

2020年09月14日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316

樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

年底前经济超预期的因素有哪些？

——近期经济形势前瞻

相关报告

《8月贸易数据点评：可选消费品出口回升拉动中国出口》——2020-09-08

《8月PMI数据点评：经济持续复苏，需求更好于生产》——2020-08-31

《7月份经济数据点评：微妙的数据与微妙的政策》——2020-08-17

《7月贸易数据点评：出口超预期背后的基本面因素与其它因素》——2020-08-07

《《2020年2季度货币政策执行报告》点评：货币政策更重结构性工具》——2020-08-07

事件：

8月贸易数据超出市场预期。我们认为出口偏强的情况可能持续到至少今年年底之前。同时，由于近期基建投资可能存在一些钱等项目、资金淤积的问题，我们认为四季度基建投资同比有望在三季度的基础之上继续反弹。出口产业链上劳动力市场的改善、以及因为前期压抑而爆发的“十一黄金周”旅游酒店等领域消费的复苏，会显著改善低端收入人群的就业，从而对当前消费相对薄弱的环节——低端消费构成支撑并支持整体消费的恢复。我们维持对于三四季度GDP5.1%和6%的预测，也持续看好顺周期的低估值板块。

投资要点：

- **海外经济体需求恢复强于供给，年底前出口可以适当乐观。**以美元计价，中国8月出口增速达到了9.5%，显著好于市场一致预期（《8月贸易数据点评》9月7日）。从当前的情况来看，随着全球一些主要经济体复工复产，海外经济明显恢复，而且需求恢复速度远超供给恢复速度，这导致了大量的出口订单向中国转移。而一些有代表性城市、代表性企业订单样本显示，出口的景气可能至少可以持续到年底。浙江的一些区域出口企业甚至已经出现了招工难。

从出口改善的品类来看，增长态势最强的从最初的抗疫物资、“宅经济”转向了日用消费品，例如家电、手机、服装和汽车等，也显示出海外主要经济体的生活生产正在向正常状态逐步回归。

- **短期存在财政资金淤积的现象，看好四季度基建。**当前地方政府虽然上马项目、提振投资的意愿良好，但是，由于今年财政政策5月份才做比较明显的调整，许多项目年初没有准备，近期还没有走完审批、各部门协调运转的流程。这种情况下，尽管政府债券发行速度在财政部的要求之下进度较快，然而不少项目的落地情况仍不甚理想，存在钱等项目的问题。这当然也意味着近期基建投资略低于预期除了洪水的因素还有其它的解释。

从四季度的情况来看，伴随着项目审批流程的通过和一些地方政府项目的落地，以及洪水的因素退去，我们预计基建投资同比还会有明显的反弹。

- **低端劳动力市场改善有望改善低端就业人口收入，并支撑消费。**7月份社会消费品零售总额同比下降1.1%，虽然降幅比上月收窄0.7个百分点，但市场普遍认为消费恢复力度放缓。然而，我们认为7月偏低的数据可能一方面与电商“618”促销有关，另一方面与北京疫情有关。受到新发地二次爆发疫情的冲击，北京6、7月社消增长分别为-8.2%和-11.5%，大幅低于全国平均水平。实际上，疫情对于低收入和高收入的人群和地区的影响不太一样；如果拿同样高收入的上海来对标，6月和7月的社会消费品零售同比增速分别为0.5%和5.9%。考虑到北京的社零占全国比重略超3%，如果北京没有爆发疫情而社零增速与上海类似，全国社零增速可能显著高于公布的数据，中国消费复苏的状况可能就不见得明显偏弱。

实际上，当前消费复苏偏弱也受到低收入人群就业收到疫情冲击较大低端消费不振的影响，而低端就业近期可能有所改善。一方面，出口需求明显超预期已经带动了相关产业链劳动力市场的复苏；一方面，近期旅游、酒店、机票的订单数据显示受到疫情压抑的旅游等消费可能会在十一前后迎来补偿性的爆发式增长。相关行业存在大量的低端就业人口，他们就业和收入的改善肯定也会对低端消费和整体消费构成支撑。

整体而言，出口，基建，与消费都可能存在超预期的情况下，我们继续看好低估值的周期板块。

- **社融增速走过拐点难言经济在6个月后也会趋势下行。**8月社融存量增速13.3%可能是本轮信用扩张的顶峰，到年底社融增速可能会略有下行到13%左右的水平并可能在明年持续回落。社融存量同比增长是中国经济最重要的领先指标，其拐点通常意味着两个季度之后名义GDP同比增速也会出现趋势性拐点。

然而，疫情期间信贷扩张和实体经济之间的关系发生了明显的变化——社融增长明显快于名义GDP增速（《下半年宏观经济展望》7月8日）。这意味着伴随着经济向疫情前的状态逐步恢复，我们也该看到这一关系逐步向疫情前回归。例如，疫情前10%左右的社融增速就可以支撑6%左右的经济增长。因此，我们认为社融存量同比从现在到明年的回落可能不见得意味着经济会因此明显的在滞后两个季度的维度上也出现回落。毕竟，对于疫情前的经济而言，13%的社融增长绝对是太高了，需要明显的下行才可以避免经济增速明显高于6%，即使不是迅速的回到疫情前10%左右的水平。

风险提示：经济、政策不及预期，国内外疫情、中美关系持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_2559

