

## 固定收益研究/动态点评

2019年09月16日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

张大为  
联系人 zhangdawei@htsc.com

### 相关研究

1《固定收益研究：非标收缩低于预期，信贷仍疲弱》2019.09

2《固定收益研究：年末CPI破3%扰动值得关注》2019.09

3《固定收益研究：降准高效落地，MLF利率枕戈待旦》2019.09

# 情理之中的弱，经济下、通胀上的痛

## ——2019年8月经济数据点评

### 核心观点

8月份经济数据几乎全面回落且不及预期。但从内部结构来看，“基建托、地产压”的格局初步显现，地产持续温和下行，而基建迎来久违的反弹，后续逆周期加码可期。工业生产表现欠佳值得关注。短期看，8月供需双弱的经济数据，在边际思维之下强化了三季度经济下滑的持续性。中期看，外需弱+地产压，制约了经济增速上行空间，年内经济增速放缓压力增大。基本面仍是债市面临的偏积极因素，我们仍坚持经济衰退式宽松判断。

### 多方面资金到位助力基建投资反弹

1-8月基建投资累计同比4.2%，回升0.4个百分点。多方面资金到位助力基建投资反弹。其一，专项债维持较快发行进度，用于基建领域的比例也有所增长。其二，专项债配套融资效果有所显现。其三，地产信托融资受限影响下，信托资金或由房地产领域向基建领域转移。9月1日金稳委会议定调“加大逆周期调节力度”，提出“把财政政策与货币金融政策更好地结合起来”，随后的国常会部署六稳工作、央行降准都延续或落实了这一基调，体现当前稳增长诉求明显增强，后续基建逆周期调节力度有望加大。

### 贸易摩擦升级等多因素打压制造业投资回暖动力

1-8月制造业投资累计同比2.6%，回落0.7个百分点。体现终端需求疲弱下的投资内生性乏力。而8月份中美贸易冲突持续升级进一步抑制了企业资本开支意愿。当月仅计算机与通信电子设备、医药、金属制品业投资提速，纺织、农副食品加工业投资显著降速。量价齐跌环境中，短期制造业盈利状况难以改善，仍处在主动去库存阶段。从能力与意愿看，资本开支都受到抑制。叠加去年三四季度高基数，年内制造业投资仍面临回落压力。

### 竣工提速带动建安支出，银行对地产领域放贷仍快

1-8月房地产开发投资累计同比10.5%，增速回落0.1个百分点。房地产投资下行方向符合市场预期，但融资政策持续收紧后的降幅低于预期。开工降速、竣工提速的格局继续演化。竣工提速带动建安支出回升，支撑地产较强韧性。银行对地产领域放贷仍快，或主要用于保竣工环节。但定金与预收款大幅降速，体现对消费贷违规用于首付的监管力度加强。政策高压下，年内房地产投资增速加速回落的风险并未解除。

### 汽车消费透支影响仍在，稳就业与预期是稳消费的关键

8月社会消费品零售总额同比7.5%，增速回落0.1个百分点。剔除汽车外的消费品零售额同比9.3%，增速回升0.5个百分点。8月消费继续走弱，主要受汽车拖累，6月份国五车降价去库存导致汽车消费透支的影响仍在。剔除汽车后的消费出现边际回暖，但本质上存在汽车消费挤出下，其他消费品需求得以释放。而由于贸易摩擦升级扰动，企业生产与盈利受抑，居民就业与收入预期存在压力，大额消费支出意愿被抑制推迟，稳消费可能还主要取决于稳就业与稳预期，释放居民自发性消费需求。

### 市场启示

四季度可能“经济下、通胀上”组合。8月份数据可能存在偶发因素，金融数据并不弱，但地产处于政策高压状态，制约了经济上行空间。基本面压力叠加美联储二次降息，MLF适时调整并推动LPR下行降低实体融资成本仍有必要。但通胀和汇率制约之下，OMO利率会否同步联动存疑。宏观环境决定股、债都难以出现趋势性行情。债市面临的基本面逻辑并未动摇，决定了“跌不怕”，十年国债重上3.3%的概率不大，调整仍是机会。股市业绩驱动还难有太高期待，需求及收入拉动仍不足，降税降费是看点。不过，衰退式宽松之下，股市的流动性不会差，继续关注结构性机会。

风险提示：提前发行明年专项债额度、融资收紧导致地产投资下行加快。

**事件：**

**国家统计局公布8月份经济数据：**

1-8月城镇固定资产投资同比增长5.5%，市场预期5.6%，前值5.7%。  
 1-8月房地产开发投资同比增长10.5%，前值10.6%。  
 8月工业增加值同比增长4.4%，市场预期5.2%，前值4.8%。  
 8月社会消费品零售总额同比增长7.5%，市场预期7.9%，前值7.6%。

**点评：**

8月份经济数据几乎全面回落且不及预期。但内部结构来看，“基建托、地产压”的格局初步显现，地产增速持续温和下行，而基建增速迎来了久违的反弹，后续逆周期调控加码可期。工业生产表现欠佳值得关注。数据加强了“经济在三季度下行压力偏大，但无断崖式风险”的市场预期。短期看，8月供需双弱的经济数据，在边际思维之下强化了三季度经济下滑的持续性。中期看，外需弱+地产压，制约了经济增速上行空间，年内后续经济增速放缓压力增大。基本面仍是债市面临的偏积极因素，我们仍坚持经济衰退式宽松判断。

图表1：2019年8月经济数据概览

宏观指标	市场预期	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03	19-02	19-01	18-12	18-11	18-10	18-09	18-08	18-07	18-06	18-05	18-04
GDP	单季 %	-		6.2			6.4			6.4			6.5		6.7			
工业增加值	单月 %	5.4	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5	5.3	5.7	5.4	5.9	5.8	6.1	6.0	6.0	6.8	7.0
城镇调查失业率	单月 %	-	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3	4.9	4.8	4.9	4.9	5.0	5.1	4.8	4.8	4.9
投资	累计 %	5.6	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3	6.1	5.9	5.9	5.7	5.4	5.3	5.5	6.0	6.1	7.0
制造业	累计 %	-	2.6	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6	5.9	9.5	9.5	9.1	8.7	7.5	7.3	6.8	5.2	4.8
基建	累计 %	-	4.2	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4	4.3	3.8	3.7	3.7	3.3	4.2	5.7	7.3	9.4	12.4
地产	累计 %	-	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8	11.6	9.5	9.7	9.7	9.9	10.1	10.2	9.7	10.2	10.3
社零	单月 %	7.9	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7	8.2	8.2	8.1	8.6	9.2	9.0	8.8	9.0	8.5	9.4
出口	单月 %	2.0	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2	-20.7	9.3	-4.57	3.9	14.3	13.9	9.6	11.6	10.7	11.9
进口	单月 %	-5.9	-5.6	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6	-5.2	-1.5	-7.63	2.9	20.3	14.4	20.7	27.0	13.8	26.2
贸易差额	亿美元	439.1	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5	41.2	395.9	568.4	418.5	330.8	303.2	262.0	274.4	409.0	234.2
CPI	%	2.6	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7	1.9	2.2	2.5	2.5	2.3	2.1	1.9	1.8
PPI	%	-0.9	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1	0.9	2.7	3.3	3.6	4.1	4.6	4.7	4.1
信贷	亿元	11600.0	12100	10600	16600	11800	10200	16900	8858	32300	10800	12500	6970	13800	12800	14500	18400	11500
社融	亿元	-	19800	10100	22600	14000	13592	28593	7030	46353	15898	15239	7420	21691	19391	12254	14877	9518
M2	%	8.1	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.0	8.4	8.1	8.0	8.0	8.3	8.2	8.5	8.0	8.3
M1	%	-	3.4	3.1	4.4	3.4	2.9	4.6	2.0	0.4	1.5	1.5	2.7	4.0	3.9	5.1	6.6	6.0

资料来源：Wind，华泰证券研究所

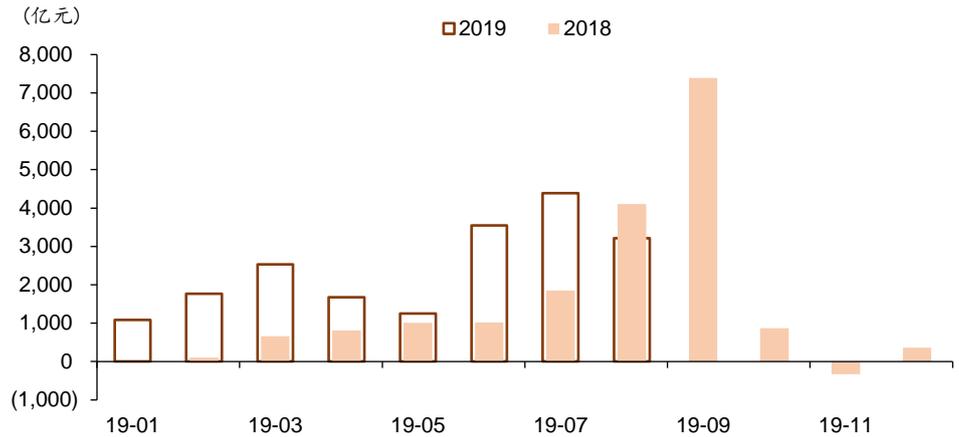
**多方面资金到位助力基建投资反弹**

1-8月基建(不含电力)投资累计同比4.2%，较上月回升0.4个百分点；单月同比6.7%，较上月回升4.5个百分点。

基建一改疲态，多方面资金到位助力投资增速反弹。其一，地方专项债维持较快发行进度，用于基建领域的比例也有所增长。6-8月央行口径专项债净融资额单月都维持在3000亿元以上，合计同比多增4167亿元。其二，专项债配套融资效果有所显现。8月企业中长期贷款同比多增860亿元，是近5个月以来首次同比正增长，其中不乏基建配套融资带动。其三，在地产信托融资受限影响下，信托资金或由房地产领域向基建领域转移，8月信托贷款环比与7月份持平。

9月1日金稳委会议定调“加大逆周期调节力度”，罕见提出“把财政政策与货币金融政策更好地结合起来”，随后的国常会部署六稳工作、央行降准都延续或落实了这一基调，体现当前稳增长诉求明显增强，后续基建逆周期调节力度有望加大。我们9月9日在《地方债限额机制及如何加力提效》中指出，四季度专项债增加发行的可能性较大，考虑到专项债发行的连续性和力度，预计发行规模可达到6000亿左右，在3倍财政杠杆、50%投向基建的假设下，共可拉动基建投资约5000亿，多拉动全年基建投资约2.8个百分点。

**图表2：6-8月份央行口径专项债净融资额单月都维持在3000亿元以上**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

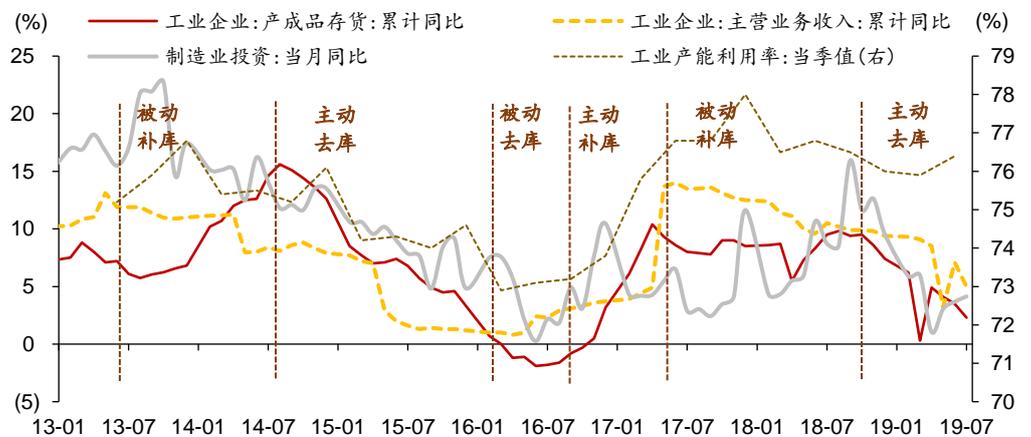
**贸易摩擦升级等多因素打压制造业投资回暖动力**

1-8月制造业投资累计同比2.6%，较上月回落0.7个百分点。单月同比-1.6%，较上月回落6.3个百分点。制造业投资大幅降速，体现终端需求疲弱下的投资内生性乏力。而8月份中美贸易冲突持续升级进一步抑制了企业资本开支意愿。

当月的计算机与通信电子设备、医药、金属制品业投资提速，纺织、农副食品加工业投资显著降速。整体上，今年制造业投资呈明显分化表现，高技术制造业（专用设备、计算机与通信电子设备、医药等）保持了较高投资增速，体现政策扶持引导。而传统制造业（食品加工、纺织、金属制品等）增长低迷，体现制造业投资内生性乏力。

今年二季度制造业投资修复，部分由于减税降费效果提振。在“落实落细”要求下，政策力度有望维持，但需求不足，利润承压仍是投资复苏的主要牵制。8月出口降至负增长，消费继续下行，融资收紧导致房地产投资的下行方向难改。同时PPI与核心CPI持续走低，量价齐跌环境中，短期制造业盈利状况难以改善，仍处在主动去库存阶段。从能力（盈利）与意愿（需求）来看，企业资本开支都受到抑制。叠加去年三四季度高基数，年内制造业投资仍面临回落压力。

**图表3：主动去库存阶段，制造业投资缺乏回暖动力**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 竣工提速带动建安支出，银行对地产领域放贷仍快

**1-8月房地产开发投资累计同比10.5%，较上月仅回落0.1个百分点。**房地产投资下行方向符合市场预期，但融资政策持续收紧后的降幅低于预期，竣工提速带动建安支出回升，支撑了地产投资的较强韧性。

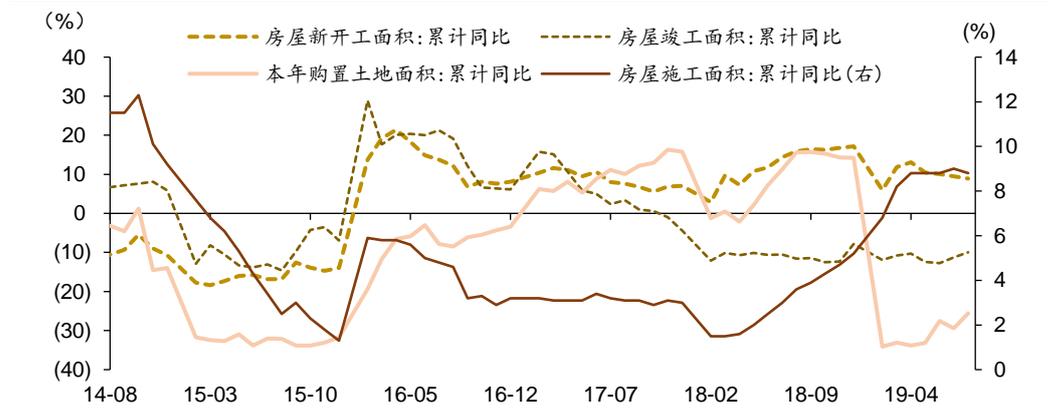
开发环节看，开工降速、竣工提速的格局继续演化。1-8月新开工累计同比8.9%，降速0.6个百分点，竣工累计同比-10%，提速1.3个百分点。我们此前判断，由于去年房企高周转，大量开工项目推盘后可能停缓建，出现全年竣工面积同比负增长，但受制于期房销售后的工期限制，今年竣工增速将见底回升，也会带动建安支出。

开发资金来源看，1-8月合计资金同比6.6%，降速0.4个百分点。但主要分项看，银行对地产领域放贷仍快。国内贷款累计同比9.8%，提速0.3个百分点，个人按揭款同比11.8%，提速0.5个百分点。结合开发数据，贷款提速或主要用于保竣工环节，多为符合四证的項目。小微民企不良率不断攀升的背景下，地产相关信贷仍是银行青睐的优质资产。但定金与预收款同比8.3%，大幅降速1.3个百分点，体现对消费贷违规用于首付的监管力度加强。

楼市销售可能有所分化，1-8月全国商品房销售面积同比-0.6%，提速0.7个百分点，而8月30大中城销售面积同比-9.6%，降速11.9个百分点。由于本轮监管重心是前期过热的部分一二线楼市，可能导致全国楼市分化表现，三四线销售较好也对投资存在支撑因素。

然而政策高压下，年内房地产投资加速回落的风险并未解除。一方面，支撑去年地产高增速的土地购置费，或因年初土地成交价款的断崖回落（主要是三四线城市），在下半年对地产投资由正向拉动转为负向拖累。另一方面，7月份以来房地产政策收紧愈演愈烈，对房企资金面压力将向投资端传导。“不将房地产作为短期刺激经济的手段”也意味着地产投资下行方向难改。

图表4：开工降速、竣工提速的格局继续演化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

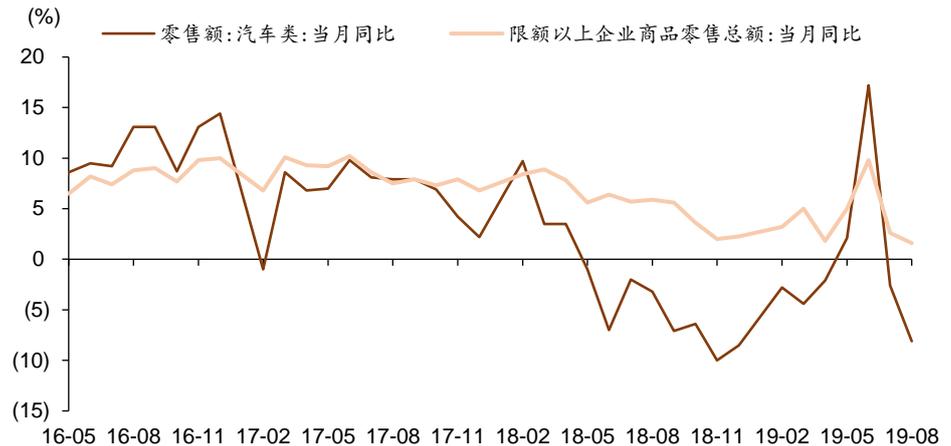
### 汽车消费透支影响仍在，稳就业与预期是稳消费的关键

**8月社会消费品零售总额名义值同比7.5%，较上月回落0.1个百分点。实际值同比5.6%，回落0.1个百分点。**剔除汽车外的消费品零售额名义值同比9.3%，较上月回升0.5个百分点。

8月消费继续走弱，主要受汽车拖累，6月份国五车降价去库存导致汽车消费透支的影响仍在。剔除汽车后的消费出现边际回暖，但本质上存在汽车消费挤出下，其他消费品需求得以释放。而由于贸易摩擦升级扰动，企业生产与盈利受抑，居民就业与收入预期存在压力，大额消费支出意愿被抑制推迟，消费的真正企稳复苏仍需耐心。

8月23-27日国办先后印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》、《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，分别提出9项激发文化和旅游消费潜力、20条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施。从政策出台的频率、措施覆盖的范围看，稳消费已是稳经济的重要抓手之一，也是逐步落实7月份政治局会议“多用改革办法扩大消费”要求。但其一，从《意见》下发到各部委、各级地方政府制定具体稳消费措施，存在政策时滞。其二，今年财政吃紧，意味着难以针对热点消费品出台高补贴刺激政策。其三，在居民收入预期不稳的情况下，政策效果也会打折扣。因此，稳消费可能还主要取决于稳就业与稳预期，释放居民自发性消费需求。

图表5：汽车消费透支影响仍在



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 工业生产内部分化，偶发因素叠加去库存压力

8月规模以上工业增加值同比4.4%，较上月回落0.4个百分点。1-8月累计同比5.6%，增速回落0.2个百分点。这与8月份的高频数据看似矛盾，高炉开工率有所反弹，从7月底的66.7%反弹到8月底的67.9%。6大发电集团耗煤量同比降2.2%（前值-13.9%），降幅明显收窄，高频数据反弹似乎预示工业生产或反弹。此外，统计局发言人提出8月份工作日少一天，加上今年台风对经济活动影响更大，也使得工业增加值表现疲弱。

一方面，高频数据只反映片面情况，总体上看，制造业PMI目前仍位于荣枯线以下，总体工业生产偏弱；另一方面，各行业的结构分化明显，分三大门类看，采矿业同比3.7%，制造业同比4.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比5.9%。高技术制造业增加值同比6.1%，高出规模以上工业1.7个百分点；其中医疗仪器设备及仪器仪表制造业、医药制造业、电子及通信设备制造业同比分别11.8%、8.3%和5.4%，高出规模以上工业7.4、

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\\_10062](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10062)

