



首创宏观“茶”：

4. 40%是否是本轮下行周期的底部？

证券研究报告·宏观研究报告

2019年9月17日

——8月经济数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 8月工业增加值当月同比4.40%，预期5.20%，前值4.80%；8月工业增加值累计同比5.60%，前值5.80%；8月固定资产投资累计同比增长5.50%，预期5.60%，前值5.70%；8月社会消费品零售总额当月同比7.50%，预期7.90%，前值7.60%；8月社会消费品零售总额累计同比8.20%，前值8.30%。我们点评如下：
- 一、3季度GDP增速大概率跌破6.2%；
- 二、房地产投资依旧是固定资产投资的“顶梁柱”；
- 三、汽车类零售额当月同比大幅下行拖累8月消费增速。

目录

一、3 季度 GDP 增速大概率跌破 6.2%.....	4
二、房地产投资依旧是固定资产投资的“顶梁柱”	6
三、汽车类零售额当月同比大幅下行拖累 8 月消费增速.....	11

图表目录

图 1：8 月工业增加值当月同比是 1991 年以来剔除春节月份后的最低值 (%)	4
图 2：8 月出口交货值负增长是工业增加值当月同比超预期下行的主因 (%)	5
图 3：固定资产投资增速处于历史底部区间 (%)	6
图 4：本年购置土地面积累计同比与本年土地成交价款累计同比出现回调 (%)	7
图 5：国内贷款累计同比与个人按揭贷款累计同比保持较高增速 (%)	8
图 6：8 月基建投资增速小幅上行 (%)	9
图 7：8 月制造业投资增速再次承压 (%)	11
图 8：汽车类零售额当月同比大幅下行拖累 8 月消费增速 (%; %)	13
图 9：石油及制品类零售额当月同比连续两个月运行在负值区间 (%)	13

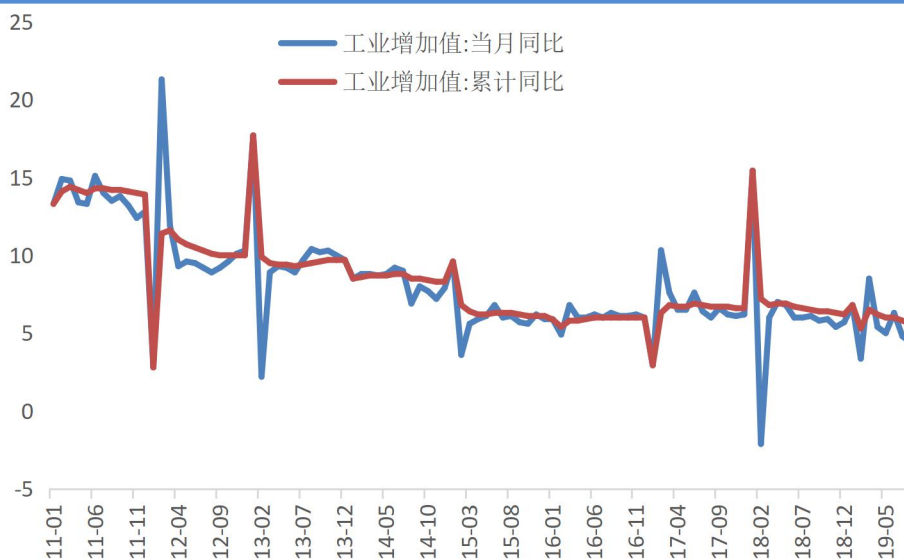
事件：8月工业增加值当月同比4.40%，预期5.20%，前值4.80%；8月工业增加值累计同比5.60%，前值5.80%；8月固定资产投资累计同比增长5.50%，预期5.60%，前值5.70%；8月社会消费品零售总额当月同比7.50%，预期7.90%，前值7.60%；8月社会消费品零售总额累计同比8.20%，前值8.30%。

点评：

一、3季度 GDP 增速大概率跌破 6.2%

8月工业增加值当月同比4.40%，低于预期0.80个百分点，较前值下行0.40个百分点。剔除掉春节月份，8月工业增加值当月同比仅高于1990年3月（0.80%）、4月（1.70%）、5月（3.30%）、7月（2.50%）、8月（4.20%）。如果进一步剔除掉1990年的月度数据，则2019年8月的工业增加值当月同比是1991年以来剔除春节月份后的最低值。累计同比方面，8月工业增加值累计同比5.60%，较前值下行0.2个百分点，剔除掉春节月份，仅高于2009年3月（5.10%）、2009年4月（5.50%）。与当月同比数据不同的是，累计同比数据始于1998年7月。

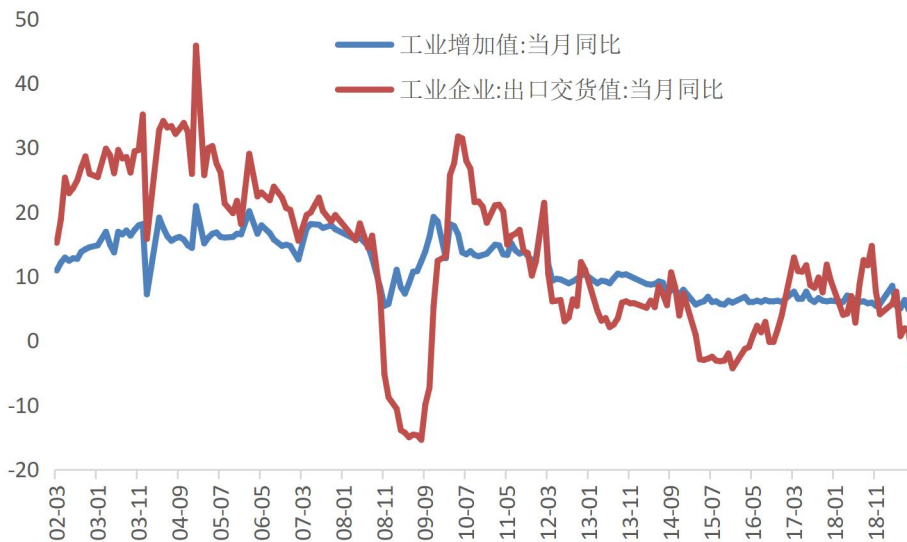
图 1：8月工业增加值当月同比是 1991 年以来剔除春节月份后的最低值（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

8月工业增加值当月同比超预期下行，与制造业PMI走势相符：8月制造业PMI录得49.6%，环比下行0.1个百分点，连续4个月位于荣枯线之下。但是8月工业增加值超预期下行与高炉开工率走势相悖：8月全国高炉开工率均值录得68.21%，环比上行1.77个百分点，同比上行1.72个百分点。对该现象的一个解释是，高炉开工率对应钢铁等传统行业，8月高炉开工率均值环比与同比均上行，意味着高耗能的传统行业工业增加值尚可，但是并不意味着新型行业工业增加值出现好转。带着这一思路，我们观察到8月高新技术产业工业增加值当月同比与累计同比分别为6.10%、8.40%，分别较前值下行0.50、0.30个百分点。进出口数据也支撑这一观点：8月高新技术产品、机电产品出口金额累计同比分别为-2.10%、-0.10%，分别较前值下行0.20、0.10个百分点，分别较去年同期下行18.40、14.00个百分点。我们再看出口交货值，8月出口交货值当月同比与累计同比分别为-4.30%、2.90%，分别较前值下行6.00、1.20个百分点。出口交货值在工业增加值中的占比达41%左右，8月出口交货值当月同比时隔31个月再次进入负值区间，是8月工业增加值当月同比超预期下行的主因。

图 2：8月出口交货值当月同比负增长是工业增加值当月同比超预期下行的主因（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

在这里需要注意的另一个现象是，8月初特朗普宣布9月1日对3000亿美元中国商品加征关税，按照通常的理解，在8月应有一波“抢出口”效应，但是无论是从重返负值的8月出口增速看，还是从时隔31个月再次进入负值区间的8月出口交货值当月同比看，还是从较前值下行的8月高新技术产品、机电产品出口金额累计同比看，均未见到“抢出口”的身影。这是否意味着经过一年多的抢出口，目前已经到了“抢无可抢”的地步？如果是的话，表明出口的潜力已经被提前挖掘，后期出口增速在多次加征关税的背景下，有可能面临较大压力。如果这样，按照8月的逻辑，9-12月出口交货值，以及工业增加值当月同比还有下行空间，**8月的4.4%大概率不是本轮下行周期的底部**，也就是说，宏观经济压力有增无减。此外，可以确定的一点是，8月工业增加值当月同比录得4.4%，叠加7月的4.8%，以及9月开始加征关税，意味着3季度GDP增速大概率跌破6.2%。这也是9月4日国常会提出“要压实责任，增强做好‘六稳’工作的合力，确保经济运行在合理区间”的大背景。

二、房地产投资依旧是固定资产投资的“顶梁柱”

8月固定资产投资累计同比5.50%，低于预期0.1个百分点，低于前值0.2个百分点，续创2018年10月以来新低，整体继续处于历史底部区间。具体看：

图3：固定资产投资增速处于历史底部区间（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

房地产投资继续保持两位数增长。8月房地产开发投资完成额累计同比为10.5%，较前值下行0.1个百分点，为2019年2-8月的最低值，但依旧高于2018年全年的9.5%，是所有经济数据中唯一保持两位数增长的重要数据。预计9-12月房地产投资有望保持较高增速，2019年全年大概率高于2018年全年的9.5%。该判断的依据有以下几点：

从房地产“销售-新开工-施工”产业链看，8月房屋新开工面积累计同比录得8.9%，连续4个月累计下行4.2个百分点。但是8月商品房销售面积累计同比录得-0.6%，较前值上行0.7个百分点，是近4个月的新高，表明近期销售状况尚可。8月房屋施工面积累计同比录得8.8%，为2015年2月以来的次高值，最高值是7月的9.0%。房屋施工面积累计同比保持高位增长，意味着近期建筑工程固定资产投资累计同比还将保持较高增速。

从土地购置费来看，8月本年购置土地面积累计同比与本年土地成交价款累计同比分别为-25.60%与-22.00%，分别较前值上行3.80、5.60个百分点。在房地产严调控的背景下，土地购置面积与土地成交价款累计同比较前值上行，可能与房地产公司逆市拿地有较大关联，毕竟对于房地产公司而言，购置土地是主营业务正常进行必不可少的关键环节，预计8月财政数据中的国有土地使用权出让收入累计同比继续企稳。这就意味着2019年初以来市场一直担心的土地购置费累计同比下行拖累房地产投资的现象，其严重程度很可能低于预期。

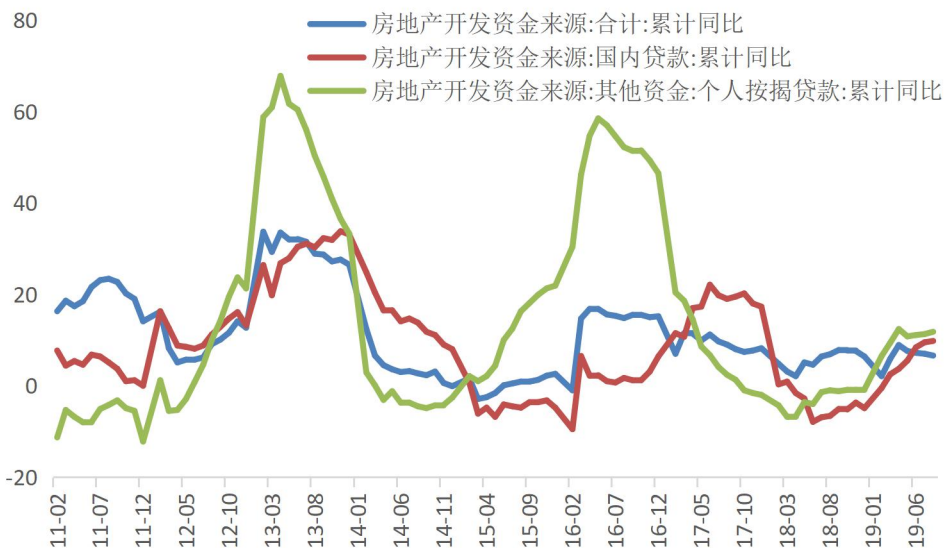
图 4：本年购置土地面积累计同比与本年土地成交价款累计同比出现回调（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

从房地产投资的资金来源看，房地产开发资金来源累计同比录得6.6%，国内贷款累计同比录得9.8%，创18个月新高，且保持上行趋势，个人按揭贷款累计同比录得11.8%，为2017年5月以来的次高点，最高点为2019年4月的12.4%，这两个数据与8月金融数据中的居民户中长期贷款，以及非金融企业中长期贷款平稳增长，稳中有升的走势比较匹配。

图 5：国内贷款累计同比与个人按揭贷款累计同比保持较高增速（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

在政策支持方面，监管部门对房地产企业贷款分类对待，编辑利多房地产投资增速。9月11日银保监会首席风险官肖远企指出，监管部门没有控制房地产企业贷款增量，银行对房地产行业授信要遵循国家房地产调控规则，同时要遵循监管规则；过去有银行与房企合谋，通过表外资金，违规绕道“输血”房地产，监管部门压降的主要是这些资产。

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_10070

