

广发宏观

经济修复路径：驱动趋势的七种力量

分析师：郭磊



SAC 执业证号：S0260516070002

SFC CE.no: BNY419



021-38003572



guolei@gf.com.cn

报告摘要：

- **货币政策收敛会影响流动性，但短期不会改变本轮经济修复趋势。因为经济仍在潜在增长率以下运行，且修复路径多元化。**

货币政策收敛会影响流动性环境。下半年“双宽”已经演变为“宽财政、稳货币”。8月社融仍然不低，但主要贡献项已是政府债券；这部分实际上是财政政策的落地；而信贷同比增量继续收敛。利率中枢7月后也已进一步抬升。而且即便货币供给是中性的，只要经济在继续修复，融资需求扩张也会带来利率上升和流动性偏紧。

货币政策收敛会否影响经济修复趋势？在《货币供给增速若触顶会影响后续经济修复吗》中，我们指出目前并不会，因为经济仍在潜在增长率以下运行，且修复路径多元化。在本篇中我们继续对经济修复路径展开分析。

- **路径一：财政落地、基建中枢值回升，对工程机械、原材料等行业的量价形成带动。**

在去杠杆的背景下，基建增速在2018-2019年连续两年低位，增速分别为1.8%和3.3%。由于出口和FAI同时承压，经济一度存在经济失衡特征。2020年财政空间大幅扩张，专项债3.75万亿、特别国债1万亿，虽然在疫情影响下2020年累计增速目前只有2%，但它是在前3个月-16%的基础上完成的，隐含的4-8月基建月均增长速度为7.8%。在基建影响下，挖掘、混凝土机械、载货汽车、大型拖拉机，以及建材、黑色系、化工等领域均有景气回升。从专项债落地节奏看（8月和9月是发行高峰），这一过程对经济的影响尚未完全释放。

- **路径二：中游景气不完全能够由短周期解释，从数据看，目前确实存在中长周期设备支出趋势。**

除了基建地产相关的机械设备外，叉车等物流设备，以及中游工控设备、工业机器人等亦处于高景气状态。以工业机器人为例，其产量2019年Q3触底，后续一直维持20%以上的高增长。这些不完全能够由短周期力量解释，目前确实存在中长周期设备支出和更新换代趋势。

如果以5000户工业企业设备能力利用水平（或5000户工业企业固定资产投资）指标作为观测坐标，可以看到1998-2009是一轮周期，2009-2016是一轮周期。2016-2017资本开支有明确回升趋势，而2018-2019年趋势进入徘徊，应受同期库存周期波动及去杠杆影响，2020年是对既有趋势的承接。从这一指标和通用专用设备、工业机器人在后一周期阶段的相关性来看，这一视角应该是有一定启发意义的。景气扩散指标所描述的趋势目前尚未能带动制造业整体投资的同比增长，但其特征存在，且在一些行业表现较为明显。

- **路径三：受名义增长周期和收入预期回升影响，汽车产业好转并带动上下游。**

从零售端数据看，汽车7月和8月销售回升较为明显。从工业增加值口径看，汽车5-8月连续4个月增速处于12%以上。9月上旬乘用车批发和零售数据继续偏强。

从历史规律看，汽车零售在周期上基本吻合名义GDP和M1周期，这意味着作为耐用消费品，收入效应和收入预期依然是它的短周期驱动力量。目前经济处于回升趋势中，对汽车需求形成带动，而汽车行业好转又进一步

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

对上下游形成广泛带动（见我们前期报告《汽车周期如何影响宏观经济》）。

● **路径四：受上半年需求后置、资产型通胀预期，及地产融资审慎管理影响，地产销售较为强劲。**

地产销售面积前4个月累计增速为-19%，5-6月初步改善，累计增速收窄为-8.4%。7-8月单月增速分别为9.5%、13.7%。

地产销售偏强劲包含上半年需求后置的影响；同时由于疫后全球货币供应有一轮明显上升，居民对于资产型通胀的理解将部分助推购房需求。房地产工作座谈会强调“实施好房地产金融审慎管理制度”，这也会带来房企以价换量，加快周转，这些因素叠加起来导致本轮地产销售较为强劲。

● **路径五：消费和服务业缓慢但持续修复，近月住宿、航空、餐饮有加快迹象，未来疫苗出现将进一步打开斜率。**

消费和服务业属疫后恢复相对偏慢的领域，社零增速刚摆脱负增长。从服务业PMI分项看，绝大多数细分行业处于70%-90%之间。而8月这两个领域均有所加快，消费环比季调的1.25%显著高于历史趋势值。8月服务业PMI环比上行1.2个点，比去年同期上行1.8个点，景气扩张较快的行业包括住宿、航空、餐饮等。

消费和服务业都是对渠道和销售环境较为敏感的领域，目前受约束于疫情防控常态化，未来疫苗出现将会进一步打开复苏斜率。

● **路径六：5G换机和线上办公等因素影响下，消费电子仍在基本面景气期，手机销售在进一步上升。**

通讯器材零售年内累计增速为8.9%，已高于去年。其中8月单月增速为25.1%，属2018年以来最高。消费电子基本面仍在景气期。除了国内销售之外，出口目前也保持高增，8月手机出口增速低于上月但仍有23%的增速，平板电脑和笔记本电脑增速亦为23%左右。

5G换代和网课、线上办公等需求的兴起对本轮电子产品需求推动较大，目前这个过程尚未结束。

● **路径七：欧美进口处历史低位，疫后消费品和资本品进口需求较为显著，国内出口产业链订单回升。**

当前欧美进口仍在历史低位。美国前7个月货物进口只有去年同期的88%，7月当月也只有91%；对应中国、韩国、越南等国的出口增速在出口周期偏低位，未来均有改善空间。从疫后修复次序看，美国的消费品、资本品进口已先后改善。

中国7-8月出口连续高位。出口关键行业里面，专用设备、纺织服装8月新出口订单环比都出现较大改善。央视财经报道，美国航线集装箱海运价格暴涨至近8年来高点。

● **往明年上半年看，路径一和四有较大概率会力量减弱，但其余部分可能会随疫苗上市、制造业补库存有所强化。**

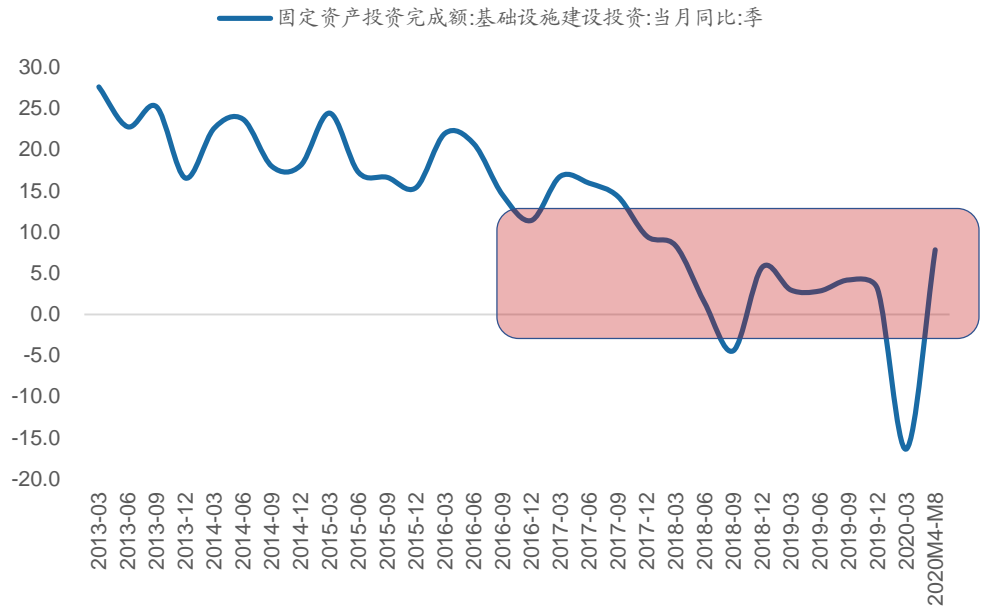
站在2019年底，2020年的宽财政已是市场既定预期，但疫情导致财政宽松空间进一步扩大。赤字率3.6%以上、专项债3.75万亿、特别国债1万亿在下半年较为集中投放的组合在2021年很难复制。在财政空间有所收敛的背景下，2021年上半年的基建投资可能会略弱于2020年下半年。但在推进城市群和都市圈建设的大背景下，基建增速也不会回到2018-2019年的水平。

从近年特征看，地产销售季度和年度销量大致稳定，但2020年下半年包含上半年需求的后置，阶段性的需求脉冲会偏高，2021年上半年会有一个回归常态的效应。利率走高也会形成一定抑制。

除了路径一和路径四之外，其余部分均不存在回落驱动。在疫苗上市后，消费和服务业大概率会加速修复；全球贸易也有较大概率会出现一轮共振。对于制造业来说，当前投资回升仍受库存回落的趋势抑制，而2021年上半年处于库存回升周期，十四五规划首年也会对资本开支有一定促进。

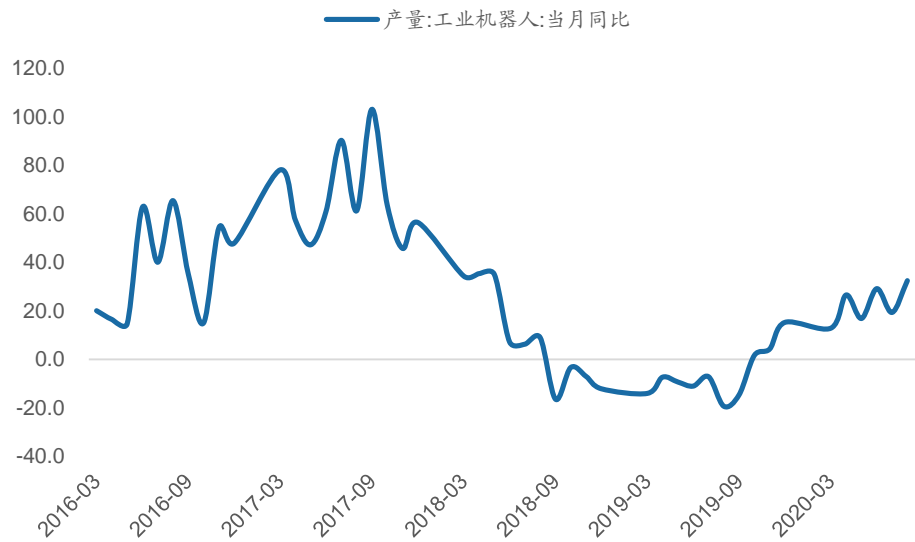
● **核心假设风险：宏观经济变化超预期，外部环境变化超预期。**

图1: 隐含的4-8月基建增速不低 (%)



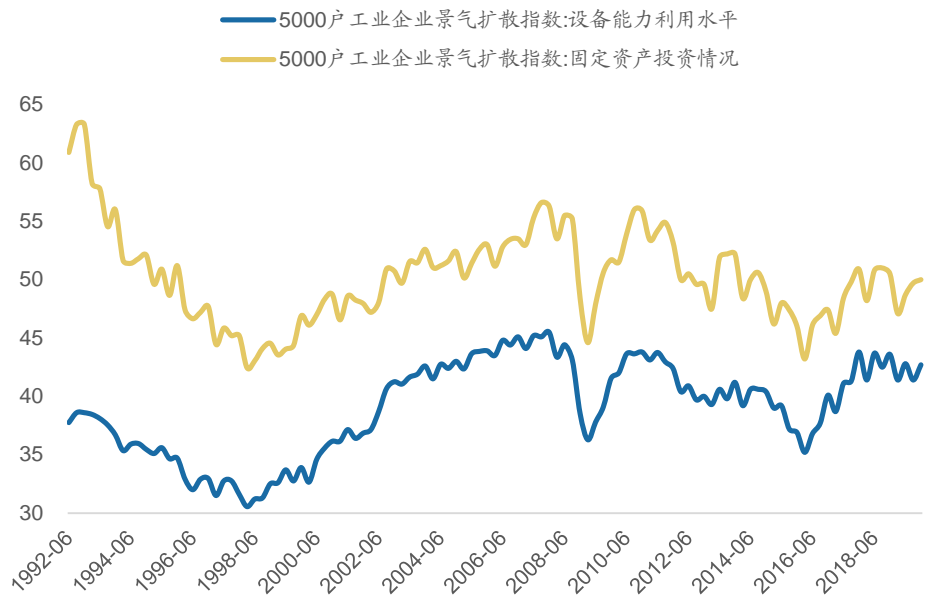
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: 工业机器人产量2019年Q3触底, 后续一直维持20%以上的高增长 (%)



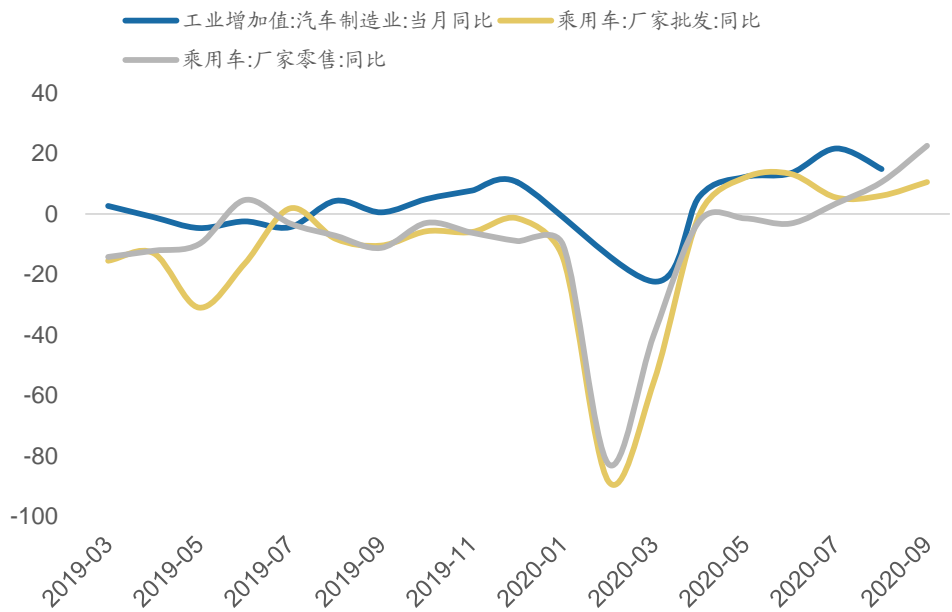
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 中游设备: 2020年是对既有趋势的承接 (%)



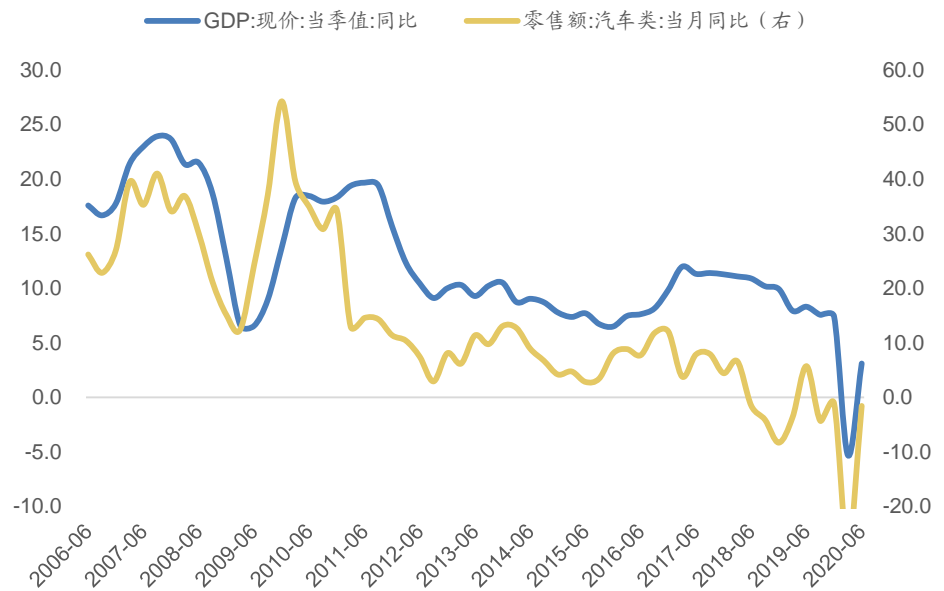
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 汽车产业好转并带动上下游 (%)



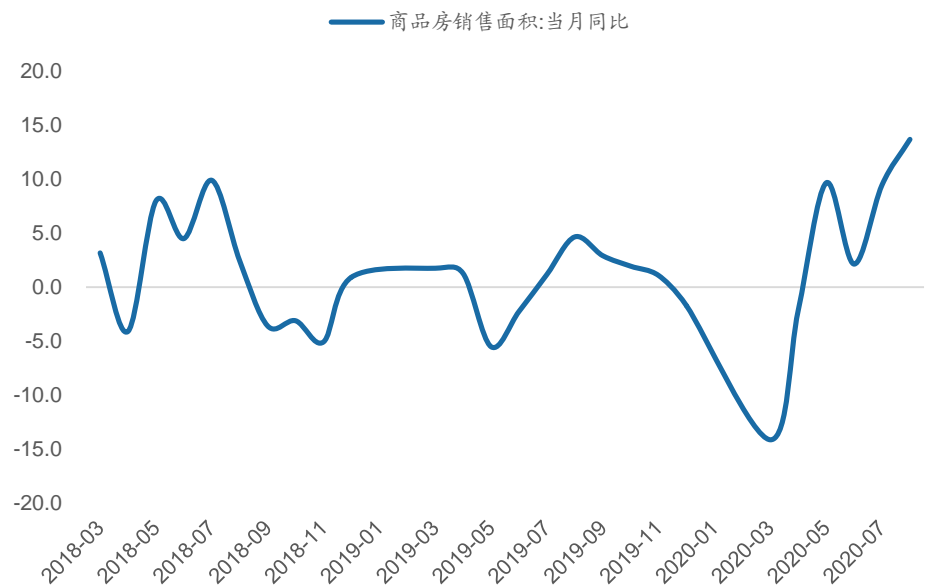
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 汽车作为耐用消费品, 收入效应和收入预期依然是它的短周期驱动力量 (%)



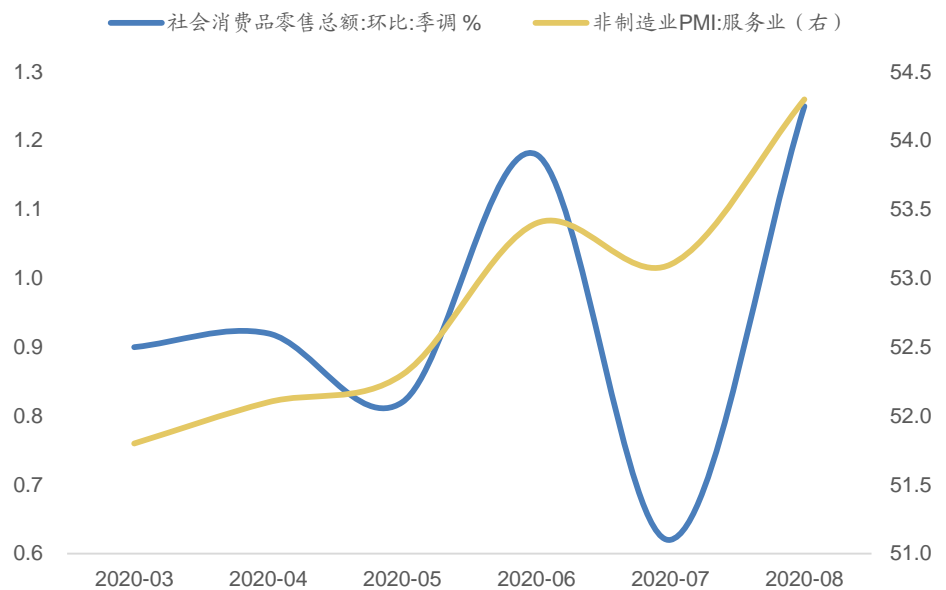
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 地产销售较为强劲 (%)



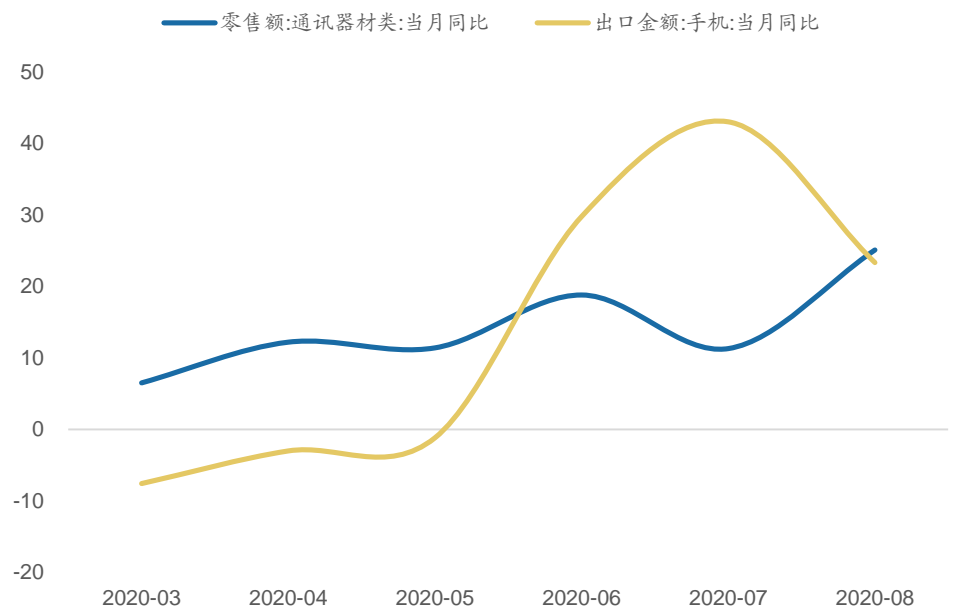
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 消费、服务业恢复速度有短期加快迹象



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 消费电子仍在基本面景气期 (%)



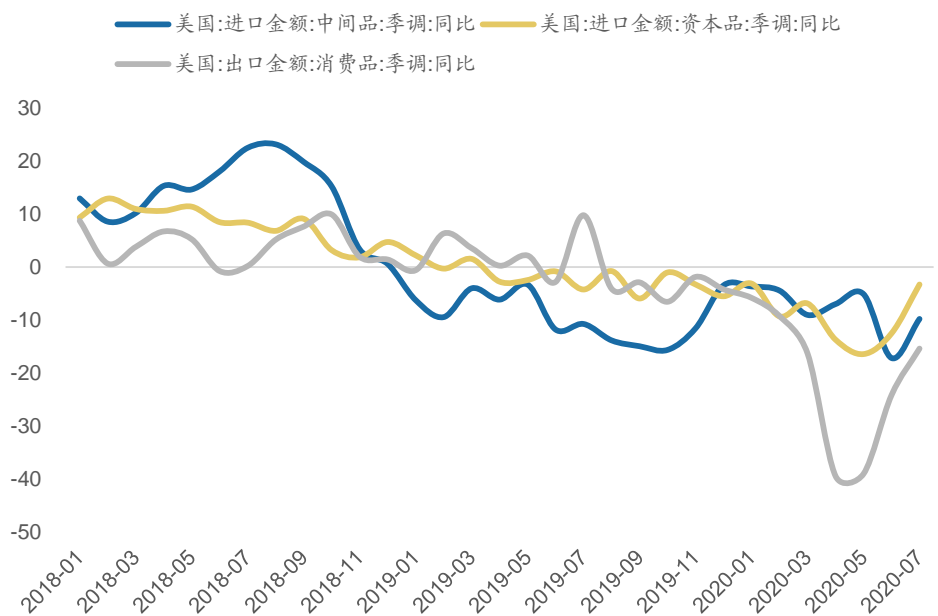
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 美国进口仍处历史低位 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 从疫后修复次序看, 美国的消费品、资本品进口已先后改善 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

广发宏观研究小组

- 郭 磊：首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 静 静：联席首席分析师，理学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 周 君 芝：资深分析师，经济学博士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 盛 旭：资深分析师，经济学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 吴 棋 滢：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 贺 晓 束：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 王 岫：经济学硕士，2020 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。