经济修复的动能正在切换--11 月经济数据点评

2020 年 12 月 15 日

事件

- 国家统计局公布 11 月经济数据，工业增加值同比 7%，前值 6.9%；固定资产投资累计同比 2.6%，前值 1.8%；社会消费品零售名义增速 5%，前值 4.3%。

观点

- **经济修复的动能从房地产和基建向制造业和消费切换。**11 月规上工业增加值同比增长 7%，较 10 月提升 0.1 个百分点，再超市场预期。从内需来看，二季度以来中国经济的修复主要靠房地产和基建带动，但 11 月的增长数据在边际上出现了明显的变化，增长的动能开始从传统的基建和房地产向制造业和消费切换，尤其是制造业投资（图 1），由于其在固定资产投资中的占比高于基建和房地产，当前正受益于海外需求回暖和国内政策支持的双重利好，未来两个季度有望成为中国经济边际修复的最主要支撑。

- **基数原因外，制造业投资在出口景气与疫后设备替代人工作用下大超预期。**11 月制造业投资单月增速 12.5%有一定基数原因，但即便如此制造业投资也比市场预期乐观。从行业看，汽车仍最强，11 月同比增长 11.1%，相较 2019 年全年回升 9.3 个百分点；金属制品（相较 2019 年回升 8 个百分点，下同）、电气机械制造（7.3）、医药制造（7）、通用设备制造（5.9）、纺织业（5.2）改善明显（图 2）。由此可见装备制造业投资增速远高于其他行业主要源于出口链条和疫后人工替代的共同支撑。

- **地产投资小幅回落，但韧性将延续至 2021 年。**11 月地产投资增速虽较上月的年内高点（12.7%）回落，但仍保持了 10.9%的两位数增长。当月销售面积增速亦维持在 12.1%的年内高位，同时新开工面积增速（4.1%）和竣工面积增速（3.1%）继续保持正增长，尤其是后者，将继续受益于前两年大量预售项目的陆续交付（图 3）。我们预期 2020 年地产投资增速将升至 7%左右，2021 年小幅回落至 6%附近。

- **可选品零售显著恢复，服务消费仍受限。**11 月社零名义同比 5%，较上月改善 0.7 个百分点，但修复速度较上月放缓。结构上，餐饮消费同比在上月双节因素作用下修复转正后再次落入负增长区间，可见服务消费仍受制于疫情因素；商品零售持续改善，同比 5.8%，较上月改善 1 个百分点。分产品，汽车仍是社零最大拉动产品（0.8 个百分点），除汽车外零售同比 4.2%。其他产品中，可选消费品类通讯器材（11 月零售增速较 2019 年提升 35.1 个百分点，下同）、珠宝（24.4）、化妆品（19.7）恢复程度领先（图 4），其对 11 月限额以上零售拉动程度亦领先（图 5）。

- 总体而言，10-11 月的数据表明四季度 GDP 增速存在超预期上行的风险，鉴于 11 月二产（工业增加值）和三产（服务业生产指数）增速回升至 7%以上，我们认为对应的 GDP 增速也在 7%以上（图 6）。

- **风险提示：**政策调整超预期、疫苗全面推广进度不及预期

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

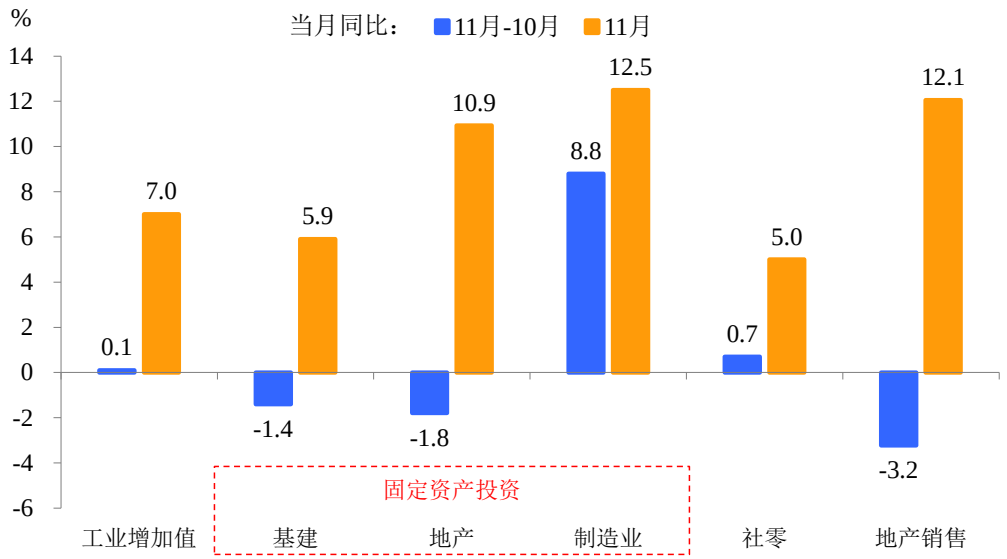
研究助理 赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观年度报告 20201210：变局下的风险与红利—新框架看 2021 年中国经济》2020-12-11
2、《宏观点评 20200610：PPI 触底之后怎么看？》2020-06-10
3、《宏观点评 20200607：如何看待当前出口的韧性与前景？》2020-06-07
4、《从就业数据看美国经济反弹的上行风险》2020-06-05
5、《中国出口前景展望：兼论 5 月出口能否延续强劲？》2020-06-04

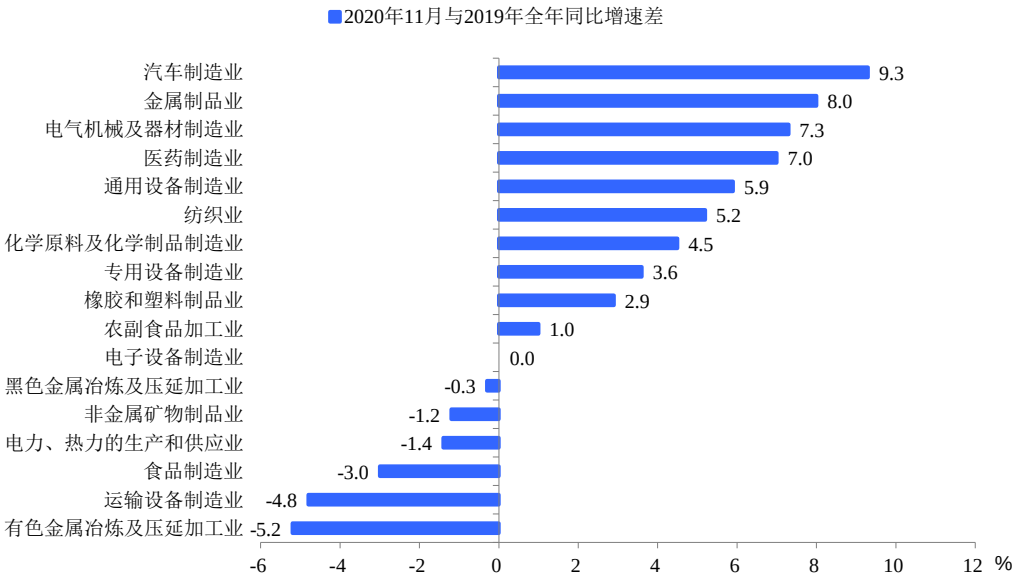
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：11 月经济环比改善主要由制造业投资贡献



数据来源：Wind，东吴证券研究所

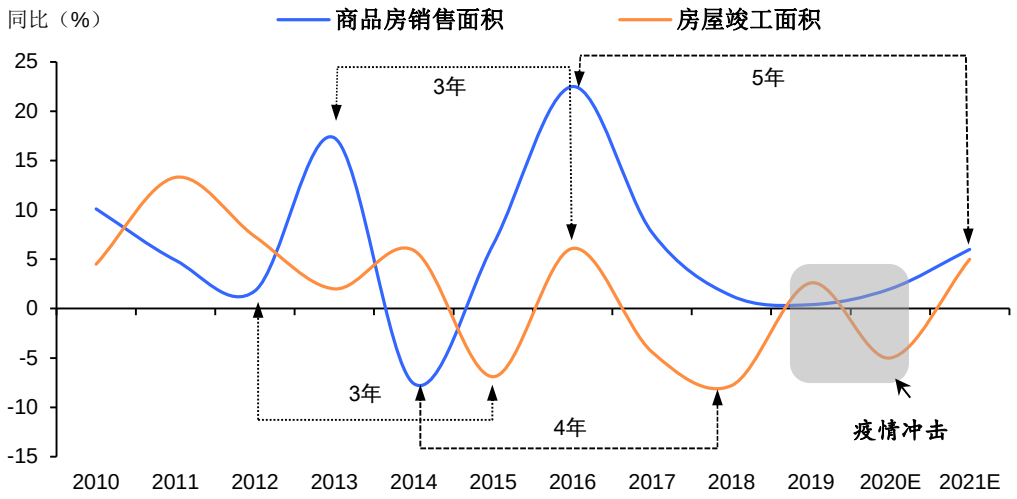
图 2：11 月分行业工业增加值增速与 2019 年全年累计增速差（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

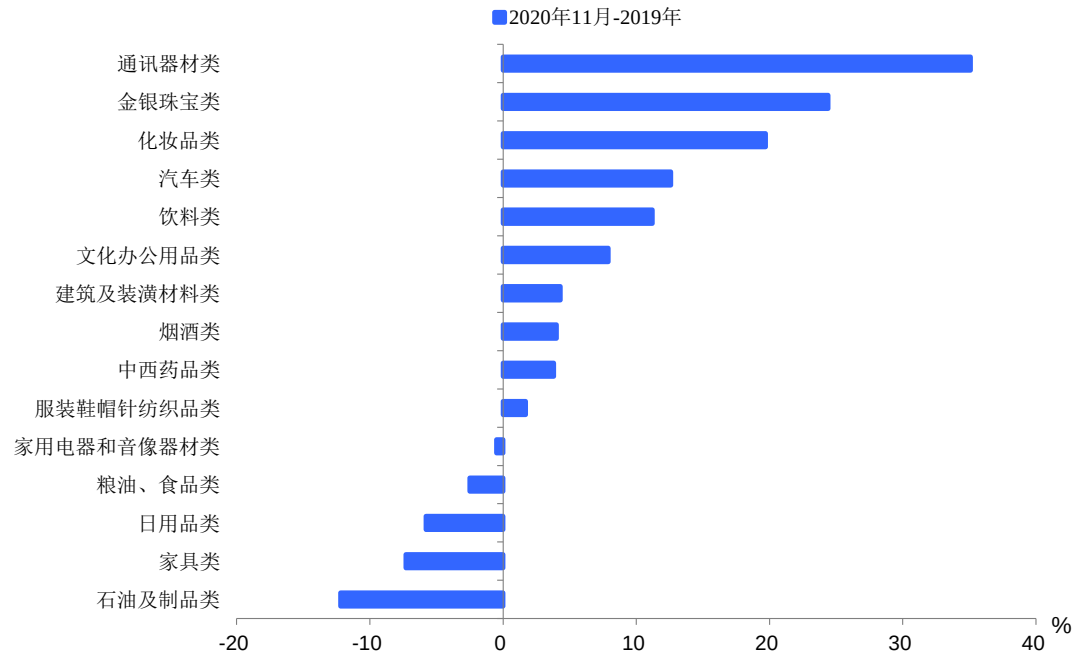
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：2021 年房地产竣工的持续修复有望继续支撑房地产投资回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

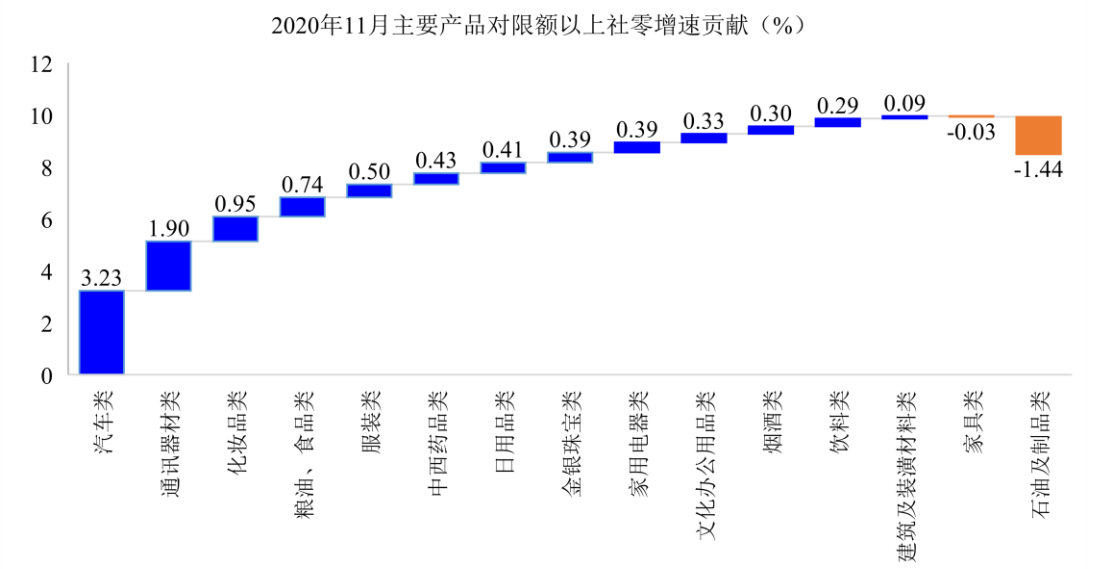
图 4：11 月可选消费品恢复程度领先



数据来源：Wind，东吴证券研究所

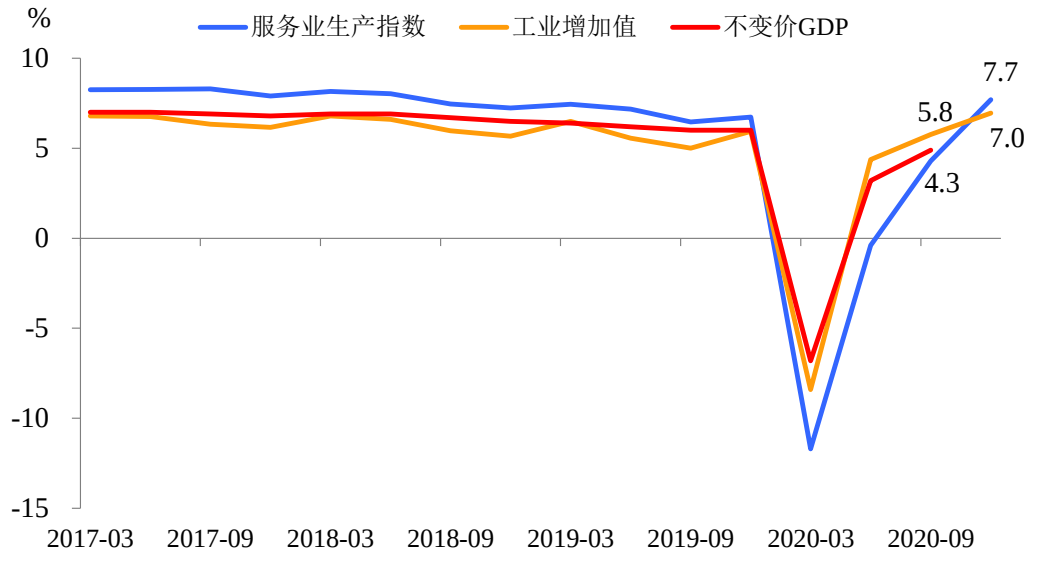
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：11 月主要产品对限额以上零售额增速贡献



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：经济增速总是介于工业增加值和服务业生产指数之间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

