



宏观研究

经济强势复苏的四大动力

2020 年 09 月 15 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@yhzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@yhzq.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

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：当前九种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



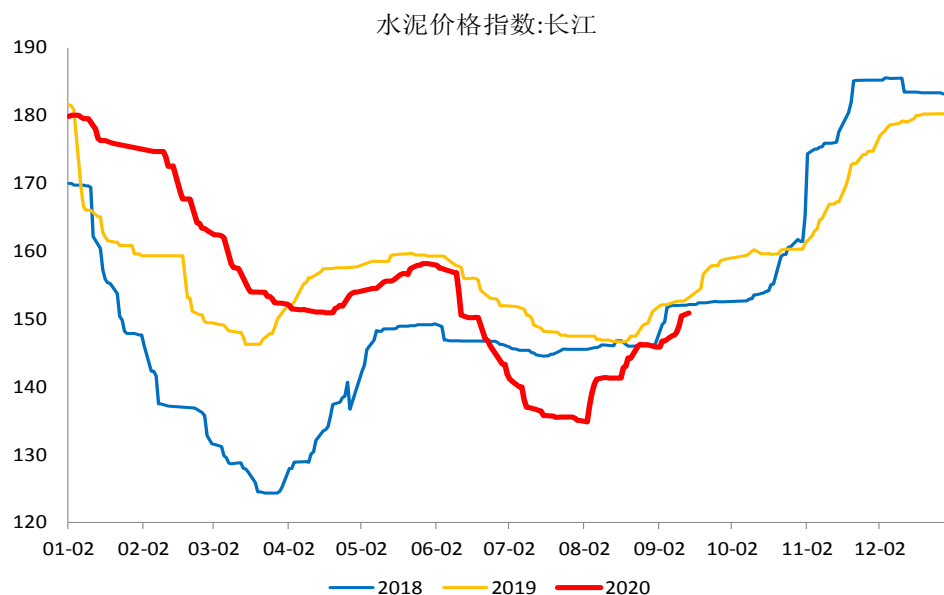
国家统计局今天出炉的数据，显示经济恢复在 7 月有所放缓后，8 月重新回到复苏的轨道上来。

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

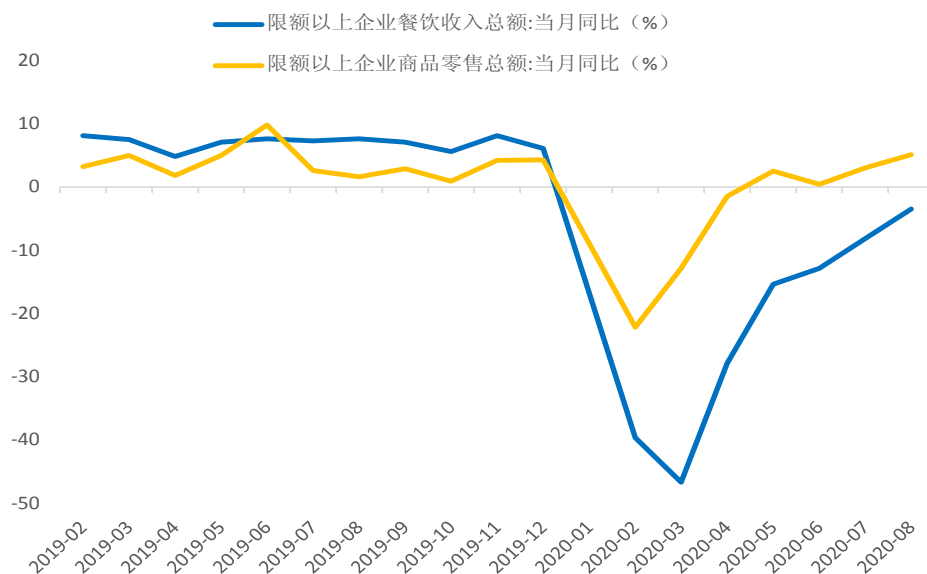


资料来源：Wind，粤开证券研究院

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。

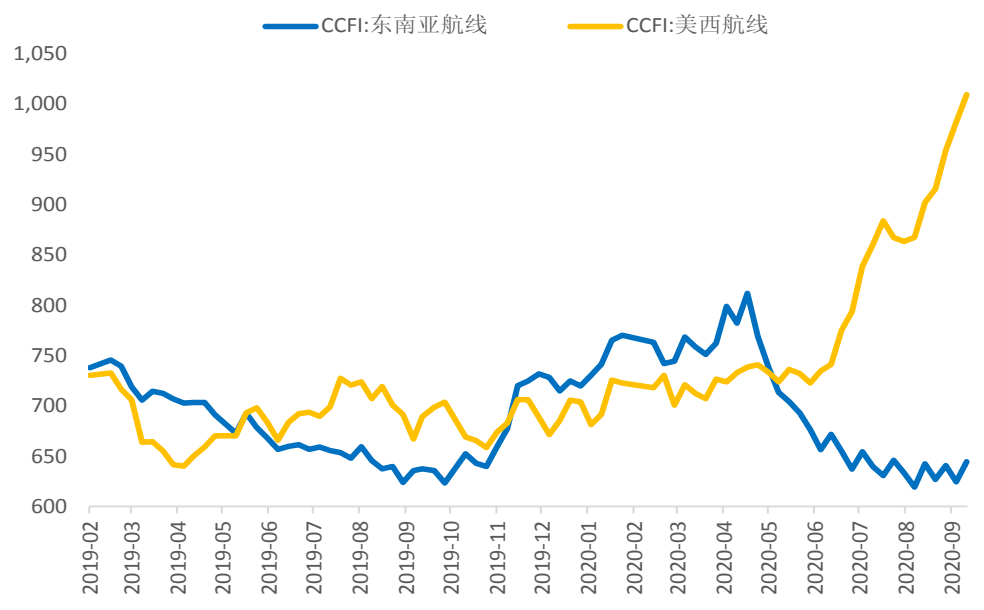
另一方面，8月官方非制造业PMI中，有意思的是铁路运输、航空运输、住宿等行业的商务活动指数都反弹到60以上了。这些行业都是和人口跨地区流动相关的，比如上学、出差和旅行等，它们的快速恢复也能表明居民在外活动频率有很大好转，利好服务消费。

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：

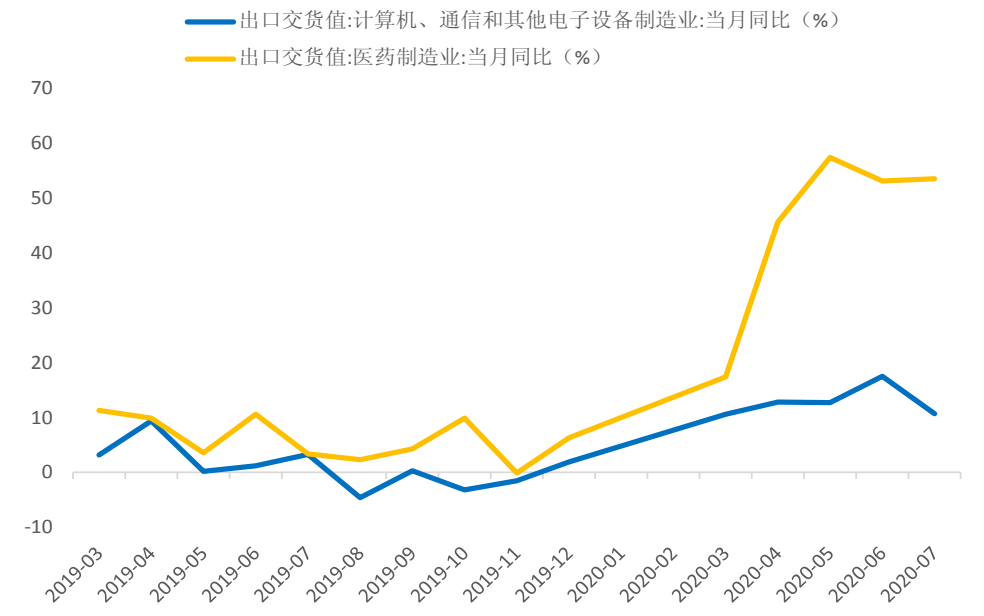
一是带动出口。中国生产恢复得最早，在防疫物资和线上办公产品上，有充足的产能，今年这两类商品的出口一直很亮眼。

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。



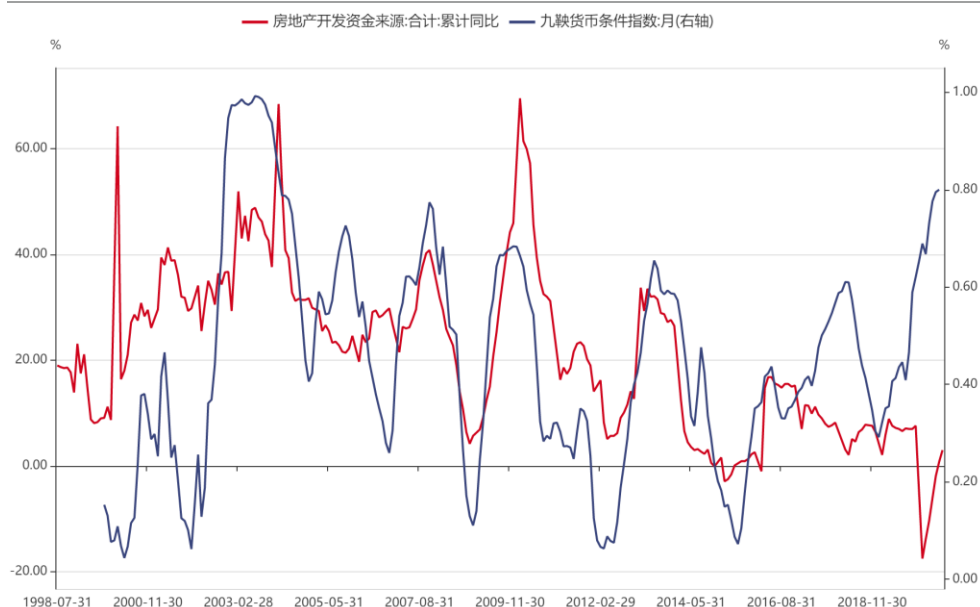
第四，前期政策的滞后效应。疫情发生后出台了一系列政策，来保市场主体和托底经济，目前来看这些政策在逐步奏效。以今年最重要的政策目标就业为例，城镇调查失业率从4月的高点6.0%，逐步回落到8月的5.6%。

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，九款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：当前九款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

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_2540

