宏观

经济增速或已回到潜在水平

——2020 年 11 月经济数据点评

报告原因：事件点评

2020 年 12 月 15 日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

- 12 月 15 日，统计局发布 2020 年 11 月份经济数据。

点评

- **工业增加值当月同比上升。**11 月工业增加值当月同比 7.0%，前值 6.9%。11 月工业增加值表现比较好的大类行业为高技术产业。从具体的行业分类看，单月同比增幅超过 2%的行业有医药制造，专用设备制造，运输设备制造和计算机、通信和其他电子设备制造。前几个月表现比较好的化纤，橡胶等行业从高位回落。11 月海外疫情再度爆发，对疫情主题，如医疗，宅经济等商品需求回暖。而对复工主题的商品需求有所回落，这可能是造成 11 月不同行业增加值同比变化的原因。
- **投资同比走高，三大投资同比单月出现分化。**固定资产投资累计同比升至 2.6%。（用累计同比计算的当月投资同比达到 33.85%，但该数值明显高于各主要投资分项当月同比，这可能来自统计样本调整，参考意义不大）三大投资中，房地产和基建投资当月同比下降，制造业投资当月同比走高。
- **房地产投资单月下降。**房地产投资（隐含）当月同比 10.93%，前值 12.73%，累计同比上升至 6.8%。房地产销售同比也有所下降，（隐含）当月同比 18.6%，前值 23.9%。从单月建设情况看，施工面积当月同比重新走高，竣工面积当月同比虽然走弱，但主要受到高基数拖累，实际竣工面积不弱。施工和竣工的强势或说明目前地产企业在抓紧赶工。随着竣工近两个月开始走强，且最近两年新开工整体偏弱，房地产在建面积将逐渐收缩。我们认为最晚明年下半年，房地产建设投资将开始走弱。不过，明年土地购置费或有提高，与房地产建设投资相对冲，房地产投资下行斜率或并不剧烈。从政策面看，虽然 12 月政治局会议中没有提“房住不炒”，但大概率会在中央经济工作会议中体现。类似情况可参考前年和去年，前年和去年的 12 月政治局会议也没有“房住不炒”的内容，但均出现在随后的中央经济工作会议的公报中。并且，韩正副总理在月初住建部座谈会上也提到“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，所以我们认为明年“房住不炒”依然是房地产政策总基调。另一方面，政治局会议和住建部座谈会上又都提到“房地产市场平稳健康发展”，明年房地产政策或在“房住不炒”的基

调下，针对不同需求、不同地域在具体操作上有所分化。

- **基建投资同比下降。**基建投资（隐含）当月同比降至 5.87%，前值 7.29%，累计同比上升至 3.32%，前值 3.01%。从基建的三大行业来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增幅较大。夏季洪涝灾害后，基建建设重点或转向水利设施。一个支撑证据是，9-10 月份，公共财政对农林水支出力度也明显加大。其他两项行业同比均有不同程度下降，但电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比目前依然为基建同比的主要带动项。
- **制造业投资同比大幅提升。**制造业投资（隐含）当月同比 12.46%，前值 3.70%，累计同比-3.5%，前值-5.3%。制造业投资同比 11 月大幅走高，水平甚至远超疫情前，接近 2018 年底制造业投资同比高峰。最近几个月，我们能够从细分行业数据看到，与出口相关的纺织、医药、化学制品、电汽、通讯器材制造，与施工相关的设备制造、冶金等行业投资同比明显走强。出口和施工是本轮制造业投资快速回升的背后关键，这与历史规律相一致。我们认为制造业投资仍将在一段时期内保持高景气度。第一，目前出口、施工数据仍在高位，短期仍会对制造业投资产生拉动。第二，利润和产能利用率是制造业投资走强的必要条件，而目前利润和产能利用率都处在相对高位。第三，明年制造业或迎来新一轮设备购置周期。一般来说，设备工器具投资周期大约为 3-4 年，上一轮设备购置周期大约在 2017 年二季度开启。11 月设备工器具购置同比大幅走高，按照设备购置周期的规律来看，这或许成为新一轮设备购置周期开启的信号。
- **社零同比继续恢复，餐饮收入重新转负。**11 月社零当月同比 5.0%，前值 4.3%。从分项来看，汽车零售同比虽然小幅下降，但水平维持高位，仍是社零的主要拉动项。其他商品消费中，通讯器材类、化妆品类和金银珠宝类上升幅度较大，这些可选类商品走强或因“双十一”。后地产周期类商品，家电和建筑装潢材料零售同比稳步升高。餐饮收入同比重新转负，上升势头暂时停止。由点及面看，服务业的恢复在防控常态化下仍面临很多挑战，真正回到疫情前恐怕要等到疫苗上市并大规模投入使用后。
- **如果出口和制造业维持目前高景气度半年左右，经济或将进入繁荣阶段。**从 11 月发布的数据看，目前生产端的工业，需求端的房地产投资、基建投资、制造业投资和出口增速均已超过疫情前。消费主要受到非限额以下消费和服务消费的拖累，目前增速还没有恢复到疫情前水平。总体来看，如果出口和制造业维持目前高景气度半年左右，经济周期很大概率转入繁荣阶段。明年经济增速的下限关注地产、基建的下行幅度，上限则关注消费需求的回暖程度。在目前的时点，后续经济的看点也相应发生了变化，一是经济能不能在目前高位继续走

升；二是目前经济的高景气度能够维持多久；三是经济内部，不同行业间的景气度会发生怎样变化。

➢ **后续出口、消费、制造业投资或在明年继续维持高景气，关注需求侧改革的相关措施。**我们维持上个月的判断，明年能维持高景气主要有出口、消费和制造业投资，房地产和基建投资增速大概率在明年转为下降。出口方面，明年海外复工推进或继续带动相关商品出口增速保持稳健。消费方面，目前消费仍有向上空间，可选消费品总体呈现上升势头，并且疫苗上市后也会对消费有所提振。制造业维持高景气的原因上文已述。另外，政治局会议中首提“需求侧改革”，大概率会在随后的经济工作会议中进行更详细的说明。我们认为，需求侧改革从需求结构上或更偏重消费、制造业投资和基建中的新基建领域，上述领域在明年或受到具体政策的提振。

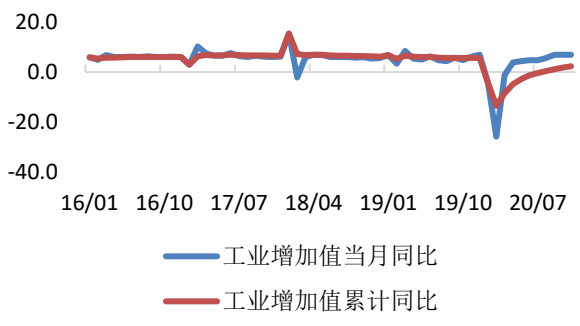
➢ **风险提示**

1、疫苗产能有限，海外疫情无法控制；

2、信用收缩导致经济增速迅速恶化；

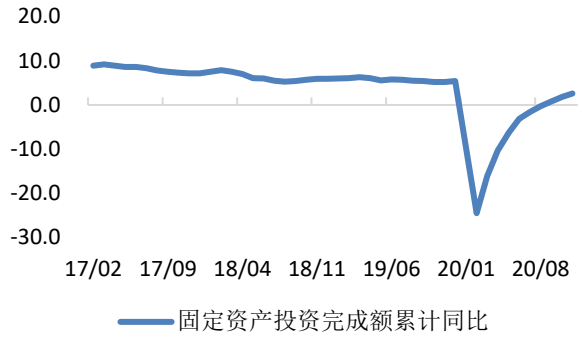
3、房地产和基建投资增速快速下降。

图 1：工业增加值同比走势



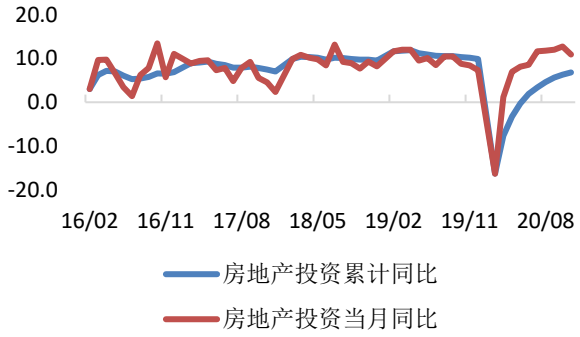
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



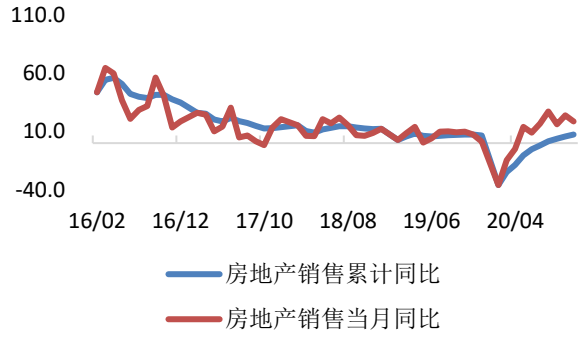
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资同比走势



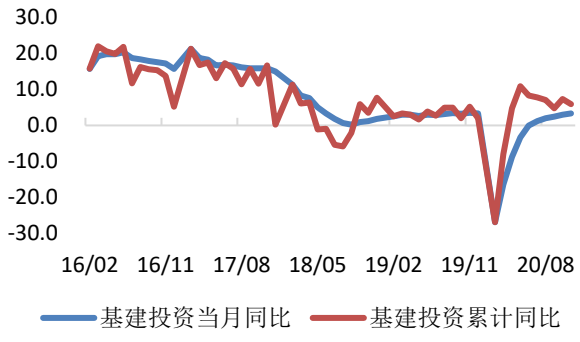
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势



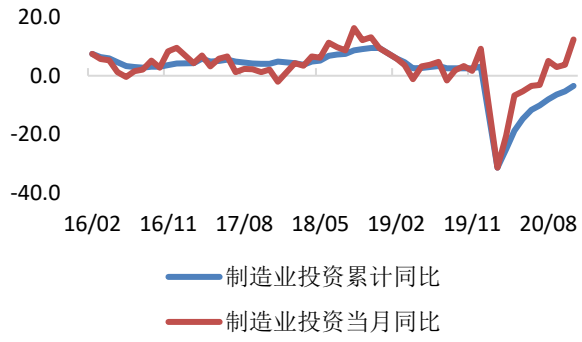
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：基建投资同比走势



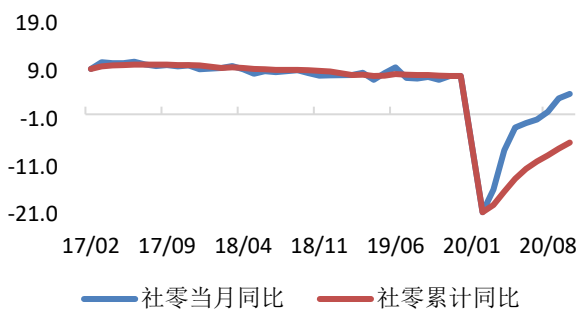
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336