

11 月经济数据点评

当经济复苏衔接转型升级

供给端恢复强劲；社零向限额以上消费集中；制造业投资加速上行。

- 11 月工业增加值同比增速 7%，1-11 月工业增加值同比增速 2.3%，其中采矿业 0%，制造业 2.9%，公用事业 1.5%，高技术产业 6.4%。11 月工业增加值同比增速在较高的基数水平上维持上行趋势，且小幅超出市场预期，表明供给端的恢复持续向好。
- 11 月社零同比增速 5%，剔除汽车的影响，社零同比增速 4.2%。1-11 月社零累计同比增速为-4.8%，限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-2.8%，社零增速内部结构发生变化，一是限额以上消费增速加速，二是网上消费占比继续提升，三是商品消费对餐饮消费造成挤出，四是城镇消费增速上行幅度再次超过乡村。
- 1-11 月固定资产投资增速为 2.6%，民间固定资产投资增速 0.2%。制造业投资累计同比增长-3.5%，基建投资增长 1%，地产投资增长 6.8%，制造业固定资产投资增速明显大幅上升。
- 1-11 月土地购置面积和土地成交价款累计同比增长-5.2%和 16.1%，新开工面积累计同比增长-2%，施工面积同比增长 3.2%，竣工面积同比增长-7.3%。商品房销售面积同比增长 1.3%，销售额累计同比增长 7.2%。1-11 月房地产开发资金来源累计同比增速 6.6%，其中国内贷款资金来源增速 5.4%，定金和预付款增速 5.3%，按揭贷款资金来源增速 10.6%。
- **11 月经济数据继续好转。**11 月经济数据维持向好趋势：工业增加值同比增速在较高基数水平上保持住了高增长，社零增速继续修复，民间固定资产投资增速转正，制造业投资增速大幅上升。但从当月同比增速来看，工业增加值的结构进一步分化，上游和下游工业增加值同比增速开始震荡，中游增速也明显分化，社零向限额以上消费品进一步集中，居民消费恢复的基础尚不牢固，商品消费存在对餐饮消费的挤出，房地产当月投资增速出现下行，基建当月投资增速维持在偏低的水平上波动。我们维持此前观点，认为从四季度到一季度的这半年当中，工业补库存和消费反弹仍将是拉动经济增长的重要力量，同时制造业投资增速出现明显回升迹象，也有望在 2021 年延续。
- **中国经济率先回到新冠疫情前。**2020 年我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，2021 年随着新冠疫苗的推广，预计全球经济将逐渐从疫情冲击中开始恢复。随着国内经济增长回到疫情前的潜在水平，经济转型升级的任务也将回归，因此在 2021 年当中宏观政策不仅需要考虑保持我国经济率先恢复正常的成果，还需要为经济转型升级做出提前安排。结合支撑经济增长的关键因素来看，制造业投资和居民消费仍需货币政策和财政政策支持，同时考虑到工业增加值同比增速已经先于需求端回到了新冠疫情前的水平，预计 2021 年结构性的政策安排将会增多，货币供给和财政支出或将加大对制造业和民生的结构性倾斜。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

相关研究报告

《经济真的向好，问题也依然存在：6 月和二季度经济数据点评》2020.7.16

《经济快速修复过程结束，基本面和政策面的博弈开始：7 月经济数据点评》2020.8.14

《需求超预期，关注持续性：8 月经济数据点评》2020.9.15

《GDP 增速或受贸易拖累，国内复苏趋势依然向好：9 月和三季度经济数据点评》2020.10.19

《年底看好工业补库存和消费弹性：10 月经济数据点评》2020.11.16

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

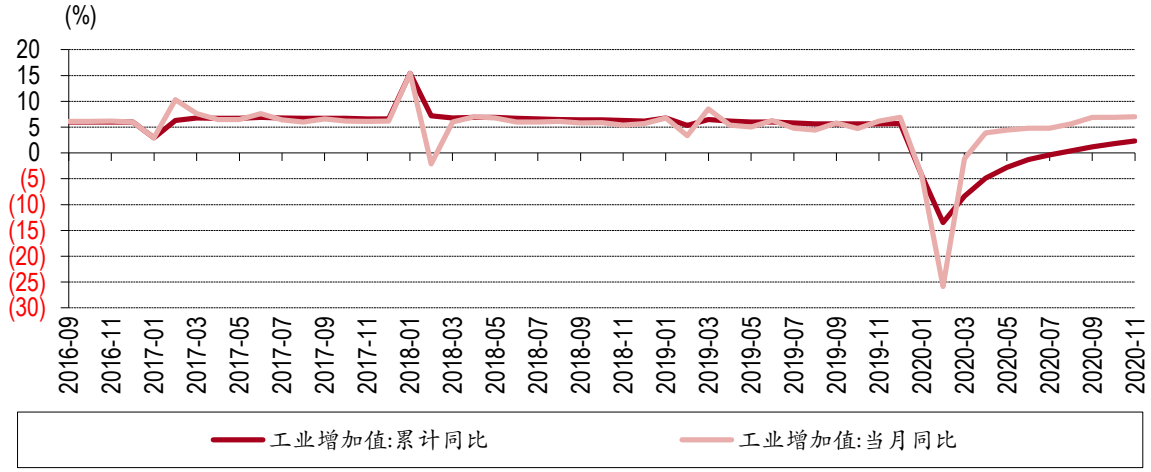
证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值增速继续上行

11 月工业增加值增速维持强劲上行趋势。11 月工业增加值同比增速 7%，较 10 月上升 0.1 个百分点，较去年同期上升 0.8 个百分点；1-11 月工业增加值同比增速 2.3%，较 1-10 月上升 0.5 个百分点，较去年同期下降 3.3 个百分点，降幅继续收窄。11 月工业增加值同比增速在较高的基数水平上维持上行趋势，且小幅超出市场预期，表明供给端的恢复持续向好。

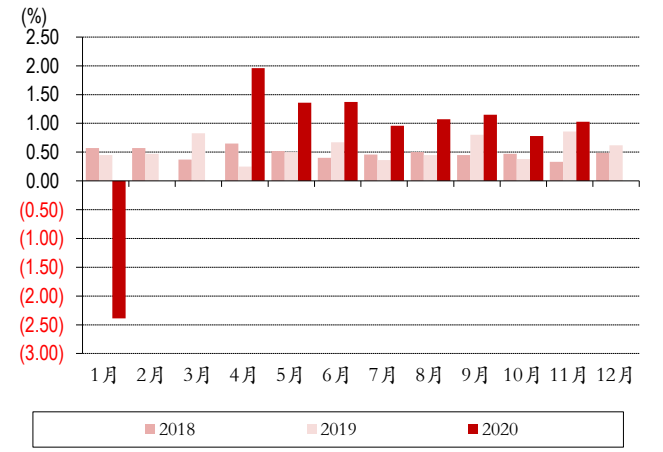
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

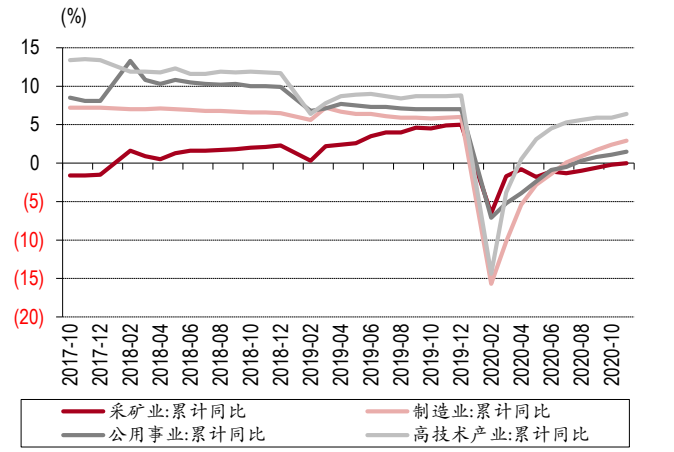
11 月环比增速维持在较高水平。从环比增速来看，11 月工业增加值环比增长 1.03%，继续维持 2013 年以来历史同时期最高增速水平，同时也高于 10 月的 0.78%，符合年底补库存的季节性规律，但从历史规律看，12 月环比增速通常与 11 月基本持平，如果补库存力度较大，不排除今年 12 月环比继续走高。从行业分类来看，1-11 月采矿业工业增加值累计同比增速 0%，制造业累计同比增速 2.9%，公用事业累计同比增速 1.5%，高技术产业累计同比增速 6.4%。11 月各行业工业增加值累计同比增速继续回升，制造业累计同比增速也继续维持强劲增长。从企业类型来看，11 月私企工业增加值同比增长 6.8%，较 10 月下行 1.4 个百分点，国企工业增加值同比增速 5.9%，较 10 月上行 0.5 个百分点，股份制企业同比增速 6.8%，较 10 月下行 0.1 个百分点，外企增长 8.3%，较 10 月大幅上升 1.3 个百分点。分地区来看，东北地区和东部地区工业增加值当月同比增速较 10 月分别上升 0.5 个百分点和 1.2 个百分点，中部和西部地区分别较 10 月下降 0.3 个百分点和 0.9 个百分点。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

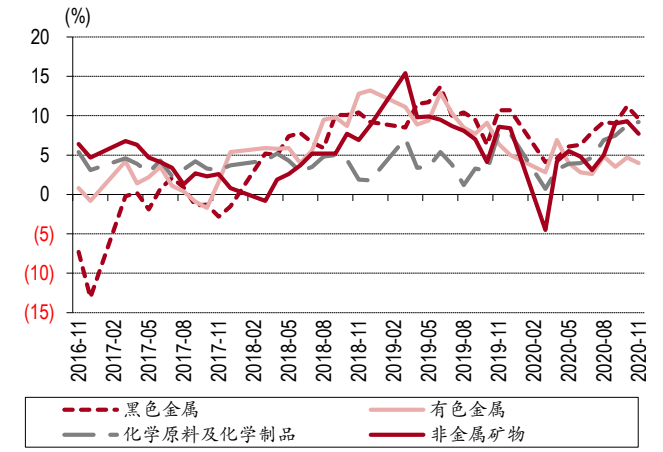
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

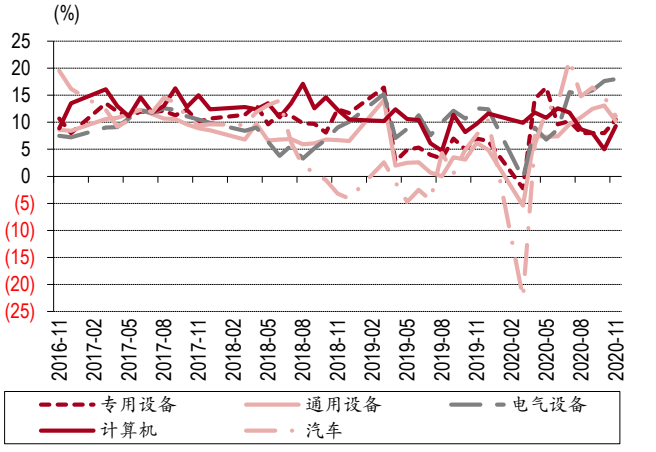
累计同比增速持续上行，当月同比增速开始分化。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长 2.9%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长 2.3%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 6.3%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 2.4%，从当月工业增加值增速来看，上游行业只有化学原料较 10 月上行，黑色金属和非金属矿物当月同比增速较 10 月下降超过 1 个百分点。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 4.4%，专用设备制造业增加值累计同比增长 6%，汽车制造业增加值累计同比增长 6.3%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 8.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 7.2%，11 月中游行业工业增加值累计同比增速依然以上升为主，当月同比增速与 10 月相比，汽车下降 3.6 个百分点，通用设备下降了 2.9 个百分点。下游行业工业增加值累计同比增速继续恢复，食品制造业增加值累计同比增长 1.4%，纺织业增加值累计同比增长 0.2%，医药制造业增加值累计同比增长 4.6%，但当月同比增速只有医药较 10 月上升了 5.4 个百分点，食品和纺织当月同比增速均较 10 月大幅下滑。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

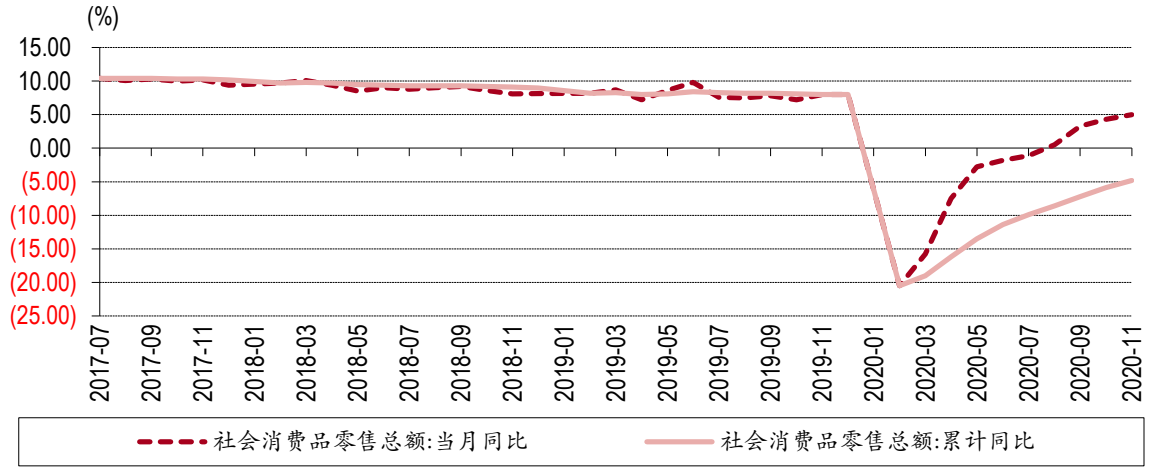


资料来源：万得，中银证券

双节临近，预计社零保持强劲

消费向限额以上集中。11 月社零同比增速 5%，较 10 月回升了 0.7 个百分点，1-11 月社零累计同比增速为-4.8%，较 1-10 月回升 1.1 个百分点。11 月社零实际同比增速 6.2%，较 10 月上升 1.6 个百分点，1-11 月累计实际同比增长-6.3%，较 1-10 月上升 1.4 个百分点。11 月剔除汽车的影响，社零同比增速 4.2%，较 10 月上升 0.6 个百分点。社零增速继续上行，同时 5-10 月社零环比增速有所上调。

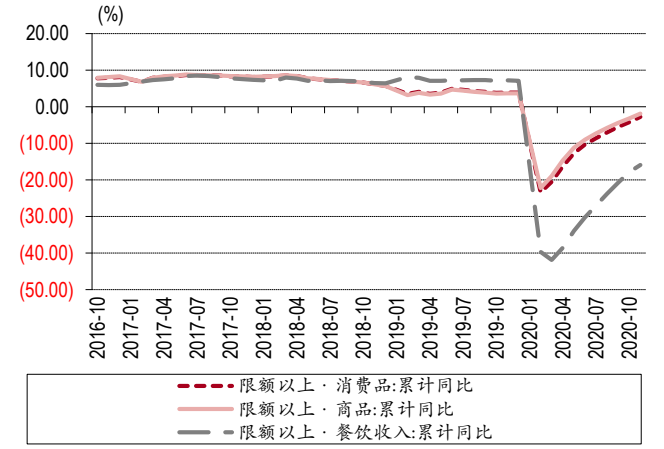
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

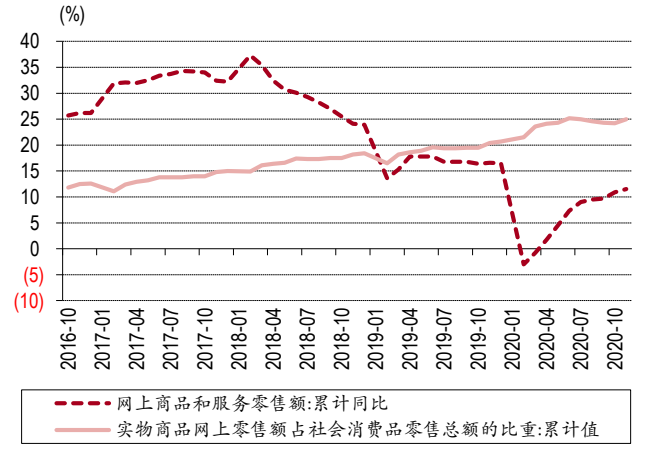
限额以上消费增速加速好转。1-11 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-2.8%，较 1-10 月上升 1.4 个百分点，其中商品零售总额同比增速为-1.9%，较 1-10 月回升 1.3 个百分点，餐饮收入总额同比增速-15.9%，较 1-10 月上升 1.9 个百分点。1-11 月网上零售额占比为 30%，较 1-10 月上升 0.7 个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为 11.5%，较 1-10 月上升 0.6 个百分点。从城乡消费增速来看，11 月乡村的消费增速 5.6%，较 10 月上升 0.5 个百分点，城镇消费同比增速 4.9%，较 10 月上升 0.7 个百分点。11 月餐饮行业收入增速-0.6%，较 10 月下降 1.4 个百分点，商品销售收入增速 5.8%，较 10 月上升 1 个百分点。11 月受电商促销的影响，社零增速内部结构发生变化，一是限额以上消费增速加速，二是网上消费占比继续提升，三是商品消费对餐饮消费造成挤出，四是城镇消费增速上行幅度再次超过乡村。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

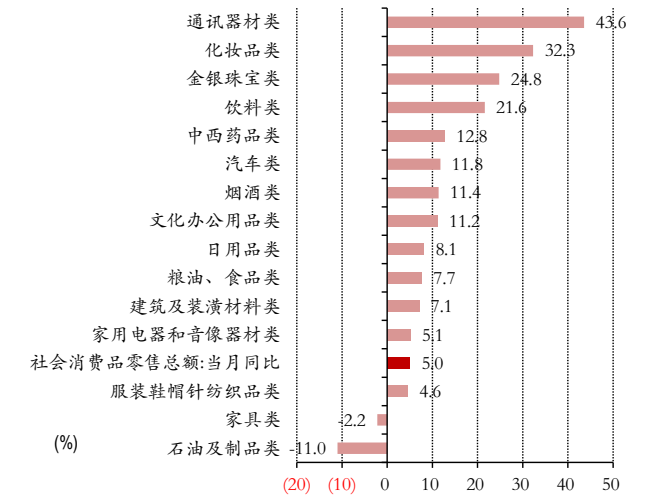
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

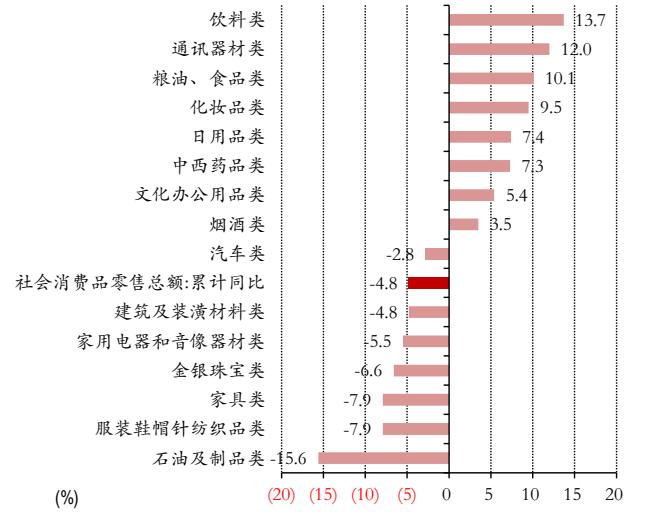
弹性消费品回升迅速。从同比增速来看，11 月限额以上企业商品零售总额同比增速 8.3%，较 10 月上升了 1.2 个百分点，同比增速较高的细分行业包括通讯器材、化妆品、金银珠宝等，只有石油制品和家具依然负增长，以及服装鞋帽的增速低于社零当月增速。与 10 月相比增幅显著的是通讯器材、化妆品和金银珠宝，另一方面增速下降的是服装鞋帽、烟酒和日用品。从累计同比增速来看，1-11 月销售增速大幅上升的是通讯器材、化妆品和金银珠宝等，增速下滑的则是粮油食品。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

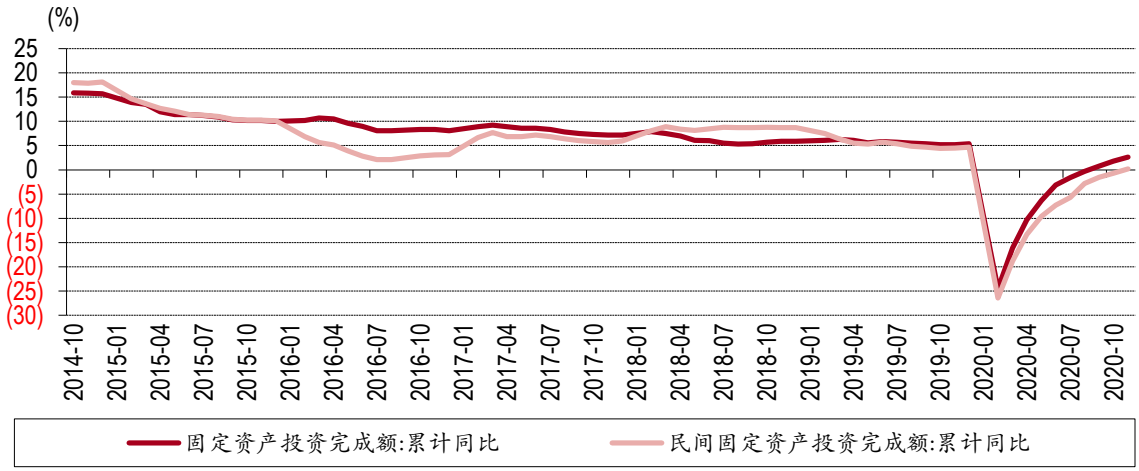


资料来源：万得，中银证券

制造业投资增速快速上升

制造业投资增速有望延续。1-11 月固定资产投资增速为 2.6%，较 1-10 月回升 0.8 个百分点，1-11 月民间固定资产投资增速 0.2%，较 1-10 月回升 0.9 个百分点。11 月民间固定资产投资增速首次回正。

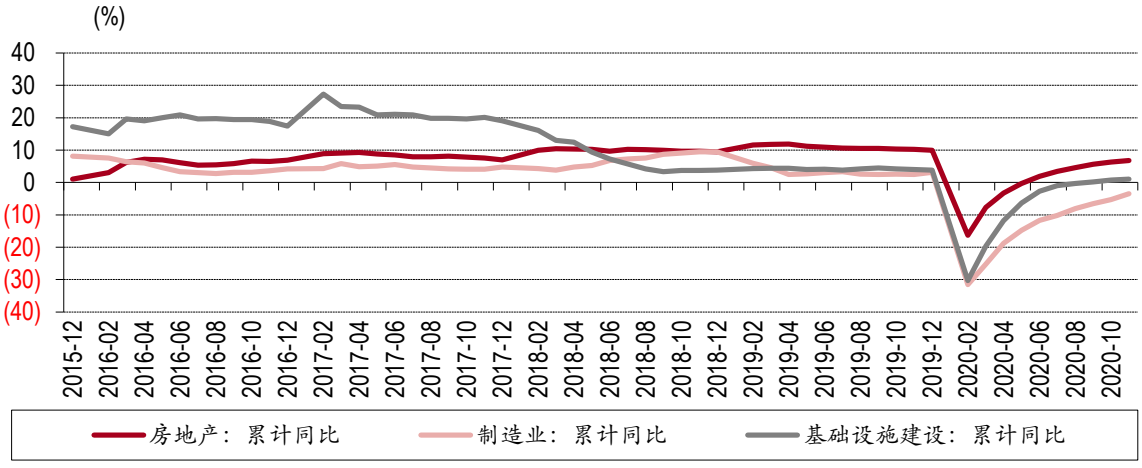
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

11 月制造业投资增速加速上升，基建增速持平波动，房地产投资增速边际有所下行。分类别看，制造业投资 1-11 月累计同比增长-3.5%，较 1-10 月回升 1.8 个百分点；基建投资累计同比增长 1%，较 1-10 月回升 0.3 个百分点；地产投资累计同比增长 6.8%，较 1-10 月回升 0.5 个百分点。1-11 月固定资产投资增速最高的还是房地产，但从月度数据来看，房地产固定资产投资自 7 月升至两位数同比高增长之后首次增速出现下行，基建投资依然维持平稳波动，但制造业固定资产投资增速明显大幅上升。从分类增速较 1-10 月变化来看，第二产业投资增速改善明显，设备器具和建筑安装工程增速上行幅度较大，扩建和改建增速明显上升，中部增速快速反弹，内资和国企投资增速上升较明显。从制造业细分行业看，累计同比增速较 10 月明显上升的包括医药、化学原料、纺织、交运设备、计算机通信、金属制品、食品、专用设备和农副食品加工业等行业。

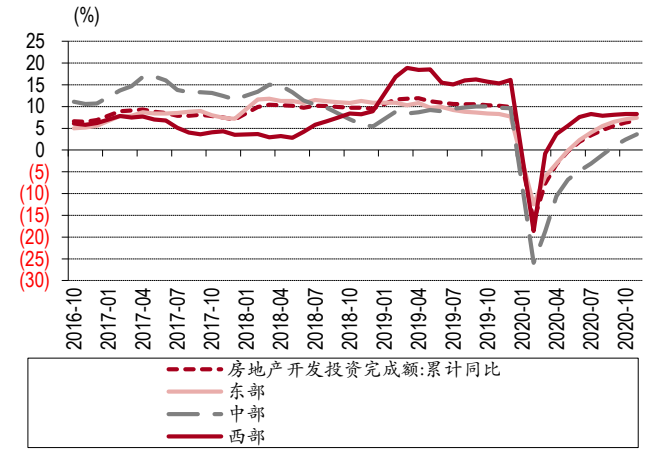
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

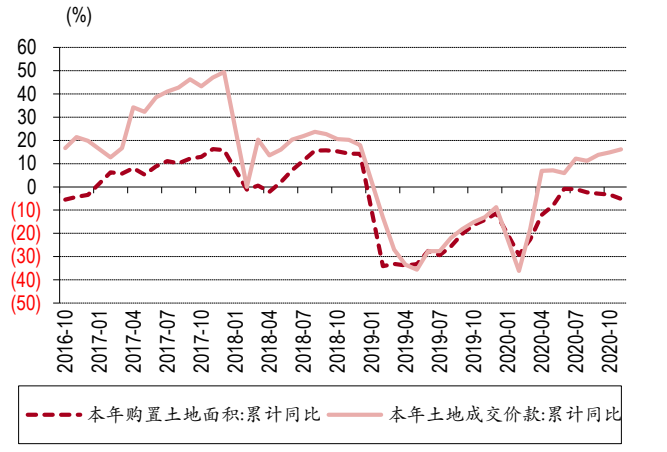
土地购置面积和价款增速进一步分化。1-11 月房地产投资增速 6.8%，较 1-10 月上升了 0.5 个百分点，其中东部地区累计同比增长 7.4%、中部地区累计同比增长 3.6%、西部地区累计同比增长 8.3%，分别较 1-10 月上升 0.3 个百分点、1.2 个百分点和持平。从房地产分类来看，住宅投资增速 7.4%、办公楼投资增速 4.2%、商业地产投资增速-1.9%，分别较 1-10 月上升 0.4 个百分点、上升 0.7 个百分点和上升 0.9 个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-11 月累计同比增长-5.2%和 16.1%，较 1-10 月分别下降了 1.9 个百分点和上升了 1.3 个百分点。1-11 月房地产新开工面积累计同比增长-2%，较 1-10 月上升 0.6 个百分点，施工面积同比增长 3.2%，较 1-10 月上升 0.2 个百分点，竣工面积同比增长-7.3%，较 1-10 月上升 1.9 个百分点。整体来看，11 月房地产土地市场维持回落趋势，竣工增速继续上升。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

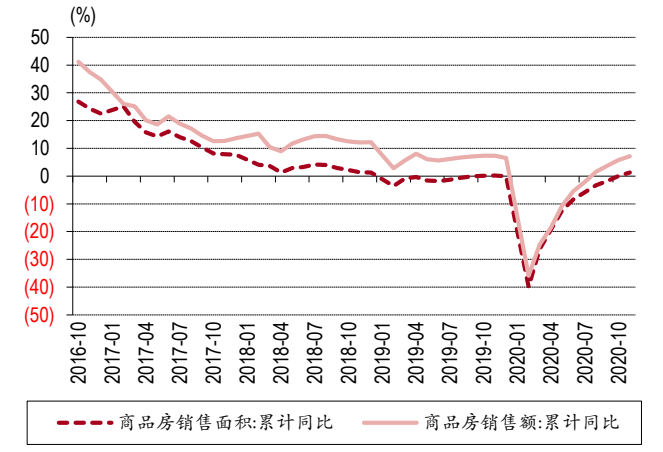
图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

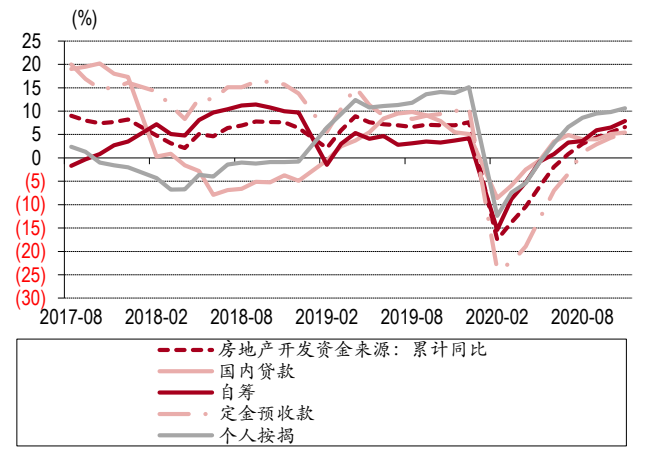
房地产销售面积增速回正。1-11 月商品房销售面积同比增长 1.3%，较 1-10 月回升 1.3 个百分点，商品房销售额累计同比增长 7.2%，较 1-10 月回升 1.4 个百分点。1-11 月商品房待售面积同比增速 0.1%，较 1-10 月下降 0.2 个百分点，其中住宅面积同比增速-1%，较 1-10 月下降 0.5 个百分点，办公楼累计同比 1.8%，较 1-10 月下降 1.4 个百分点，商业地产累计同比-1.9%，较 1-10 月上升 0.1 个百分点。从房地产投资资金来源看，1-11 月国内贷款占比 14.2%，较 1-10 月下降 0.4 个百分点，定金和预付款的占比 33.5%，较 1-10 月持平，个人按揭贷款占比下降 0.1 个百分点，自筹资金占比上升 0.4 个百分点。从增速看，1-11 月房地产开发资金来源累计同比增速 6.6%，较 1-10 月回升了 1.1 个百分点，其中国内贷款资金来源增速 5.4%，定金和预付款增速 5.3%，按揭贷款资金来源增速 10.6%，居民购房需求依然强劲，年内商品房销售面积增速已经回正，房地产开发商开始加大自筹资金力度，预计年底销售回笼资金也将加码。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：当经济复苏衔接转型升级

11 月经济数据继续好转。11 月经济数据维持向好趋势：工业增加值同比增速在较高基数水平上保持住了高增长，社零增速继续修复，民间固定资产投资增速转正，制造业投资增速大幅上升。但从当月同比增速来看，工业增加值的结构进一步分化，上游和下游工业增加值同比增速开始震荡，中游增速也明显分化，社零向限额以上消费品进一步集中，居民消费恢复的基础尚不牢固，商品消费存在对餐饮消费的挤出，房地产当月投资增速出现下行，基建当月投资增速维持在偏低的水平上波动。我们维持此前观点，认为从四季度到一季度的这半年当中，工业补库存和消费反弹仍将是拉动经济增长的重要力量，同时制造业投资增速出现明显回升迹象，也有望在 2021 年延续。

中国经济率先回到新冠疫情前。2020 年我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，2021 年随着新冠疫苗的推广，预计全球经济将逐渐从疫情冲击中开始恢复。随着国内经济增长回到疫情前的潜在水平，经济转型升级的任务也将回归，因此在 2021 年当中宏观政策不仅需要考虑保持我国经济率先恢复正常的成果，还需要为经济转型升级做出提前安排。结合支撑经济增长的关键因素来看，制造业投资和居民消费仍需货币政策和财政政策支持，同时考虑到工业增加值同比增速已经先于需求端回到了新冠疫情前的水平，预计 2021 年结构性的政策安排将会增多，货币供给和财政支出或将加大对制造业和民生的结构性倾斜。

风险提示：

全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371