

疫情扰动、地产拖累

——8月宏观月报

◆ 核心观点

疫情反弹、局部限产、地产承压拖累经济活动。1) 疫情对于经济的影响仍然较大。7月以来部分区域疫情反弹,导致本轮消费和服务业复苏的逻辑遭到破坏。当前新冠病毒传播路径隐匿,防控难度越来越高,全国鲜有持续零新增的省份,疫情管控对于经济的影响仍然非常大。8月PMI49.4%,仍然在荣枯线下。2) **高温天气影响的限电限产对经济扰动较小。**8月以来多地发布限电通知,此次限电节电区域主要是水电大省和长江中下游受高温天气影响的几个省份,与去年“能耗双控”背景下不同,预计本次限电对经济增长扰动较小。3) **房地产拖累较大。**1-7月地产投资下滑至-6.4%,8月30城房地产销售面积同比下跌21%,8月百城土地成交面积同比下降1.5%,成交总价同比下降22%,土地溢价率平均在3%左右。4) **监管层释放支持房企融资信号,房地产市场回暖或仍可期。**7月房地产开发资金来源同比下降25.8%,8月房企境内信用债当月净融资额持续为负,房企现金流压力仍大。不过监管层已经在出台支持房企融资和针对在建住宅项目的政策。

8月CPI环比预测值0.0%,同比预测2.6%,猪周期下CPI仍然可控。根据我们对CPI增速的测算和对猪周期的分析,到明年2月之前猪价处于上涨通道内。据国家发展改革委8月29日发布,自9月份即开始分批次投放政府猪肉储备,反映了国家稳物价的政策导向,预计CPI在9月突破3%后,四季度CPI同比涨幅仍能控制在3%以下。

美联储加息预期升温,人民币贬值压力较大。8月26日美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议中表示,美联储当前的首要目标就是把通胀拉回到2%的目标,9月会议中不排除再次非常规大幅加息的可能性,而紧缩的货币政策也将持续至2023年底。由于中美货币政策背离和国内经济增长承压,人民币贬值压力仍然较大。

我们认为当前宏观环境在货币政策周期、经济增长、通胀层面与2018年较为相似。1) 都在美联储的加息周期,人民币汇率贬值压力较大。2) 对于经济前景的悲观预期。2018年中美贸易摩擦事件发酵,市场悲观情绪弥漫,当前疫情持续时间和影响不断超预期,地产行业信用风险事件频发,缺乏稳增长的政策,市场悲观情绪同样浓重,叠加重要会议的临近,疫情管控短期不太可能放松,国内开工还有可能受到影响。3) 同样处于猪周期上行阶段,CPI存在破3压力。虽然经过我们的测算,CPI预计对货币政策不会造成明显约束。**基于此,我们认为长端利率仍有下行空间,权益市场仍面临较大压力,拐点可能在重要会议落地前后。**未来1~2个月央行大概率会进行降准操作,用于在重要会议期间平稳流动性和对冲MLF连续缩量所造成的资金缺口,当下这个时点稳增长对债市的冲击有限,而9月经济或由于疫情等原因表现堪忧,强化利率下行趋势。权益方面,降准、甚至降息对宽信用的实质作用都有限,基本面预期扭转可能需要更大力度的政策部署。

◆ 风险提示: 美国通胀超预期回落、国内稳增长政策不及预期、疫情发展超预期、防疫政策变化

作者

潘宇昕 分析师

资格证书: S0380521010004

联系邮箱: panyx@wanhesec.com

联系电话: (0755)82830333-128

相关报告

《策略周报-宽松政策存续,维稳向上趋势不变》
2022-08-23

《策略周报-经济基本面有待改善,市场短期分化》 2022-08-17

《策略周报-市场预期逐步校正,短期继续盘整》
2022-08-10

《宏观月报-复苏延续,喜忧并存》 2022-07-29

正文目录

- 一、 疫情反弹、局部限产、地产承压拖累经济活动..... 3
- 二、 猪周期下 CPI 仍然可控 6
- 三、 美联储加息预期升温，人民币贬值压力较大 8
- 四、 当前宏观环境与 2018 年相似..... 9
- 五、 风险提示 10

图表目录

- 图 1 全国疫情地图：无新增天数..... 3
- 图 2 新冠疫情新增病例数 3
- 图 3 防疫管控严格指数..... 3
- 图 4 消费增速回落（%） 3
- 图 5 PMI 回落（%） 3
- 图 6 中下游开工率未受到明显影响..... 4
- 图 7 固定资产投增速（%） 5
- 图 8 基建下游需求改善（%） 5
- 图 9 8 月商品房销售仍然低迷（万平方米） 5
- 图 10 100 大中城市土地成交情况（%） 5
- 图 11 社融主要分项同比多增（亿） 5
- 图 12 土地溢价率（%） 5
- 图 13 房地产开发商资金来源情况（%） 6
- 图 14 信用债净融资（周度） 6
- 图 15 CPI 的主要影响因子..... 6
- 图 16 核心 CPI 环比和历史均值（2016-2021） 6
- 图 17 猪周期..... 7
- 图 18 基于不同猪肉价格 CPI 同比增速预测 7
- 图 19 美国通胀情况（%） 8
- 图 20 美国就业市场情况（万人、%） 8
- 图 21 中美 10 年期国债收益率及利差（%） 8
- 图 22 美元兑人民币汇率..... 8
- 图 23 境外机构持续减持中国债券（亿元） 9
- 图 24 银行间流动性保持充裕（%） 9
- 图 25 当前宏观环境在货币政策周期、经济增长、通胀层面与 2018 年较为相似..... 9

一、疫情反弹、局部限产、地产承压拖累经济活动

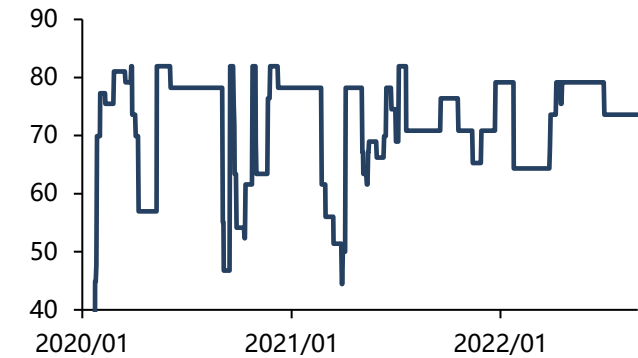
疫情对于经济的影响仍然较大。4 月底到 7 月初的权益市场反弹是建立在“常态化疫情防控”机制可以平稳有效运行这一假设的基础之上，7 月以来部分区域疫情反弹，不仅深圳、上海等高能级城市疫情间或发生，海南、新疆、四川、西藏等旅游热门地接连由于疫情爆发而采取严格的封控措施，导致本轮消费和服务业复苏的逻辑遭到破坏。需要看到的是，当前新冠病毒传播路径隐匿，防控难度越来越高，全国鲜有持续零新增的省份。根据牛津大学计算的防疫管控严格指数显示，7 月以来全国防疫管控严格程度较 5、6 月有所下降，但仍处于较高水平。在“动态清零”方针没有改变前，疫情管控对于经济的影响仍然非常大。不过，乐观的一面，李兰娟院士在 8 月 19 日的采访中表示新冠病是乙类传染病按照甲类传染病管理，今后当它不造成严重损害的时候，相信也会慢慢地回归到乙类传染病管理。从中长期来看，消费和服务业向均值回归的逻辑依然成立。

图 1 全国疫情地图：无新增天数



资料来源：Wind、万和证券研究所

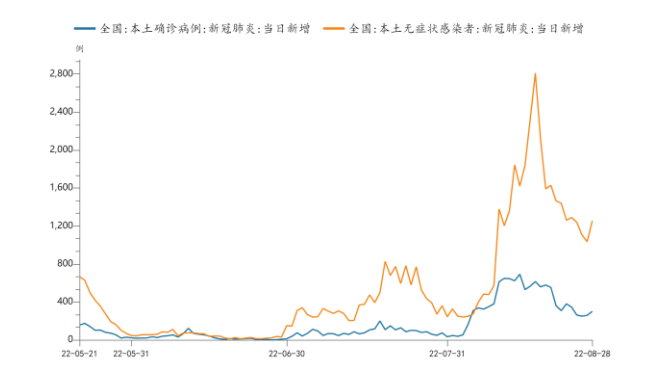
图 3 防疫管控严格指数



资料来源：Wind、万和证券研究所

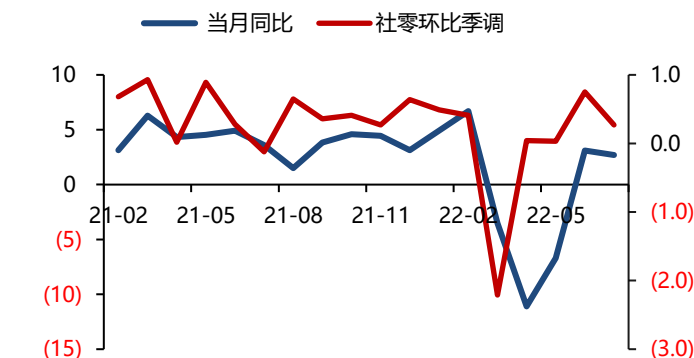
图 5 PMI 回落 (%)

图 2 新冠疫情新增病例数

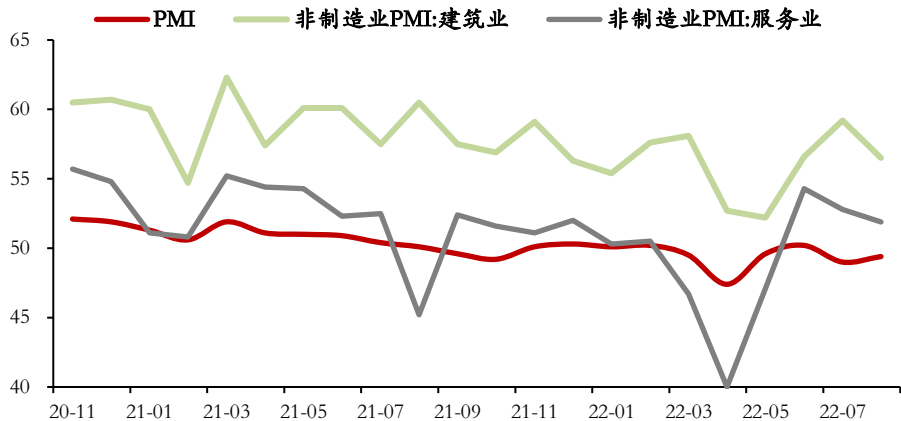


资料来源：Wind、万和证券研究所

图 4 消费增速回落 (%)



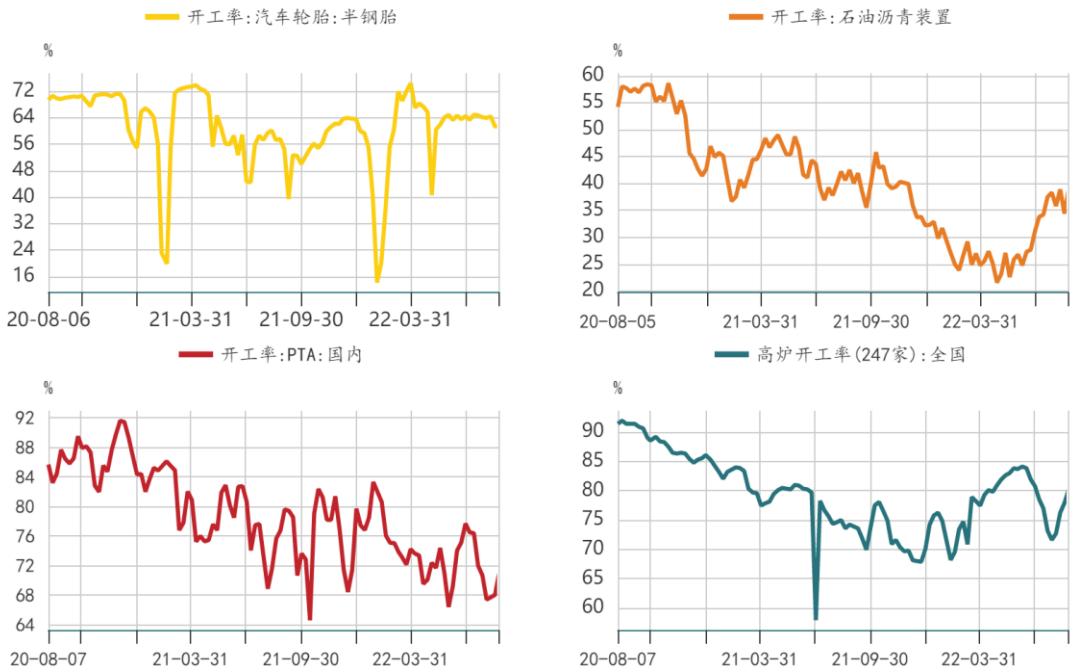
资料来源：Wind、万和证券研究所



资料来源：Wind、万和证券研究所

本轮受高温天气影响的限电限产对经济扰动较小。8 月以来，多地发布限电通知，对工业企业提出限电要求或节约倡议。此次限电节电区域主要是水电大省和长江中下游受高温天气影响的几个省份。今年限电与去年有本质不同，去年主要是因为“能耗双控”以及动力煤供应不足，今年限电则是由于干旱高温天气导致的电力供需紧张，同时水电外送加大供需缺口。随着未来气温的回落和火电等其他供电方式发力，预计本次限电节电措施不会持续很久。整体来看，预计本次限电的持续时间和影响程度都将小于去年同期，对经济增长来说仍属于较小扰动。

图 6 中下游开工率未受到明显影响

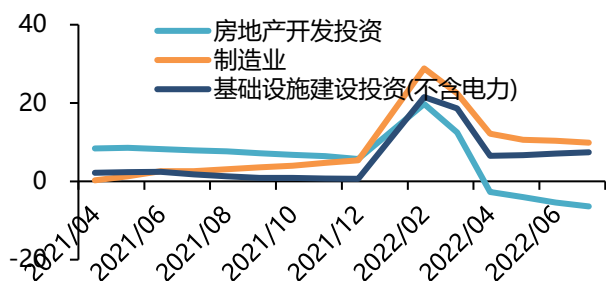


资料来源：Wind、万和证券研究所

固定资产投资走弱，基建发力持续发力，房地产拖累较大。1-7 月固定资产投资同比增长 5.7%，延续年初一下的下滑趋势。三大领域中，制造业投资 9.9%，总体保持较高的增速；基建投资加速至 7.4%，建筑业 PMI、挖掘机销量和开工小时数回暖均指向基建需求回升；地产投资进一步

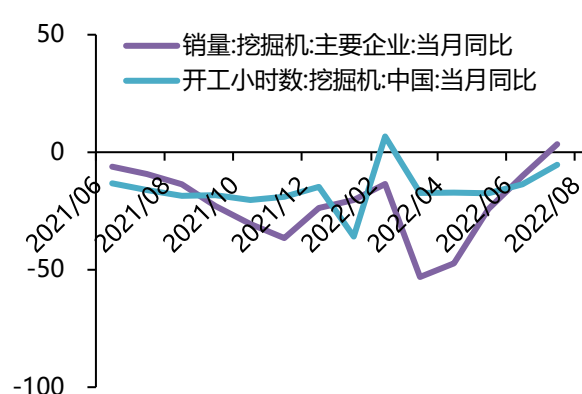
下滑至-6.4%，从销售-投资传导链条来看，居民购房信心仍待提振。8月1日-28日，30城房地产销售面积同比下跌21%，虽较7月底的-30%有所收窄，但仍较低迷。供给方面，8月百城土地成交面积同比下降1.5%，成交总价同比下降22%，土地热度仍低，平均溢价率在3%左右。

图7 固定资产投增速 (%)



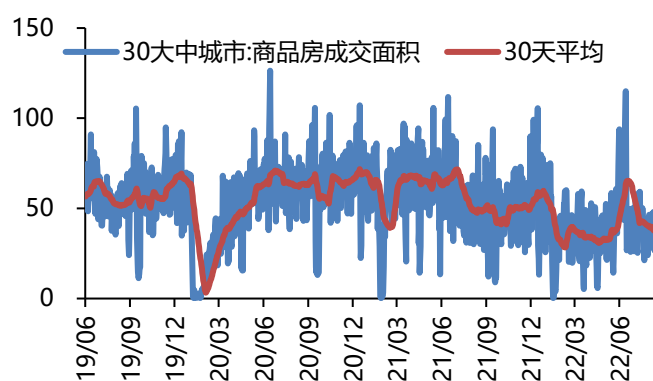
资料来源：Wind、万和证券研究所

图8 基建下游需求改善 (%)



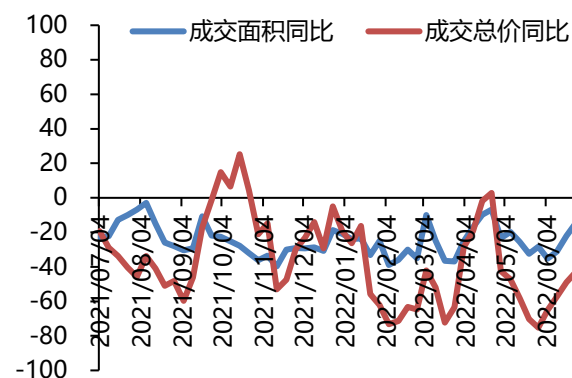
资料来源：Wind、万和证券研究所

图9 8月商品房销售仍然低迷 (万平方米)



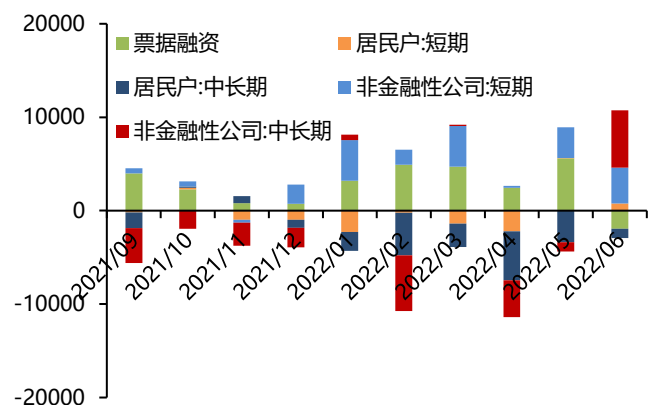
资料来源：Wind、万和证券研究所

图10 100大中城市土地成交情况 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图11 社融主要分项同比多增 (亿)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图12 土地溢价率 (%)

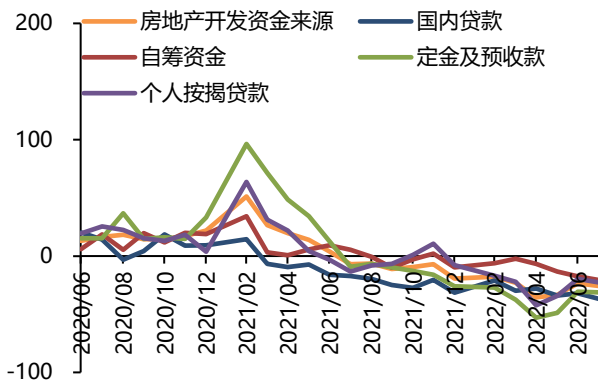


资料来源：Wind、万和证券研究所

房企融资条件仍偏紧，监管层释放支持房企融资信号，房地产市场回暖或仍可期。7月房地产开发资金来源同比下降25.8%，8月房企境内信用债当周净融资额持续为负，房企现金流压力仍大。不过监管层已经在出台支持房企融资的政策，中债信用增进公司（中债增）拟通过直接增信

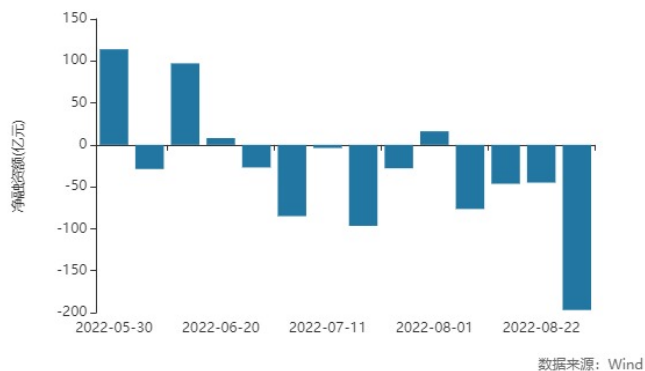
方式推动民营企业发债融资，8月23日，首单全额担保民营房企债券落地，龙湖成功发行一笔规模为15亿元中期票据，募集资金用于项目建设、购回或偿还境外美元债等，多家民营房企也正在与中债增沟通。对于难交付的地产项目资金缺口，中央层面之前已出台政策性银行专项借款支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。地方层面，郑州出台房地产纾困基金、南宁设立平稳房地产基金等，安徽省宿州市支持优质房企兼并收购出险和困难大型房企的优质项目，浙江省湖州市鼓励国有企业收购困难房地产企业的滞销房作为保障安置用房。展望未来，随着房地产保交楼政策落地执行，房地产市场回暖或仍可期。

图 13 房地产开发资金来源情况 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 14 信用债净融资 (周度)

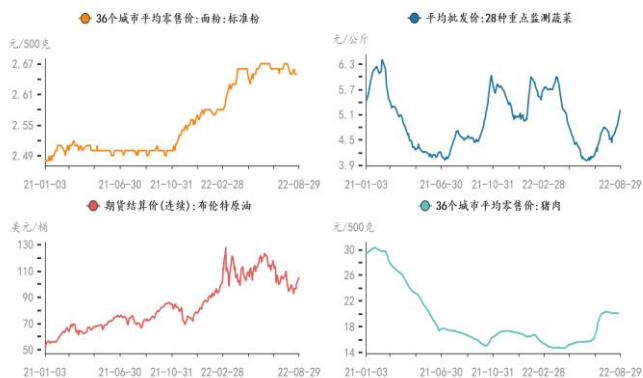


资料来源：Wind、万和证券研究所

二、猪周期下 CPI 仍然可控

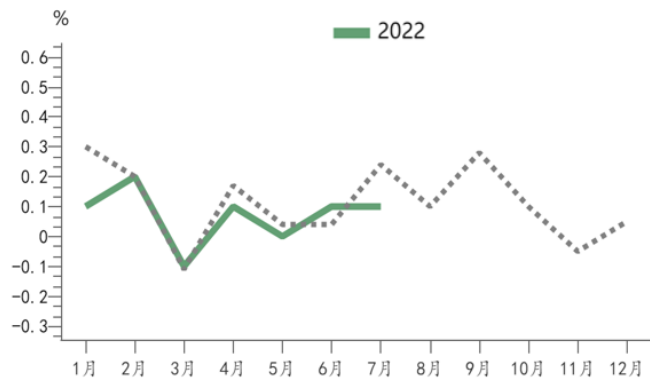
8月CPI环比预测值0.0%，同比预测2.6%。根据我们对CPI增速的测算，对CPI环比增速影响显著的因子包括猪肉、蔬菜、面粉、油价和核心CPI环比增速，其中，核心CPI增速具有明显的季节性，因此使用历史均值法对其进行预测，其余则使用对应的高频数据，得到8月CPI环比预测值0.0%，前值0.5%，8月同比预测2.6%，前值2.7%。CPI增速放缓除去核心CPI增速季节性因素外，主要是由于8月猪肉价格增速的明显放缓。

图 15 CPI 的主要影响因子



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 16 核心 CPI 环比和历史均值 (2016-2021)



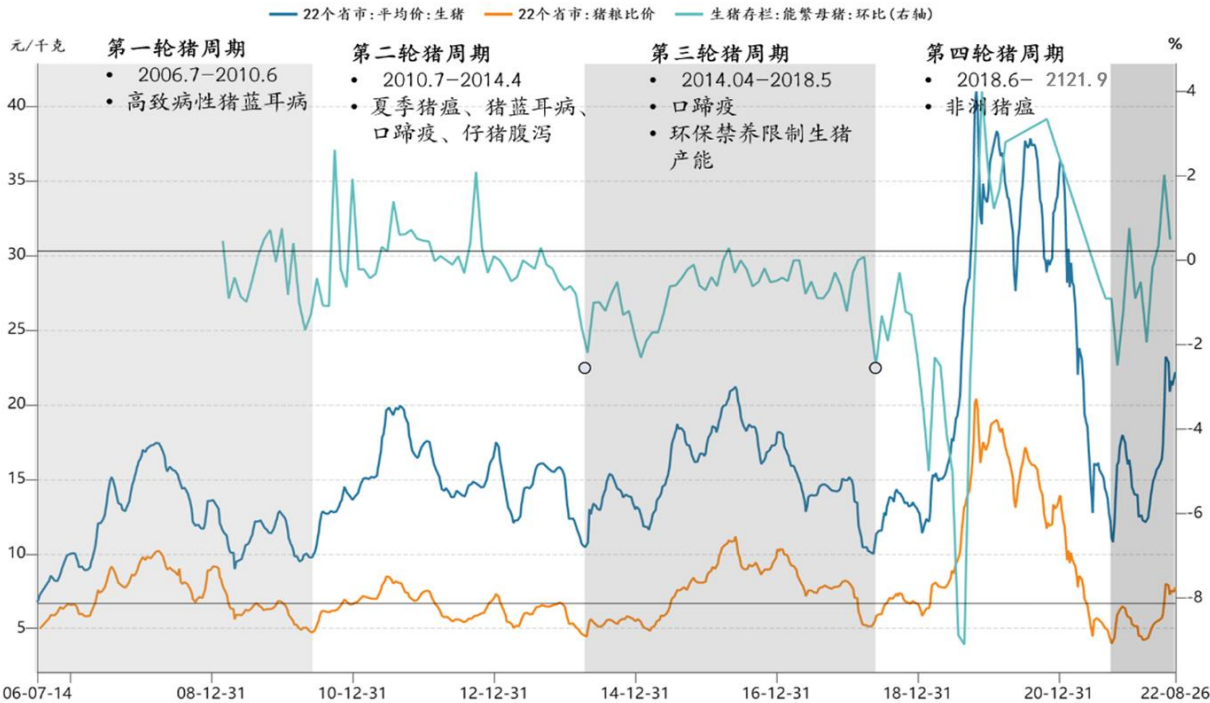
资料来源：Wind、万和证券研究所，注：虚线为2016-2021年月度均值

往后看，由于面粉价格总体比较稳定，菜价调整也多具有季节性，对于CPI增速的影响主要集中在猪价和油价。本轮猪周期从去年10月开始，生猪价格已累计反弹70%，但本轮猪周期相比过去4轮，产能去化时间较短，5月能繁母猪存栏数已经开始恢复，对应着明年2月猪价随

生猪供应增加而开始步入下行通道，在此之前生猪价格预计仍处于上涨通道内，但如果没有发生大规模猪瘟等疾病的话，本轮猪价反弹幅度应该低于上一轮。油价方面，供需缺口与紧缩政策同时存在的情况下，预计仍然保持高位，但对 CPI 增速的贡献应该是降低的。

如果分别假设生猪价格到今年年底阶梯式上涨至 25 元、30 元和 35 元，9-12 月的通胀压力明显不同（见图 18）。根据 2021 年发布的《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预 案》，当猪粮比价高于 9:1 时，国家发展改革委发布三级预警；当猪粮比价连续 2 周处于 10:1-12:1，发布二级预警，启动储备投放；当猪粮比价高于 12:1，发布一级预警并加大投放力度。截至 8 月底，22 个省市的玉米价格为 2.86 元/公斤，意味着政策调控猪价阈值在 29 元/公斤左右。当前猪粮比价接近 8:1，据国家发展改革委 8 月 29 日发布，自 9 月份即开始分批次投放政府猪肉储备，反映了国家稳物价的政策导向，预计 CPI 在 9 月突破 3%后，四季度 CPI 同比涨幅仍能控制在 3%以下。

图 17 猪周期



资料来源：Wind、万和证券研究所

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_45756

