



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

研究助理 李隽

证书编号: S1080117050019

电话: 0755-23838254

邮箱: lijunyjs@fcsc.com

基建回暖难敌地产、汽车下行，终端需求将继续走弱

--8月经济数据点评

2019年09月16日

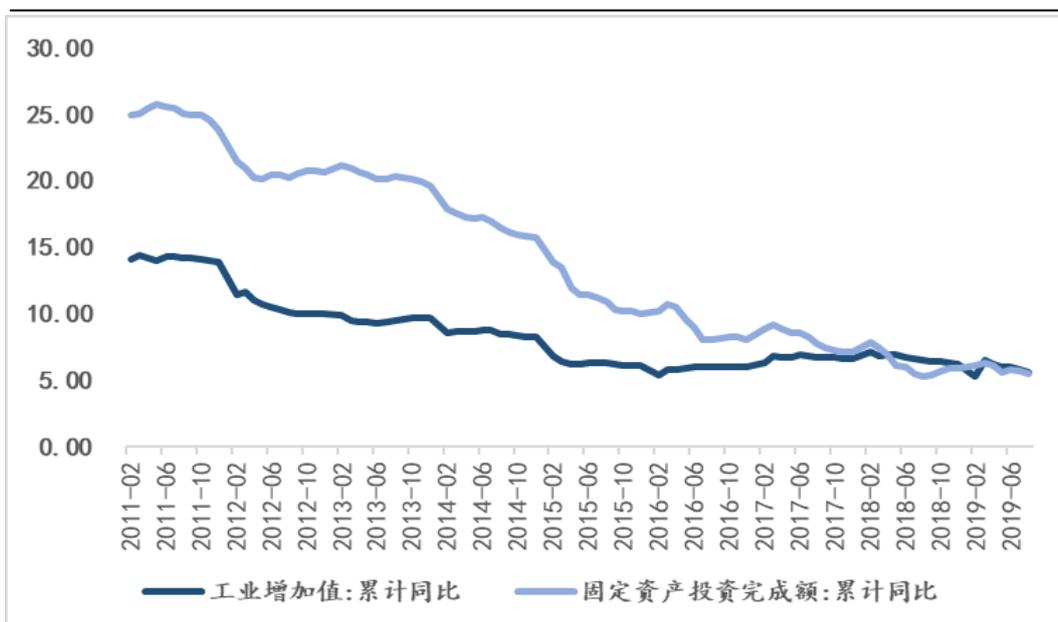
摘要:

- 2019年8月经济数据表现为：**投资、消费平稳回落，工业增加值下行明显，被动去库存仍在继续。**投资整体回落0.2%至5.5%，其中基建增速反弹0.4%至4.2%，地产投资增速仅回落0.1%至10.5%，制造业投资明显回落0.7%至2.6%。工业增加值由4.8%下滑到4.4%，化学原料、有色冶炼和压延等行业都下滑明显，剔除掉3月、6月的波动来看，今年的生产在持续放缓。工业企业利润下行，出口以及投资需求均放缓，生产缺乏改善基础，库存周期也没有由去库存向补库存转化的继续。在企业部门经营状况没有改善的背景下，消费也不会走强。
- 从终端需求出发，地产、基建以及汽车的相关产业链较长，在生产以及投资部门占比大，其变动对于中上游具有较大影响。从数据来看，这三个部门直接及间接占据固定资产投资的60%，工业增加值的50%。
- 地产的坚挺较为超出预期，但后期将加速回落。自6月份地产信托开始收紧，地产调控一再加码，而地产投资增速仅由5月的11.2%回落至目前10.5%，态势平稳。当前的平稳来源于开发商促销以及加紧竣工，扰动过后，库存回升以及加速回落的资金来源影响下，地产将由平稳回落转为加速下滑，预计年底增速将达到在7%。
- 汽车行业目前仍处于去库存周期，8月汽车制造业固定资产投资增速继续下滑，同时汽车的上游有色、轮胎以及橡胶等生产都受到影响并将持续。这些行业的工业增加值在全部行业中占比约20%。目前汽车制造的利润增速仍处于-20%左右的负增长，乘用车销量进入依靠基数维持增速的区间，不具备推动库存周期由去库存到补库存的条件。预计汽车的去库存周期仍将维持，并拖累相关行业的工业增加值增速。
- 基建方面，资金来源占比60%的自筹资金项中只有地方专项债有望实现同比增加，其他分项（政府性基金支出、非标、城投债）加总有较大回落压力。考虑前期已经释放的基建资金逐渐显现作用，以及四季度基数较为稳定，预计基建年内增速平稳。
- 综合来看，基建的平稳增长只能部分对冲地产以及汽车的下行，终端需求仍将继续走弱。

1 8月经济数据总览：地产仍有弱支撑

2019年8月经济数据表现为：投资、消费平稳回落，工业增加值下行明显，被动去库存仍在继续。投资整体回落0.2%至5.5%，其中基建增速反弹0.4%至4.2%，地产投资增速仅回落0.1%至10.5%，制造业投资明显回落0.7%至2.6%。工业增加值由4.8%下滑到4.4%，化学原料、有色冶炼和压延等行业都下滑明显，剔除掉3月、6月的波动来看，今年的生产在持续放缓。工业企业利润下行，出口以及投资需求均放缓，生产缺乏改善基础，库存周期也没有由去库存向补库存转化的继续。在企业部门经营状况没有改善的背景下，消费也不会走强。数据来看，消费累计增速由8.3%回落至8.2%，剔除汽车后增速由9.2%回落至9.1%，消费进一步走弱。

图1：投资、生产继续放缓



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

从终端需求出发，地产、基建以及汽车的相关产业链较长，在生产以及投资部门占比大，其变动对于中上游具有较大影响。从数据来看，这三个部门直接及间接占据固定资产投资的60%，工业增加值的50%，因此后文将重点分析这三个部门的后续趋势及影响。

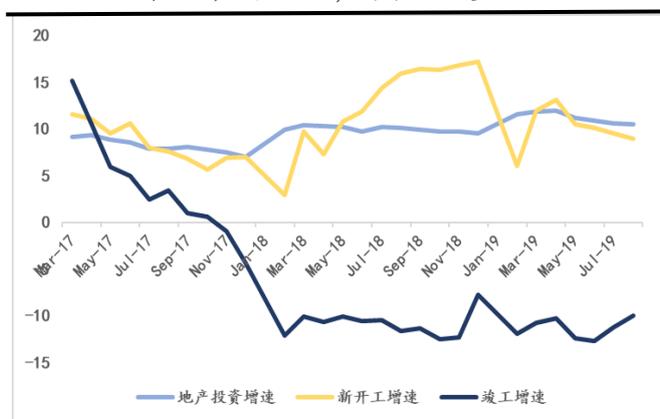
地产的坚挺较为超出预期。自6月份地产信托开始收紧，地产调控一再加码，而地产投资增速仅由5月的11.2%回落至目前10.5%，态势平稳。当前的平稳来源于开发商促销以及加紧竣工，后续地产将由平稳回落转为加速下滑。汽车行业目前仍处于去库存周期，8月汽车制造业固定资产投资增速继续下滑，同时汽车的上游有色、轮胎以及橡胶等生产都受到影响并将持续。基建方面，随着近期财政政策开始发力，基建增速即将见底。但地方专项债仅为基建的部分资金来源，考虑地方政府卖地收入放缓、隐性债务收缩等影响后，基建难以大幅回升，将呈现平稳增长的走势。综合来看，基建的平稳增长只能部分对冲地产以及汽车的下行，终端需求仍将继续走弱。

2 地产后续将加速下滑：

2019年8月房地产开发投资增速为10.6%，较上月仅回落0.1%，与5月高点相比也仅下滑0.7%，数据与地产严监管的直观感受不符。

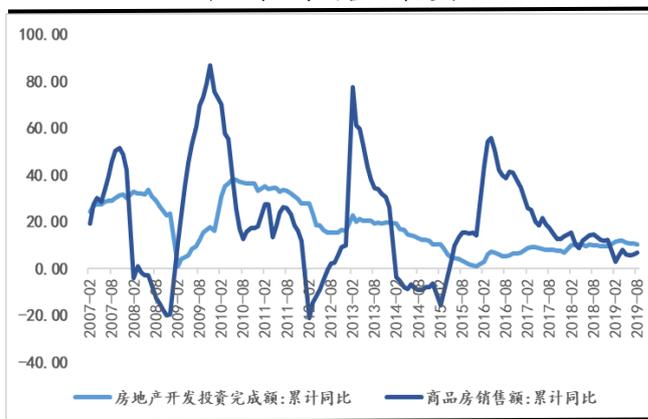
当前的支撑主要来源于（1）房企较强资金收紧预期下加快竣工。8月竣工面积增速-10%，较6月收窄2.7%，而新开工增速较6月下滑1.6%。当竣工加快的影响褪去后，新开工下滑将传递到竣工。（2）房企加速商品房促销，导致商品房销售面积以及销售额增速还在保持。8月商品房销售面积增速-0.6%，较7月收窄0.7%；商品房销售额增速6.7%，较7月增加0.5%。销售尚未回落导致房企的资金仍有保障。

图2 地产竣工加快，新开工放缓



数据来源：WIND, 第一创业研究整理。

图3 商品房销售仍有支撑



数据来源：WIND, 第一创业研究整理。

后续在库存以及资金来源的影响下，地产投资下滑将由平稳回落转为加速下滑。

以往商品房销售的下滑对投资的拖累都是立竿见影，例如2009年11月以及2013年2月，在商品房销售下滑后的5-12个月内，房地产投资增速出现明显下行。分别对应2010年6月当月地产投资增速由38.4%下滑到25.4%，2014年2月到2014年7月地产投资增速由19.8%下滑到13.7%。本轮商品房销售增速下滑开始于2016年4月，但由于低库存的原因，地产投资增速迟迟未出现下滑。目前商品房狭义以及广义库存都已经开始回升，商品房待售面积（狭义库存）8月同比增速较年初上升3%，广义库存（新开工与销售的累计值）8月同比增速0.73%，土地购置费用增速较年初下滑12%。库存不再延缓商品房销售向地产投资的传导。

资金来源占比来看，分项中其他资金占比53%（定金及预收款占33%，个人按揭贷款占15%），自筹资金占比30%，银行贷款占比16%。由于促销下商品房销售面积还有所增长，占比一半的其他资金表现还较为稳定。但随着贷款利率的上升（与6月相比，8月首套房贷利率上升5BP，二套房贷利率上升4BP），促销的短期扰动过后，商品房销售将会出现较为明显的下滑。银行贷款方面，多地银行收到指导将开发贷款压缩至3月底的水平，则这期间新增的开发贷将面临很大程度的收缩。另一方面，包含信托资金在内的自筹资金具有杠杆效应，可撬动地产贷款。6月以来地产信托发行快速缩水，8月新

发行的地产信托规模仅为6月的50%。因此自筹资金以及银行贷款也将面临下滑。综合来看，房企资金来源增速目前每月0.2-0.4%的下滑幅度并不可持续，后续将有更大幅度下滑。

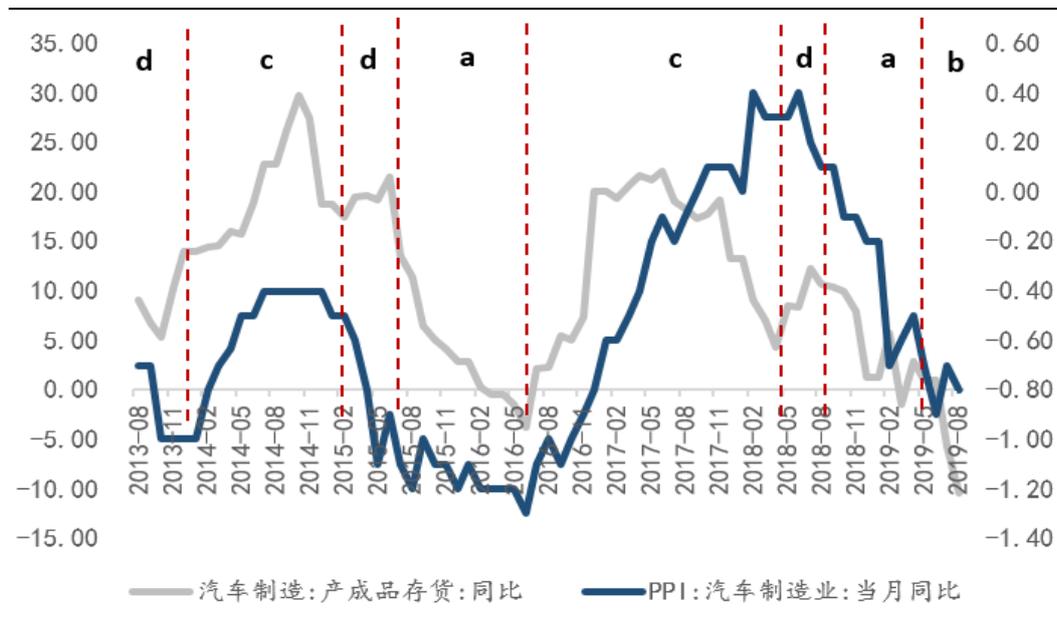
按照我们对于地产投资增速的预测模型，输入变量为土地成交以及资金开发资金来源，年内地产增速将下行至7%左右。

3 汽车去库存周期的拖累效应：

汽车行业自2018年7月至今一直处于去库存的周期当中，产成品库存增速由12.3%下滑至-10.4%，汽车PPI增速由0.4%下滑至-0.8%，已持续14个月。在汽车行业去库存过程中，其上游有色、轮胎橡胶以及部分钢材的生产均受到拖累，从而影响上游行业的工业增加值。数据方面，有色金属冶炼与压延增速从年初的11%下滑到8.5%；今年以来的全钢胎以及半钢胎开工率较去年同期有-2.5%到-0.5%的下滑，尤其今年9月开工季来临，半钢胎开工率还下滑了1.5%，而去年同期有10%的上升。除此之外，汽车生产的放缓对于机械制造也有拖累作用。这些行业的工业增加值在全部行业中占比约20%，可见汽车去库存周期对生产的影响。

上一轮汽车去库存持续15个月左右，从时间长度来看继续大幅去库存的力度较为有限。然而汽车制造的利润增速仍处于-20%左右的负增长，乘用车销量进入依靠基数维持增速的区间，不具备推动库存周期由去库存到补库存的条件。预计汽车的去库存周期仍将维持，并拖累相关行业的工业增加值增速。

图4：汽车行业仍处于被动去库存中



注：a-主动去库存 b-被动去库存 c-主动补库存 d-被动补库存

数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

4 基建将平稳增长：

8月基建增速由3.8%反弹至4.2%，近期财政政策加大刺激力度，国家统计局也表示基础设施投资还有很大的发展潜力。判断后期的基建增速，仍然取决于其资金来源的变动。

基建的资金来源结构为自筹资金60%，预算内资金16%，国内贷款16%，其他资金8%，外资占比1%。

自筹资金包括专项债等政府性基金支出、非标融资（委托贷款、信托贷款）、城投债以及PPP基金等。年内来看，（1）今年9月份地方专项债余额1000亿元，而去年同期专项债新增6523亿元，同比将收缩5000亿元，对9月份的社融数据形成严重拖累。而10-12月份，2018年同期有500亿元净融资额。今年虽然已开始上报专项债使用额度，但土储、棚改等不可申报，则可申报的专项债类型在存量中占比10%左右，预计最多释放1000亿元左右规模，与去年差别不大。

（2）政府性支出取决于地方卖地收入，6月过后土地成交面积下滑，7月、8月土地成交同比增速分别为-8.6%、-15%，地方政府的国有土地使用权出让收入将进一步放缓。（3）城投债去年净融资合计3000亿元左右，今年四季度到期量较大，将近5000亿元，则需要发行超过8000亿元规模的城投债才能实现同比增长，具有一定难度。（4）委托贷款以及信托贷款属于监管重点查处对象，在银保监会对于中小银行问题通报中，特别指出严查银行同业资金违规流入地方政府平台。因此非标项将继续下滑。综合来看，自筹资金项只有地方专项债有望实现同比增加，其他分项都有较大回落压力。考虑前期已经释放的基建资金逐渐显现作用，以及四季度基数较为稳定，预计基建年内增速平稳。

5 终端需求将继续放缓：

综合来看，基建的平稳增长只能部分对冲地产以及汽车的下行，终端需求仍将继续走弱。

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_10057

