粤开证券 YUEKAI SECURITIES

宏观研究

【粤开宏观】让复苏的子弹再飞会儿——11 月经济数据点评

2020 年 12 月 15 日

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-66235713
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：李兴
执业编号：S0300518100001
电话：010-66235713
邮箱：lixing@ykzq.com

研究助理：吴晓媛

近期报告

《【粤开宏观】经济继续向好 or 强弩之末？警惕明年初的数据幻觉》2020-11-17

《【粤开宏观】该考虑“高收入陷阱”了》2020-11-23

《【粤开宏观】需求和预期强劲，开启补库存—11 月 PMI 数据点评》2020-11-30

《【粤开宏观】大变局与再平衡：“十四五”的世界与中国经济》2020-12-09

《【粤开宏观】1211 政治局会议释放的六大信号》2020-12-11

投资要点

中国 11 月规模以上工业增加值同比增 7%，前值增 6.9%；

中国 1-11 月固定资产投资同比增 2.6%，预期增 2.6%，1-10 月增 1.8%；

中国 1-11 月房地产开发投资同比增 6.8%，前值增 6.3%；

中国 11 月社会消费品零售总额同比增长 5%，预期增长 5.6%，前值增 4.3%。

风险提示：经济增长不及预期

目 录

一、经济恢复强劲但放缓，强劲宏观与低迷微观分化 3
二、居民消费边际上行，中长期看亟需需求侧改革 5
三、制造业投资大幅反弹，民间投资累计首次转正 6
四、地产投资当月增速下滑，下行拐点已至 7
五、基建当月增速下行，未来反弹力度有限 8
六、出口高增超预期，防疫、生活、生产三大需求支撑 9

图表目录

图表 1： 近期小企业亏损面明显扩大 4
图表 2： 制造业投资当月大幅反弹，地产投资当月高位下滑 7
图表 3： 2020 年 1-10 月财政支出结构向“六保”倾斜，基建类占比下降 8
图表 4： 今年基建拖累的分项主要是航空运输投资、水利和市政公用设施投资 8
图表 5： 主要商品对出口同比的拉动（百分点） 10
图表 6： 主要商品进口的同比拉动（百分点） 10

一、经济恢复强劲但放缓，强劲宏观与低迷微观分化

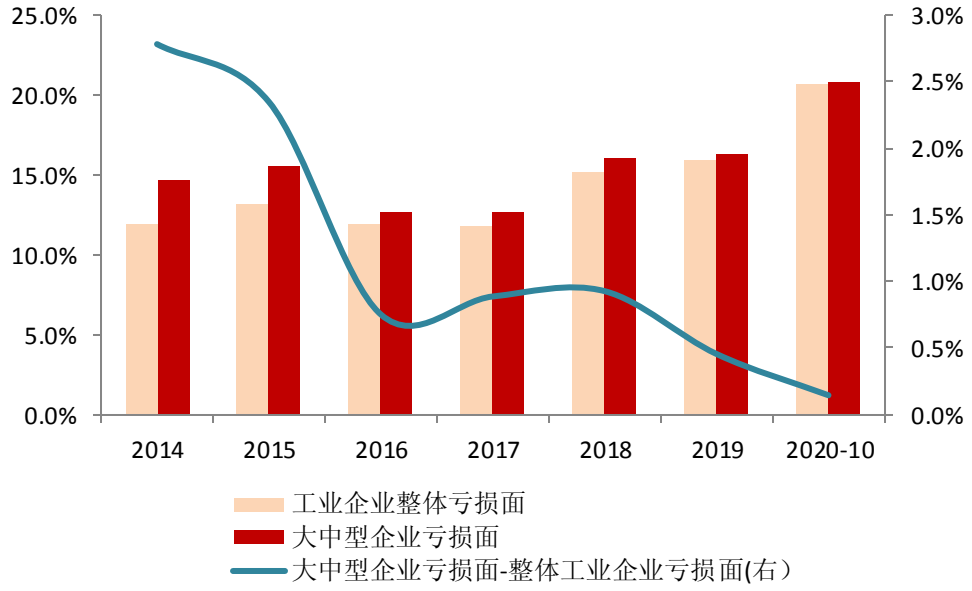
11 月的经济金融数据反映出当前经济恢复强劲，但高位放缓，四季度 GDP 增速预计在 7%以上。具体体现为：先行指标 PMI 供需两旺、生产强劲、消费投资持续恢复、出口大幅上升；产能利用率上升到 76.7%、PPI 环比上升同比降幅收窄、工业企业利润累计增速转正、民间投资累计转正、失业率下降、新增就业超预期完成、就业平均小时上升。

经济强劲的主要逻辑是消费上升、出口超预期带动工业生产强劲；就业形势和预期好转以及居民收入上升和疫情防控精细化带动服务业上升。一是工业增加值与 PMI 强劲相互印证，主要是消费持续恢复以及出口超预期带动。短期需求新订单强劲到企业经营预期指数创 5 年半以来的新高，带动采购量、库存指数上升，补库存开启后将带动制造业投资上行。值得注意的是，生产主要是医药、计算机电子类产品上升，当月同比分别是 13.6%和 9.3%，较上月上升 5.4 和 4.3 个百分点。传统产能如黑色、有色同比是下降的，当月同比分别为 9.6%和 4%，较上月下降 1.6 和 0.7 个百分点。医药对应防疫物资出口需求，计算机电子类（苹果手机等）对应消费和出口，东部地区出口增速明显强于其他地区，与出口主要在东部有关；黑色、有色、水泥等同比增速下降对应地产和基建当月投资需求增速下降。**二是黑色金属冶炼同比下降既与投资需求下降有关，还与环保限产、安全生产事故整顿有关，但是整体上供不应求，导致工业品价格近期上涨。**三是就业形势和预期好转 ,收入增速上升且居民消费率上升 ;疫情对服务业的冲击大于工业，主要因为服务业的供需同步进行，但疫情防控需要保持社交距离，随着疫情防控更加经济细化，服务业恢复。从行业情况看，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。从市场预期看，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。

经济结构有喜有忧，喜的是高新技术占比持续扩大，民间投资增速转正，经济从政策驱动转向内生驱动。一是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%，分别快于规模以上工业 4.4、3.8 个百分点。二是民间投资累计增速首次转正，累计增速为 0.2%，代表经济恢复从政策驱动转向内生驱动。

忧的是强劲的宏观复苏下掩盖了小企业生存的困境。数据上强劲的宏观与感知上低迷的微观背离，可能源于疫情之下经济结构和主体的变化；要高度关注经济微观主体的变化，尤其是中小企业和社会中低收入群体的生产生活变化，明年的财政政策依然要兜好社会保障网。今年以来，国有企业和大型企业在复工复产和疫情防控中发挥了巨大作用。大企业在应对疫情调整生产、复工复产、应对风险（现金流）的能力较强，是经济恢复的重大贡献者。同时，国内疫情被基本控制之前的上半年，部分转型能力较差、现金流断裂的中小企业倒闭。这种情况在工业领域明显，在服务业领域更加明显，因为社交距离天然抑制服务业。**从规模以上工业企业的亏损面看，**大中型企业亏损面长期高于整体，但今年尤其是近期小企业亏损面明显扩大，导致大中型企业的亏损面一度低于整体。截至 9 月底，大中型企业的亏损面为 21.9%，较整体亏损面低 0.1 个百分点；到了 10 月，仅略高 0.1 个百分点，明显低于 2015-2019 年的 2.3、0.8、0.9、0.9 和 0.5 个百分点，反映出大型企业亏损面相对小型企业亏损面改善程度更高。**从 PMI 看，11 月 PMI 上升主要由中型企业贡献，小型企业的进口和新出口指数均大幅下滑经营预期指数是下滑的，小企业融资难融资贵等问题并未根本改善。**

图表1：近期小企业亏损面明显扩大



资料来源：wind，粤开证券研究院

社零消费增速上升，与就业与收入改善有关；实际增速上升更快，与价格指数下行有关。11 月社零当月名义增速和实际增速同比分别为 5.0%和 6.1%，较上月增长 0.7 和 1.5 个百分点。其中，**通讯器材、金银首饰等可选消费大幅上升，汽车消费依然强劲，与居民短期贷款同比多增相互印证。**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%，与“双 11”及苹果新品延迟发布有关；与地产销售相关类消费同比增速下降。**明年随着就业和收入继续好转，消费将成为经济的主要支撑力量；但是从更长期看，居民消费增长仍受多重因素限制，亟需需求侧改革。**一是经济中枢下行限制收入增速，三季度可支配收入累计同比增长接近 4%，远低于 2019 年的 9%。二是国民收入分配尤其是居民收入分配占比偏低制约消费能力，社保水平不高和基尼系数高制约消费意愿。三是居民部门的杠杠率已经从 14 年的 36%快速增长到 19 年的 56%，房价高企和个人住房贷款的攀升进一步挤压居民消费空间。四是疫情导致居民的预防性储蓄倾向上升，导致居民消费率（人均消费支出/人均可支配收入）急剧下滑。居民消费率从 2013 年的 72.2%下降到 2019 年的 70.2%，2020 年前三季度快速下降到 62.75%（农村为 76.7%，城镇为 58.6%），大幅下降近 7.4 个百分点。主要是消费支出比收入下降速度更快，前三季度人均可支配收入名义和实际增速分别为 3.9%和 0.6%，而人均消费支出名义和实际增速分别为-3.5%和-6.6%。

制造业投资当月增速大幅反弹，受到库存周期、出口拉动、企业盈利水平边际改善和信贷支持的提振。制造业投资当月同比增速为 12.5%，较上月上升 8.8 个百分点；1-11 月民间投资累计增速 0.2%，较上月上升 0.9 个百分点，首次转正。制造业的投资主体大部分是民间投资，制造业上升与民间投资在增速走势总体一致。**其一，当前内外需恢复，带动价格环比上升和盈利改善。**自 6 月以来 PPI 当月环比持续为正，11 月环比为 0.5%，同比为-1.5%，虽然仍为负但降幅收窄。1-10 月规模以上工业企业累计利润增速同比为 0.7%，年内首次转正。其中，亏损企业数量和亏损金额分别为 78573 家和 8246 亿元，同比为 15.6%和 10%，增速较上半年和去年大幅下降。营业收入利润率为 5.98%，为 2019 年初以来最高值。**其二，从企业投资信心来看，M1 增速持续提升，企业中长期贷款占比提升，均表示企业投资信心在逐步增强。**11 月 M1 同比增长 10 %，较上月增加

0.9 个百分点，M2-M1 的剪刀差进一步收窄为 0.7 个百分点，较上月下降 0.7 个百分点；企业中长期贷款同比多增 1681 亿元，企业中长期贷款持续提升。

房地产投资增速今年以来非常坚挺，与出口成为拉动经济的主要动力，主要源于相对宽松的货币金融环境以及“三道红线”压力下房地产企业加快销售、施工和投资以回笼资金自救行为。未来随着货币政策回归正常化，房地产销售和投资下行有较大压力，但支撑力量是库存较低。近年来房地产投资增速异常坚挺，2016-2019 年增速分别为 6.9%、7%、9.5%和 9.9%，今年 1-11 月增速为 6.8%。但库存一直在去化。截至 10 月底，房地产待售库存为 4.94 亿平米，相当于 2013 年末 2014 年初的水平。1-11 月，房地产开发投资同比增长 6.8%，增速比 1-10 月提高 0.5 个百分点；当月增速为 10.9%，下降 1.8 个百分点，下行拐点已至。

基建投资不及预期，主要有三大原因。明年因专项债可优化调整方向及低基数效应而可能有所反弹，但反弹力度有限，受财力紧张和财政政策回归正常化的约束。1-11 月基建（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 1.0%；增速比 1-10 月提高 0.3 个百分点。1-11 月基建（含水电燃气）投资累计增速为 3.3%，1-10 月上升 0.3 个百分点。11 月基建当月增速同比为 5.9%，较上月下降 1.4 个百分点。**今年基建增速较低主要源于：**1）财政支出进度偏慢，1-10 月支出规模 189439 亿元，占年初预算规模的 76.4%，低于序时进度 83.3%近 7 个百分点，也与财政收入预算完成率低于 100%导致支出规模低于预算有关；2）支出结构向民生尤其是医疗和社保倾斜，社保与就业、医疗、教育和住房支出占财政支出比重合计 39.8%，较去年上升 2.1 个百分点，债务付息支出占比上升 0.9 个百分点至 4.4%，节能环保、城乡社区事务同比增速为下降 14.5%、下降 27%，占比 2.3%和 8.3%，较去年全年下降 0.8 和 2.5 个百分点；3）优质收益项目缺乏。**明年拖累基建的力量是财政资金紧张，支撑力量是前期的储备项目落地以及 10 月以后地方政府可优化调整专项债投向，“钱等项目”的状态在明年可能缓解。由于基数较低，我们倾向于认为基建增速将略高于今年，但难以大幅反弹。**新基建属于产业，应该由市场去配置资源，性质上不同于公共属性强的传统基建。新基建增速快，但体量有限，短期拉动经济的作用有限。2020 年 1-10 月信息软件与技术投资同比增速为 20.3%，但是占固定资产投资比重仅 1%多。

二、居民消费边际上行，中长期看亟需需求侧改革

居民消费边际上行，主要基于就业和收入边际好转。今年以来，消费恢复速度明显慢于生产修复，社会消费品零售总额当月同比到 9 月才开始转正，居民消费信心指数 9 月才回归到 120 以上，一定程度上符合居民疫情后持币防御心理提升、滞后消费的预期。**消费短期内高速增长较难，但是边际变化向好。**就业形势与去年比仍差，但总体逐月好转，居民收入逐季同比上升。城镇调查失业率从 4 月份 6%逐月下降至 11 月份的 5.2%。每周工作时间上升到 47.9 小时，为年内新高，且高于去年同期 0.2 小时。城镇居民可支配收入累计同比前三季度分别为 0.5%、1.5%、2.8%。

实物消费方面，消费升级类产品上升，汽车消费依然强劲。11 月社零当月同比 5.0%，较前值增长 0.7 个百分点。限额零售品分项来看，必选消费（粮油食品、饮料烟酒、日用品、中西药）当月同比增长 6%，可选消费如通讯器材、化妆品、金银珠宝当月同比为 43.6%、32.3%、24.8%，较上月大幅上升 35.5、14 和 8.1 个百分点。受地产销售当月同比略下降影响，家具同比-2.2%，较上月下降 3.8 个百分点。石油及制品同比下降 11%，与上月持平。汽车同比增长 11.8%，较上月略降 0.2 个百分点。近几年，占限额以上消费大头的汽车消费由于补贴退坡等因素增长放缓，但今年新能源汽车政策出台较多，汽

车消费有望继续成为消费增长的引擎。

服务消费方面，服务业景气度上升，后续将持续上升。11 月服务业生产指数同比增长 8.0%，比上月上升 0.6 个百分点；服务业商务活动指数为 55.7%，高于上月 0.2 个百分点；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。从主要行业看，11 月份，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%，均较上月上升 1.8 个百分点。从行业情况看，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。**就业、收入和预期边际好转后，服务类消费、可选消费回升，将带动消费率和消费总额增速上升。**

从中长期看，居民消费增长仍受多重因素限制。一是经济中枢下行限制收入增速，三季度可支配收入累计同比增长接近 4%，远低于 2019 年的 9%。**二是国民收入分配尤其是居民收入分配占比偏低制约消费能力，社保水平不高和基尼系数高制约消费意愿。三是居民部门的杠杆率已经从 14 年的 36%快速增长到 19 年的 56%，**房价高企和个人住房贷款的攀升进一步挤压居民消费空间。**四是，疫情导致居民的预防性储蓄倾向上升，导致居民消费率（人均消费支出/人均可支配收入）急剧下滑。**居民消费率从 2013 年的 72.2%下降到 2019 年的 70.2%，2020 年前三季度快速下降到 62.75%（农村为 76.7%，城镇为 58.6%），大幅下降近 7.4 个百分点。主要是消费支出比收入下降速度更快，前三季度人均可支配收入名义和实际增速分别为 3.9%和 0.6%，而人均消费支出名义和实际增速分别为-3.5%和-6.6%。

需求侧改革要推动五大改革措施落地：一是要进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体收入在收入分配中的比重。二是要优化财政支出结构，降低财政供养人员和基建支出比例，支出结构从以“物”为主走向以“人”为主。三是加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高边际消费倾向。四是从供给端发力，优化供给结构，进一步提升高端制造业在制造业中的比重。五是放宽旅游、文化、医疗、养老、教育培训和家政服务等服务消费领域的市场准入，同时加强标准建设和有效监管。

三、制造业投资大幅反弹，民间投资累计首次转正

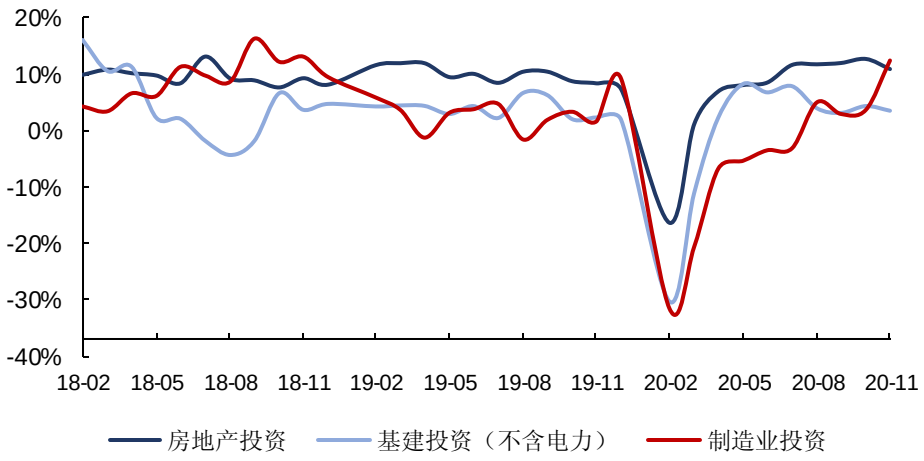
1-11 月固定资产投资、地产投资、基建（不含电力）、制造业投资累计同比增长 2.6%、6.8%、1.0%、-3.5%，较前值+0.8、+0.5、+0.3、+1.8 个百分点。但是当月增速分化，**制造业投资大幅反弹，地产投资高位下滑，基建投资下滑。**制造业投资当月同比增速为 12.5%，较上月上升 8.8 个百分点；地产投资、基建（含电力）投资当月同比增长 10.9%、5.9%，较上月下降 1.8 和 1.4 个百分点。

1-11 月民间投资累计增速 0.2%，较上月上升 0.9 个百分点。制造业的投资主体大部分是民间投资，制造业上升与民间投资在增速走势总体一致。

制造业投资受到库存周期、出口拉动、企业盈利水平边际改善和信贷支持的提振。其一，当前内外需恢复，带动价格环比上升和盈利改善。自 6 月以来 PPI 当月环比持续为正，11 月环比为 0.5%，同比为-1.5%，虽然仍为负但降幅收窄。1-10 月规模以上工业企业累计利润增速同比为 0.7%，年内首次转正。其中，亏损企业数量和亏损金额分别为 78573 家和 8246 亿元，同比为 15.6%和 10%，增速较上半年和去年大幅下降。营业收入利润率为 5.98%，为 2019 年初以来最高值。**其二，从企业投资信心来看，M1 增速持续提升，企业中长期贷款占比提升，均表示企业投资信心在逐步增强。**11 月 M1 同比增长 10 %，较上月增加 0.9 个百分点，M2-M1 的剪刀差进一步收窄为 0.7 个百分点，较上

月下降 0.7 个百分点；企业中长期贷款同比多增 1681 亿元，企业中长期贷款持续提升。

图表2：制造业投资当月大幅反弹，地产投资当月高位下滑



资料来源：wind，粤开证券研究院

四、地产投资当月增速下滑，下行拐点已至

今年以来房地产投资增速坚挺，与出口成为拉动经济的主要动力，主要源于相对宽松的货币金融环境以及“三道红线”压力下房地产企业加快销售、施工和投资以回笼资金自救行为。未来随着货币政策回归正常化和监管“三道红线”“房住不炒”，房地产销售和投资下行有较大压力，但支撑力量是库存较低。近年来房地产投资增速异常坚挺，2016-2019 年增速分别为 6.9%、7%、9.5%和 9.9%，今年 1-11 月增速为 6.8%。但库存一直在去化。截至 10 月底，房地产待售库存为 4.94 亿平米，相当于 2013 年末 2014 年初的水平。

1-11 月，房地产开发投资同比增长 6.8%，增速比 1-10 月提高 0.5 个百分点；当月增速为 10.9%，下降 1.8 个百分点，下行拐点已至。

1-11 月房地产销售累计同比增长 1.3%，增速比 1-10 月份提高 1.3 个百分点；当月增速为 10.9%，较上月下降 1.8 个百分点。今年以来房地产销售逐步上升，7 月以来销售当月增速一直保持在 10%以上，10 月高达 12.7%。新开工面积累计同比为-2%，较上月降幅收窄 0.6 个百分点；当月增速 4.1%，较上月上升 0.6 个百分点。

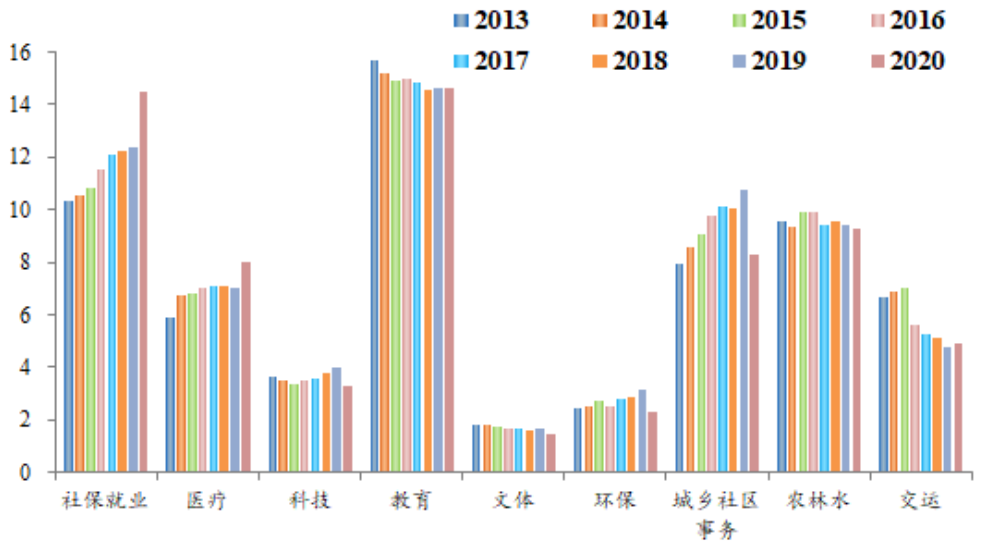
从资金来源看，房企开发资金从 5 月以来一直相对较高，11 月当月增速为 17.2%，较上月增加了 2.7 个百分点。其中，国内贷款为 8.9%，回落 9.6 个百分点；预收款及个人按揭贷款增速为 14.6%和 18.3%，较上月下降 1.6、提升 5.2 百分点。虽然严控资金流向房地产，但是 1-11 月个人按揭贷款占房地产资金来源为 15.8%，高于去年同期和去年全年 0.6 和 0.5 个百分点。**一方面，地产在“三道红线”融资限制下通过抢开工和销售回笼资金，另一方面，商品房销售开始降温，11 月商品房销售面积同比增长 12.0%，较上月下降 3.3 个百分点，由于商品房定金到首付 1-2 个月的时滞，出现了预收款和个人按揭贷款增速变化的分化。**

五、基建当月增速下行，未来反弹力度有限

1-11 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 1.0%；增速比 1-10 月提高 0.3 个百分点。1-11 月基建（含水电燃气）投资累计增速为 3.3%，1-10 月上升 0.3 个百分点。

拖累力量是财政资金紧张，支撑力量是前期的储备项目落地以及 10 月以后地方政府可优化调整专项债投向，“钱等项目”的状态在明年可能缓解。今年基建增速较低主要源于：1）财政支出进度偏慢，1-10 月支出规模 189439 亿元，占年初预算规模的 76.4%，低于序时进度 83.3%近 7 个百分点，也与财政收入预算完成率低于 100%导致支出规模低于预算有关；2）支出结构向民生尤其是医疗和社保倾斜，社保与就业、医疗、教育和住房支出占财政支出比重合计 39.8%，较去年上升 2.1 个百分点，债务付息支出占比上升 0.9 个百分点至 4.4%，节能环保、城乡社区事务同比增速为下降 14.5%、下降 27%，占比 2.3%和 8.3%，较去年全年下降 0.8 和 2.5 个百分点；3）优质收益项目缺乏。由于基数较低，我们倾向于认为基建增速将略高于今年，但难以大幅反弹。新基建属于产业，应该由市场去配置资源，性质上不同于公共属性强的传统基建。新基建增速快，但体量有限 短期拉动经济的作用有限。2020 年 1-10 月信息软件与技术投资同比增速为 20.3%，但是占固定资产投资比重仅 1%多。

图表3：2020 年 1-10 月财政支出结构向“六保”倾斜，基建类占比下降



资料来源：财政部官网，粤开证券研究院。柱状图为各项支出占财政支出的比重，而非增速。

图表4：今年基建拖累的分项主要是航空运输投资、水利和市政公用设施投资

基建各分项增速	2017	2018	2019	2020 年 1-11 月
（1）水电燃气投资	-1.9%	-12.3%	-0.2%	17.5%
（2）交运、邮政、仓储	14.8%	3.9%	3.4%	2.0%
其中：铁路	-0.1%	-5.1%	-0.1%	2.0%
公路	23.1%	8.2%	9.0%	2.2%

基建各分项增速	2017	2018	2019	2020年1-11月
水路	-11.9%	-9.6%	-22.5%	2.7%
航空	8.5%	4.8%	-17.8%	-22.1%
（3）水利、环保和公用事业	21.2%	3.3%	2.9%	-0.3%
其中：水利	16.4%	-4.9%	1.4%	3.1%
环保	23.9%	43.0%	37.2%	8.5%
公用事业	21.8%	2.5%	0.3%	-1.8%
基建（2）+（3）	19.0%	3.8%	3.8%	1.0%
基建（1）+（2）+（3）	14.9%	1.8%	3.3%	3.3%

资料来源：财政部官网，粤开证券研究院。数据为增速。

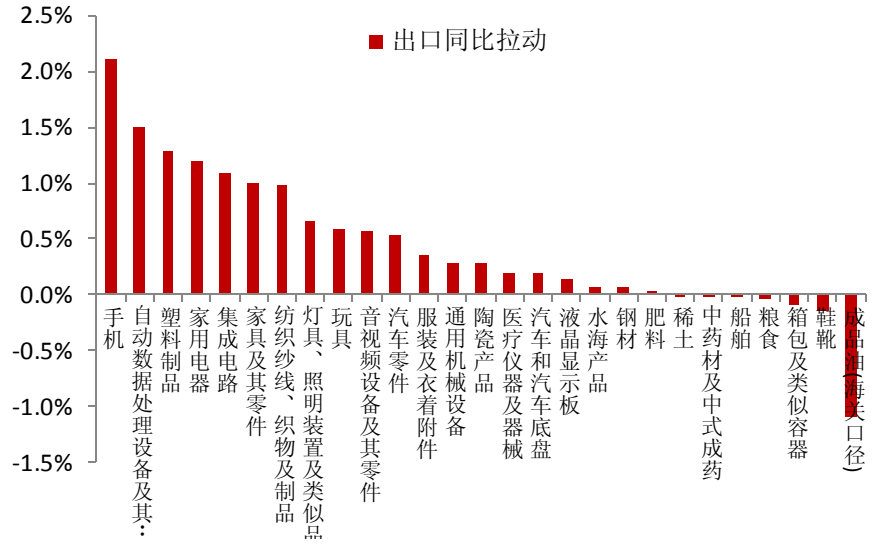
六、出口高增超预期，防疫、生活、生产三大需求支撑

供需错位延续 出口高增超预期。11 月出口同比增长 21.1% ,大幅超过市场预期 9.5%，较上月上升 9.7 个百分点，连续 6 个月上升。进口同比增长 4.5%，较上月下降 0.2 个百分点。11 月贸易顺差 754.30 亿美元（前值 584.43 亿美元，去年同期 371.76 亿美元），1-11 月贸易顺差累计 4599.2 亿美元，同比为 23.0%。

对欧美出口大幅增长，系疫情反弹进一步冲击海外供需错位、中美经贸进一步缓和等因素所致。从出口地区看，对美国、欧盟（含英国）、东盟出口分别同比增长 46.1%、31.0%和 10.0%，较前值分别上升了 23.6、18.4、2.7 个百分点。美国国内疫情补助等因素是下半年以来对美出口增长的重要原因，后续随拜登正式上任美国总统，中美贸易关系短期缓和，对美出口有望进一步保持。冬季气温下降叠加海外感恩、圣诞季加快人员流动，海外疫情进一步恶化，**购置需求上升的同时生产略有放缓**，11 月美国、欧元区制造业 PMI 分别为 57.5 和 53.8，虽然高于荣枯线，但较前值下降了 1.8 和 1 个百分点，生产恢复边际放缓。

海外防疫需求、生活需求、生产需求带动出口超预期增长，疫情反复拉动海外防疫需求反弹，美国地产景气、海外节日需求、宅经济叠加部分手机品牌延迟发布拉动生活需求攀升，生产修复拉动生产需求继续回升。首先，从**防疫需求**来看，11 月医疗器械、纺织品同比上升 38.4%、22.2%，较前值增加了 11.2、10.1 个百分点，合计对出口同比贡献 1.2%，防疫物资出口支撑作用在上月略有削弱后，本月有所反弹。其次，从**生活需求**来看，宽松货币拉动**美国地产持续景气**，美国住房市场指数从 5 月的 37 连续攀升至 11 月的 90，带动 11 月家用电器、家具及零件出口同比增长 61.9%、47.2%，较前值增加 25.4、14.2 个百分点，合计对出口同比贡献 2.2%。**感恩节、圣诞季等节日需求**拉动玩具、灯具及类似品、服饰、塑料制品等出口同比增长 51.0%、49.7%、6.9%、45.3%，较前值增加了 29.9、14.9、3.7、15.2 个百分点，合计对出口同比贡献 3.0%。**宅经济叠加部分手机品牌延迟至 11 月发布**，消费电子相关需求上升，11 月手机出口同比增长 29.2%，较前值增加了 52.4 个百分点，合计对出口同比贡献 2.1%，高新技术产品（主要包括计算机和通信、电子技术产品）出口同比增长 21.1%，较前值增加了 20.5 个百分点，合计对出口同比贡献 6.8%。最后，从**生产需求**来看，海外生产修复带动了集成电路、自动数据处理零件、通用机械设备等产品出口增长 26.4%、18.6%、19.4%，较前值增加了 16.2、9.5、8.5 个百分点，合计对出口同比贡献 2.9%。

图表5：主要商品对出口同比的拉动（百分点）

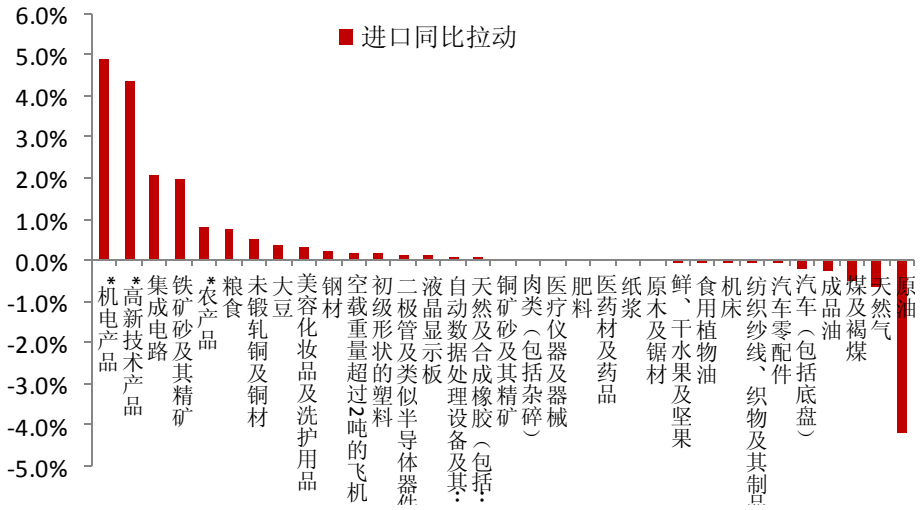


*资料来源：海关总署、粤开证券研究院，*高新技术产品对出口同比拉动+6.8%，*机电产品对出口同比拉动+15.3%，均与其他商品有重叠*

进口保持稳定。从进口细项来看 机电产品、高新技术产品、集成电路同比增长 10.6%、13.7%、13.1%，分别对进口拉动 4.9%、4.4%、2.1%个百分点，印证国内的生产制造业仍在持续恢复。农产品、粮食、大豆同比增长 11.1%、22.5%、15.2%，分别对进口拉动 0.8、0.7、0.4 个百分点。汽车及底盘进口同比受去年高基数影响转负，但仍是年内最高点，汽车产业链仍保持较高景气。受大宗商品价格及地缘政治因素影响，铁矿、铜矿进口数量均有所滑落，环比下降 8%、9%，同比由上月的 14.9%、43.7%下降至 8.3%、16.9%。

从进口地区看 ,从东盟进口同比 9.3% ,上升 6.6 个百分点 ;从欧盟进口同比 10.9%，下降 6.1 个百分点，从美国进口同比 32.7%，微降 0.7 个百分点，但仍保持高位增长，中美加快实施第一阶段贸易协继续支撑对美进口。

图表6：主要商品进口的同比拉动（百分点）



*资料来源：海关总署、粤开证券研究院，*高新技术产品*机电产品*农产品与其他商品有重叠*

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。
李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年 6 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300518100001。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com