宏觀

迎來政策風口，“新消費”如何起飛？——“十四五”前瞻系列之二

新消費：消費行業的“互聯網+”。新消費的“新”主要來自於以網絡等為代表的現代信息技術對於消費的升級改造，並給消費行業帶來深刻變化。一是消費場景的轉變（在哪兒買？）。過去的消費活動僅僅發生在線下，而互聯網的興起使得線上消費成為可能。這也讓部分過去的不可貿易品也有了成為可貿易品的機會。新消費也並非僅是線下向線上的單向轉移，而是兩者更深層次的融合。此外，除去商品消費，醫療、教育等服務類消費也能夠在線上實現。二是消費信息的擴容（買什麼？）。在信息的搜集和評估過程中，互聯網具有傳統線下消費難以比擬的信息量，這也給消費者的選擇帶來困難，使其對於廣告和品牌變得愈發依賴，也間接地促進了直播帶貨的興起。三是支付方式的轉變（怎麼買？）。信息化時代更便捷的移動支付方式普及，為新消費的蓬勃發展也提供了有利條件。

新消費迎政策風口，兼具經濟社會效益。新消費迎發展機遇，政策措施頻頻出臺。20年9月，國常會確定支持新業態新模式帶動新消費的措施，隨後國辦印發文件對新消費的發展目標和支持政策進一步細化。之所以政策層面對於新消費愈發重視，除了其對疫情“免疫”的因素外，還和它兼具經濟效益和社會效益有關。新消費增長更快，拉動經濟作用更強。首先，相比于傳統消費，新消費有著更快的發展速度，對於經濟增長的拉動作用也更強。20年1-8月實物商品網上零售在占比不足四分之一的情況下對於社零總額增長的貢獻率接近一半。新消費激勵企業創新，促進經濟結構調整。其次，新消費的發展擴大了對於企業創新活動的需求。20年中國500強企業中，研發強度較高的前十名企業有一半是同新消費相關的互聯網企業。用工崗位形式靈活，穩就業功不可沒。再次，新消費為勞動者提供大量就業崗位的同時，由於用工方式靈活，對於特殊群體就業也更為友好。最後，新消費還是鄉村振興的新抓手，有利於城鄉之間收入分配差距的縮小。

新消費還有哪些發展“短板”？但新消費也存在著一些發展上的短板。下沉市場基礎具備，農村消費潛力待挖。當前中國農村網民規模龐大，為新消費發展奠定了用戶基礎，但是縣域網上零售額占比有待提升，促進新消費發展應注重挖掘下沉市場的消費潛力。新基建保駕護航，有待繼續鋪開。新消費的發展也需要新基建的配套完善，比如5G就對新消費有著重要的促進作用，而目前我國的5G基建建設還在加速佈局，終端用戶數量占比也相對有限，後續還需進一步提升。此外，城鄉之間也存在基礎設施配套不均的問題。健全物流體系，提高交易效率。新消費也需要更加現代化和便捷化的物流體系來配合。從整體看，中國的物流成本依然偏高。而就結構而言，當前冷鏈運輸是中國物流體系的薄弱環節，19年中國人均冷庫保有量不足美國的十分之一。提升供給質量，增強服務能力。最後，新消費的發展也對企業的供給服務質量提出了更高的要求。在消費者的投訴案件中，網絡購物占比高於傳統銷售，其中又以商品質量問題較為突出。應當通過激勵企業創新等方式提升其供給服務能力，更好地滿足新消費時代的多樣化需求。

消費仍存提升空間，新消費發揮更大貢獻。消費比重提高，仍存提升空間。我國消費對於經濟增長的作用愈發凸顯，但是從全球範圍看，中國消費支出的占比依然偏低。新消費方向明確，發揮更大貢獻。但我國在新消費領域處於全球領跑位置，我們預計“十四五”期間，新消費將會進一步發力，屆時其對於經濟增長也將發揮更大的貢獻。

莫道君行早，風景這邊獨好！——兼論貨幣政策退出的條件與信號

二次疫情兇猛，但不可怕。疫情發展對於各國而言存在兩個階段，第一階段表現為死亡病例隨著確診病例的增加而同步大幅上升，但第二階段，死亡人數隨確診病例上升幅度明顯減緩。近來歐美等海外發達國家疫情有所反撲，但死亡人數提升不高，疫情進入第二階段。疫情對於經濟增長的拖累主要在於限制人口的流動，第二階段死亡率穩定乃至下降使得限制措施可以更為彈性。從當前歐美國家情況來看，相比於第一階段而言，對於人口流行性的限制更加緩和，給經濟帶來的影響更小。

全球經濟復蘇，並不均衡。疫情過後全球經濟並非均衡復蘇，相對而言，需求恢復的情況要好於生產。一方面，部分作為生產大國的發展中國家疫情態勢要更為嚴峻。另一方面，在發達國家內部，工業生產的恢復也遠不及需求。但在全球率先控制住疫情的我國卻是個例外，工業生產恢復的進度明顯要快於需求。全球非均衡復蘇所造成的供需缺口，被我國快速恢復的工業生產補足。這使得我國在全球貿易中的份額有了明顯上升，出口增速得到提振。事實上，歐美發達國家疫情進入第二階段，疫情勢頭的上升和經濟恢復並行，對於我國出口而言將更為受益。一方面，海外疫情蔓延對於我國防疫物資需求仍在，另一方面，歐美等發達國家經濟復蘇帶來外需的整體改善，也會拉動我國其它品類出口增速的走高。

我國表現更好，不止出口。我國良好的經濟表現不僅僅體現在出口，剛剛過去的國慶黃金周，就迎來了消費的火熱，壓抑已久的零售、電影和旅遊等消費需求得到了集中釋放。20年以來消費增速的下滑更多地還是因為人們消費意願的降低。居民收入和消費增速之間出現了較大的“缺口”，這種現象在14年以來還是第一次出現。主要原因在於三個方面：一是因為疫情。大家擔心感染不敢走出去花錢，目前這種擔憂已經減弱；二是因為預期。大家擔心後面收入會受到影響，甚至可能存在失業的風險，況且收入增速恢復也還沒有達到疫情前的水平。但我國經濟增長恢復較快，失業壓力相比於第一階段已有很大程度的下滑。預期也會隨之逐漸調整；三是缺乏閒暇。疫情期間生產經營活動陷入停滯，在復工複商之後，很多企業要補上因為疫情所耽誤的工作進度，就業人員工作時間有所延長，制約需要閒暇時間的服務類消費。從投資端來看，修復進程也開始由內生動力接棒，8月份民間投資當月增速顯著回升至19.5%，一舉反超固定資產投資整體增速，體現內生恢復的強勁勢頭，而和投資項目施工關聯緊密的挖掘、重卡也持續大賣。

貨幣真正收緊，還有多久。本輪經濟復蘇週期的持續時間，取決於信用擴張進程何時結束。從08年以來的三輪信用週期來看，我們發現：第一，社融增速的見頂來自於央行貨幣政策的調整，沒有政策推動，很難看到信用擴張過程的自發結束；第二，通脹和貨幣寬鬆退出的相關度更高，金融風險次之，經濟增長居末。每一次貨幣政策調整所伴隨的信用擴張結束，都發生在物價增速高企或者是加速上升時期；第三，央行需要給出方向明確的政策調整信號。由此來看我國本輪信用擴張週期。一方面，我國經濟增長速度還沒有回到潛在增速水平，還不具備溫和增長的條件。另一方面，通脹短期還在回落，年內升至高位的風險也較低。既然短期貨幣政策難以真正收緊，信用擴張週期也就難言結束。隨著經濟的溫和復蘇，週期性行業的盈利增速將趨於改善，特別是CPI和PPI的“剪刀差”收斂助推上游原材料類行業利潤增速走高。而經濟步入復蘇週期也會帶動利率水平隨之上升，債市的調整未完。

行業研究

通信設備：關注10月季報行情，看好Q4行業機會！

Q3業績預告披露完畢，把握10月季報行情。近期，部分企業已完成披露2020年三季報預告。10月份即進入Q3季報披露期，重點關注設備商、物聯網模組等為代表的細分賽道企業。

我國已建成5G基站超60萬座，5G終端連接數超1.5億。根據C114報道，10月14日，2020年中國國際信息通信展於北京開幕，在開幕論壇、ICT領袖論壇上，工業和信息化部副部長劉烈宏表示，我國建成了全球規模最大的光纖和4G網絡，已建成開通5G的基站超過了60萬座，5G終端連接數超過了1.5億。中國移動表示已建成超過30萬站5G基站，中國聯通表示和中國電信共建共享的5G基站也超過30萬個，預計年底會達到38萬個左右。

5G大規模室內建設業內密切關注，小基站或迎新機遇。根據C114報道，中國聯通研究院無線研究中心三室主任張濤表示，從宏覆蓋的角度來講，5G今年的建設基本上已滿足了全國所有城市覆蓋的要求。從明年開始，更大範圍的室內建設會逐步投入，這給5G小基站帶來了新的機遇。中國移動研究院高級研究員張儷表示，有源5G小基站的建設需求非常迫切，但技術能力和成本成熟度仍待提高。

風險提示：疫情及中美科技、貿易摩擦風險；5G擴大投資進度低於預期。

食品加工：國內原奶價格持續上升，飼料成本處高位

原奶價格走勢。10月1日-10月7日國內主產區原奶價格為3.93元/kg，環比+1.0%，同比+4.8%。2020年6月恒天然原奶價格為0.29歐元/kg，環比-8.7%，同比-0.1%。

進口大包粉單價同比-0.5%，全國奶粉產量同比-22.22%。2020年8月奶粉進口單價為3217.94美元/噸，環比+1.1%，同比-0.5%。2020年1-7月全國奶粉產量54.70萬噸，同比-14.19%，其中7月份產量6.70萬噸，同比-22.22%。

玉米價格高位波動，豆粕價格上漲至今年最高點。10月10日-10月16日，玉米平均價為2350元/噸，環比+0.9%，同比+15.8%；豆粕平均價為3330元/噸，環比+1.8%，同比+6.1%。2020年8月，進口苜蓿草平均到岸價362.09美元/噸，環比-1.1%，同比+5.5%。

投資觀點及原奶價格預測：疫情以來原奶價格自高位有所回落，我們認為或與物流不暢、原奶供應過剩，乳企噴粉有關。6月至今原奶價格持續回升至疫情前水平，我們認為主因消費需求回升及飼料成本價格上行，預計2020年國內原奶價格將維持低個位數溫和上漲。

風險提示：原材料價格大幅波動，國內外疫情控制進程不及預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮　閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢　閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。