中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观季度报告

2020-09-26

不同的疫情，分化的经济

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

秋冬季海外疫情大概率再次扩散，疫情影响不容忽视，但新冠住院率和死亡率已经显著下降，影响可能显著低于春季。疫情扩散令服务业承压，四季度美欧经济修复可能显著放缓。不同于海外，我国疫情大概率能很好控制，经济修复速度快于美欧，消费、出口与制造业投资的改善是主要动力，房地产与基建投资预计保持稳定。



摘要：

秋冬季海外疫情大概率再次扩散，但影响不同于春季。不同于海外，我国疫情大概率能得到很好控制。从过去半年防疫经验来看，大多数国家疫情反复扩散。秋冬季是流感高发时节，海外新冠疫情扩散是大概率事件。尽管如此，美国新冠住院率已从最高 12%降至目前 1.1%左右，全球新冠死亡率已从最高 7%下降到目前 3%的水平。即便新冠疫情再次爆发，其影响也会显著低于春季。我国已经连续 42 天没有本地新增病例。即便偶尔出现输入病例传染到本地，我国也将采取最强力的措施扑灭疫情。

四季度美欧经济修复可能显著放缓，疫情扩散令服务业承压。7、8 月份，美国零售已经恢复到疫情之前的水平，但餐饮销售额仍同比减少 15.4%，服务消费受疫情抑制仍相当显著。未来美国消费的进一步修复更多依靠服务消费，但这会受到四季度疫情扩散的抑制，从而令经济修复放缓。欧元区零售也已经大体修复。过去两个月欧元区服务业 PMI 持续回落，9 月份已经降至 47.6。欧洲疫情二次爆发已经对服务业修复造成明显的冲击，预计欧洲四季度经济修复速度也会显著放缓。

我国经济修复速度快于美欧，消费、出口与制造业投资的改善是主要动力，房地产与基建投资预计保持稳定。与去年比较，目前消费和制造业投资仍有较大的修复空间。当前餐饮、电影等部分消费类别受抑制仍相当显著，预计四季度会继续修复。四季度海外疫情扩散背景下我国出口优势可能扩大，出口增速有望进一步提高。近 4 个月我国工业企业盈利大幅度改善，这将推动我国制造业投资继续修复。政策的边际收紧对冲房地产的局部过热，预计四季度房地产投资增速大体保持稳定。近一两个月政府并未出台大力促进基建投资的政策，预计四季度基建投资增速保持稳定。总体来看，**我国由于疫情控制很好，经济修复的动力显著强于美欧**。

风险因素：新冠变异导致疫情严重程度超预期

宏观研究团队

研究员：
刘宾
0755-83212741
liubin@citicsf.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要： 1
一、不同的疫情 3
（一）秋冬海外疫情大概率再次扩散，但影响不同于春季 3
（二）国内疫情大概率能得到很好控制，不同于海外 5
二、分化的经济 6
（一）四季度美欧经济修复可能显著放缓，疫情扩散令服务业承压 6
（二）我国经济修复速度快于美欧，消费、出口与制造业投资的改善是主要动力 8
免责声明 14

图目录

图表 1： 新冠疫情每日新增确诊病例 3
图表 2： 新冠疫情每日新增确诊病例 4
图表 3： 全球各国（地区）新冠肺炎死亡率 4
图表 4： 美国新冠住院、住进 ICU、使用呼吸机的病例数 5
图表 5： 美国新冠住院、住进 ICU、使用呼吸机的病例比例 5
图表 6： 我国每日新增本地病例与输入病例 5
图表 7： 美国新增非农就业人数与失业率 6
图表 8： 美国疫情最严重的五个州的失业率 6
图表 9： 美国零售和食品服务销售额及消费者信心指数 7
图表 10： 美国零售和食品服务销售额及其分项的季调同比 7
图表 11： 美国工业增速及产能利用率 7
图表 12： 美国消费品和设备工业总产值的季调同比增速 7
图表 13： 欧元区制造业与服务业 PMI 8
图表 14： 欧元区零售销售及工业生产指数同比增速 8
图表 15： 2020 年 7-8 月主要经济指标的同比增速及其相对于二季度增速的变化 8
图表 16： 2020 年 7-8 月主要经济指标的同比增速及其相对于 2019 年全年增速的变化 9
图表 17： 8 月份消费及其分项的当月同比增速与增速变化 10
图表 18： 1-8 月份消费及其分项的累计同比增速与增速变化 10
图表 19： 我国出口及进口增速 11
图表 20： 主要经济体进口金额中我国的占比 11
图表 21： 我国制造业投资增速 11
图表 22： 我国工业企业利润增速 11
图表 23： 我国房地产投资增速 12
图表 24： 房屋销售、新开工和购置土地面积增速 12
图表 25： 我国房贷利率水平 12
图表 26： 我国住宅库存水平 12
图表 27： 基建投资当月及累计同比增速 13
图表 28： 我国政府政府债券发行额 13

今年下半年以来，美欧疫情先后二次爆发，不过全球经济总体逐步修复。我国疫情控制较好，出口超预期增长，消费与服务业逐步修复，投资稳中有升，经济总体稳步改善。随着经济修复，我国货币政策回归常态，不过财政政策继续发力，特别国债、专项债等先后密集发行，这对我国经济构成有力支撑。展望下半年，全球疫情以及经济如何走？我国经济又会怎样？本文将分别予以讨论。

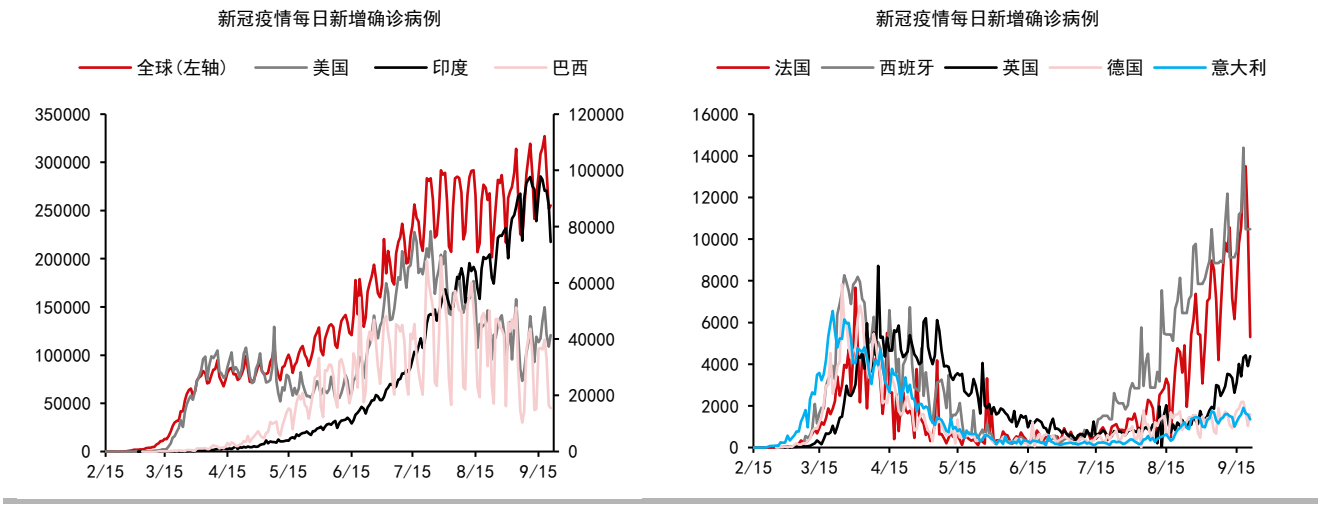
一、不同的疫情

今年下半年以来，印度、巴西等新兴经济体疫情趋于严重，美国和欧洲疫情先后二次爆发。目前，美国疫情逐步得到控制，但欧洲疫情二次爆发，全球疫情总体仍趋于严重。**秋冬是流感高发季，我们认为海外新冠疫情再次扩散是大概率事件，但影响不同于春季。我国疫情防控非常好，不同于海外。**

（一）秋冬海外疫情大概率再次扩散，但影响不同于春季

全球疫情此起彼伏，总体仍趋于严重。7 月中旬以来，全球每日新增确诊病例约为 4-5 月份水平的 2.5 倍。目前，美国、巴西疫情趋于好转，但印度疫情仍在扩散，欧洲疫情二次爆发，全球疫情总体仍趋于严重。

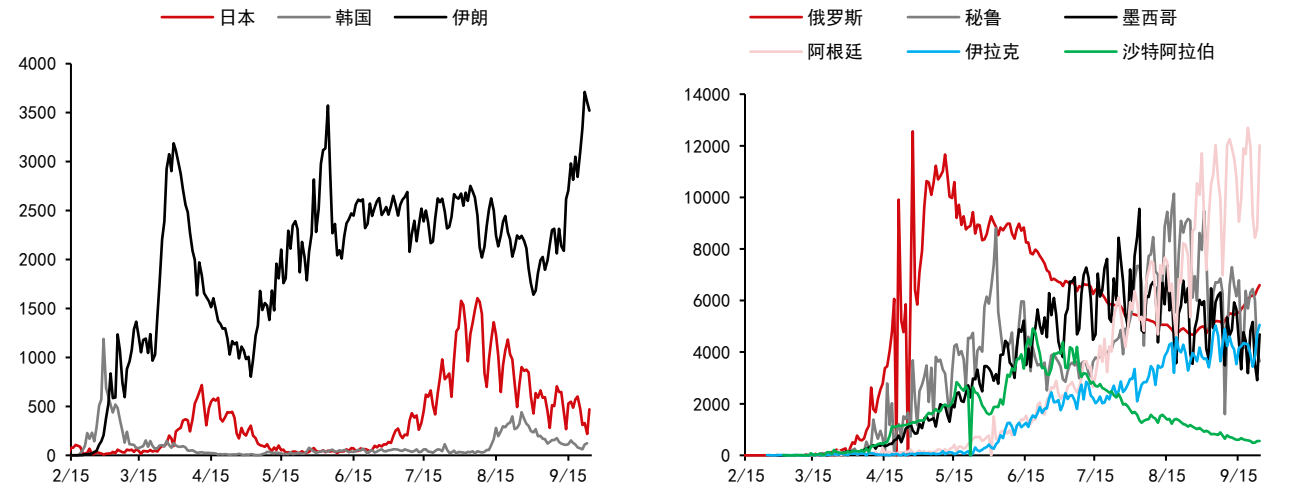
图表1： 新冠疫情每日新增确诊病例



资料来源：Wind 中信期货研究部

秋冬季是流感高发时节，海外新冠疫情扩散是大概率事件。从过去半年各国的防疫经验来看，目前没有哪个主要经济体能够像中国这样采取强有力的措施彻底地扼杀疫情传播，大多数国家疫情反复扩散。当前，为了保持经济的正常运转，绝大多数国家采取的防疫措施是不彻底的，这使得疫情扩散成为可能。秋冬季是感冒、流感等疾病的高发季。考虑到美国、欧洲、印度、巴西等国家目前的新增病例数非常高，疫情防控不严格，秋冬季新冠疫情扩散是大概率事件。

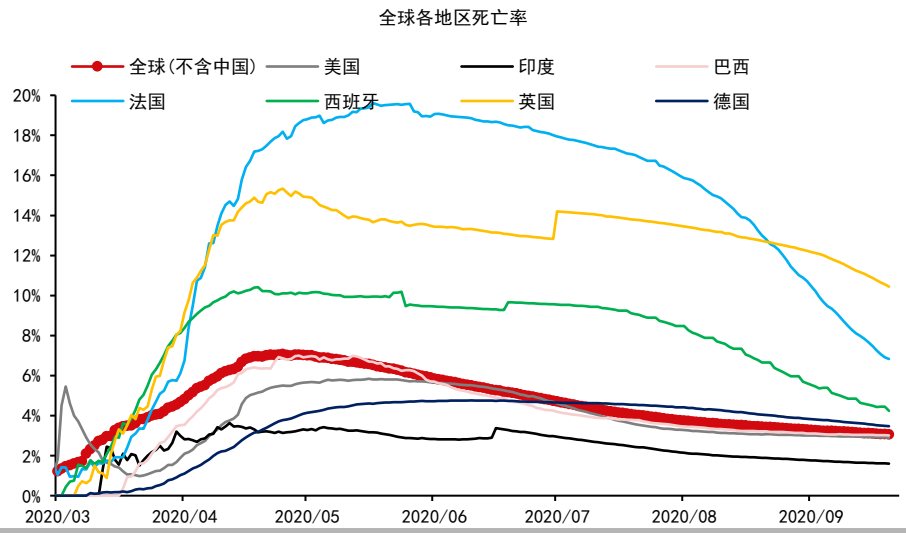
图表2： 新冠疫情每日新增确诊病例



资料来源：Wind 中信期货研究部

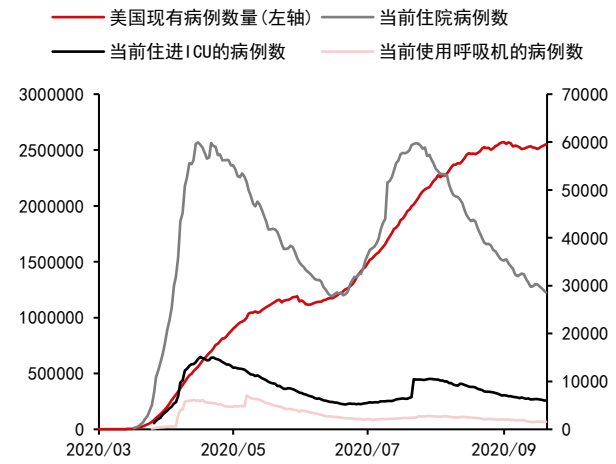
虽然四季度全球新增病例大概率继续增加，但新冠死亡率、住院率已显著降低，疫情影响可能显著低于春季。全球新冠死亡率从最高 7%已经下降到目前 3%的水平。美国的死亡率从最高 5.8%降至 2.9%，印度从 3.6%降至 1.6%，巴西从 7.0%降至 3.0%，死亡率下降均很显著。这些国家新增确诊病例和现存病例数大幅增加并未导致医疗资源挤兑。从美国数据来看，新冠肺炎的住院率（当前住院病例数量与现有病例数量的比值）、住进 ICU 的比例、使用呼吸机的比例均大幅下降，住院比例从最高 12%降至目前 1.1%左右，住进 ICU 的比例从 2.9%降至 0.24%，使用呼吸机的比例从 1.36%降至 0.06%。新冠肺炎最初爆发时导致了医疗资源挤兑和恐慌，影响很大。在住院率大幅下降的背景下，疫情再次爆发的影响可能不会很大。

图表3： 全球各国（地区）新冠肺炎死亡率



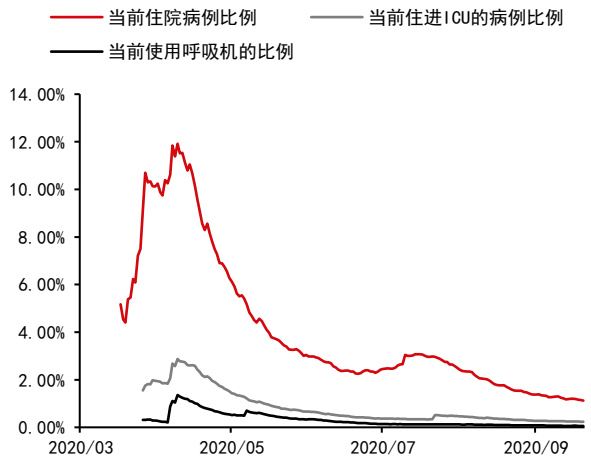
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4： 美国新冠住院、住进 ICU、使用呼吸机的病例数



资料来源：The Covid Tracking Project 中信期货研究部

图表5： 美国新冠住院、住进 ICU、使用呼吸机的病例比例



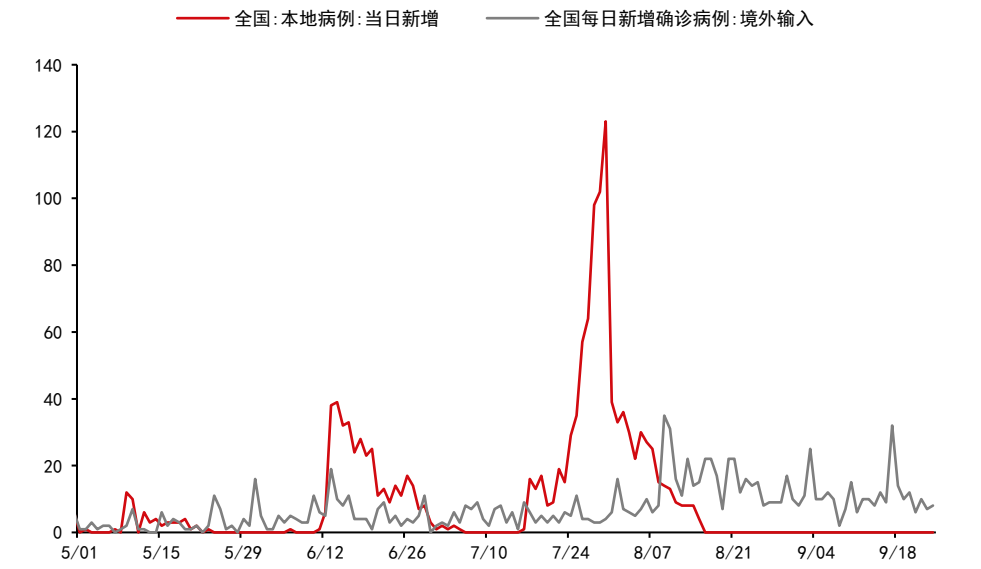
资料来源：The Covid Tracking Project 中信期货研究部

（二）国内疫情大概率能得到很好控制，不同于海外

与海外疫情逐步扩散不同，下半年以来我国疫情得到了很好的控制。我国本地病例在 7 月中旬至 8 月上旬曾有小范围扩散，但很快被控制住。至今我国已经连续 42 天没有本地新增病例。境外输入病例也处于较低水平。

从我国防疫措施来看，四季度我国大概率能够很好地控制住疫情。由于我国本地病例为 0 ，只要控制好输入型病例就能很好地控制住疫情传播。即便偶尔出现输入病例传染到本地，我国也将采取最强力的措施扑灭疫情。

图表6： 我国每日新增本地病例与输入病例



资料来源：Wind 中信期货研究部

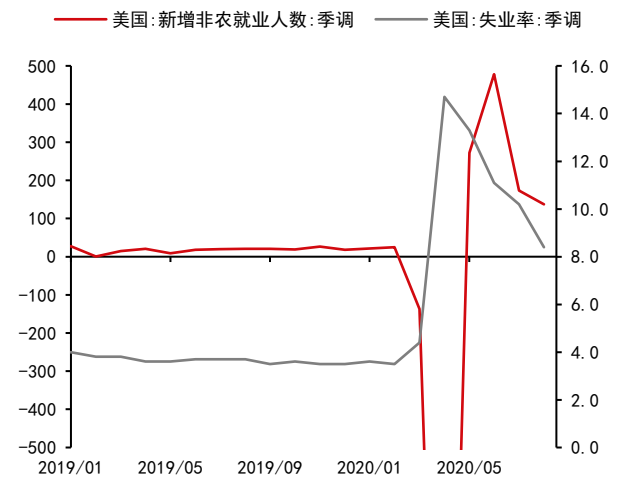
二、分化的经济

今年三季度，美欧疫情先后二次爆发，新兴经济体疫情趋于严重，但这并未阻止全球经济的修复。**展望四季度，我们认为全球经济大概率继续修复，但会表现出显著的分化特征。这有两层涵义，一是不同国家之间的经济表现明显分化；二是各国内部不同经济部门的表现明显分化。**

（一）四季度美欧经济修复可能显著放缓，疫情扩散令服务业承压

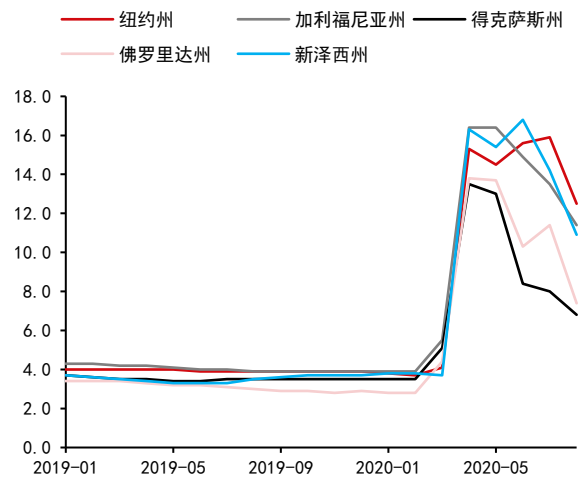
今年 7 月份以来，美国疫情虽然二次爆发，但这并未阻止美国经济的修复。5 月份以来，美国失业率从最高 14.7%逐步下降至 8.4%。8 月份美国新增非农就业人数达到 137.1 万人，仍远高于正常水平，反映经济仍在修复。分别考察各州的失业率，不管是早期疫情严重的州——纽约州，还是 7 月份以来疫情最严重的州——加利福尼亚州、德克萨斯州等，失业率均在持续下降。

图表7： 美国新增非农就业人数与失业率



资料来源：Wind 中信期货研究部

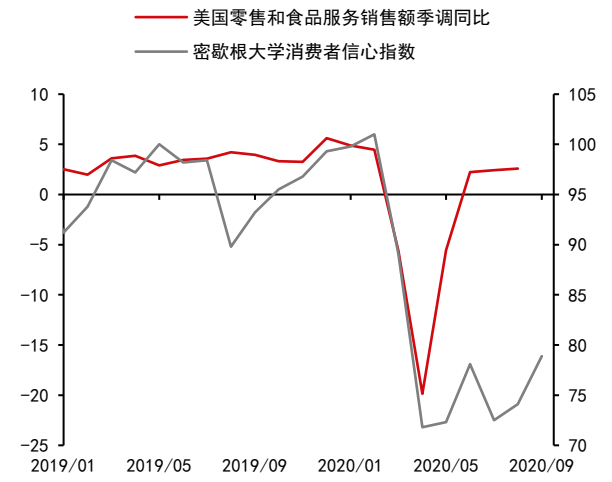
图表8： 美国疫情最严重的五个州的失业率



资料来源：Wind 中信期货研究部

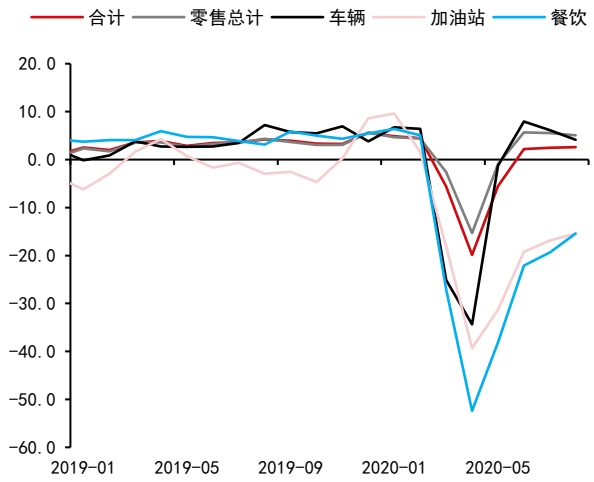
四季度美国经济有望继续修复，但修复速度会显著放缓，疫情扩散对服务消费的抑制较为显著。截至 8 月份，美国失业率为 8.4%，仍远高于疫情之前 3.5%的正常水平，美国经济仍有较大的修复空间。尽管秋冬季美国疫情可能再次复燃，但鉴于新冠住院率已大幅降低，政府采取强力管控措施防控疫情的概率不大。在这样的背景下，美国经济修复有望延续，不过我们认为修复速度会显著放缓。8 月份美国零售和食品服务销售总额的同比增速为 2.6%，已经大体接近疫情前 4%左右的水平。从分项指标来看，零售已经恢复到疫情之前的水平，而餐饮销售额仍同比减少 15.4%。未来美国消费的进一步修复更依靠服务消费。目前美国消费者信心仍偏低，四季度疫情的扩散可能对服务消费的修复抑制较为显著。工业生产方面，8 月份美国工业生产增速以及产能利用率的修复已经很慢。目前拖累工业生产的主要是设备类产品需求较为低迷。在疫情仍较为严重并可能进一步扩散的背景下，设备投资难以显著修复。我们预计四季度美国经济修复会显著放缓。

图表9： 美国零售和食品服务销售额及消费者信心指数



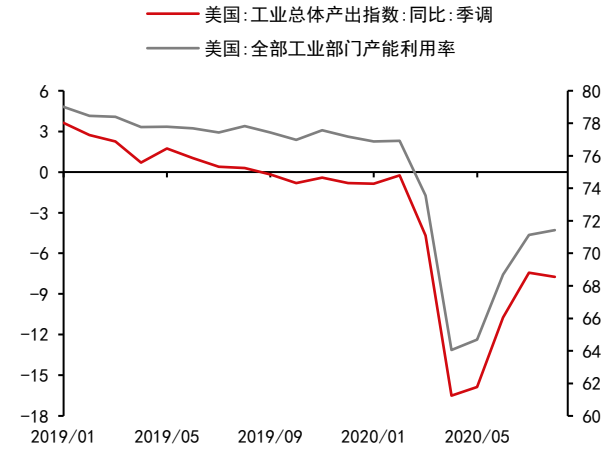
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表10： 美国零售和食品服务销售额及其分项的季调同比



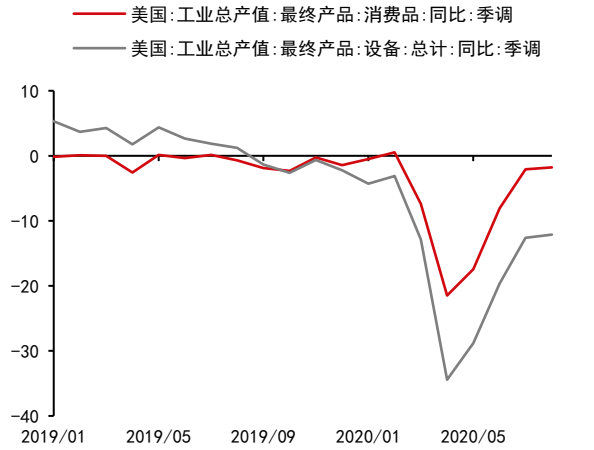
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表11： 美国工业增速及产能利用率



资料来源：Wind 中信期货研究部

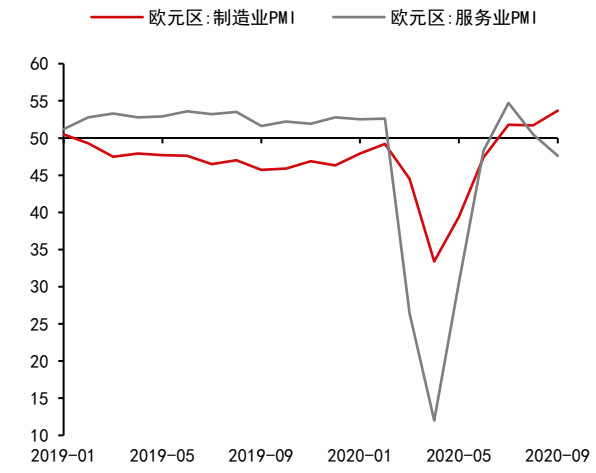
图表12： 美国消费品和设备工业总产值的季调同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

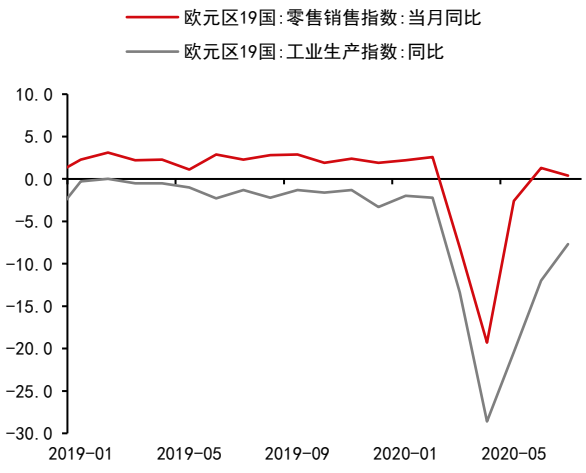
欧洲疫情正在二次爆发，预计四季度经济修复速度也会显著放缓，疫情扩散对服务业的抑制较为显著。过去两个月欧元区服务业 PMI 持续回落，9 月份已经降至 47.6，显著低于 50 的临界水平。这说明欧洲疫情二次爆发已经对欧洲经济修复造成明显的负面影响。截至 7 月份，欧元区零售销售指数同比增长 0.4%，已经接近疫情前 2%左右的水平，继续修复空间有限。7 月份欧元区工业生产指数同比减少 7.7%，与美国 7、8 月份的增速大体接近。参考美国工业修复速度显著放缓的经验，预计欧元区工业生产的修复也会显著放缓。

图表13： 欧元区制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表14： 欧元区零售销售及工业生产指数同比增速

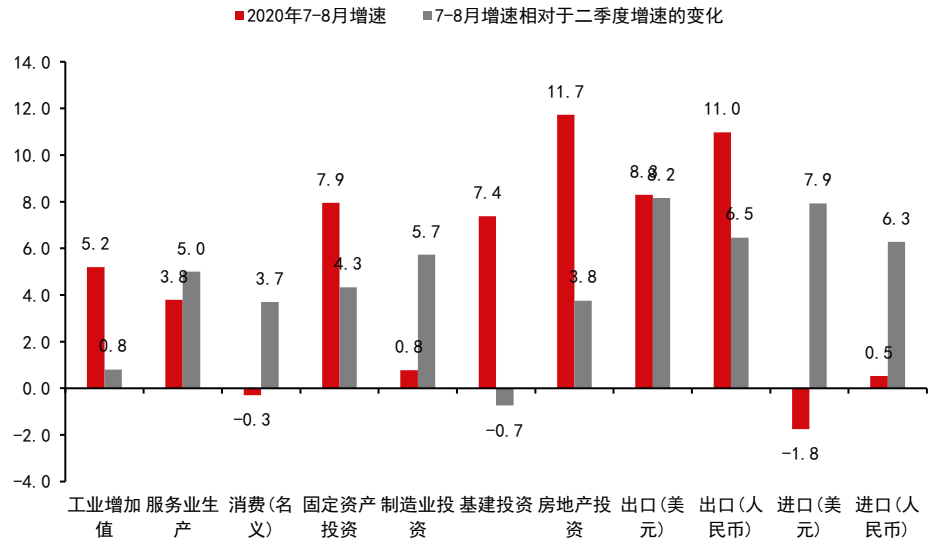


资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）我国经济修复速度快于美欧，消费、出口与制造业投资的改善是主要动力

今年下半年以来，我国经济继续改善，消费和制造业投资的修复、房地产投资的提升以及出口超预期增长是主要动力，基建投资总体稳定。从主要经济指标 7-8 月增速与二季度增速的对比来看，三季度我国服务业生产、消费、制造业投资、房地产投资、出口增速分别提高 5.0、3.7、5.7、3.8、8.2 个百分点，不过工业增加值与基建投资增速大体稳定。从需求端来看，经济改善的主要动力是消费和制造业投资的修复、房地产投资的提升以及出口超预期增长。从供应端来看，二季度工业生产已经接近恢复到正常水平，因此三季度增速仅回升 0.8 个百分点；服务业生产的改善主要由消费的修复带动。

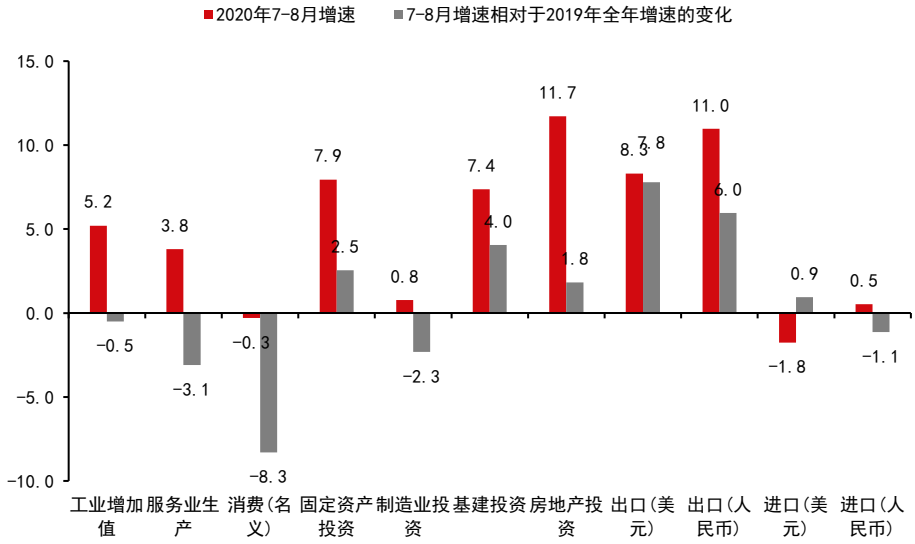
图表15： 2020 年 7-8 月主要经济指标的同比增速及其相对于二季度增速的变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

与去年比较，目前消费和制造业投资仍有较大的修复空间。从需求端来看，今年 7-8 月份我国基建投资、房地产投资和出口的增速已经明显高于去年，但消费和制造业投资增速仍明显偏低。从供应端来看，服务业生产的增速明显低于去年，这与我国消费增速低于去年是一致的。

图表16： 2020 年 7-8 月主要经济指标的同比增速及其相对于 2019 年全年增速的变化

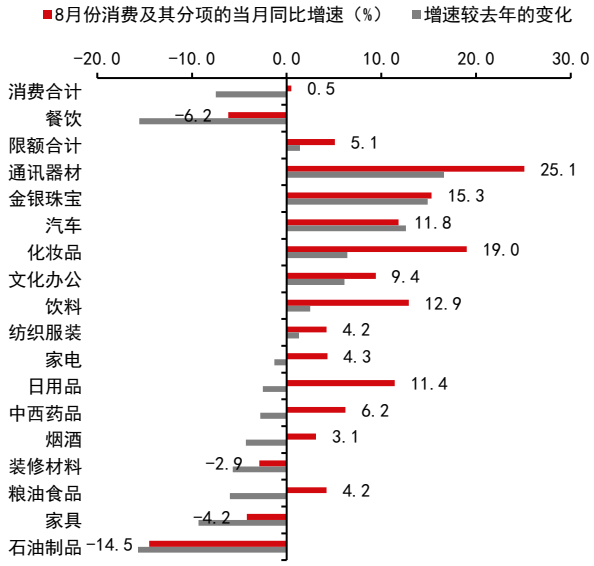


资料来源：Wind 中信期货研究部

展望四季度，我们预计我国消费和投资业投资继续修复，出口增速有望进一步提高，房地产投资和基建投资预计维持在当前较高的水平。

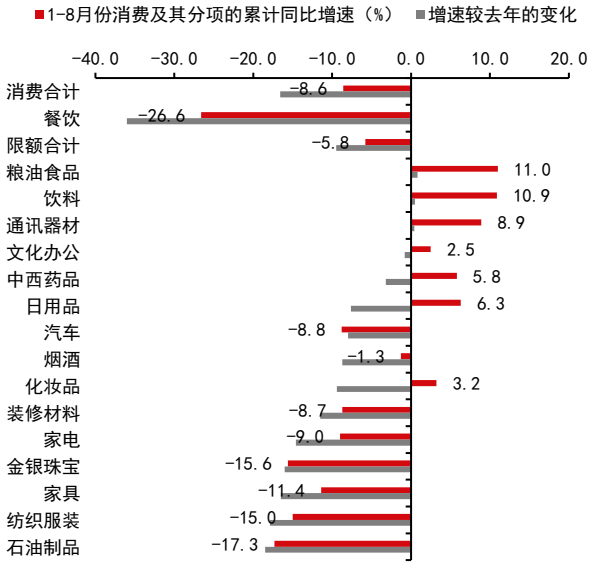
消费方面，当前部分消费类别受抑制仍相当显著，预计四季度会继续修复。目前餐饮、娱乐等人员较为密集的活动可能是受疫情抑制最显著的消费类别。今年 7、8 月份餐饮当月同比增速分别为-10.3%、-6.2%，继续修复，但仍远低于去年全年 9.4%的增速。随着疫情持续地得到控制，预计消费者外出就餐的意愿会持续提升，推动餐饮消费修复。最近，我国进一步放开了电影院、旅游景区的人员承载量。9 月 15 日，中国电影发行放映协会发布《电影放映场所恢复开放疫情防控指南》（第三版），自 9 月 25 日起，影院每场上座率提升至 75%。9 月 18 日，文旅部发布《关于做好 2020 年国庆节、中秋节假期旅游景区开放管理工作的通知》，将旅游景区接待游客量上限由原来最大承载量的 50%上调至 75%。这些措施将会进一步促进电影、旅游等娱乐类消费的修复。除此之外，今年我国家具、装修材料等非必需消费也因消费者信心不足而受到较大的抑制。随着我国疫情持续得到控制、经济持续改善，消费者信心也会进一步回升，相关消费类别也会逐渐修复。

图表17：8 月份消费及其分项的当月同比增速与增速变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

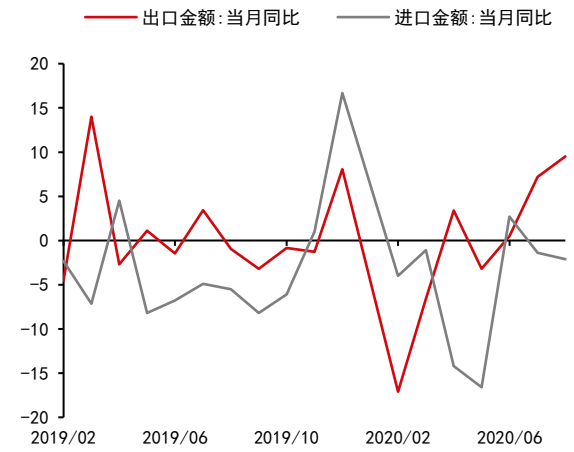
图表18：1-8 月份消费及其分项的累计同比增速与增速变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

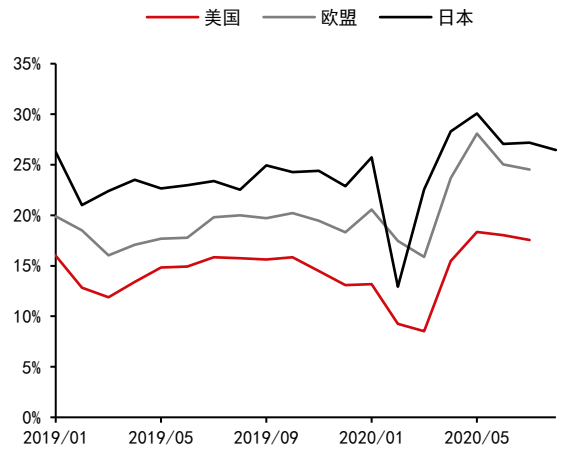
出口方面，四季度海外疫情扩散背景下我国出口优势可能扩大，出口增速有望进一步提高。今年 7、8 月份我国出口金额(美元)当月同比增速显著好于预期，分别达到 7.2%、9.5%。这有两个原因。一是海外疫情对海外经济体的供应造成了较为显著的负面影响，而一些需求相对具有刚性。我国由于疫情控制很好、供应基本恢复能够满足这种需求。这里既包括我国替代了其他出口国供应，也包括我国替代了进口国自身的供应。从逻辑上讲，疫情对供应和需求均有影响。在疫情较为严重的时候，疫情对供应的影响可能显著大于对需求的影响。以我国为例，今年 1-2 月份是我国疫情最严重而海外疫情较为轻微的阶段。由于海外疫情较为轻微，因此我国商品的出口需求相对稳定。但是，今年 1-2 月份是我国出口表现最差的阶段，同比大幅减少 17.1%，原因在于疫情导致的停工停业使得我国出口供应受限；相对而言，我国进口的降幅就小很多，仅 4 个百分点。从数据上看来，我国出口占主要经济体进口的比例显著增加，这反映了疫情背景下我国出口的替代作用。二是海外疫情使得相关国家对我国防疫物资的需求大幅增加。今年 4 月份之后，我国医疗仪器及器械、纺织纱线及制品(包含口罩)等防疫物资出口增速大幅提高。由于四季度海外疫情仍在扩散，我国出口的优势有望进一步扩大，出口增速也有望进一步提高。

图表19： 我国出口及进口增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

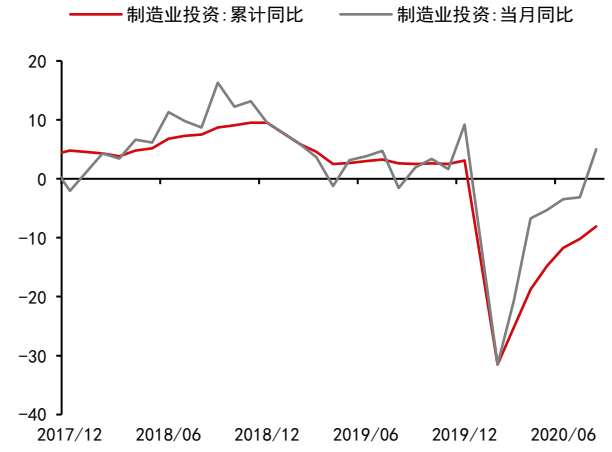
图表20： 主要经济体进口金额中我国的占比



资料来源：Wind 中信期货研究部

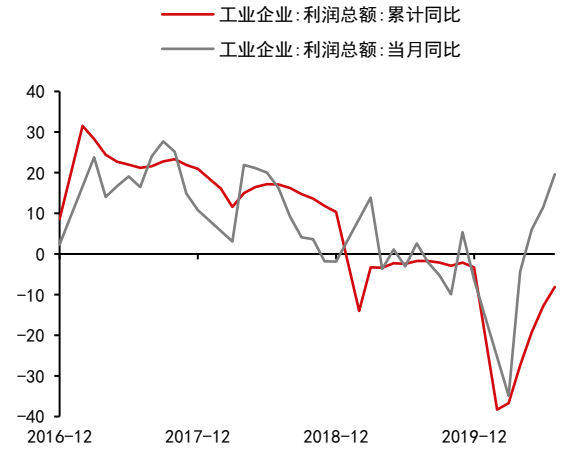
制造业投资方面，近 4 个月我国工业企业盈利大幅度改善，这将推动我国制造业投资继续修复。今年 5、6、7 月份，我国工业企业利润总额分别当月同比增长 6.0%、11.5%、19.6%，盈利持续大幅度改善。根据财政部数据，8 月份我国国有企业利润总额较去年同期增长 23.2%。我们预计 8 月份我国工业企业盈利也会保持较高的增长。工业企业盈利的持续大幅度改善将推动我国制造业投资增速继续回升。

图表21： 我国制造业投资增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表22： 我国工业企业利润增速

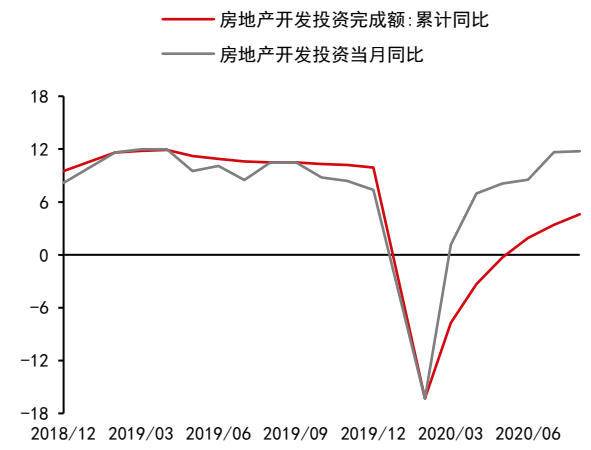


资料来源：Wind 中信期货研究部

房地产投资方面，政策的边际收紧对冲房地产的局部过热，预计四季度房地产投资增速大体保持稳定。今年 7、8 月份，我国房地产投资当月同比增速分别达到 11.7%、11.8%，已经高于去年全年 9.9%的增速，8 月份商品房销售面积当月同比增速进一步提高至 13.7%，均表现偏热的迹象。针对这一苗头，近一两月，监管层开始更加强调“房住不炒”。根据“因城施策”的原则，少数城市也推出了一

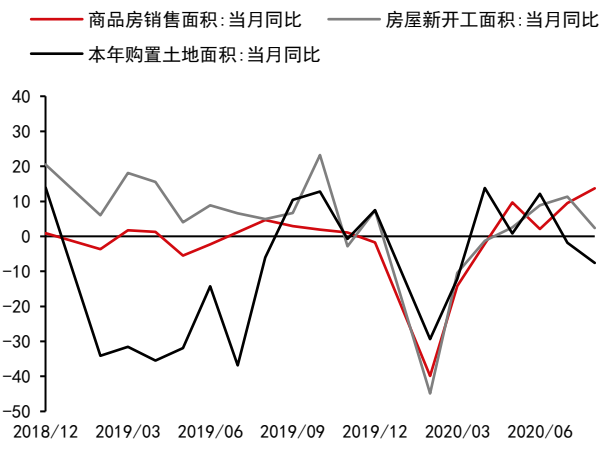
些抑制房地产过热的政策。这使得土地购置和房屋新开工有所降温。7、8 月份土地购置面积已经转负，分别为-1.8%、-7.6%，8 月份房屋新开工面积当月同比增速也降至 2.4%的水平。由于土地购置和房屋新开工领先于房地产投资，这不利于未来房地产投资的继续改善。当然，短期来看，我国房地产投资可能仍有支撑由于政策的收紧仍局限在少数城市，9 月份我国首套平均房贷利率较 8 月份仍下降了 1BP，这对商品房销售构成支撑。当前，我国住宅库存水平不高，商品房销售能较好地传导到房地产投资。我们预计四季度房地产投资增速可能大体维持在较高水平。

图表23： 我国房地产投资增速



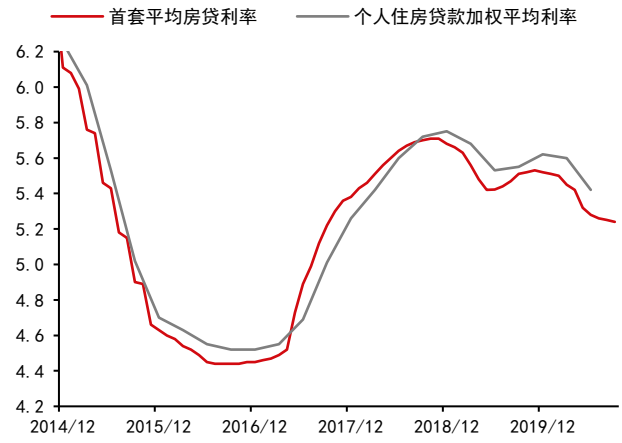
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表24： 房屋销售、新开工和购置土地面积增速



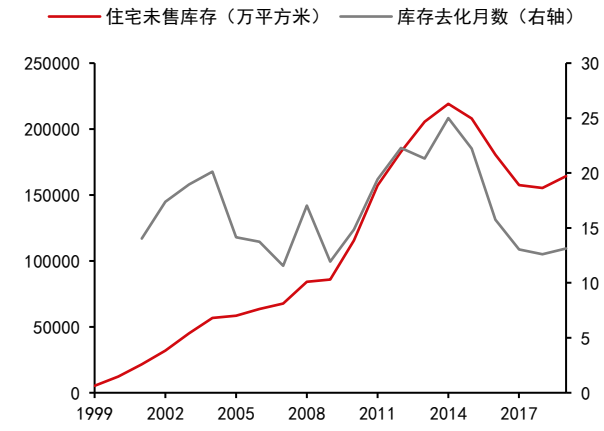
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表25： 我国房贷利率水平



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表26： 我国住宅库存水平

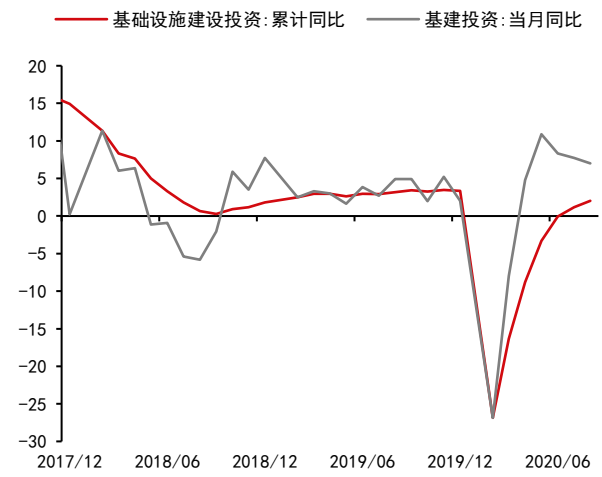


资料来源：Wind 中信期货研究部

基建投资方面，近一两个月政府并未出台大力促进基建投资的政策，预计四季度增速保持稳定。今年 5、6、7、8 月份，我国基建投资分别当月同比增长 10.9%、8.3%、7.7%、7.0%，增速相对稳定。近一两个月政府并未出台大力促进基建投资

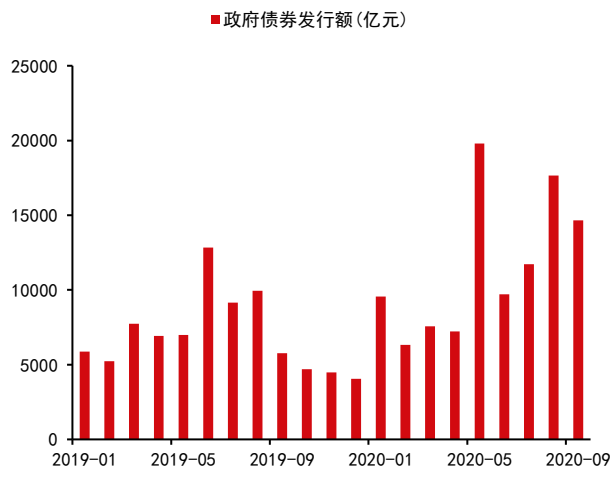
的政策，国债、地方专项债发行等均按计划稳步推进。我国 5 月份政府债券较 4 月份的发行量增加约 1.2 万亿（主要是地方政府专项债增加发行 1 万亿左右），但我们并未看到此后几个月基建投资增速逐步抬升。这主要是因为政府的基建投资是有计划推进的，即便某个月多发行了一些债券，在资金的使用上也会倾向于稳步推进。8、9 月份的政府债券发行额相较 5-7 月份的发行额有所增加，但我们预计这并不会导致四季度基建投资增速显著提升。当然，近几个月持续大规模发行的政府债券对基建投资增速会有明显的支撑，基建投资增速大概率也不会明显下滑。我们预计四季度基建投资增速总体保持稳定。

图表27： 基建投资当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表28： 我国政府政府债券发行额



资料来源：Wind 中信期货研究部

对比我国与美欧，我国由于疫情控制很好，消费（包括服务消费）有望继续修复，而疫情背景下的出口优势也推动了我国经济的改善。我国工业生产的恢复和企业盈利的改善也快于美欧，这使得我国制造业投资已经开始改善。这些因素导致我国经济修复的动力显著强于美欧，预计经济修复速度也快于美欧。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com