

8 月：供给和需求复苏的再平衡

证券研究报告
2020 年 09 月 10 日

作者

经济方面，实体经济延续弱复苏，积极变化主要来自供需关系的再平衡。复工复产初期，供给复苏快于需求，造成库存高企、价格低迷；随着经济活动持续恢复，供给侧修复基本完成，需求侧复苏还在延续，将引发库存去化和再通胀。目前这一进程的速度并不快，但属于短期兑现概率相对较高的方向。

8 月，需求复苏的动力主要来自三方面。一是汽车消费恢复较好，二是强降水减弱叠加专项债发行重启有利于基建和房地产建安投资小幅回升，三是出口高景气。供给稳定叠加需求边际改善，对应产成品库存去化、PPI 低斜率反弹。CPI 受高基数和服务消费弱势影响，回落势头可能持续到年底。

政策方面，当前流动性环境已经基本回归并暂时稳定在疫情之前的水平，但同业存单利率单边上行反映了银行内部对流动性前景的谨慎态度和结构性存款压降后的负债端压力。叠加超储率处于历史低位，央行高频的公开市场投放可能难以形成稳定的流动性预期，预计短期内流动性维持紧平衡状态。

资产配置方面，美股波动率释放引发 A 股高估值板块调整，调整过后各板块的估值和拥挤度相对平衡。但如果美股波动率持续释放抑制风险偏好，则兑现概率较高的“经济弱复苏+流动性紧平衡”可能触发市场风格进一步再平衡。利率债对于基本面预期已经充分定价，短期走势仍然以震荡为主，维持 10 年国债顶部位置在 3.1%附近的判断。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：海外市场大幅波动；货币政策超预期收紧

表 1：8 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019	2020Q1	2020Q2	2020.7	2020.8(E)	WIND 预期
实际 GDP (当季)	6.1	-6.8	3.2	-	-	-
名义 GDP (当季)	7.8	-5.3	3.1	-	-	-
工业增加值 (当月/季)	5.7	-8.4	4.3	4.8	5.1	5.4
固定资产投资 (累计)	5.4	-16.1	-3.1	-1.6	-0.7	-0.2
制造业投资 (累计)	3.1	-25.2	-11.7	-10.2	-9.1	-
全口径基建投资 (累计)	3.3	-16.4	-0.1	1.2	2.2	-
房地产开发投资 (累计)	9.9	-7.7	1.9	3.4	4.1	-
社消零售总额 (当月/季)	8.0	-19	-3.9	-1.1	0.6	0.6
出口 (当月/季, 美元)	0.5	-13.3	0.1	7.2	9.5	8.3
进口 (当月/季, 美元)	-2.7	-2.9	-9.7	-1.4	-2.1	0.7
CPI (当月/季)	2.9	4.9	2.7	2.7	2.4	2.4
PPI (当月/季)	-0.3	-0.6	-3.3	-2.4	-2	-2.0
新增实体信贷 (万亿)	-	-	-	-	1.2	1.2
新增社融 (万亿)	-	-	-	-	2.82	2.66
社会融资规模存量同比	10.7	11.5	12.8	12.9	13.0	-
M1	4.4	5	6.5	6.9	6.7	-
M2	8.7	10.1	11.1	10.7	10.8	10.8

资料来源：WIND，天风证券研究所

经济方面，实体经济延续弱复苏，即复苏的方向不变，但速度偏慢、强度不高。复苏不充分不平衡的问题仍然比较突出，但边际上也出现了一些积极变化，主要来自工业部门供需关系的再平衡。复工复产初期，供给复苏快于需求，造成工业品库存高企、价格低迷；随着经济活动持续恢复，供给侧的修复基本完成，需求侧的复苏还在延续，这将引发工业品库存去化和再通胀。目前来看虽然这一进程的速度并不快，但属于短期兑现概率相对较高的方向。

8 月，需求复苏的动力主要来自三方面。一是汽车消费恢复较好，有望带动社零增速年内首次转正；二是强降水对建筑施工的影响稍有缓和，叠加专项债发行重启，基建和房地产建安投资增速有望小幅回升；三是出口高景气，外需改善叠加国内在防疫和产业链方面的优势，较高的出口景气度有望阶段性延续。供给稳定叠加需求边际改善，对应产成品库存去化、PPI 低斜率反弹。CPI 受高基数和服务消费弱势影响，回落势头可能持续到年底。

政策方面，8 月 DR007 整体在 2.02% 和 2.32% 之间波动，中枢从 7 月的 2.1% 升至 2.19%，符合央行在 2 季度货币政策执行报告中强调的“引导市场利率围绕政策利率平稳运行”，因此当前流动性环境已经基本回归并暂时稳定在疫情之前的水平。另一方面，1 年期 AAA 同业存单利率呈现单边上行走势，反映了银行内部对流动性前景的谨慎态度和中小行结构性存款压降后的负债端压力。叠加超储率处于历史低位，央行高频的公开市场投放可能难以形成稳定的流动性预期，预计短期内流动性维持紧平衡状态。

资产配置方面，近期美股波动率释放引发了 A 股高估值消费和成长板块的调整，低估值的金融周期板块则较为抗跌，调整过后各板块的估值和拥挤度均处于相对平衡的位置，没有形成某个方向上的明显合力。但如果短期美股波动率持续释放抑制市场风险偏好，则兑现概率较高的“经济弱复苏+流动性紧平衡”可能触发市场风格进一步再平衡，不过出现明显风格切换的概率和空间仍然不大。利率债对于短期经济复苏延续和中期复苏斜率放缓的预期已经充分定价，紧平衡的流动性环境和预期内的温和复苏意味着利率债仍然以震荡为主，关注 9 月 17 日 2000 亿 MLF 到期的续作情况，维持 10 年国债顶部位置在 3.1% 附近的判断。

1. 金融数据：信贷增速继续小幅回落，政府债券助推社融回升

8 月居民消费平稳修复，商品房销售进一步走高，居民信贷可能继 7 月后继续大幅反超企

业信贷。预计居民新增短期贷款约 2000 亿，新增中长期贷款约 6000 亿，合计约 8000 亿。货币政策回归常态化后，货币市场利率水平持续回升抑制票据融资，预计企业新增短期类贷款（短期贷款+票据融资）约-2000 亿；8 月专项债发行量较大，基建相关配套融资需求旺盛，预期企业新增中长期贷款 6000 亿，合计约 4000 亿。综上，预计 8 月新增信贷（社融口径）1.2 万亿，存量增速继续回落。

表外方面，8 月集合信托发行规模略有增加，到期规模扩大，预计信托贷款新增-1200 亿，委托贷款和未贴现票据继续负增，三者合计净融资-2200 亿；非金融企业债券净融资约 3250 亿，中债托管的政府债券金额增加了 13788 亿，其中国债新增 5026 亿，地方债新增 8762 亿。总的来看，预计 8 月新增社融 2.82 万亿，存量同比增速进一步升高至 13.0%（前值 12.9%）。

2. 工业生产：日发电量连创新高，工业复产基本完成

从我们跟踪的几个主要工业行业的开工率来看，8 月钢铁、汽车、焦炉炼焦等开工率回升，化工、水泥等开工率回落，模型显示总体开工情况或有小幅改善。

从发电量来看，根据国家发改委的消息，进入 8 月后全国日发电量和统调用电负荷连创新高，与持续高温晴热天气导致空调负荷快速增长和经济继续恢复有关。但参考仍在更新的浙电发电耗煤数据，8 月同比增速较 7 月有一定回落。

另外，8 月 PMI 生产指数为 53.5，环比 7 月回落 0.5，回落幅度较去年同期高出 0.3。综合上述信息，8 月工业生产强度有一定恢复但复苏有限，发电量高企或主要与南方高温有关。预计 8 月工业增加值同比增长 5.1%（前值 4.8%）。

3. 固定资产投资：制造业继续缓慢修复，强降雨影响稍有缓和

8 月，螺纹钢产量环比小幅回落，库存小幅回补，螺纹钢表观消费量环比回落但同比稍有改善；热轧卷板产量回升，库存转为去化，表观消费量同环比均有小幅回升。

7 月单月制造业投资增速继续小幅回升，但速度偏慢且结构性特征依然明显：高技术制造业投资增速保持在 15%左右，传统制造业投资增速回升至-8%左右。高技术制造业投资已经复原，传统制造业资本开支有望随盈利改善而逐渐恢复，但不均衡复苏和疫情前景不确定性将持续制约恢复的斜率。预计 1-8 月制造业投资累计同比增速-9.1%（前值-10.2%）。

7 月全口径基建增速进一步从 6 月的 8.4%回落至 7.7%，与南方汛期强降水、专项债发行暂缓有关。进入 8 月，南方降雨、洪水和台风气候仍然对基建施工造成不利影响，但相比于 7 月稍有缓和。另外，8 月专项债净融资达到 6100 亿，剔除土储棚改债后约为 4500 亿，可能对基建投资形成一定支持。预计 1-8 月全口径基建投资增速 2.2%（前值 1.2%），8 月当月同比增速 8%-9%（前值 7.7%）。

竣工交付压力叠加销售景气度上升，房企存量和增量项目的施工强度正处于高位，但 7 月同样受到强降水的影响，建安投资增速小幅回落。参考钢材消费量和水泥价格等建材指标，8 月建安投资增速大概率有所反弹。另一方面，7 月当月土地购置费同比增速高达 22%，但年初受疫情影响土地成交价款大幅回落，可能对近期土地购置费增速回升造成一定影响。预计 1-8 月房地产开发投资增速 4.1%（前值 3.4%），8 月当月同比增速 8.4%（前值 11.7%）。

综上，预计 1-8 月固定资产投资累计同比增速-0.7%（前值-1.6%）。

4. 房地产市场：销售景气度到达年内峰值，主导因素逐渐切换

8 月 30 大中城市商品房成交面积同比增长 21.6%，较 7 月的 11.4%进一步回升。根据克而瑞数据，8 月百强房企全口径销售金额同比增长 29.2%，同样较 7 月的 24.8%进一步回升。据此估计，8 月单月全国商品房销售面积增速可能超过 10%，预计 1-8 月全国商品房销售面积同比增速-3.6%（前值-5.8%）。

近期商品房销售景气度的持续提升是三个方面因素的共同结果：一是疫情期间的积压需求释放（累计销售面积同比仍然负增长），二是相对宽松的信贷条件和购房政策要求（居民月度新增中长期贷款突破 6000 亿，限购限贷放松），三是房企恢复积极拿地后推盘预售的

力度有所加大。总体来看是需求侧因素为主、供给侧因素为辅。

随着货币政策回归常态化，部分地区重新收紧购房政策，有关部门近期进一步加强了对房企融资的监管要求，接下来的主导因素可能逐渐切换至供给侧，即激发需求侧的因素逐渐减弱后，房企基于上述变化的考虑，将重新推动去杠杆和高周转。这一阶段，房企将降低拿地强度、加强推盘力度，商品房销售景气度即将见顶但回落较缓，新开工、建安投资增速则会保持在较高水平，最终结果是房地产广义库存去化。

5. 消费：汽车消费延续强势，服务消费弱复苏，社零有望年内首次转正

根据乘联会数据，8月广义乘用车零售销量同比增长8.8%，较7月小幅回升；根据中汽协数据，8月汽车销量同比增长11.3%，较7月小幅回落，其中乘用车同比增长4.4%，增速回落0.9%，商用车同比增长37.5%，增速回落22.1%。乘联会乘用车为零售数据，中汽协虽然是批发数据但商用车数据可以作为非乘用车零售情况的参考，预计8月汽车零售消费增速与7月基本持平。

8月国际油价小幅回升，8月21日国内成品油价格按机制上调，石油及制品类消费可能小幅改善。根据厨芯科技的餐饮复苏指数，样本餐饮业客流量为去年同期的91.9%，较7月的86.5%继续回升，但回升速度仍然偏慢。值得注意的是，8月最后一周指数一度跃升至96%以上，可能与“七夕”助推需求释放有关，9月以来已经回落至90%左右。

随着经济活动逐渐恢复正常，当前制约消费复苏的核心因素仍然是居民可支配收入增速和消费倾向的下降，背后是对疫情的中长期担忧和经济复苏的不均衡。预计8月社零当月同比增速0.6%（前值-1.1%）。

6. 出口：外需改善防疫物资回落，与美国“镜像复苏”助推出口高景气

8月出口（美元计价）同比增长9.5%，增速较7月进一步回升。

出口景气度持续回升的基础因素是外需改善。主要经济体推动复工复产后外需逐渐恢复，6月以来我国对多数主要贸易伙伴的出口增速明显回升，除防疫物资外多数商品的出口增速也明显回升。

催化因素是国内对疫情的有效防控和相对完备的产业链。由于国内有效控制了疫情，生产能力迅速恢复，因此供给的复苏速度比需求更快，库存处于较高水平；美国的情况刚好相反，对疫情控制不利导致供给恢复较慢，财政刺激政策则使得居民购买力反而较疫情之前增强，因此需求的复苏速度比供给更快，库存处于较低水平，需要依赖进口来满足供需缺口。8月我国对美国出口增速从7月12.6%进一步升至20%，如果不考虑春节错位效应，这已经是2012年6月以来的最高增速。

在海外疫情得到控制之前，国内的出口替代效应还将延续，出口也有望保持较高韧性。相对不利的因素在于，6月以来防疫物资的出口需求正在随着海外产能的逐渐自给而回落，7、8月份纺织线和医疗器械的出口增速连续回落。

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_2622

