内外需求全面恢复驱动经济回升步伐加快

--11 月经济数据点评

植信投资研究院高级研究员 罗奂劼

国家统计局公布数据显示，11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 7.0%，创今年最快增速，连续 8 个月增长，环比增长 1.03%；社会消费品零售总额同比增长 5.0%，连续 4 个月增长，环比增长 1.31%；1-11 月，全国固定资产投资同比增长 2.6%，比 1-10 月份加快 0.8 个百分点，11 月份环比增长 2.80%。我们认为，在内外需求全面恢复的共同推动下，中国经济在四季度中的恢复速度有望进一步加快。

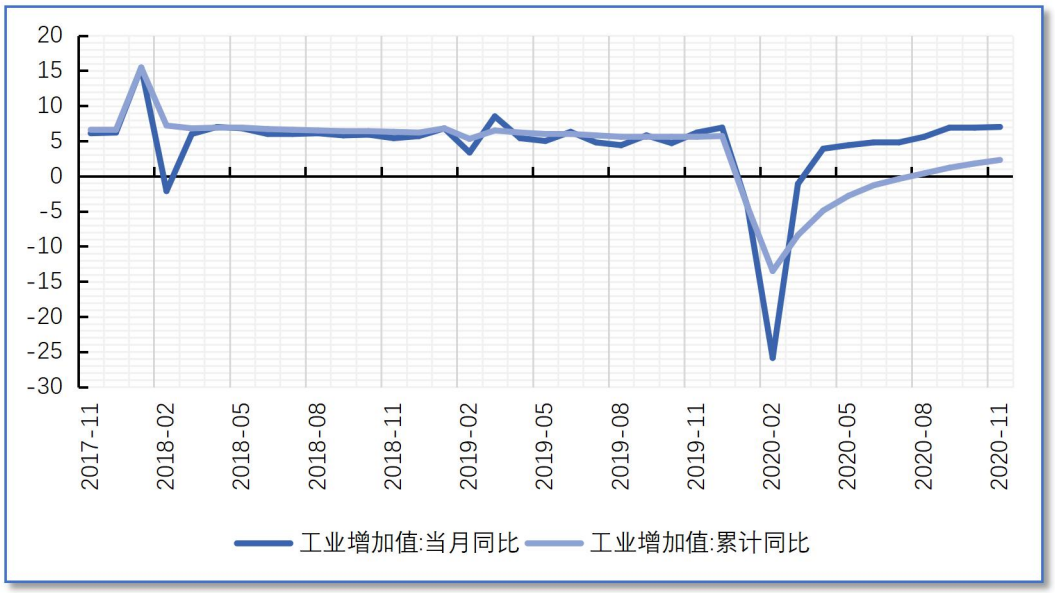
一、内外需求持续回暖，工业生产高位稳定

在北方出现大面积低温雨雪天气影响施工的情况下，工业增加值的同比增速进一步加快，并创下自 2019 年 4 月以来的新高，大超出市场预期，显示出工业增长的强劲势头。我们认为，内外部需求的持续改善仍然是带动工业继续回暖的主要因素。

从内需来看，无论是投资、消费还是进口，目前都处在持续改善的态势之中。11 月，多项反映工业生产的指标继续

表现出色。其中，制造业 PMI 及其生产、订单以及进出口分项指数均创下年内新高；规模以上工业企业发电量同比增长 6.8%；第二产业用电量同比增长 9.9%；粗钢产量同比增长 8.0%；生铁产量同比增长 4.7%；钢材产量同比增长 10.8%；素有“经济活动温度计”之称的挖掘机销量增长 66.9%，连续 8 个月增速超过 50%，火热程度不断。

图 1:工业增加值



资料来源：Wind，植信投资研究院

从外需来看，一方面海外主要经济体的制造业及其相关需求受到次轮疫情反弹的冲击力度明细弱于春季，另一方面，随着圣诞等假期的临近，在疫情的特殊时期，西方居家的过节方式进一步推升了“宅经济”需求的崛起。从 11 月工业生产的结构上也不难发现，中游制造业，尤其是出口相关行业持续回暖，出口交货值同比增速进一步扩大。

值得一提的是，随着疫情后期经济逐渐复苏，市场主体

经营状况逐渐改善，前 10 个月工业企业利润总额累计同比增长 0.7%，增速年内首次实现转正，也对企业扩大生产起到了积极作用。11 月工业生产增速的加快也得到了验证。

从当前情况来看，国内疫情的局部反弹和低温对于工业生产的拖累程度十分有限。预计 12 月工业继续处于高位增长的可能性较大。

二、消费继续复苏，升级趋势明显

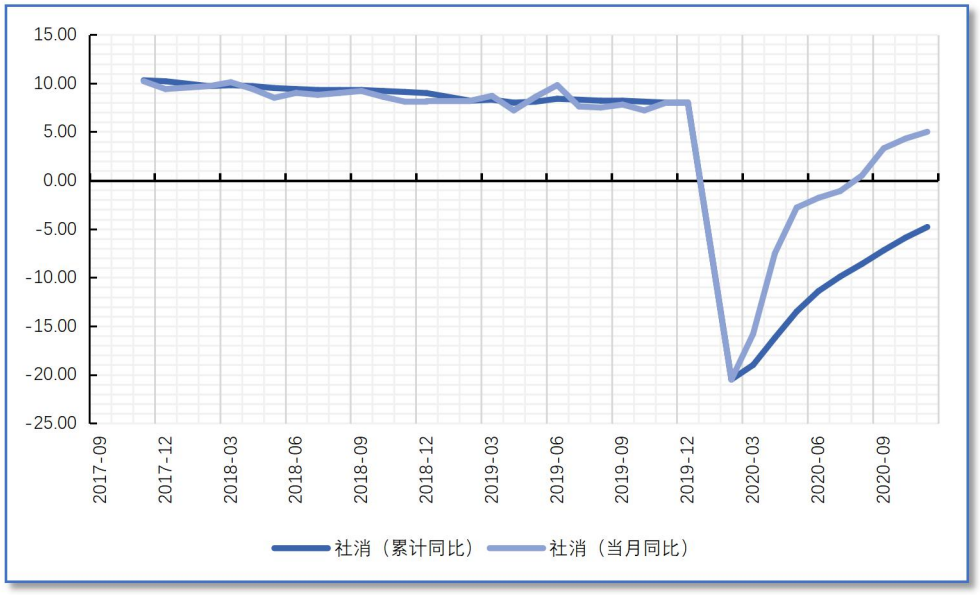
11 月的社会消费品零售呈现出必需消费多数下滑，可选消费保持平稳，升级消费快速增长的特定。在升级类消费商品中，通讯器材类、化妆品类和金银珠宝类分别同比增长 43.6%、32.3%和 24.8%，均创下多年新高。在可选类消费商品中，受购房需求旺盛影响，建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类消费分别同比增长 7.1%和 5.1%，涨幅较前月分别扩大 2.9 个和 2.4 个百分点。可选类和升级类商品的持续增长更能反映出国民经济内在自发活力的修复。

11 月，汽车消费同比增长 11.8%，增速比 9 月份放缓 0.2 个百分点，连续 5 个月保持两位数增长的成绩，依旧很好地扮演着拉动消费增长的角色。随着国民经济的持续稳定恢复，居民收入的增加带动消费信心增强，汽车换购需求持续释放，特别是在促进汽车消费政策的带动下，汽车市场销售持续回

暖的局面将延续。

与此同时，服务类消费仍然存在较大提升空间，餐饮收入继上月同比正增长后，本月又下降 0.6%。保持服务类消费的稳定增长是接下去的当务之急。

图 2:社会消费品零售



资料来源：Wind，植信投资研究院

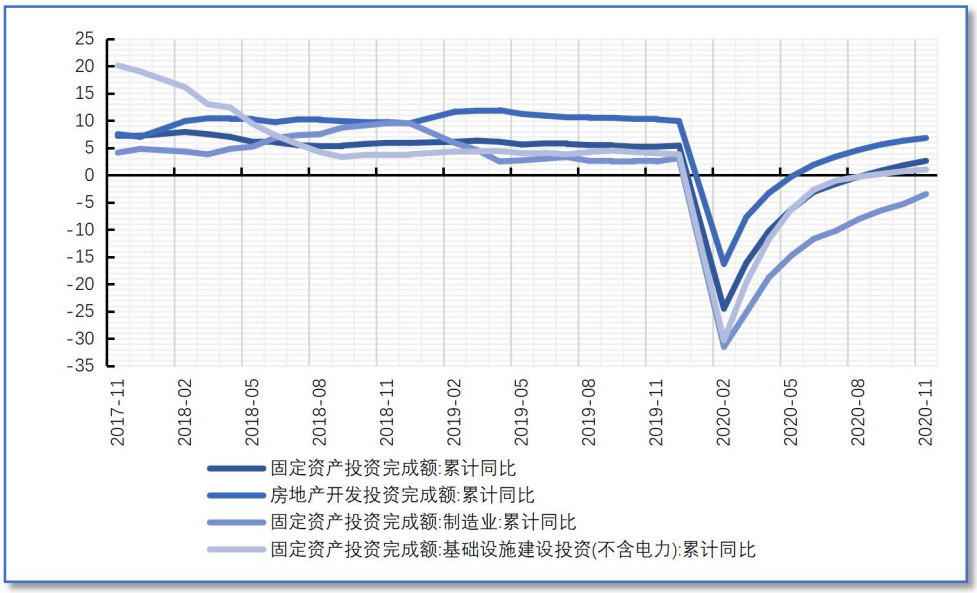
总体而言，虽然“双十一”在一定程度上起到了刺激消费的作用，但 11 月消费涨幅仍然明显不及预期，且继续大幅度低于去年同期水平，反映出有效需求仍然偏弱。在 2020 年仅仅剩余 1 个月的情况下，全年消费累计增速转正已无可能。扩大消费需求仍然是下阶段经济复苏的关键。

三、民间投资首次转正，制造业投资加速恢复

固定资产投资继续稳步恢复。从三大投资领域来看，1-11 月，基础设施投资同比增长 1.0%，比 1-10 月份加快 0.3 个百

分点；制造业投资下降 3.5%，降幅比 1-10 月份收窄 1.8 个百分点；房地产开发投资增长 6.8%，比 1-10 月份加快 0.5 个百分点。制造业投资继续加快修复，基建投资有韧性，地产投资稳步推进。此外，1-11 月，民间投资增长 0.2%，增速年内首次转正。

图 3:固定资产投资



资料来源：Wind，植信投资研究院

近几个月，随着外需的回暖，制造业投资的持续快速修复。与地产和基建投资有所不同，制造业投资有将近半数的资金来源都是民间投资。此外，外资、银行借贷、发债和股票等非政府性资金占比也非常高。而这些私营部门投资与否的一个重要判断依据就是企业盈利情况。简言之，企业盈利决定了投资回报，投资回报决定了私营部门投资意愿。在经济向好时期，制造业企业利润提升，会激发更多的投资意愿。民间固定资产投资一直对投资回报非常敏感，此次民间投资

年内首次回正，说明社会资本对国内实体部门的企业盈利预期予以肯定。不过在疫情反复的情况下，外需波动较大，且目前制造业累计增速仍位于负增长区间，转正还需时日。

房地产投资是由政府主导的驱动型经济恢复手段之一。疫情得到控制以来，房地产及其上下游产业链一直是国内经济的重要支撑。近几个月，施工和销售均较为旺盛，带动房地产投资继续加快。前 11 个月，房屋施工面积累计同比增长 3.2%，涨幅较前值扩大 0.2 个百分点。商品房销售面积累计同比增长 1.3%，涨幅较前值扩大 1.3 个百分点，反映出居民购房需求延续旺盛趋势。不过也要看到，“三道红线”等调控政策逐渐发挥效果，房地产企业融资约束增长，本年购置土地面积已经累计下降 5.2%，降幅较前 10 个月扩大 1.9 个百分点。总体而言，房地产投资平稳较快增长的趋势不变。

基建投资是另一大驱动型恢复手段。决定基建投资的主要因素是资金和项目。近期信贷结构持续优化，中长期信贷明显改善，加上政府债券资金逐渐落地，对基建投资形成了支撑，但地方财政收支缺口扩大，加之由于受项目审批、采集、开工影响，导致债务峰值与基建投资峰值往往有 3-6 个月的传导时滞，对短期内的基建投资形成一定制约，使得近期基建投资增速总体不及预期。

综合来看，11 月国民经济延续恢复态势，生产继续加快，

需求处于上升通道，但仍有较大提升空间。进入冬季，防控疫情反弹仍然是第一要务。在此基础上，经济发展要按照 12 月 11 日政治局的会议要求，继续深化供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。

免责申明：

本报告由植信投资研究院撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但植信投资研究院对这些信息的准确性及完整性不作何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，植信投资研究院可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。