速回升。
M2	-	-	10.5	10.7	
信贷（万亿）	0.7	1.4	16.9	18.4	
社融（万亿）	1.4	2.1	31.0	33.1	
CPI	0.5	-0.5	3.0	2.7	**CPI通缩，PPI降幅继续收窄。**11月CPI同比-0.5%，涨幅回落1.0个百分点，继2009年10月以来首次由涨转跌；食品价格走弱，猪肉价格跌幅扩大9.7个百分点，推动CPI回落。11月PPI当月同比-1.5%，收窄0.6个百分点，环比上涨0.5%，主要原因在于工业生产稳定恢复，市场需求持续回暖，煤炭和化学原料等工业品行业明显回暖。国内市场需求缓慢恢复，煤炭、化学原料、非金属等多种工业品价格明显上涨。
PPI	-2.1	-1.5	-2.0	-2.0	
制造业PMI	51.4	52.1	-	-	**制造业加速扩张，内外需继续复苏。**11月制造业PMI相对上月上升0.7个百分点，创2017年10月以来的新高。需求改善有所加快，价格环比继续回升。11月非制造业商务活动指数上升，其中服务业复苏势头强劲，建筑业高位回升。
非制造业PMI	56.2	56.4	-	-	
综合PMI	55.3	55.7	-	-	
数据来源：央行、统计局、海关总署，Wind，国金宏观整理（边泉水/段小乐/邵鼎荣/杨一凡）					

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

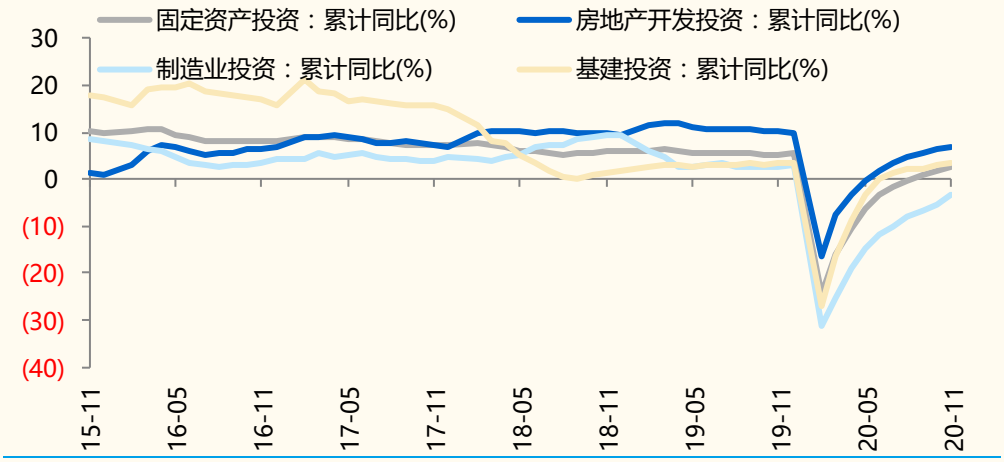
1、固定资产投资当月同比继续上升，累计同比扩张。其中，制造业投资改善幅度加快，基建和房地产投资有所边际趋缓。往前看，基建投资上升方向确定，但空间相对有限；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。

（1）基建投资当月同比回落，累计同比继续扩张。分项来看，电热燃水生产和供应业、铁路运输、道路运输业同比有所放缓，水利、环境和公共设施管理业降幅继续收窄。**往前看，考虑到经济逐步恢复正常化，叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资上升方向确定，但空间相对有限。**具体来看：1）交运行业累计同比小幅回落至 2.0%（前值 2.1%），其中铁路运输业增速涨幅缩小至 2.0%（前值 3.2%），道路运输业累计同比涨幅缩小至 2.2%（前值 2.7%）；2）水利大环保行业累计同比跌幅收窄至-0.3%（前值-1.2%），其中权重最大的公共设施管理业增速-1.8%（前值-2.5%），水利管理业增速 3.1%（前值 2.7%）。

（2）制造业投资当月同比加速扩张，累计同比继续改善。其中，计算机、通信和电子设备制造业同比改善加快，医药制造业同比回升幅度较大；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业（-10%），专用设备制造业（-5.5%），装备制造业表现则相对较差。**未来看，制造业投资将进一步改善。**具体来看，1）新兴行业中，医药制造业累计涨幅扩大至 27.3%（前值 22.8%），计算机通信行业累计同比上升 14.5%（前值 12.0%）；2）装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅收窄-15.1%（前值-15.4%），运输设备行业累计同比 0%（前值-2.5%）；3）通用专用设备业中，通用设备累计同比跌幅收窄至-10.0%（前值-10.9%），专用设备累计同比跌幅收窄至-5.5%（前值-7.7%）；4）轻工行业中，农副食品加工业累计同比降幅收窄至-1.8%（前值-3.9%），食品制造累计同比-1.0%（前值-3.2%）；5）传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比-2.9%（前值-4.4%）。

（3）房地产投资累计同比继续改善，当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积、销售额当月增速较前值增速放缓，但房地产开发资金来源累计同比继续改善。

图表 2：固定资产投资累计同比继续扩张



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、11 月工业生产当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回落，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比较前值扩张增速回升。粗钢产量当月同比涨幅较前值回落，累计同比持平于前值。表明钢厂开工积极度有所回落。

（1）从结构来看，采矿业当月同比涨幅较前值回落，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业当月同比较前值扩张增速回升。采矿业累计同比 0%（前值-0.2%），制造业累计同比扩大至 2.9%（前值 2.4%），公用事业部门累计同比涨幅扩大至 1.5%（前值 1.1%）。

（2）从制造业内部结构上看，汽车、电子机械、专用设备和黑色金属改善明显。

1）新兴产业涨幅扩大。其中化学原料累计同比 2.9%（前值 2.3%），医药制造业累计同比涨幅扩大至 2.9%（前值 3.5%），计算机、通信和电子行业累计同比回升至 7.2%（前值 6.9%）。

2）装备制造业继续改善。其中汽车累计同比 6.3%（前值 5.6%），金属制品业累计同比 4.3%（前值 3.1%），运输设备业累计同比-1.4%（前值-1.9%），电气机械器材业当月同比 8.1%（前值 7.0%）。

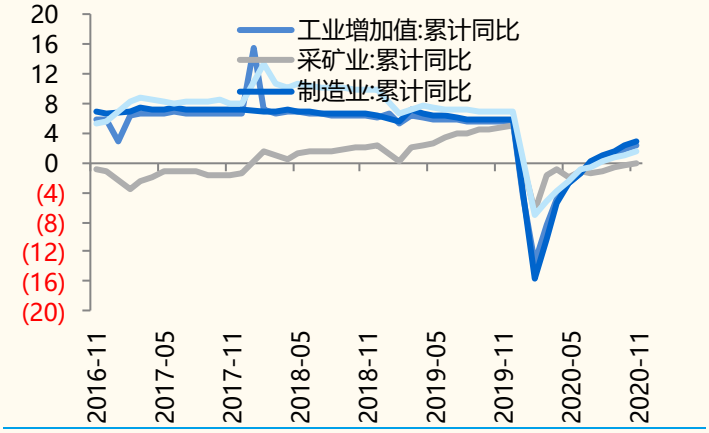
3）通用专用设备制造业同比改善。其中通用设备制造业累计同比 4.4%（前值 3.7%），专用设备制造业累计同比 6.0%（前值 5.4%）。

4）轻工业整体继续改善。其中农副食品加工业累计同比收窄至-1.9%（前值-2.5%），食品制造累计同比 1.4%（前值 1.3%），纺织业工业累计同比收窄至 0.2%（前值-0.5%）。

5）传统制造业继续改善。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值累计同比升至 6.3%（前值5.9%），有色金属冶炼及压延加工业累计同比2.4%（前值2.2%），非金属矿物制品业累计同比 2.3%（前值 1.7%）。

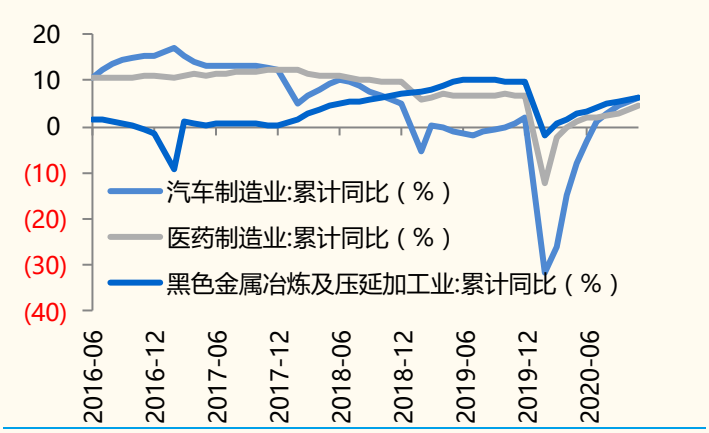
（3）规模以上工业企业出口交货累计同比跌幅收窄。规模以上出口交货值累计同比收窄至-1.2%（前值-2.2%）。

图表 3：工业增加值同比上升（%）



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：制造业工业增加值同比上升（%）



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

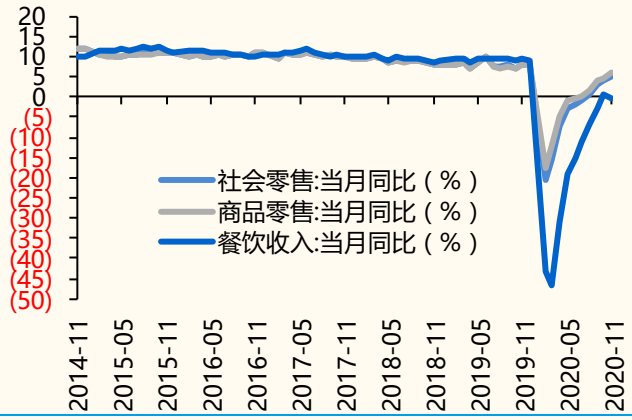
4、社零当月同比继续回升，累计同比跌幅继续收窄。其中汽车消费保持高增速，地产链条继续改善，石油制品消费依然相对偏弱。社零当月同比继续回升，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所加快；分项来看，汽车销售保持高增速，地产链条中，家用电器、建筑装潢继续改善；其他方面，通讯消费、医药类消费相对稳定，石油制品消费相对偏弱。

（1）地产链条类总体修复明显，家电表现明显。建筑装潢材料当月同比 7.1%（前值 4.2%）；家具当月同比-2.2%（前值 1.3%）；家电当月同比 5.1%（前值 2.7%）。

（2）升级型消费稳步修复，通讯类消费大幅扩张。通讯类消费 43.6%（前值 8.1%）；中西药同比涨幅扩大至 12.8%（前值 10.8%）；石油及制品类消费跌幅为-11.0%（前值-11.0%）。

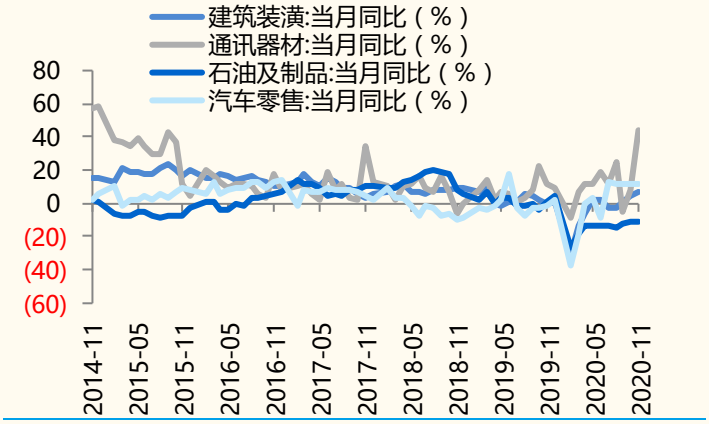
（3）汽车消费保持高位。汽车消费当月同比 11.8%（前值 12%）。

图表 5：消费继续修复



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：汽车消费保持高增速



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH