宏观研究

经济强势复苏的四大动力

2020 年 09 月 15 日

分析师：李奇霖
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《双循环新格局背景下的宏观调控政策取向》2020-08-14

《工业数据分析手册(二):工业企业财务数据》2020-08-21

《需求强才是真的强》2020-08-31

《评 8 月进出口数据：出口将继续修复》2020-09-07

《8 月 CPI 的三大看点》2020-09-09

投资要点

经济强势复苏的四大动力

以下四个因素，共同支撑着经济复苏的时间和力度超预期：

第一，洪涝天气扰动下，一部分需求和生产被延后了。

第二，国内疫情得到控制后，消费尤其是服务消费开始加速恢复。

第三，海外疫情扩散，带动中国的出口、生产和制造业投资。

第四，前期政策的滞后效应。

风险提示

疫情海外持续失控。

图表目录

图表 1： 长江流域的水泥价格指数，显示洪涝对固定资产投资有较大扰动 3
图表 2： 服务消费比商品零售恢复的节奏要慢很多 4
图表 3： 5 月以来中国出口集装箱运价指数美西航线和东南亚航线明显分化 5
图表 4： 今年医药制造和计算机的出口交货值有较高增速 5
图表 5： 当前九鞅货币条件指数和房地产开发资金来源同比的缺口达到最大 6
图表 6： 今年个人住房贷款利率首次高于一般贷款利率 7

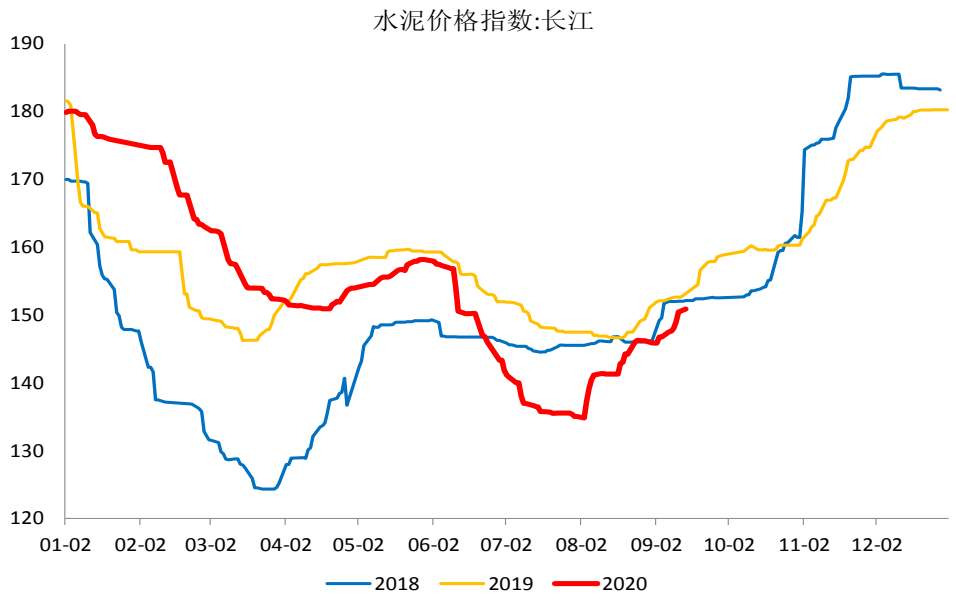
国家统计局今天出炉的数据，显示经济恢复在 7 月有所放缓后，8 月重新回到复苏的轨道上来。

记得在 7 月经济数据公布后，市场主流观点认为复苏斜率放缓，金融市场也做了这样的定价。但 8 月官方 PMI 显示制造业和非制造业、内需和外需都在好转，今天的数据也做了确认。

那么不禁要问，经济这样强势复苏的动力来自哪里。我们认为以下四个因素，共同支撑着经济复苏的时间和力度超预期。

第一，洪涝天气扰动下，一部分需求和生产被延后了。6 月和 7 月长江流域大范围降雨，对需求尤其是固定资产投资有压制，这一点在水泥价格上体现得很明显。水泥储存时间短、运输半径小，它的价格可以作为衡量需求变化的指标，我们看到整个 6 月和 7 月，长江流域水泥价格指数都在下滑。8 月初开始快速回升，目前已基本回到和前两年差不多的水平了，这意味着一部分积压的投资需求在 8 月得到释放。

图表1：长江流域的水泥价格指数，显示洪涝对固定资产投资有较大扰动



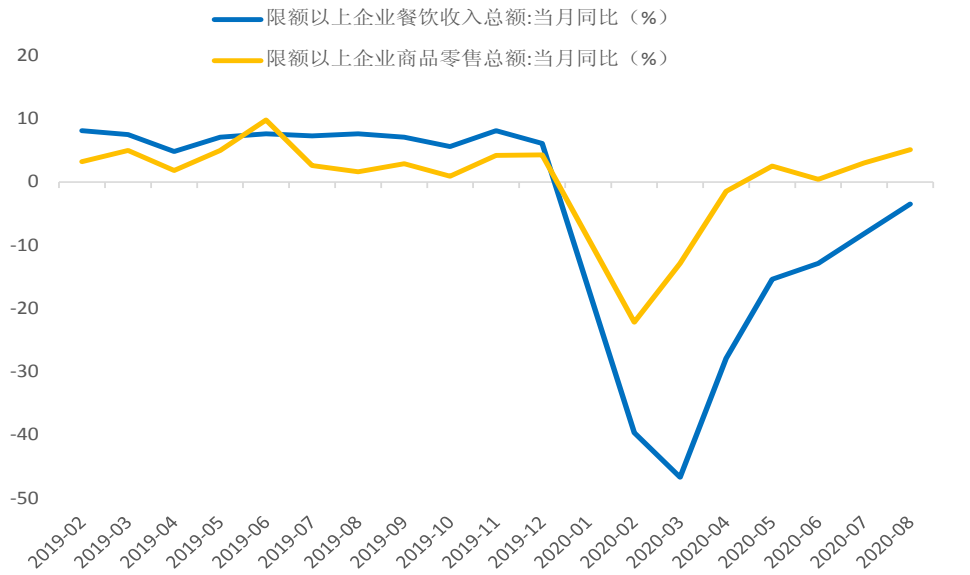
资料来源：Wind，粤开证券研究院

洪涝天气对生产同样有影响。8 月官方 PMI 公布后，国家统计局有关领导在解释制造业生产指数为什么从 54.0 下降到 53.5 时，提到“重庆、四川等地部分企业反映受暴雨洪涝灾害影响，原材料采购周期拉长，市场订单减少，企业生产有所回落”。

从受灾面积和持续时间来看，6 月和 7 月的长江流域洪涝，都要比国家统计局提到的这一次严重得多，因此可以推算它对生产的影响也更大。这两个月被压制的生产需求，在 8 月开始释放，推动规模以上工业增加值同比从 4.8%反弹到 5.6%。

第二，国内疫情得到控制后，消费尤其是服务消费开始加速恢复。三大终端需求中，消费是恢复得最慢的。如果进一步把消费拆分为商品消费和服务消费，可以很明显地看到商品零售已经基本恢复到疫情前的水平了，但服务消费的恢复要慢得多。

图表2：服务消费比商品零售恢复的节奏要慢很多



资料来源：Wind，粤开证券研究院

这个也很容易理解，毕竟消费尤其是必选消费，疫情期间是可以从线下转到线上的，但服务就很难，这些被压制的服务需求可能就消失了。

8 月开始，服务消费很可能进入加速恢复期：

一方面，国内疫情得到控制了，截至 9 月 14 日国内已连续 28 天无本土新增确诊病例。居民在外活动和消费时对疫情的恐慌逐步消退，连北京这个全国防疫最为严格的城市，也称市民在外活动时可不戴口罩。电影院开放、学校开学，都显示生活在恢复正常，推动服务消费释放。

另一方面，8 月官方非制造业 PMI 中，有意思的是铁路运输、航空运输、住宿等行业的商务活动指数都反弹到 60 以上了。这些行业都是和人口跨地区流动相关的，比如上学、出差和旅行等，它们的快速恢复也能表明居民在外活动频率有很大好转，利好服务消费。

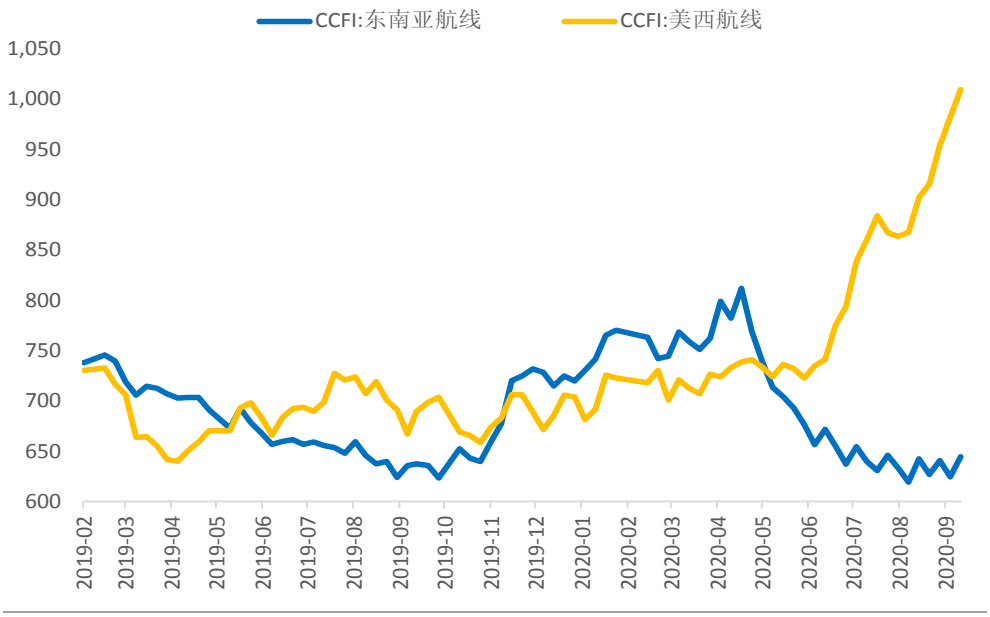
第三，海外疫情扩散，带动中国的出口、生产和制造业投资。从全球日新增确诊病例看，疫情的拐点还没有出现，疫情中心也正从发达国家向发展中国家转移，累计确诊病例数前 10 的国家除美国和西班牙外，均为发展中国家。

海外疫情这样的分布格局，至少会通过以下三个渠道，对中国经济产生正向推动：

一是带动出口。中国生产恢复得最早，在防疫物资和线上办公产品上，有充足的产能，今年这两类商品的出口一直很亮眼。

除了这一最直接的需求外，发展中国家疫情扩散，也会导致它们的出口份额向中国转移。5 月以来中国出口集装箱运价指数美西航线和东南亚航线的分化，可以看作是发展中国家生产受限的一个证据，它们从中国进口的减少，相应也会影响到它们的生产和出口，会有一部分出口被中国制造所取代。

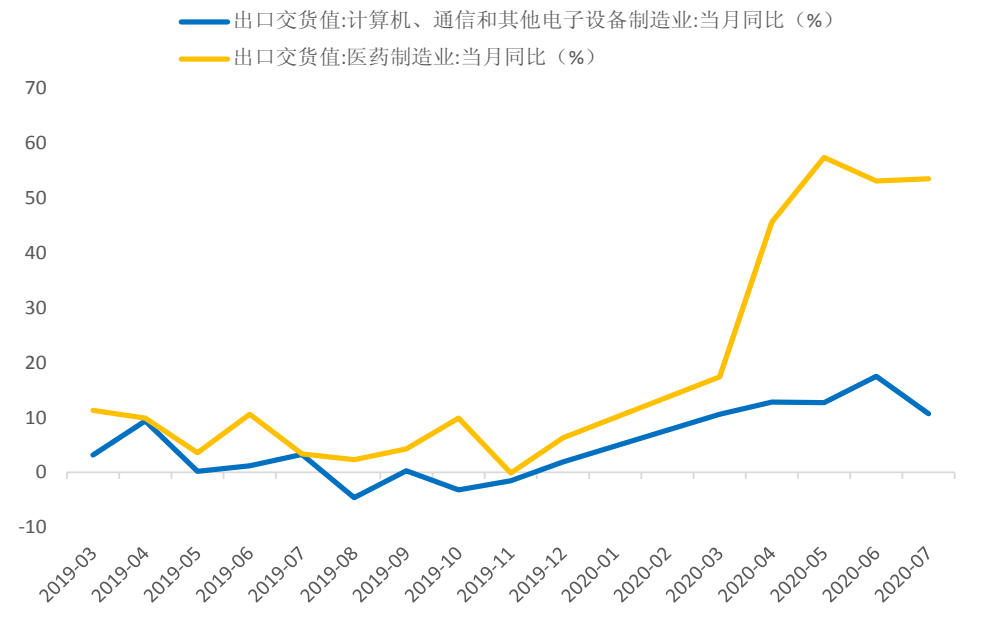
图表3：5 月以来中国出口集装箱运价指数美西航线和东南亚航线明显分化



资料来源：Wind，粤开证券研究院

二是带动相关产品的生产。从工业门类看，工业三大门类中，制造业的规模以上工业增加值同比恢复得最快，就和出口好转有关。从出口交货值看，计算机、通信和其他电子设备，以及医药制造业这两个和防疫、线上办公相关的行业，今年都维持了较高增速。

图表4：今年医药制造和计算机的出口交货值有较高增速



资料来源：Wind，粤开证券研究院

三是带动相关行业的制造业投资。今年制造业投资恢复缓慢，1-8 月累计增速只有-8.1%，主要子行业中同期只有医药制造业，以及计算机、通信和其他电子设备制造业这两个行业的累计增速为正，分别为 18.3%和 11.7%。它们投资的恢复，显然是受益于出口高增速。

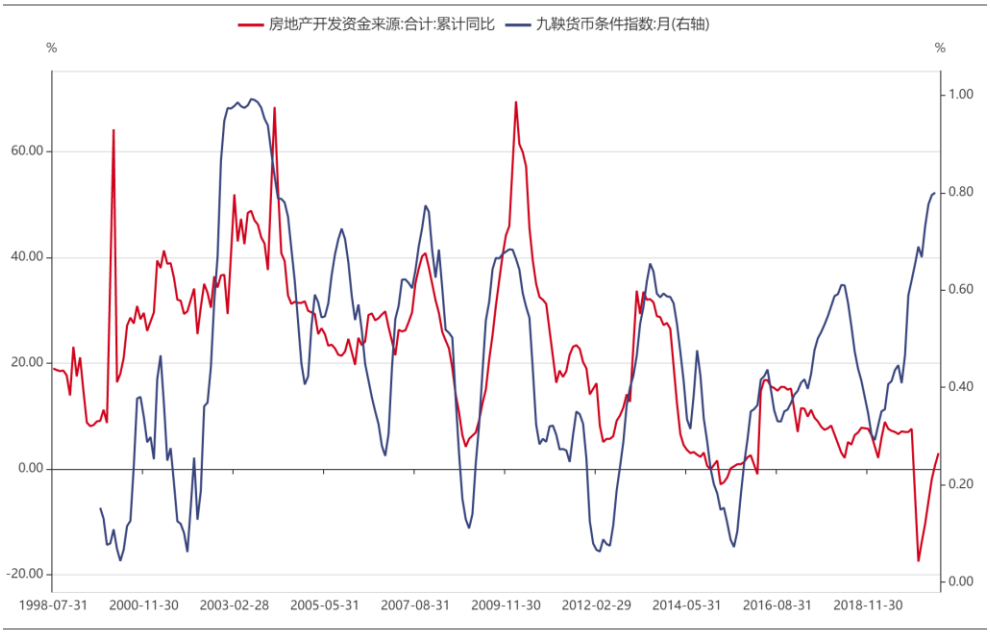
第四，前期政策的滞后效应。疫情发生后出台了一系列政策，来保市场主体和托底经济，目前来看这些政策在逐步奏效。以今年最重要的政策目标就业为例，城镇调查失业率从 4 月的高点 6.0%，逐步回落到 8 月的 5.6%。

今天公布的数据中，房地产是最为亮眼的，它同样受益于当前的宽松信用环境。房地产投资完成额累计增速从 3.4%上升到 4.6%，单月增速从 11.7%小幅回升到 11.8%。商品房销售金额累计增速今年首次转正到 1.6% ,单月增速则从 16.6%大幅提高到 27.1%。开发商本年到位资金增速，也从 0.8%回升到 3.0%。

最近几年针对房企融资的政策整体是偏紧的，近期还有传言将出台“345”规则来规范房企融资。在信用环境整体偏宽松的背景下，希望通过结构性的信用政策，阻止资金流向房地产，而引导它们流向民企和中小企业。但在实践中，这种结构性的政策效果可能有限，难以阻止资金流向地产销售和房企。

2016 年之前，九鞅货币条件指数和房地产开发资金来源同比有较强的同步性。2016 年之后由于地产调控，两个指标的走势开始分化，目前它们的缺口处于有统计以来的最大，房企融资受到明显的政策压制。

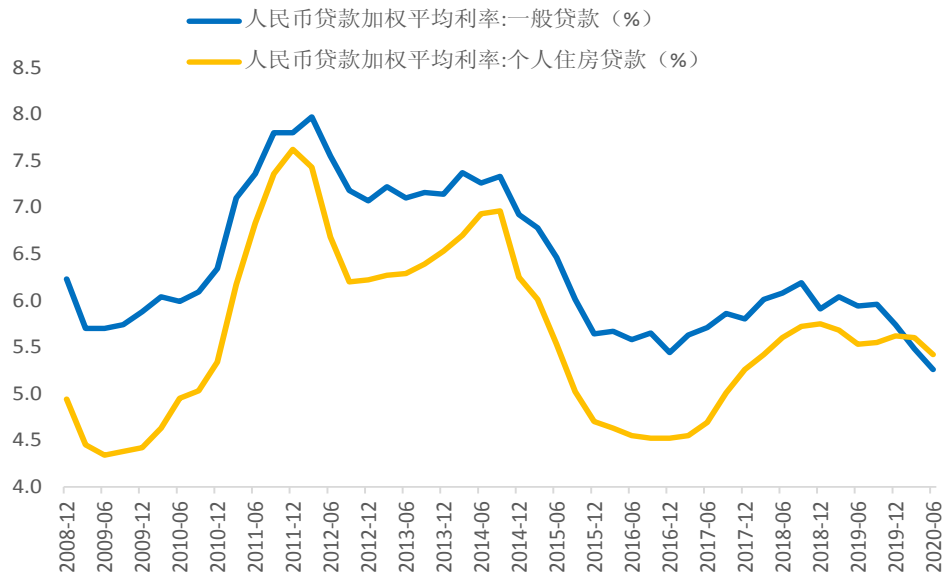
图表5：当前九鞅货币条件指数和房地产开发资金来源同比的缺口达到最大



资料来源：Wind，粤开证券研究院

但站在银行的角度，房地产相关贷款尤其是住房抵押贷款，又是优质资产。今年上半年，个人住房抵押贷款利率首次高于一般贷款利率。

图表6：今年个人住房贷款利率首次高于一般贷款利率



资料来源：Wind，粤开证券研究院

一边在限制房企融资，一边又让优质的住房贷款利率和一般贷款利率倒挂，很可能的结果是银行发放住房抵押贷款的意愿上升，地产销售好转，带动开发商到位资金好转和地产投资回升。我们认为，至少到明年一季度，地产投资都是有支撑的。

总的来说，8 月经济强势复苏，有洪涝消退后的生产、需求释放，也有国内外疫情分化下国内消费和出口的回升，以及前期政策的滞后。往后看，这些因素短期发生变化的概率都很小，经济复苏的趋势还会延续。

分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300517030002。
张德礼，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com