

## 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。

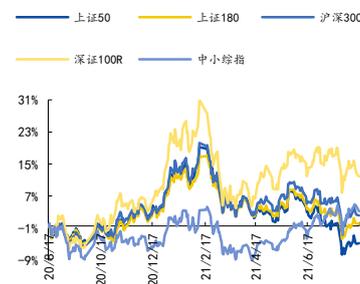
● 资产风格不会因此而出现大幅变化，利率债风险并不能就此排除，权益市场的业绩也不会明显下降。

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

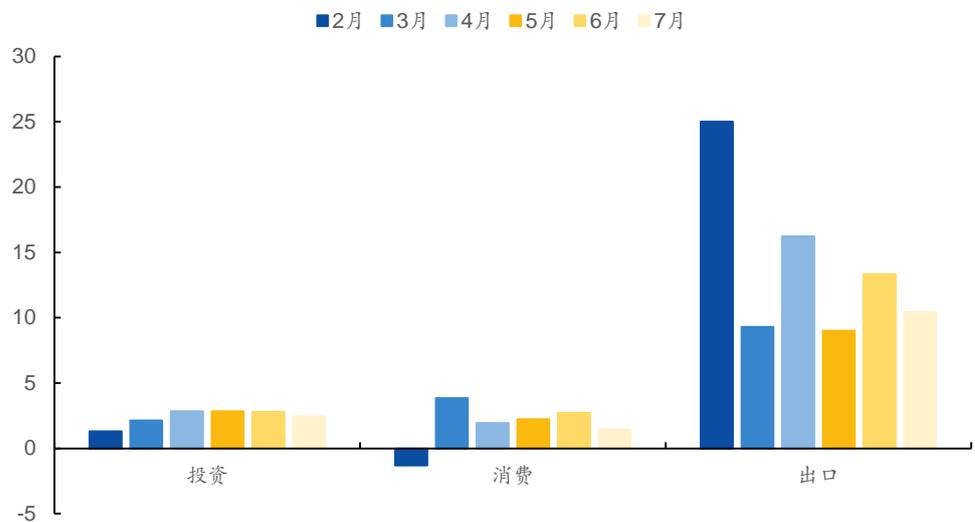
### 报告作者

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%)。

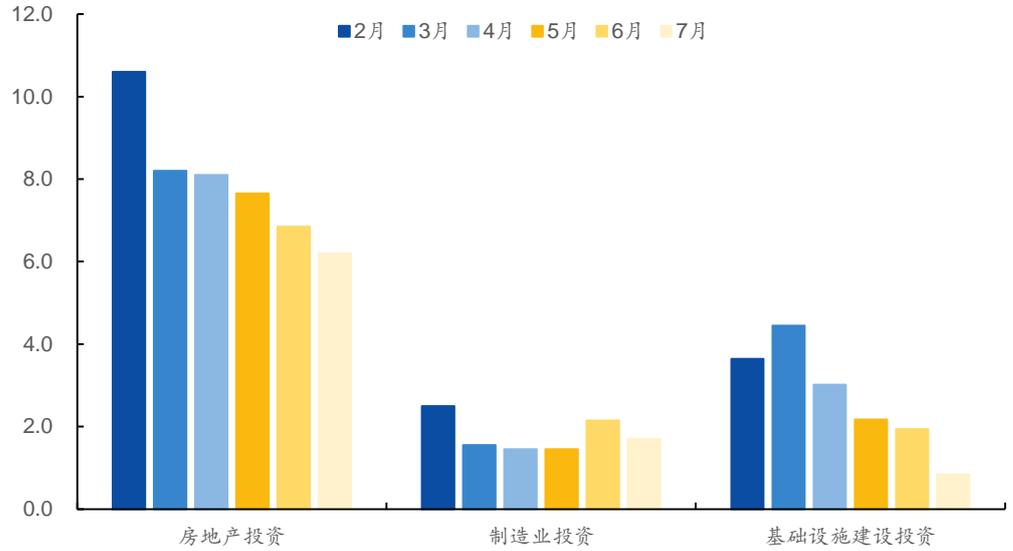
逐个部门去分析，7月的数据几乎是全军覆没的。我们依然以近两年的年化平均实际增速这一口径去观察，可以看到，投资、消费及出口的增长速度都于7月或多或少地出现了下降；此外，投资中的三大类别（房地产、制造业、基建投资）的数据也比起6月来说，出现了幅度不同的走弱。

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

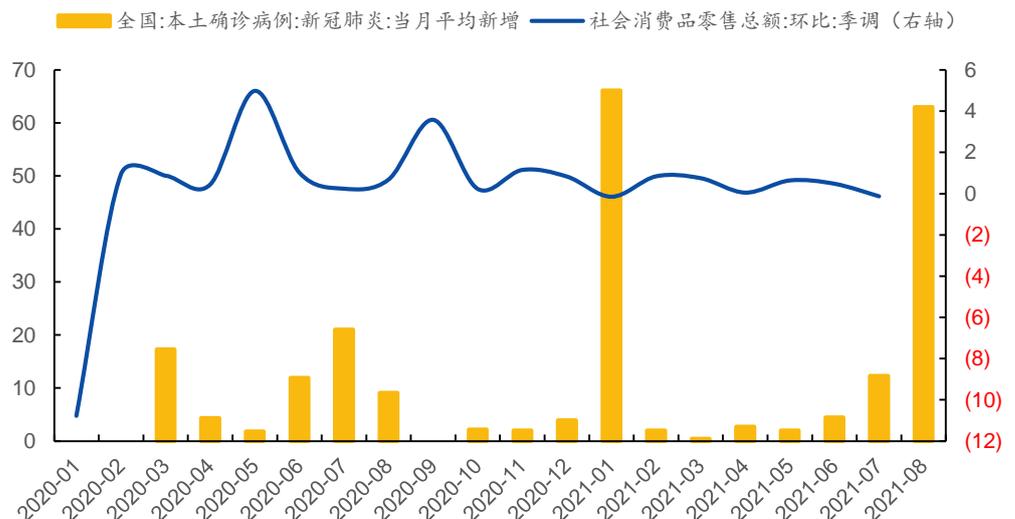
图 2：房地产、制造业、基建投资的增长出现了幅度不同的走弱



资料来源：Wind，国元证券研究所

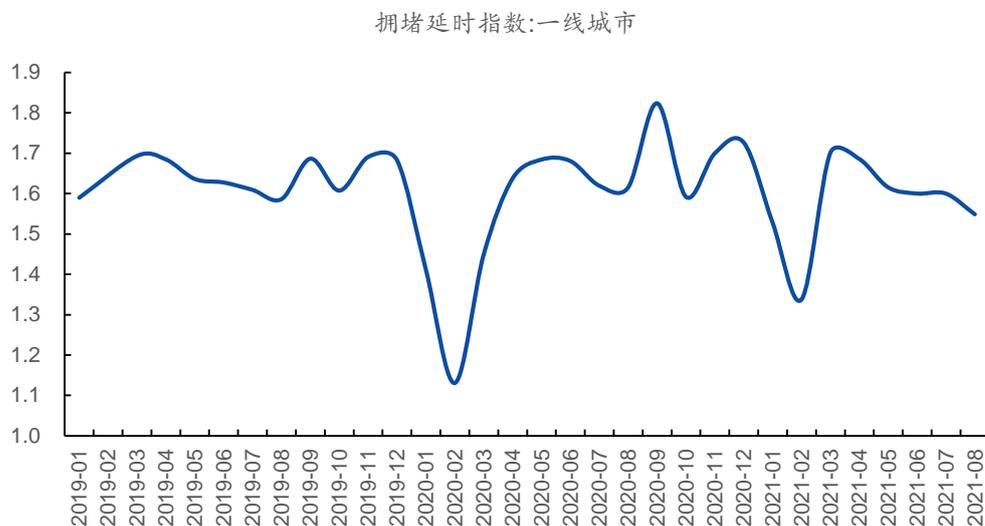
当然，我们有理由相信，7月基本面走弱的原因是疫情。其一是：在三驾马车中，消费的走弱要更加明显，消费的季调环比增长(-0.13%)已经跌到了负增长的水平，如果问题出现在资金面，衰退是不会自下而上传导的；其二，疫情的影响已经不言而喻，在更严格的管控措施之下，一线城市的拥堵指数创了近些年来非春节月的新低。

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

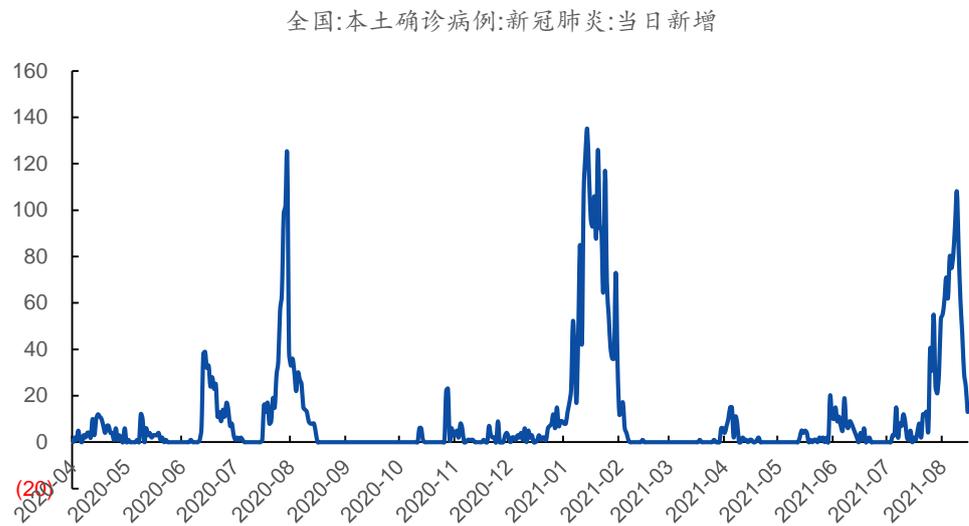


资料来源：Wind，国元证券研究所

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。

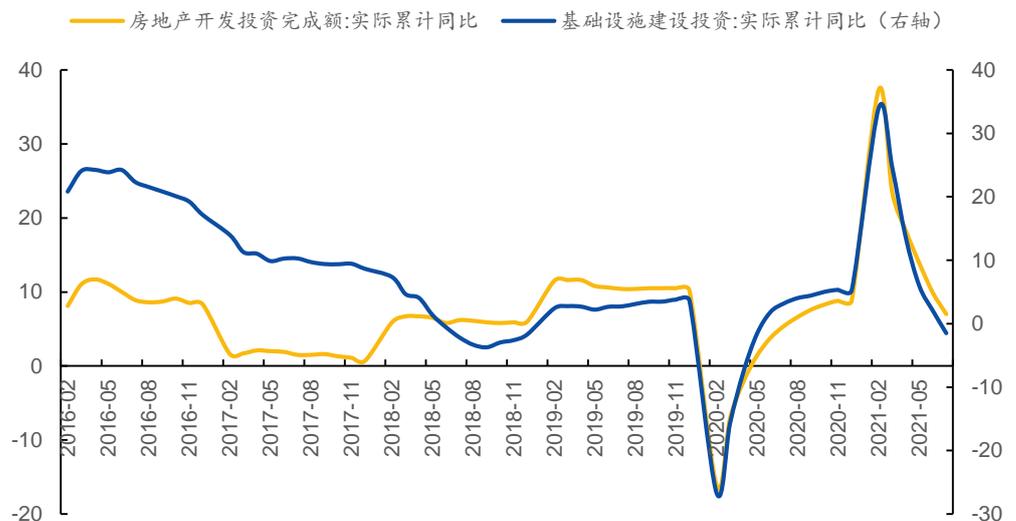
图 5：新一轮 Delta 疫情已经出现了明显的见顶迹象



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

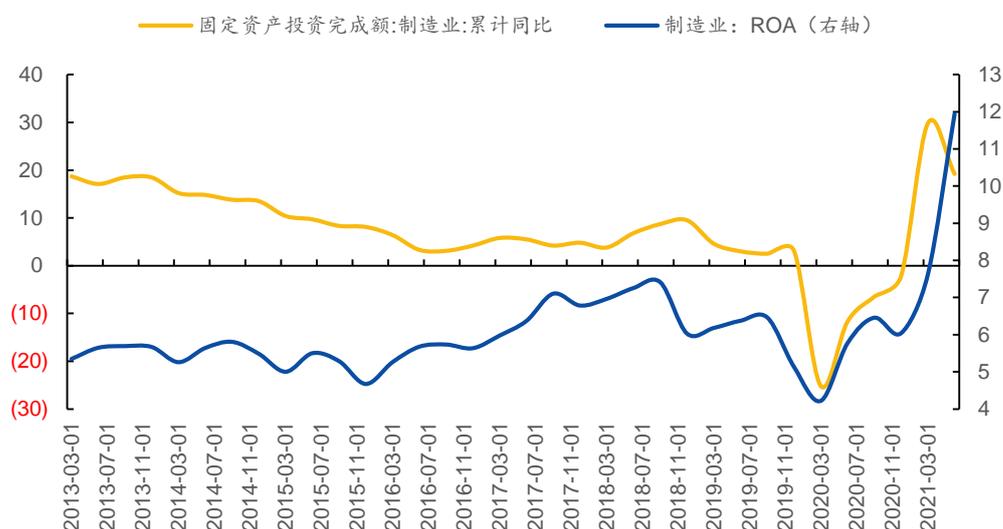


资料来源：Wind，国元证券研究所

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

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_25308](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25308)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn