民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

我们将迎来“经济强复苏+政策弱收紧”的组合

——点评 11 月经济数据

宏观事件点评 2020 年 12 月 16 日

报告摘要：

- **第一，经济复苏继续高歌猛进，11 月单月 GDP 增速超过 7%。**11 月中国经济延续了强劲复苏势头，按照我们构建的月度 GDP 指数，11 月单月 GDP 增速比 10 月提高 0.3 个百分点至 7.1%。自 2017 年下半年以来，时隔三年半之久，我们再次见证了中国经济增速回到 7%以上。

- **第二，工业和服务业共同推动中国经济创下新高。**工业增加值同比增长 7%，创下年内最佳表现。但这还不是结束，这是在去年 11 月高基数基础上取得的增长，考虑到 12 月基数并没那么高，12 月增速还能继续加快。背后驱动力是工业品需求仍然强劲，11 月工业企业产销率为 98.3%，继续明显高于往年同期。服务业生产指数同比增长 8%，连续两个月比工业表现还好。

- **第三，制造业当月投资爆发式增长，民间投资累计增速转正。**11 月制造业投资隐含的当月增速达到两位数以上（12.2%），比上月大幅加快了 8.7 个百分点。民间投资表现也很不错，累计增速首次转正。在内外需持续好转背景下，企业家投资意愿明显增强。房地产投资累计增速再创新高，但当月增速下行拐点出现。基建投资相对疲弱的局面没有改变。消费加速好转，剔除价格影响后的实际增速表现更好。

- **第四，我们将迎来“经济强复苏+政策弱收紧”的组合。**一来是经济强复苏，考虑到 10 月、11 月单月 GDP 增速分别为 6.8%、7.1%，预计四季度 GDP 增速为 7%左右，全年为 2.5%左右。二来是政策弱收紧，按照我们的推演，在 GDP 强劲复苏影响下，2020 年四季度和 2021 年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程，货币政策没有急剧收紧和持续收紧的必要。12 月 MLF 净投放 3500 亿，也显示政策不会太紧。

- **风险提示：**
  全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

相关研究

中国 11 月规模以上工业增加值同比 7%，预期 7%，前值 6.9%。

中国 11 月社会消费品零售总额同比 5%，预期 5%，前值 4.3%。

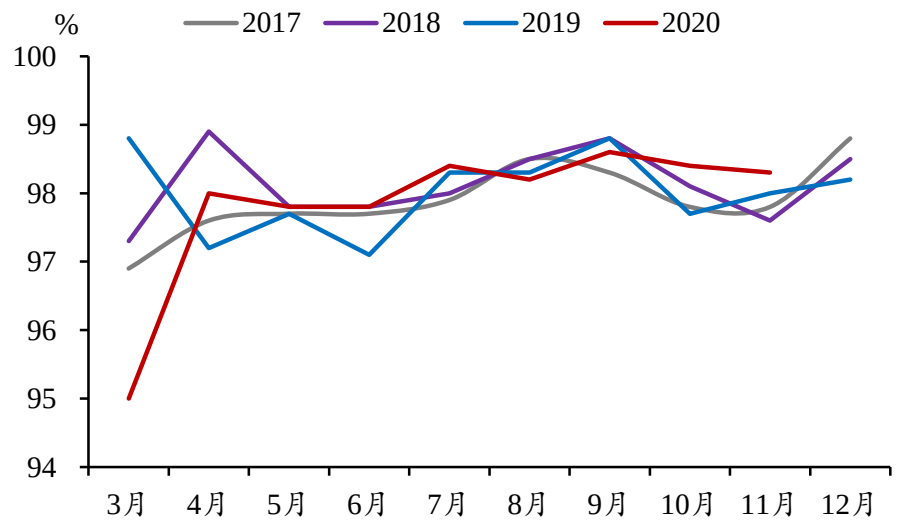
中国 1 至 11 月城镇固定资产投资同比 2.6%，预期 2.6%，前值 1.8%。

一、经济复苏继续高歌猛进，11 月单月 GDP 增速超过 7%

从生产法来看，工业和服务业延续了强势复苏势头，共同推动中国经济创下新高。

工业增加值增速创下年内最佳表现，但这还不是结束，12 月增速还能继续加快。11 月，规模以上工业增加值同比增长 7%，增速比上月加快 0.1 个百分点，截至目前已经是年内新高。难得之处在于，这是在高基数基础上取得的增长，去年同期工业增加值环比增速放在过去五年同期都是最高的存在，今年 11 月环比增速达到 1.03%，硬是比去年同期高出了 0.19 个百分点。考虑到 12 月基数并没那么高，工业增加值增速继续加快是顺理成章的事情。工业品的需求仍然强劲，11 月工业企业产销率为 98.3%，继续明显高于往年同期（图 1）。细分行业上，装备制造业和高技术制造业增速都是两位数增长，领跑整个工业部门。

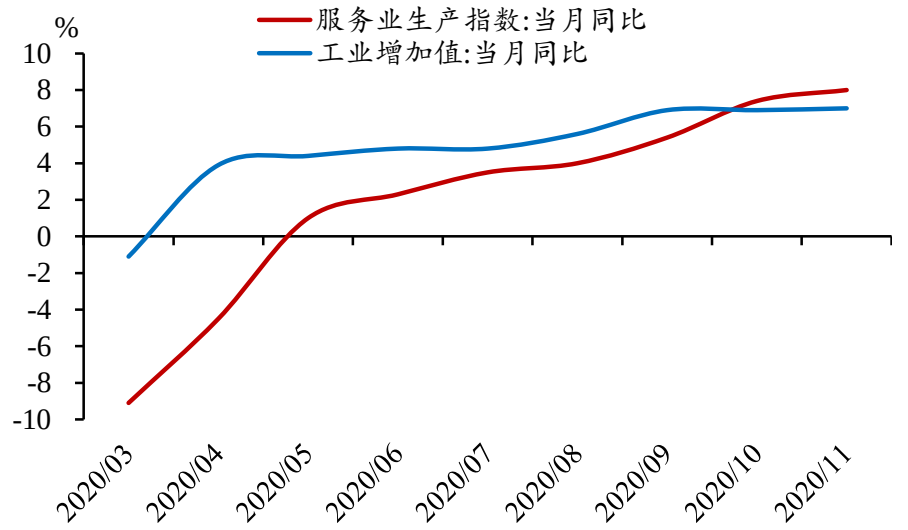
图 1：11 月工业企业产销率明显好于往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

服务业的复苏势头更加强劲，已经连续两个月比工业表现还好。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，不仅是年内，也是过去两年半以来的最佳表现（图 2）。其中，线下服务业增速虽然仍落后于整个服务部门，但正在加速回暖，11 月批发和零售业，租赁和商务服务业生产指数同比分别增长 6.5%、3.6%，均比 10 月份上升 1.8 个百分点；线上服务业继续领跑整个服务部门，铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、金融业等行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间。11 月服务业业务活动预期指数为 61.1%，连续 5 个月位于 61.0%以上高位景气区间，预示着服务业强势复苏势头有望继续延续。

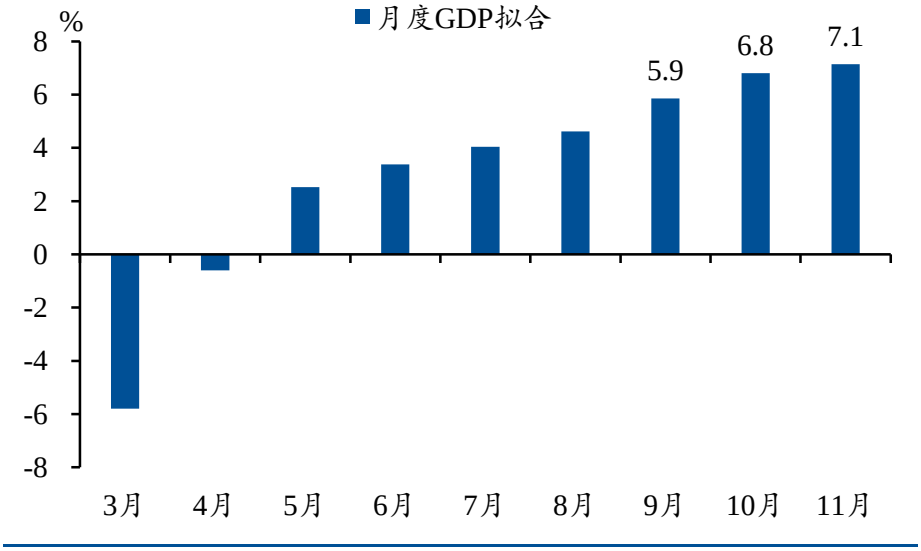
图 2：服务业的复苏势头更加强劲，已经连续两个月比工业表现还好



资料来源：Wind，民生证券研究院

11 月单月 GDP 增速达到 7.1%，这是 2017 年下半年以来首次回到 7%以上。按照我们构建的月度 GDP 指数，对月度工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和，可测得月度 GDP 增速。结果显示，11 月单月 GDP 增速为 7.1%，比上月加快 0.3 个百分点（图 3）。自 2017 年下半年以来，时隔三年半之久，我们再次见证了中国经济增速回到 7%以上。在此之前，很多人的一个担忧是后疫情时代经济难以报复性反弹，需要长时间才能回到正常轨道。现在看来，疫情深刻地改变了这个世界，得益于疫情防控有力，中国经济的优势得到放大，后疫情时代中国经济的报复性反弹正在实实在在地发生。

图 3：11 月单月 GDP 增速达到 7.1%，时隔三年半再次回到 7%以上



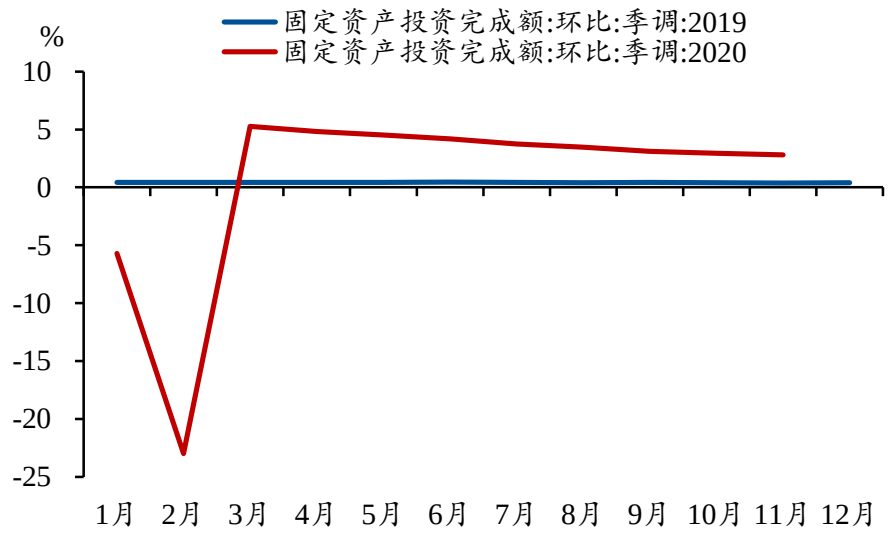
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、制造业当月投资爆发式增长，民间投资累计增速转正

整体固定资产投资增长符合预期。1-11 月，固定资产投资累计同比增长 2.6%，增

速比上月提高 0.8 个百分点，符合市场预期。从环比看，11 月增速为 2.8%，仍远高于去年同期（0.38%），显示投资仍处于不断修复过程中（图 4）。

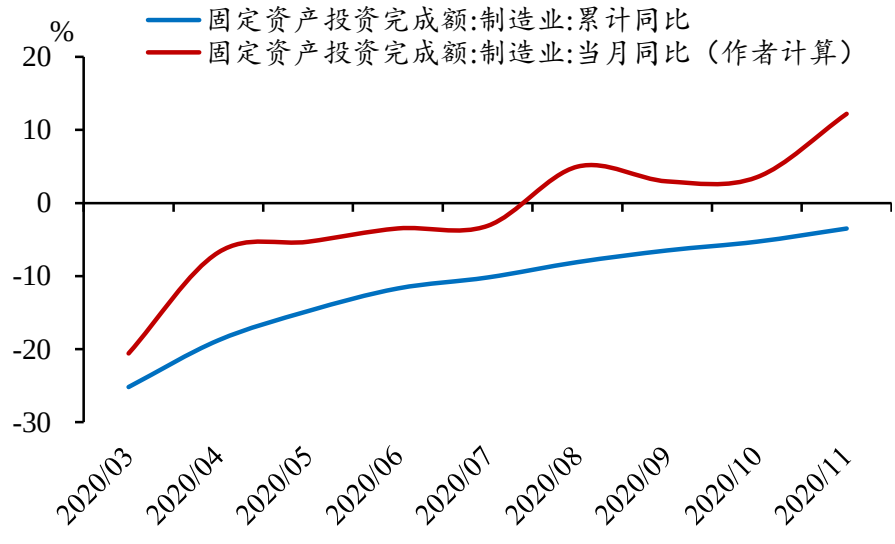
图 4：固定资产投资环比增速持续高于去年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

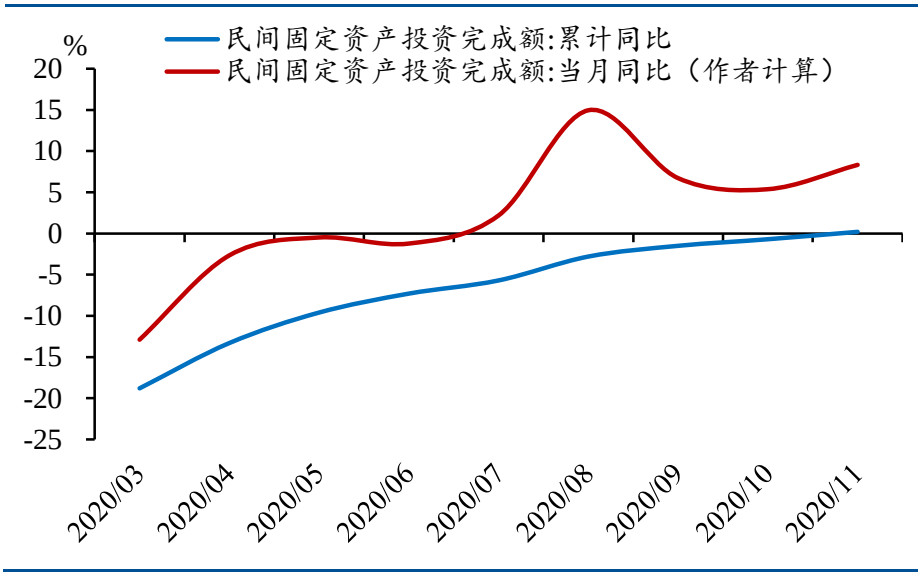
制造业当月投资呈现两位数以上爆发式增长，民间投资累计增速首次转正。1-11 月，制造业投资累计增速为-3.5%，虽然还是负增长，但降幅大幅收窄了 1.8 个百分点，改善态势明显。从当月投资增速看，改善尤其明显。我们根据累计值和累计同比历史数据，构建了当月同比数据，结果显示：11 月制造业投资当月同比高达 12.2%，比上月大幅加快了 8.7 个百分点（图 5）。民间投资表现也很不错，1-11 月累计增速为 0.2%，疫情后首次转正；11 月当月增速为 8.3%，比上月加快 2.9 个百分点（图 6）。制造业投资和民间投资双双加快向好，显示近几个月以来，在疫情防控有力、订单回流中国、需求持续回暖等因素综合作用下，企业家投资意愿明显增强。

图 5：制造业当月投资呈现两位数以上爆发式增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

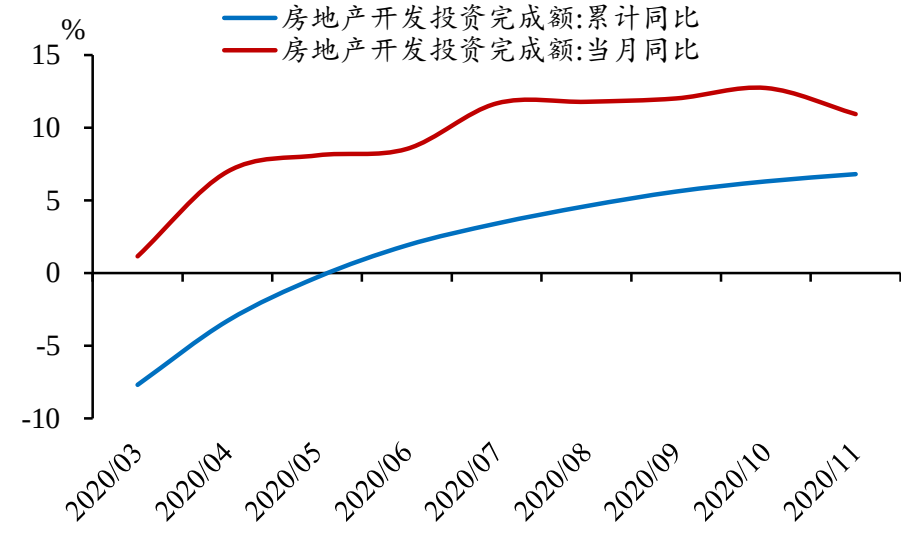
图 6：民间投资累计增速首次转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

房地产投资累计增速再创新高，但当月增速下行拐点出现。1-11 月，房地产投资累计增速达到 6.8%，比上月提高 0.5 个百分点。隐含的当月增速为 10.9%，比上月下降 1.8 个百分点，在前期一系列监管政策和融资政策收紧之后，房地产投资当月增速终于出现了下滑（图 7）。但也要看到，11 月商品房销售、施工面积、新开工面积等数据都不错，这意味着房地产投资当月增速仍有比较强的韧性。再考虑到当月增速仍远高于累计增速，累计增速年内可能继续上升。

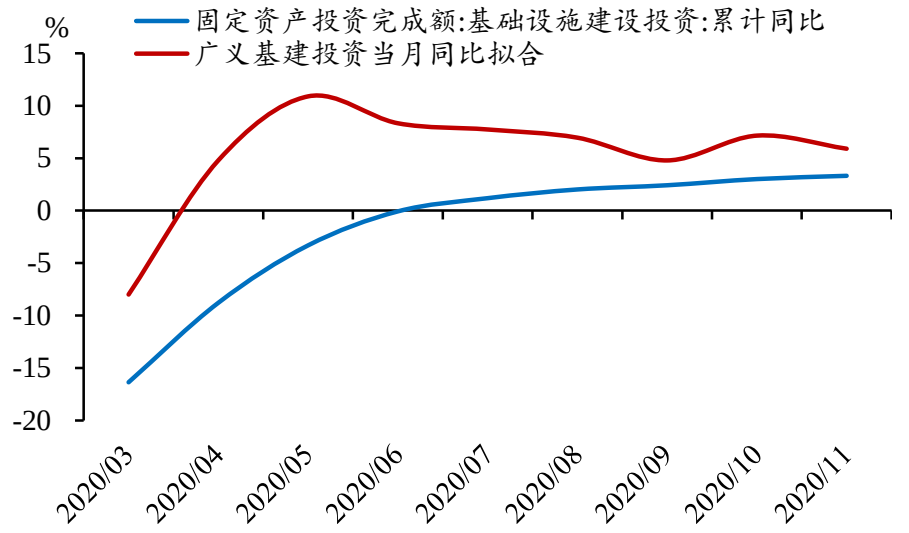
图 7：房地产投资累计增速再创新高，但当月增速下行拐点出现



资料来源：Wind，民生证券研究院

基建投资相对疲弱的局面没有改变。1-11 月，广义基建投资（含电力）累计同比 3.3%，比上月提高 0.3 个百分点。其中隐含的当月同比增速为 5.9%，不但没有上升，反而比上月下降了 1.2 个百分点（图 8）。世界经济论坛数据显示，中国基础设施水平已经很高，不管是交通基础设施，还是公用事业基础设施，都明显领先于其他新兴经济体。再加上现在经济复苏势头非常好，基建投资的高增长已经没有太大必要了。

图 8：基建投资相对疲弱的局面没有改变

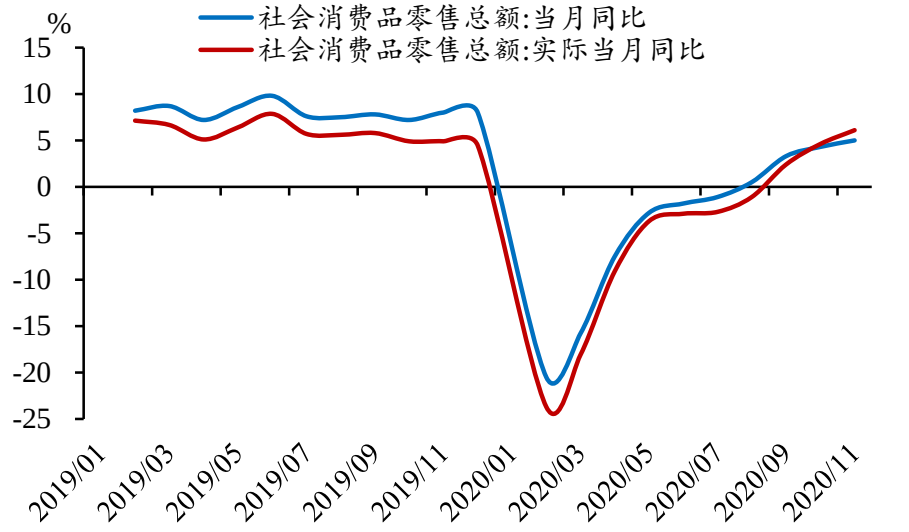


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、消费加速好转，剔除价格影响后的实际增速表现更好

消费加速好转，剔除价格影响后的实际增速表现更好。11 月，社会消费品零售总额当月同比增长 5%，增速比上月加快 0.7 个百分点，符合市场预期。从环比看，10 月增速为 1.3%，比去年同期高出 0.5 个百分点。考虑到 11 月 CPI 落入负区间，对名义增速有一定拖累作用，剔除价格影响后，11 月社会消费品零售总额实际当月同比 6.1%，比名义增速高出 1.1 个百分点，也是连续第二个月好于名义增速表现（图 9）。

图 9：消费加速好转，剔除价格影响后的实际增速表现更好



资料来源：Wind，民生证券研究院

三大消费品类表现亮眼。一是汽车类，受益于鼓励汽车消费的一系列政策和汽车购置及升级换购需求持续释放，11 月汽车类零售额增速为 11.8%，连续五个月两位数增长；二是升级类，11 月通讯器材类（43.6%）、化妆品类（32.3%）、金银珠宝类（24.8%）、

文化办公用品类（11.2%）增速都很高；三是饮料烟酒类，11 月饮料类增长 21.6%，烟酒类增长 11.4%。

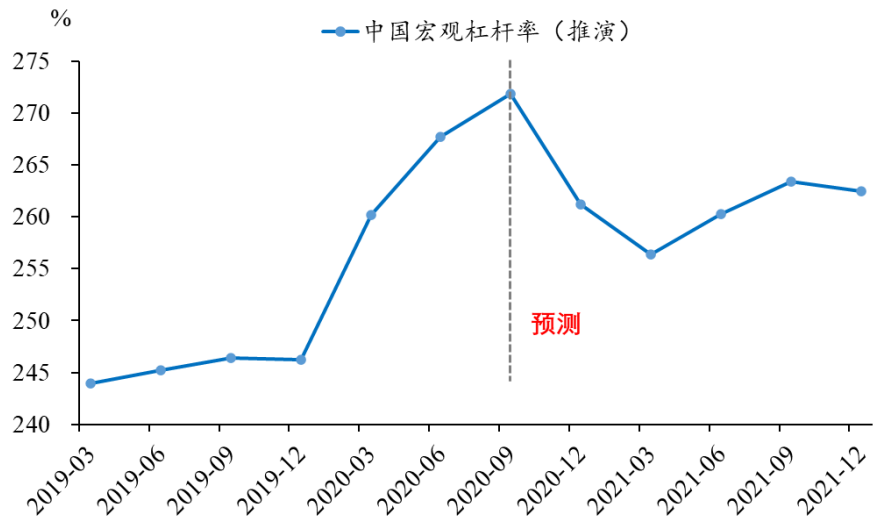
就业继续向好，消费继续回暖存在支撑。从新增就业看，1-11 月城镇新增就业 1099 万人，11 月当月新增就业 90 万人，比去年同期多增 4 万人，连续三个月同比多增。从失业率看，11 月调查失业率为 5.2%，比上月降低 0.1 个百分点，创年内新低，基本回到疫情前水平（2019 年 12 月为 5.2%）。如果进一步看劳动时间的话，还可以发现全国企业就业人员周平均工作时间为 46.9 小时，不光是年内新高，也高于去年同期。就业形势继续向好，将对后续消费复苏持续构成支撑。

四、未来展望：我们将迎来“经济强复苏+政策弱收紧”的组合

经济强复苏：四季度 GDP 增速预计为 7%左右。根据我们的月度 GDP 指数，10 月和 11 月单月 GDP 增速分别为 6.8%和 7.1%。考虑到经济复苏态势仍在延续，12 月单月 GDP 增速预计也能保持在 7%左右。这样看来，四季度 GDP 增速也有望达到 7%左右，全年 GDP 增速可达 2.5%左右。这一增速，明显好于 IMF 等国际组织的预测。而且，从产能利用率、价格水平、就业等多个方面看，目前经济资源仍没有达到充分利用的程度，经济并没有出现过热的苗头，经济增速完全可以更高。

政策慢收紧：货币政策收紧不会太快。我们之前出过一篇专题报告，讨论了未来一年宏观杠杆率的走势，结论是：在 GDP 强劲复苏和债务增长稳中有降的局面下，2020 年四季度和 2021 年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程（图 10）。这对货币政策意义重大，意味着货币政策没有急剧收紧和持续收紧的必要。12 月 15 日，央行开展 9500 亿元中期借贷便利（MLF）操作，对冲 6000 亿元到期量后，净投放仍有 3500 亿元。用央行的话说，“充分满足了金融机构需求”。我们的观点初步得到验证。

图 10：宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程



资料来源：Wind，民生证券研究院

在“经济强复苏+政策弱收紧”的宏观环境里，权益资产的表现仍然值得期待。

风险提示

全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

插图目录

图 1：11 月工业企业产销率明显好于往年同期 2
图 2：服务业的复苏势头更加强劲，已经连续两个月比工业表现还好 3
图 3：11 月单月 GDP 增速达到 7.1%，时隔三年半再次回到 7%以上 3
图 4：固定资产投资环比增速持续高于去年同期 4
图 5：制造业当月投资呈现两位数以上爆发式增长 4
图 6：民间投资累计增速首次转正 5
图 7：房地产投资累计增速再创新高，但当月增速下行拐点出现 5
图 8：基建投资相对疲弱的局面没有改变 6
图 9：消费加速好转，剔除价格影响后的实际增速表现更好 6
图 10：宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程 7

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。