关于疫情这个不大不小的借口：经济衰退的本源

报告要点：

- **这一次，经济的问题似乎出现在总量上，挨个部门去分析，7 月的数据几乎是全军覆没的。**

- **7 月基本面走弱的原因是疫情：**

1）这一次的衰退是自下而上传导的，消费在三驾马车中的走弱幅度居首；

2）疫情的影响已经不言而喻，一线城市的拥堵指数创了近些年来非春节月的新低。

- **经济走弱的事实我们并不否认，只是这次走弱的理由过于临时，经济的真正刺客其实不是疫情：**

1）疫情一般对基本面的影响是点状的，且新一轮 Delta 疫情已经出现了明显的见顶迹象，因疫情而造成的基本面损失应很快就会被补回来；

2）经济的真正痛点是：基建和地产再也回不到从前，这与针对基建及地产的政策管控不断升级有关。

- **但若抛开疫情损失不论的话，似乎经济总量还停留在正常位置，其实是因为制造业投资和出口掩盖了我们的视线：**

1）制造业投资和出口的高企在一定程度上弥补了基建及地产的折价，但经济的发动机却是基建和地产；

2）但需要关注的是：制造业投资和出口已经表现出了一些脆弱性。

- **经济的走弱并不代表着货币政策会开启宽松：**

1）全球资金的风险偏好只高不低，全球通胀的余温尚在；

2）政策给经济基本面筑了一道又一道高墙的情况下，更多被挤到墙外的流动性只能进入通胀交易的领域，去推高通胀水平。

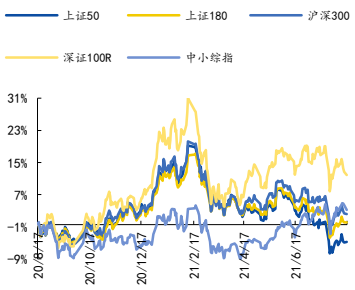
- **资产风格不会因此而出现大幅变化，利率债风险并不能就此排除，权益市场的业绩也不会明显下降。**

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期

主要数据：

上证综指：	3517.34
深圳成指：	14693.74
沪深 300：	4941.07
中小盘指：	4837.61
创业板指：	3301.39

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《当前的资金面已经亮起了黄灯——预测流动性的红绿灯》2021.08.13

《7 月的金融数据：没那么美好，也没那么糟糕》2021.08.11

报告作者

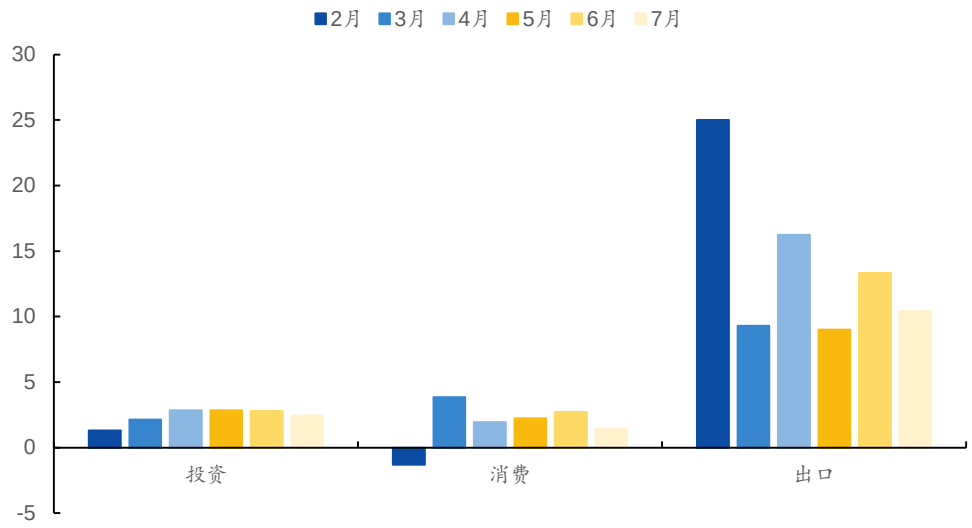
分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话

联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

这一次，经济的问题似乎出现在总量上。7 月份工业增加值于最近两年的年化同比增速为 5.6%，比起 6 月份来说进一步下滑。此外，7 月工业增加值的季调环比水平为 0.3%，该环比增长水平不但比 6 月份进一步下降，而且跌破了疫情之前（2019 年）所保持的平均速度（0.57%）。

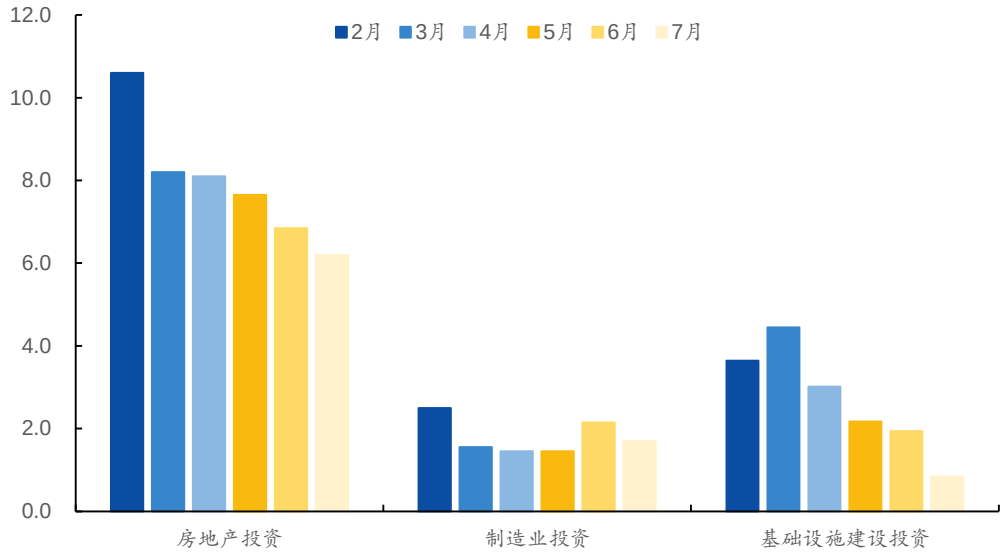
逐个部门去分析，7 月的数据几乎是全军覆没的。我们依然以近两年的年化平均实际增速这一口径去观察，可以看到，投资、消费及出口的增长速度都于 7 月或多或少地出现了下降；此外，投资中的三大类别（房地产、制造业、基建投资）的数据也比起 6 月来说，出现了幅度不同的走弱。

图 1：投资、消费及出口的增长速度都于 7 月出现了下降



资料来源：Wind，国元证券研究所

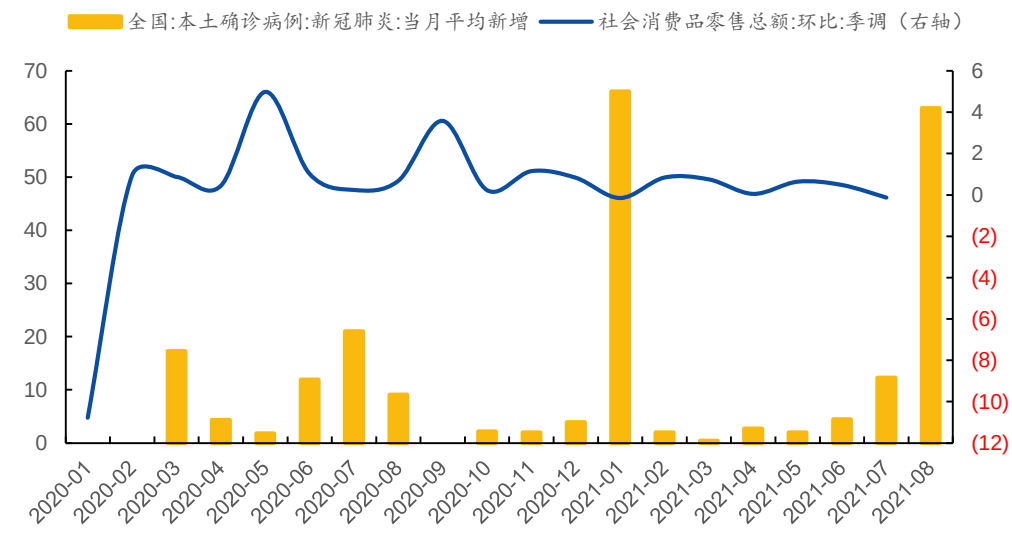
图 2：房地产、制造业、基建投资的增长出现了幅度不同的走弱



资料来源：Wind，国元证券研究所

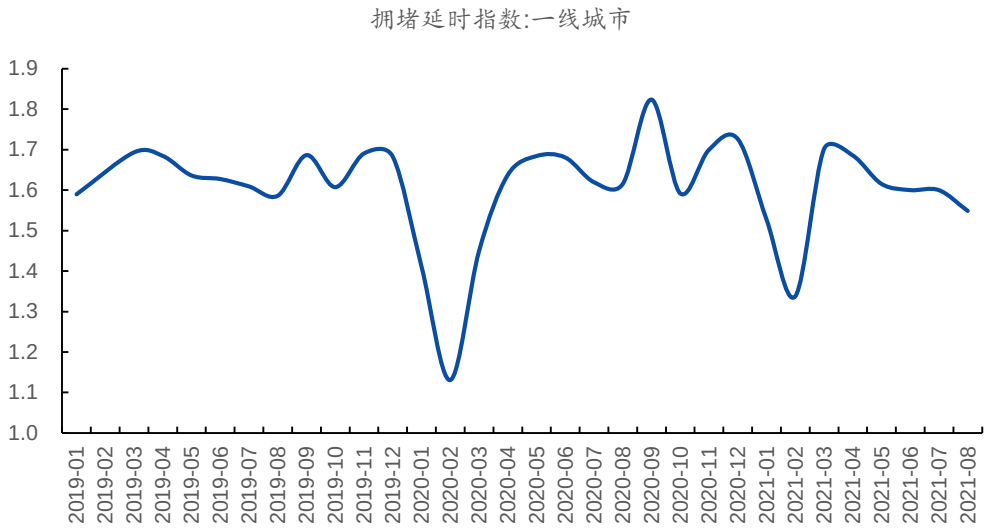
当然，我们有理由相信，7 月基本面走弱的原因是疫情。其一是：在三驾马车中，消费的走弱要更加明显，消费的季调环比增长（-0.13%）已经跌到了负增长的水平，如果问题出现在资金面，衰退是不会自下而上传导的；其二，疫情的影响已经不言而喻，在更严格的管控措施之下，一线城市的拥堵指数创了近些年来非春节月的新低。

图 3：疫情的确在边际上会对消费存在削弱作用



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：一线城市的拥堵指数创了近些年来非春节月的新低



资料来源：Wind，国元证券研究所

其实经济走弱的事实我们并不否认，只是这次走弱的理由过于临时，经济的真正刺客其实不是疫情。

1）疫情一般对基本面的影响是点状的。从近一年余的经验来看，我们在面对每一轮的疫情上升时，总会通过相似的防疫措施将疫情控制住，因此，即使我们因防疫措施有一个短时的阵痛阶段，但这个阶段一般不会超过 2 个月。当前新一轮 Delta 疫情已经出现了明显的见顶迹象，7 月因疫情而造成的基本面损失应很快就会被补回来。

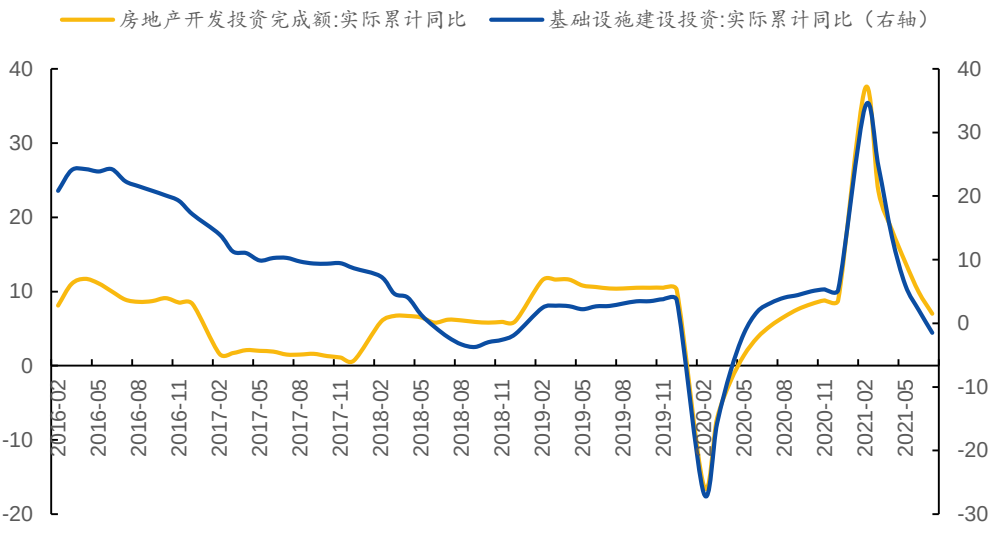
图 5：新一轮 Delta 疫情已经出现了明显的见顶迹象



资料来源：Wind，国元证券研究所

2）经济的真正痛点是：基建和地产再也回不到从前。毫无疑问的是：基建和房地产投资当前的表现是非常弱的，这两个投资项在去年的基数本低的情况下，其同比表现仍然不如 2019 年同期。因当前的资金利率明显低于 2019 年，因此资金面并不是基建地产疲弱的原委，更关键的原因应是：在政策针对基建及地产的产业管控不断升级后，政府及地产商的资本开支的意愿已经很弱。

图 6：基建和房地产投资当前的表现是非常弱的

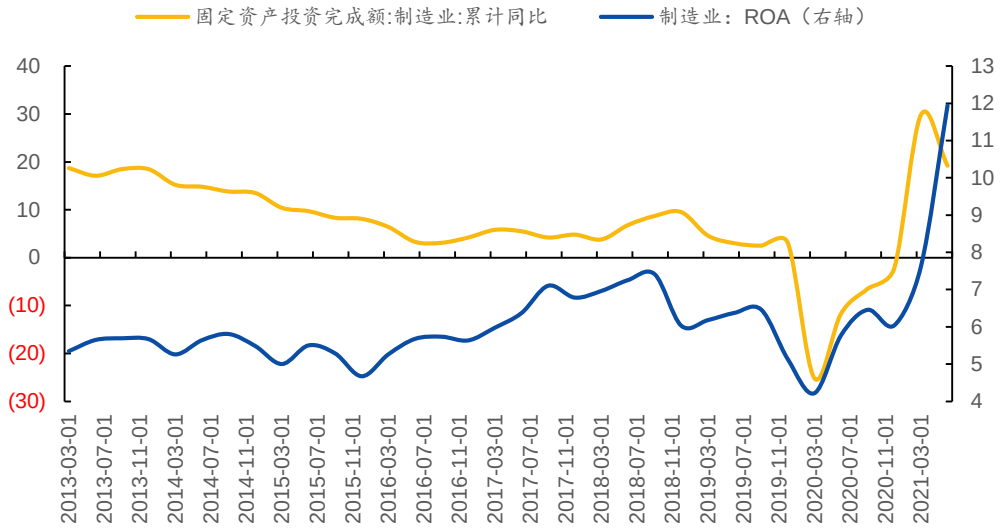


资料来源：Wind，国元证券研究所

3）但如果不考虑这次疫情带来的损失的话，其实经济总量还停留在看起来正常的位置，其原因是：制造业投资和出口的高企在一定程度上弥补了基建及地产的折价。然而，经济基本面的发动机本非制造业和出口，而是基建和地产，在基建和地产表现不佳的情况下，经济基本面是很难依赖于其他部门逆袭的。

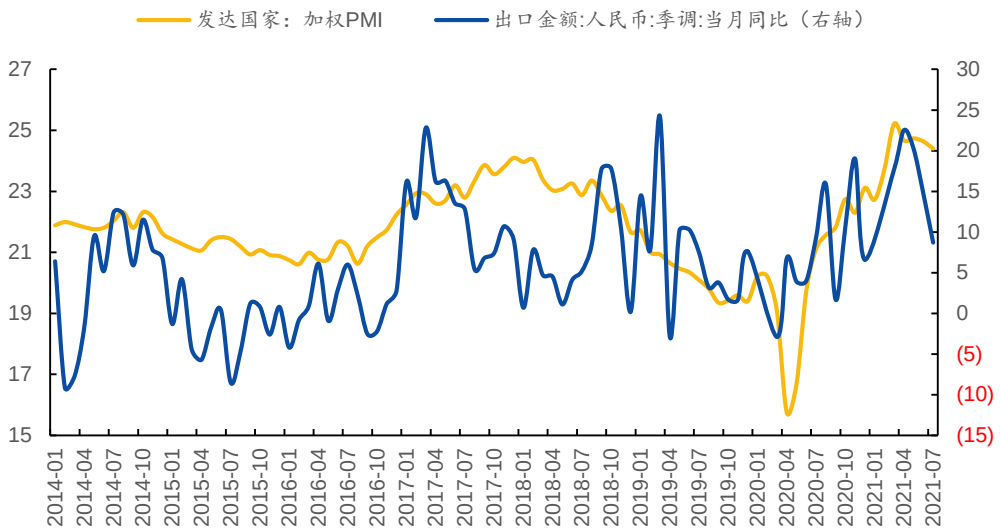
况且，在中国及全球缺少需求增量的状态下，制造业投资和出口已经表现出了一些脆弱性。一方面，制造业投资的逆势高企仅仅因疫情期间的产能补充不足，因此，近来制造业的 ROA 的高企带动了制造业投资的高增，但是，一旦当这个供应缺口被填上，制造业投资至少会存在更多不确定性；另一方面，海外需求的疲弱信号已现，这也会增加出口继续回调的概率。

图 7：近来制造业的 ROA 的高企带动了制造业投资的高增



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：海外需求的疲弱信号会增加出口继续回调的概率



资料来源：Wind，国元证券研究所

经济的走弱并不代表着货币政策会开启宽松，资产风格也不会因此而出现大幅变化。当前全球资金的风险偏好只高不低，一方面全球通胀的余温尚在，另一方面在政策给经济基本面筑了一道又一道高墙的情况下，更多被挤到墙外的流动性只能进入通胀交易的领域，去推高通胀水平。因此，利率债风险并不能就此排除，而无论资金进入增长还是通胀，权益市场的业绩都不会明显下降。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188