宏观点评 20200904

亮点在出口和消费

2020 年 09 月 04 日

报告摘要

- 在 6、7 月份南方尤其是长江流域汛期结束以后，8 月经济的修复斜率对判断下半年经济回升特征具有重要参考意义，综合 8 月份高频数据来看，我们提示市场重点关注以下四方面：
- **（1）工业生产可能仍然偏弱。**规上工业增加值此前连续两个月维持在 4.8%的增速，6 大电厂耗煤量的停更为市场观测 8 月份生产情况带来了难度。我们综合钢铁、水泥、汽车、PTA、涤纶等行业生产数据来看，汽车行业生产非常强劲，而其他行业生产并未明显改善，因此我们预计 8 月工业生产小幅回升至 5.2%左右。
- **（2）基建大概率在 8 月份重拾升势，但基建的回升可能不及预期。**在南方汛情结束后，市场对与基建投资的重新走强抱有较强的预期，但从 8 月份有关水泥价格和开工率等高频数据来看，似乎基建的回升力度并不强，或许意味着 6、7 月份基建投资的边际放缓除了天气因素以外，还有“赶工”逻辑开始弱化。我们更倾向于认为在以专项债为代表的预算内财政发力下，下半年基建投资有望保持稳健，但“赶工”弱化也难以支撑基建出现超预期上行的风险。
- **（3）服务消费修复开始提速，三产替代二产成为驱动下半年经济修复的关键。**疫情后，前期经济修复主要依靠投资和实物消费，而随着 7 月中旬下发影院复工通知，尤其是随着后续中秋国庆假期的到来，服务消费的修复可能进一步提速，三产的回升成为支撑下半年经济修复的关键线索。
- **（4）三季度中国出口超预期仍将是拉动经济复苏的重要力量。**疫情以来，生产修复显著快于消费、防疫物资出口、供应链完整度等均支撑了中国出口持续超预期。从 8 月份港口的集装箱出口数据来看，出口增速大概率在 8 月份继续走强。

- **风险提示：**高频数据与经济硬数据出现背离

证券分析师陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师王丹

执业证号：S0600520050003

010-66573671

wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观专题报告 20200902：大选前问世？--新冠疫苗推出对经济和市场的影响》2020-09-02

2、《宏观点评 20200831：说好的拜登大幅领先特朗普为何不再了？》2020-08-31

3、《宏观点评 20200830：为何中国出口持续超预期?——来自全球供应链的线索》2020-08-30

4、《宏观点评 20200824：量化拜登竞选纲领对美国经济的影响》2020-08-25

5、《宏观点评 20200818：预见美股创新高后的再思考》2020-08-18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 生产：汽车一枝独秀，工业生产弱回升

工业生产内部分化，汽车行业一枝独秀。在 6 大电厂耗煤量停更，这给市场观测生产变化带来了困难，我们综合其他指标（表 1）来看，主要高频数据环比季节性改善；但从同比来看，除了汽车相关的高频数据，即全钢胎和半钢胎开工率同比大幅改善外，其他高频数据同比均稳中略降。综合来看，由于汽车和外贸相关的电子行业表现强劲且占比高，预计仍然能够驱动 8 月工业生产同比继续回升，但受其他行业拖累整体回升有限，预计 8 月工业生产小幅回升至 5.2%左右。

表 1：8 月工业生产相关高频数据变化

			2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03
日均耗煤量：浙电	月度均值		13.80	11.90	11.84	12.81	10.33	9.34
	同比	↓	0.66	14.60	8.20	16.12	-18.38	-31.54
	环比	↑	15.91	0.56	-7.57	23.97	10.61	180.94
水泥磨机开工率	月度均值		60.45	59.47	65.62	71.87	62.89	32.56
	同比	↓	-2.07	-2.01	3.02	6.65	-1.60	-9.88
	环比	↑	0.98	-6.16	-6.24	8.98	30.33	29.08
全国高炉开工率	月度均值		71.06	70.17	70.41	70.13	68.29	64.75
	同比	↓	2.86	3.73	0.00	-0.12	-1.15	0.93
	环比	↑	0.90	-0.24	0.28	1.84	3.54	1.86
唐山高炉开工率	月度均值		86.51	83.81	83.53	83.73	73.19	68.12
	同比	↓	18.54	26.20	16.68	18.20	12.06	12.63
	环比	↑	2.70	0.28	-0.20	10.54	5.07	4.35
唐山产能利用率	月度均值		89.75	87.27	87.33	86.69	76.24	72.05
	同比	↓	17.47	21.27	11.70	13.19	5.09	6.31
	环比	↑	2.48	-0.07	0.64	10.45	4.19	-1.24
全钢胎开工率	月度均值		74.12	68.93	64.06	61.96	62.46	57.64
	同比	↑	9.84	-6.18	-9.32	-12.05	-12.70	-16.49
	环比	↑	5.19	4.87	2.10	-0.50	4.82	33.32
半钢胎开工率	月度均值		69.96	63.98	60.16	53.19	58.73	55.76
	同比	↑	6.68	-7.38	-10.03	-17.98	-13.09	-14.30
	环比	↑	5.98	3.82	6.97	-5.54	2.97	32.28
PTA 工厂负荷	月度均值		86.47	90.00	87.26	90.44	92.14	76.03
	同比	↓	-6.43	-1.26	-2.93	7.66	13.09	-5.59
	环比	↓	-3.53	2.74	-3.19	-1.69	16.11	-6.61
涤纶长丝开工率	月度均值		86.43	87.42	87.81	88.21	82.38	78.97
	同比	↑	-4.42	-6.40	-6.86	-6.19	-16.05	-16.55
	环比	↓	-0.99	-0.39	-0.40	5.83	3.42	15.25

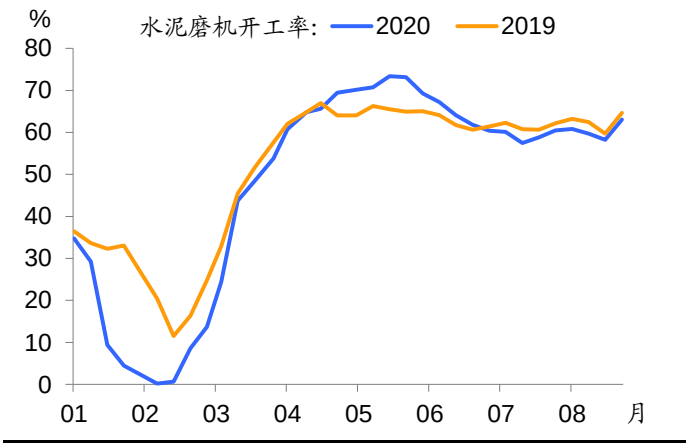
数据来源：Wind，卓创资讯，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 需求：基建回升恐不及预期，服务消费复苏提速

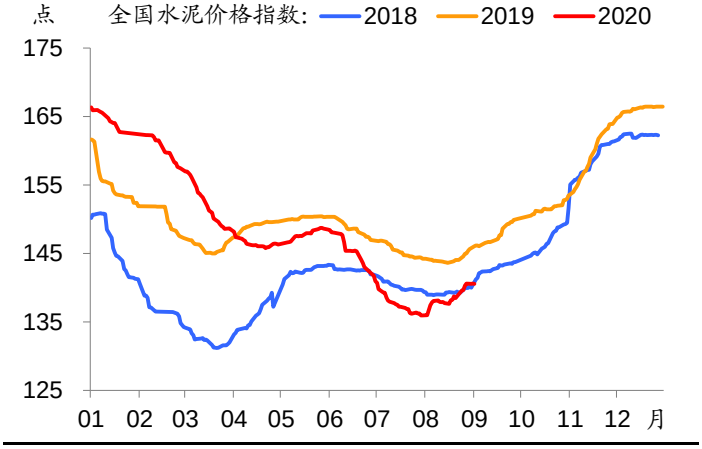
基建增速有望重拾升势，但回升幅度大概率仍然低于预期。基建投资增速在 5 月份实现双位数增长后连续两个月边际回落，归因分析来看，长江流域汛情是其中重要的扰动因素。因此，市场预期洪涝灾害影响结束后 8 月份基建投资增速将明显回升。从高频数据来看，建筑业 PMI60.2%，虽较 7 月小幅回落 0.3 个百分点，但仍然位于 60%以上的高景气度区间；水泥价格和磨机开工率均在 8 月份回升，但回升幅度有限，尤其是 8 月水泥磨机开工率平均 60.45%，低于去年同期 2 个百分点，也明显低于 5 月份的高点（图 1）。综合来看，我们预计 8 月份基建投资增速有望止降回升，但回升幅度偏弱。展望后市，专项债发行等预算内资金有望支撑基建投资增速保持稳健，但因为二季度的“赶工”逻辑弱和财政政策开始重新关注防风险，预计基建投资难以出现超预期上行。

图 1：8 月水泥磨机开工率环比小幅回升



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：8 月开始水泥价格持续上涨

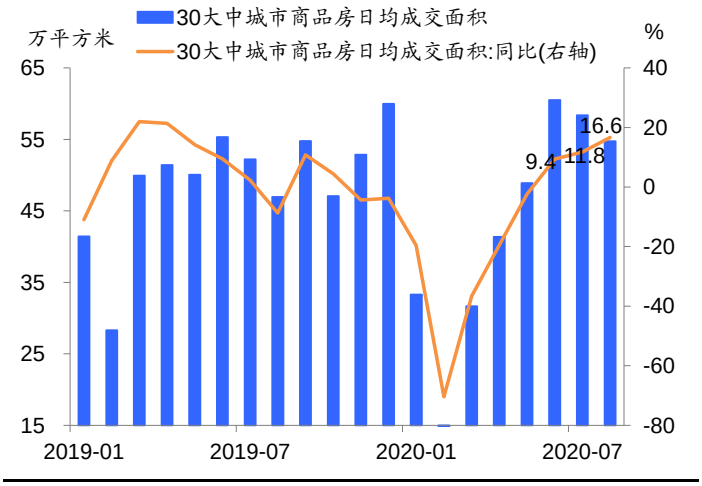


数据来源：Wind，东吴证券研究所

地产销售和投资韧性依旧，融资收紧为土地市场降温。30 大中城市 8 月日均成交面积同比增速自 6 月转正以来持续走高，同比高增 16.6%，显示了地产销售具有较强韧性。8 月土地市场景气度持续回落，土地成交面积同比降幅扩大到 26.6%，溢价率维持震荡。展望后市，在开发商加快推盘、“金九银十”销售旺季等多因素支撑下，地产销售仍有望保持较强韧性，但“房住不炒”逻辑下政策边际趋紧也使得难以出现过热风险。

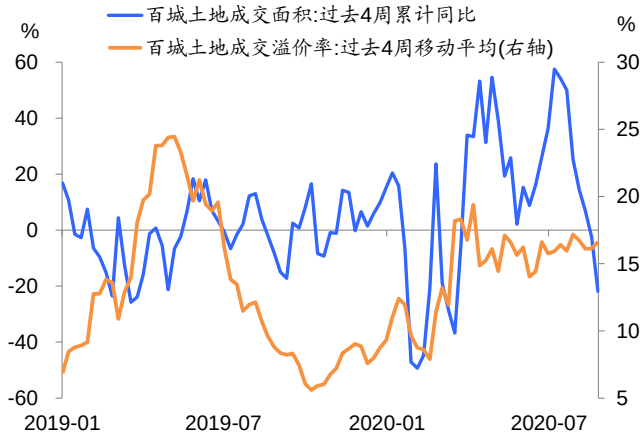
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：8 月 30 大中城市地产销售同比持续上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

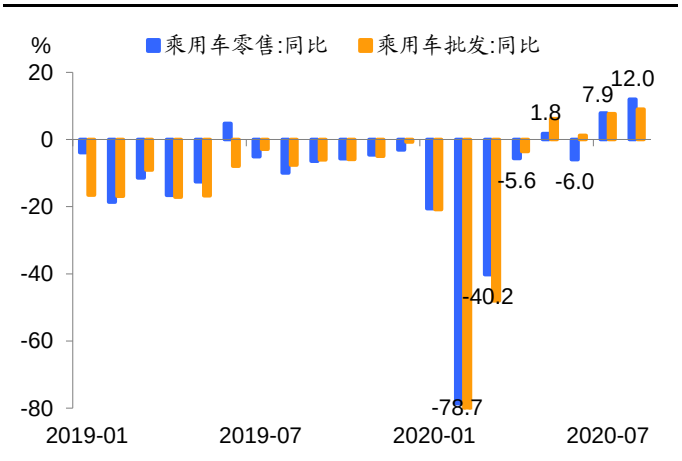
图 4：8 月土地成交面积大幅回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

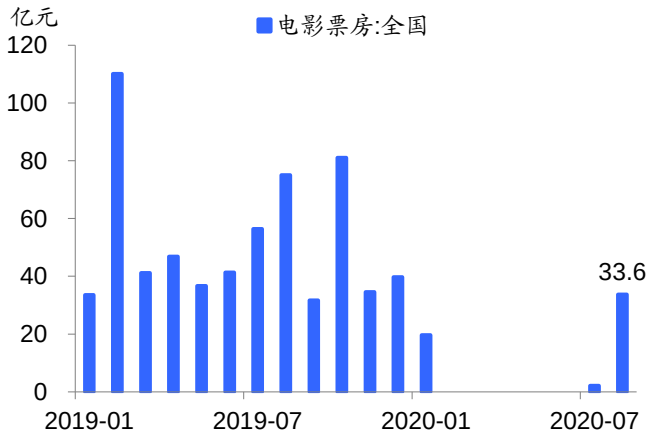
汽车零售持续回暖，以电影为代表的服务消费加速修复。乘联会公布 8 月前 3 周汽车日均零售同比增长 12%，其中第 3 周加速回暖超预期，同比增长 23%；乘联会目前初步预测 8 月狭义乘用车市场零售同比增速 9%，相较 7 月份 7.9%的高增进一步提速。受疫情影响非常严重的电影业解禁后，随着 8 月份大量新片的上映，电影票房大幅回升，8 月达到了 33.6 亿元，虽然不及去年同期的 75 亿元，但随着疫情的有效控制和上半年积压的大量影片的陆续上映，预计 9 月后，尤其是中秋国庆档和贺岁档，电影票房有望迎来快速复苏。

图 5：汽车零售持续回升



数据来源：Wind，乘联会，东吴证券研究所

图 6：电影票房快速回升

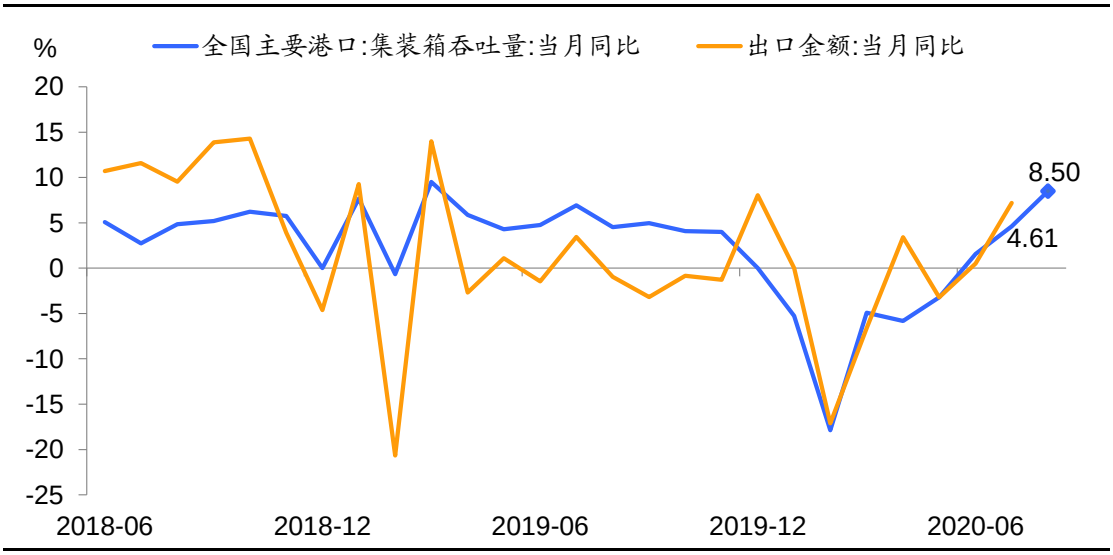


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

港口高频数据显示 8 月出口增速有望继续回升。欧美复工复产推进，尤其是欧洲加快经济重启对外需形成边际支撑；海外疫情的反复使得全球防疫物资需求持续高企，从而有利于中国防疫物资的出口。8 月八大枢纽港口集装箱吞吐量同比自 6 月转正以来，持续走高，8 月上旬同比增长 8.5%，其中外贸同比增长 6.2%，内贸同比增长 15.2%，增速均加快。

图 7：8 月主要港口集装箱吞吐量继续回升预示出口增速有望继续回升



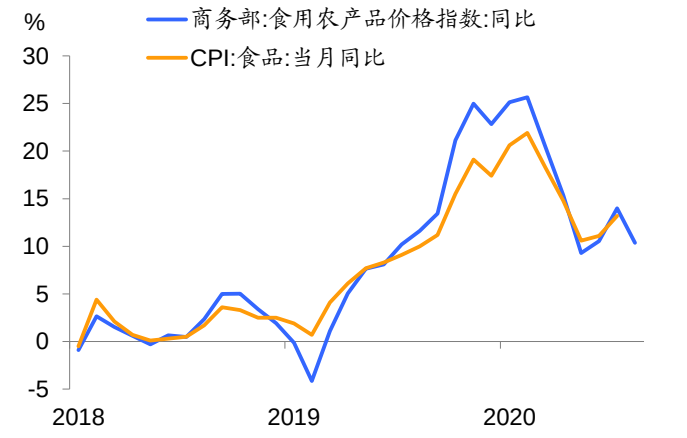
数据来源：Wind，中国港口协会，东吴研究所

3. 价格：CPI 重回下行，PPI 继续反弹

猪价高基数拖累食品项回落，CPI 重新开启下行。从食品高频数据来看，尤其是猪肉价格绝对水平在 8 月份非常稳定，未出现明显下跌，但由于去年 8 月份开始猪肉价格开启快速上行，高基数下猪肉均价同比自 7 月份的 103.6%降至 8 月份的 69.3%，其他食品价格整体变化不大，仅鲜菜明显涨价，主要是受持续降雨及蔬菜“断茬期”影响。综合来看，猪价高基数带动食品项整体止升转降，且猪肉价格基数在下半年的持续攀升将主导后续 CPI 快速下行。非食品方面，国际油价 5 月以来持续回升，叠加“复学”推进，非食品有望开始企稳。

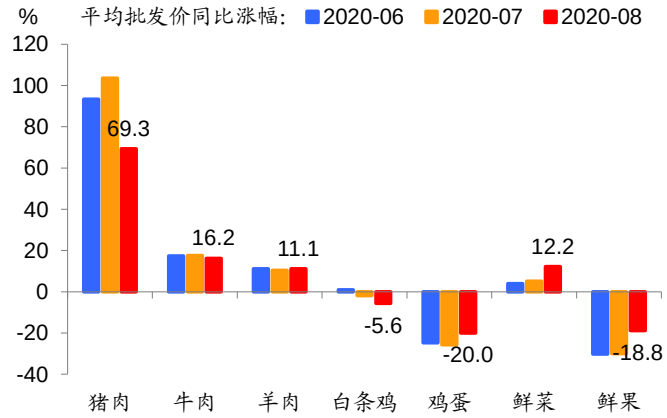
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：预计 8 月 CPI 食品项同比开始回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

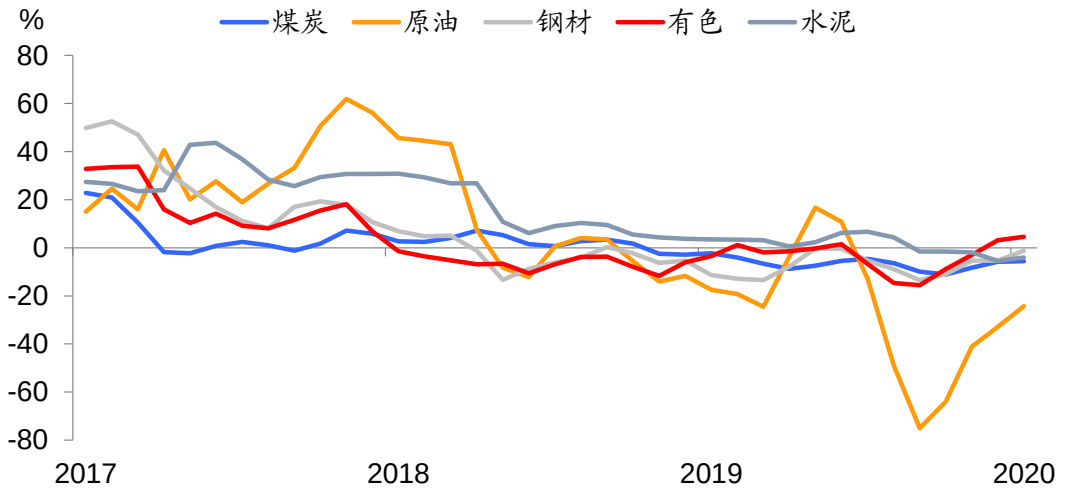
图 9：猪肉价格同比大幅回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

发达经济体复工和国内经济继续修复，PPI 触底后持续反弹。从 8 月份高频数据来看，PPI 同比在 5 月触底后持续企稳回升。主要工业品价格同比均持续改善，其中，有色金属价格 7 月同比由负转正后持续回升，同比增加 4.6%；原油和钢材价格同比降幅分别较前值收窄 8.6 和 4.1 个百分点（图 10），预计 8 月 PPI 同比回升至-2.0%左右。

图 10：8 月主要工业品价格降幅持续收窄



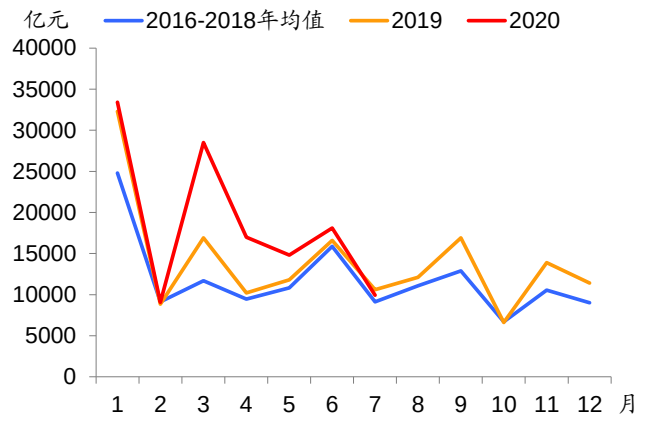
数据来源：Wind，东吴研究所

4. 金融：信用环境从“宽”到“稳中趋紧”

信贷投放“稳中趋紧”，社融扩张靠政府债券。经济持续修复，政策应对从危机模式回归常态，上半年超实体需求的信贷扩张开始逐步收敛，预计 8 月新增信贷延续 7 月

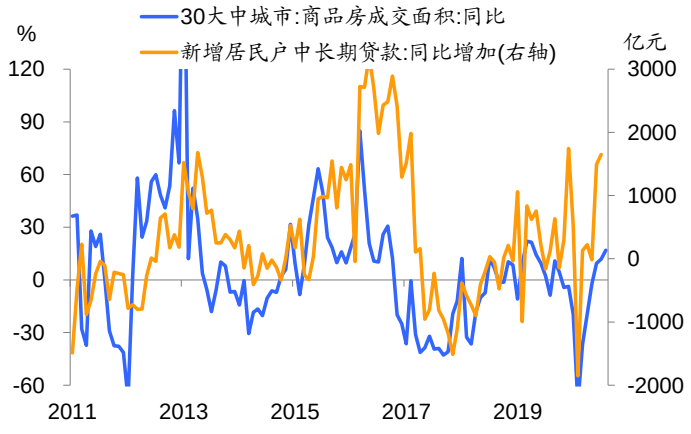
份同比小幅收缩的趋势，新增贷款在 1.15 万亿左右。结构上，地产销售强劲对居民信贷形成支撑。社融方面，地方债发行放量，新增地方债发行达到 9208.55 亿元，再加上国债净融资，政府债券再度破万亿，是社融的主要支撑。剔除政府债券后，企业债券净融资基本上持平去年同期水平，而其他如信贷、非标则同比缩减。预计 8 月新增社融在 2.6 万亿附近。

图 11：8 月银行信贷投放季节性弱回升



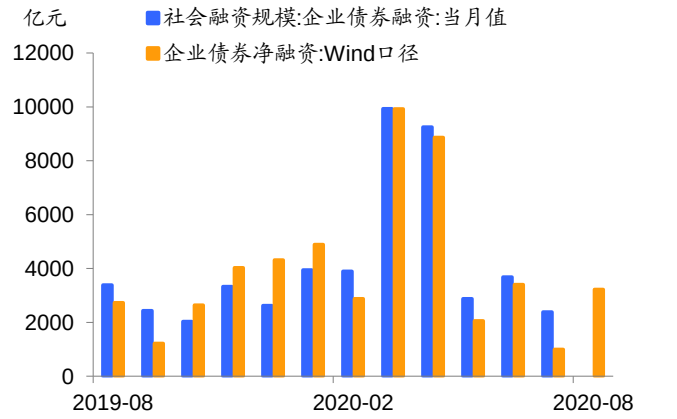
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：地产销售韧性支撑居民信贷



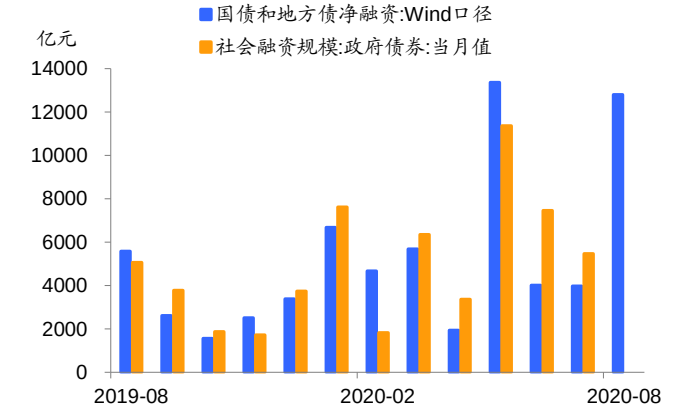
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：8 月企业债券净融资基本持平去年同期水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：地方债发行放量、政府债券净融资再度破万亿

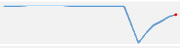


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 结论

图 15：8 月各项经济数据预测汇总

	预测8月		20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	近期走势
PMI	↓	51.0	51.1	50.9	50.6	50.8	52.0	35.7	50.0	
CPI	↓	2.3	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	
PPI	↑	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	
工业增加值	↑	5.2	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	
固定资产投资	↑	-0.5	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	-	
消费品零售	↑	0.6	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	-	
出口	↑	9.0	7.2	0.5	-3.2	3.4	-6.6	-17.1	-	
进口	↑	-0.7	-1.4	2.7	-16.6	-14.2	-1.1	-4.0	-	
M2	↓	10.6	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	
新增贷款（万亿元）	↑	1.15	0.99	1.81	1.48	1.70	2.85	0.91	3.34	
新增社融（万亿元）	↑	2.60	1.69	1.81	3.19	3.10	5.18	0.87	5.05	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

从高频数据与最终经济硬数据之间常常产生背离的情况，因此，根据高频数据预测的经济数据与最终值产生一些差距。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：http://www.dwzq.com.cn

