



8月经济数据点评

需求回落，政策积极

8月经济数据依然回落；社零剔除汽车增速较7月有所反弹；关注内需总量的变化和结构的调整。

- 8月工业增加值同比增速4.4%，1-8月工业增加值同比增速5.6%。
- 1-8月社零累计同比增速为8.2%，8月社零同比增速7.5%。如果扣除汽车以外的消费品零售额增长9.3%，比上月加快0.5个百分点。
- 1-8月固定资产投资增速为5.5%，民间固定资产投资增速4.9%。分类别看，制造业投资累计同比增长2.6%，基建投资累计同比增长4.2%，地产投资累计同比增长10.5%。
- **8月经济数据依然在回落。**8月经济数据依旧在7月的基础上继续回落，从整体来看，无论是工业增加值、社零还是固定资产投资，累计同比增速都在回落的趋势上；但从细分来看，工业增加值中高技术产业增速最高，工业增加值内部结构仍在调整，社零剔除汽车消费后当月增速9.3%，比7月明显回升，固定资产投资当中基建投资也较1-7月出现了上行。但经济增速下行的压力依然存在，一方面出口交货值当月同比增速已经快速落入负增长区间，另一方面国内社零无论是增速还是结构，都有向必需消费品收缩的趋势。
- **需求的回落将导致全球性的政策转向刺激增长。**从海外的形势来看，市场的担忧在于预期经济增速下行和通胀持续低迷下的衰退风险，特别是发达国家和地区，为应对经济增速下行压力主要采取的是货币政策再度宽松。目前发达国家和地区中，美国已经实施了一次降息，欧央行近期也公布了降息和重启QE的货币政策安排。从国内的情况来看，财政政策方面国务院提前下达了2020年专项债额度，货币政策方面则同时推动了利率市场化改革和降准操作。国内外相较之下，我们认为国内政策的时效性更强，政策工具也更为丰富，逆周期调节的效果或更显著。但需要关注的是，8月数据中反映出的房地产销售增速回升、民间固定资产投资增速下行、以及社零中房地产后周期消费增速回升和汽车消费增速持续下降，可能都指向了市场需求的回落，未来需持续关注内需总量的变化和结构的调整。
- **风险提示：全球经济数据低于预期；国内通胀持续超预期。**

相关研究报告

《数据亮眼，压力犹存：3月和一季度经济数据点评》2019.4.17

《数据回撤，期待政策：4月经济数据解读》2019.5.15

《要对困难有准备，但不要悲观：5月经济数据点评》2019.6.14

《数据虽然反弹，稳增长仍需努力：6月和二季度经济数据解读》2019.7.15

《风物长宜放眼量：7月经济数据点评》2019.8.14

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

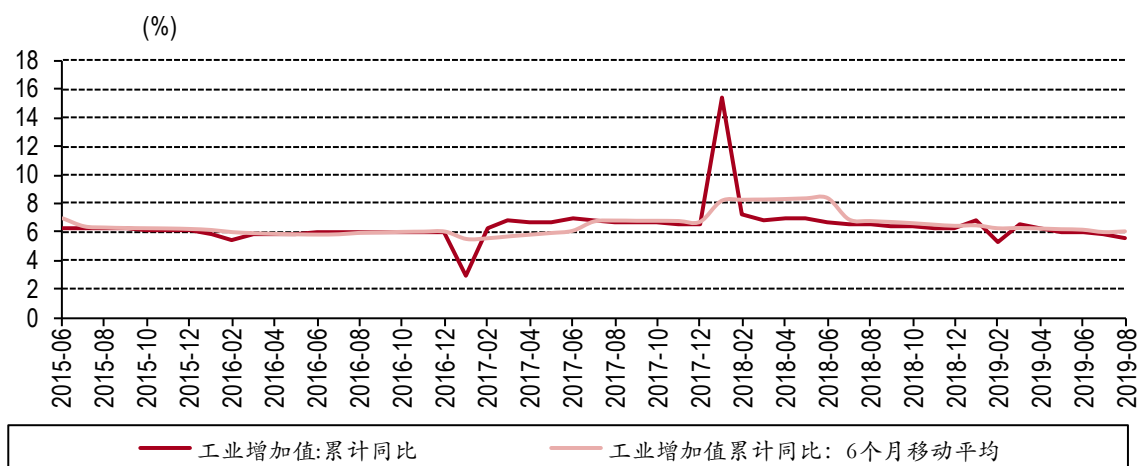
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值增速继续回落

8月工业增加值增速继续低于预期。8月工业增加值同比增长4.4%，较7月下降0.4个百分点，较去年同期下降1.7个百分点；1-8月工业增加值同比增长5.6%，较1-7月下降0.2个百分点，较去年同期下降0.9个百分点。8月工业增加值增速低于预期，我们认为有两个原因，一是中美贸易摩擦再起对工业企业生产造成影响，二是临近十一国庆部分企业生产陆续受到影响。

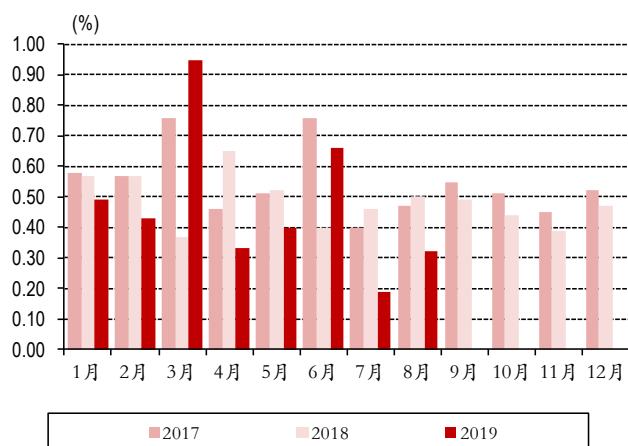
图表 1. 工业增加值累计同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

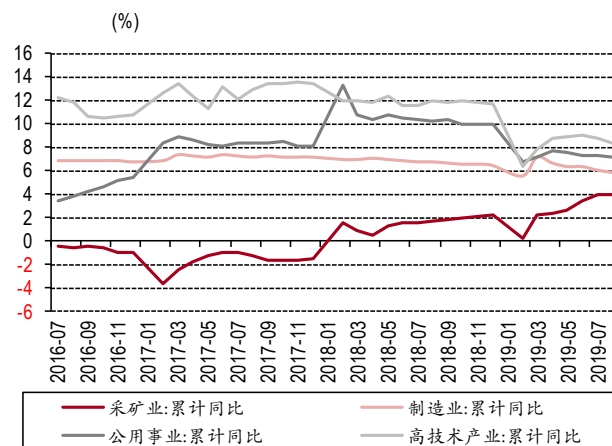
8月环比比7月好转。从环比增速来看，8月工业增加值环比增长0.32%，较7月的0.19%明显上升。从历史规律看，今年8月工业增加值环比依然弱于去年同期的0.5%和前年同期的0.47%。从行业分类来看，1-8月采矿业工业增加值累计同比增速4%，制造业累计同比增速5.9%，公用事业累计同比增速7.1%，高技术产业累计同比增速8.4%；从当月增速来看，采矿业工业增加值同比增长较7月下降了2.9个百分点，制造业较7月下降了0.2个百分点，公共事业下降了1个百分点，高技术产业下降了0.5个百分点。从行业来看，8月工业增加值增速普遍回落，其中采矿业和公共事业工业增加值增速回落的最为显著，但从累计同比增速来看，高技术产业工业增加值增速8.4%依然最高，但较1-7月回落0.3个百分点，回落幅度最大。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源: 万得, 中银国际证券

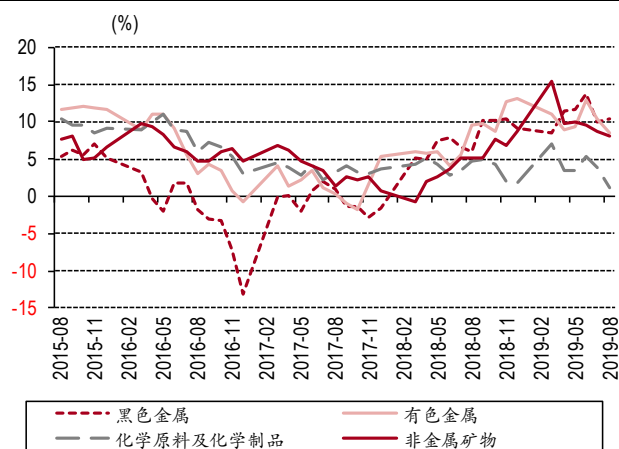
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源: 万得, 中银国际证券

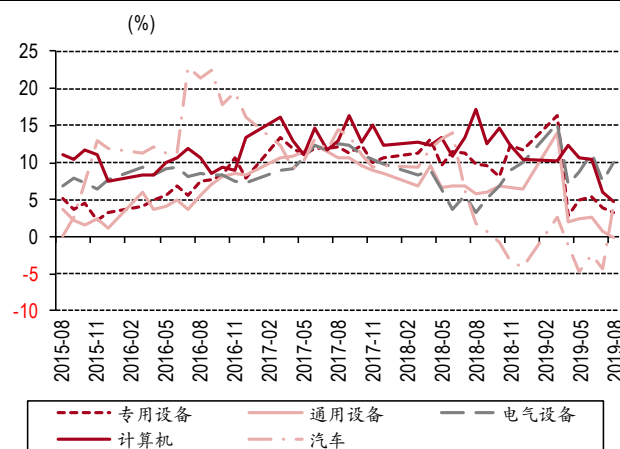
上游也下行，中游下游分化。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长4.3%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长9.9%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长10.2%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长10.2%，上游行业工业增加值在8月中除了黑色金属整体呈现出向下波动的趋势，但累计同比增速目前仍是稳中有降。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长3.9%，专用设备制造业增加值累计同比增长7.1%，汽车制造业增加值累计同比增长-1%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长9.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长8.5%，8月中游行业工业增加值增速有所分化，其中电气设备和汽车的工业增加值增速明显上行，但此前工业增加值表现强劲的计算机行业增速快速下降。下游行业在8月中也出现了明显波动，其中食品和纺织行业当月工业增加值同比增速较7月分别下行2.3个百分点和1.1个百分点。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 装备制造业工业增加值当月同比增速

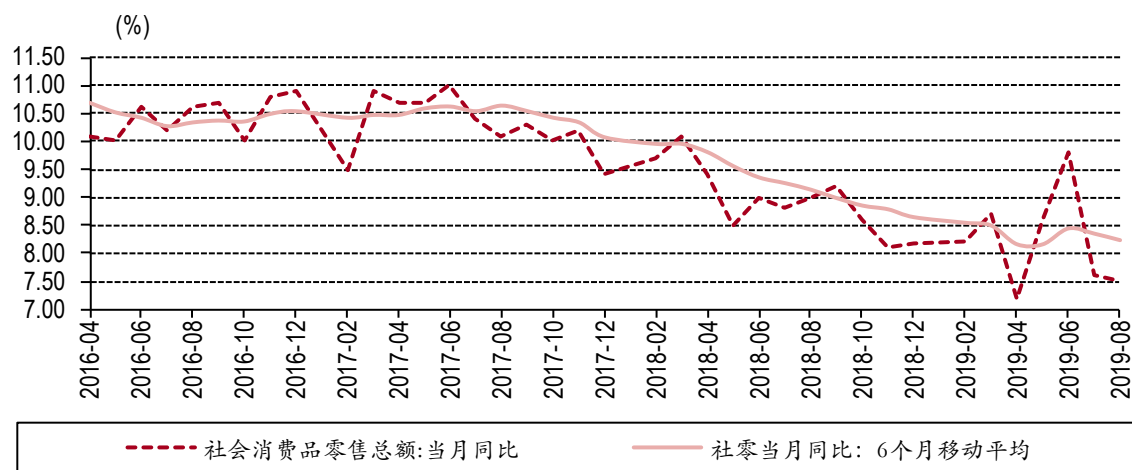


资料来源：万得，中银国际证券

不看汽车消费社零增速回升

8月还是汽车消费扰动社零。1-8月社零累计同比增速为8.2%，较1-7月回落0.1个百分点，8月社零同比增速7.5%，较7月增速下降0.1个百分点。从社零整体来看，增速低于预期，但如果扣除汽车以外的消费品零售额增长9.3%，比上月加快0.5个百分点。

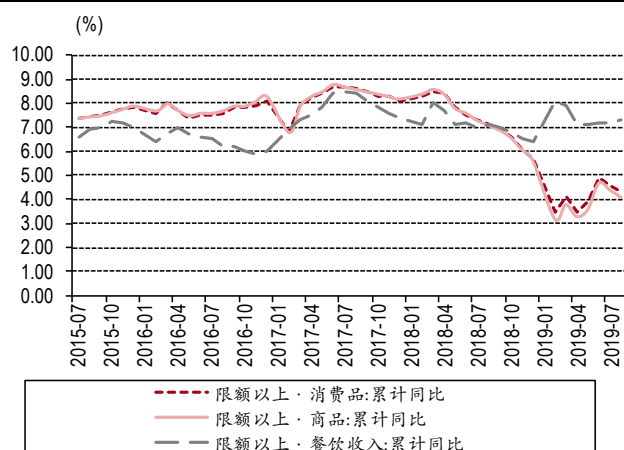
图表 6. 社零当月名义同比增速和6个月移动平均同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

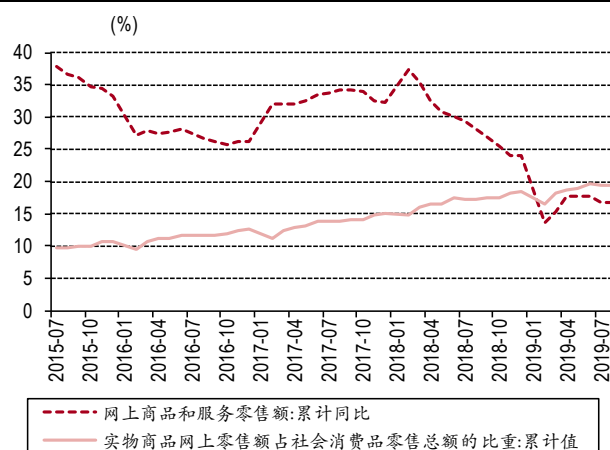
不受汽车消费扰动的消费增速都还比较稳定。1-8 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速 4.3%，较 1-7 月下行 0.3 个百分点，其中商品零售总额累计同比增速为 4.1%，较 1-7 月增速下行 0.3 个百分点，餐饮收入总额累计同比增速 7.3%，较 1-7 月增速上行 0.1 个百分点。1-8 月网上零售额占比达到 24.6%，较 1-7 月上升 0.1 个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为 16.8%，较 1-7 月持平。从城乡消费增速来看，1-8 月乡村的消费增速 9%，较 1-7 月持平，城镇消费同比增速 8.1%，较 1-7 月下降 0.1 个百分点。1-8 月餐饮行业收入增速 9.4%，较 1-7 月持平，商品销售收入增速 8.1%，较 1-7 月下降 0.1 个百分点。汽车消费对 8 月社零的挤出，依旧特别明显的反映在了城镇消费和商品消费的增速上。我们认为有待三季度居民消费数据出炉，再判断是否居民的购房需求挤出了汽车的消费需求。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

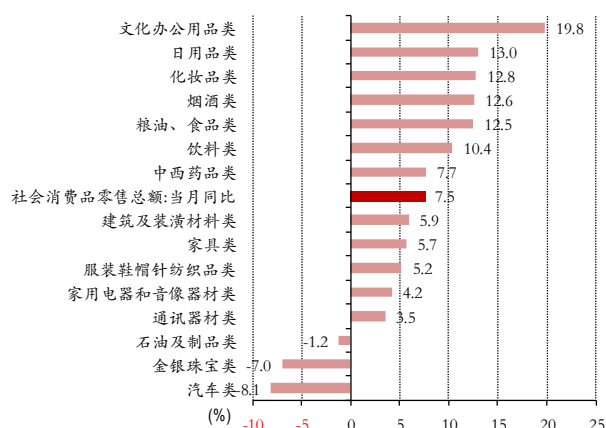
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

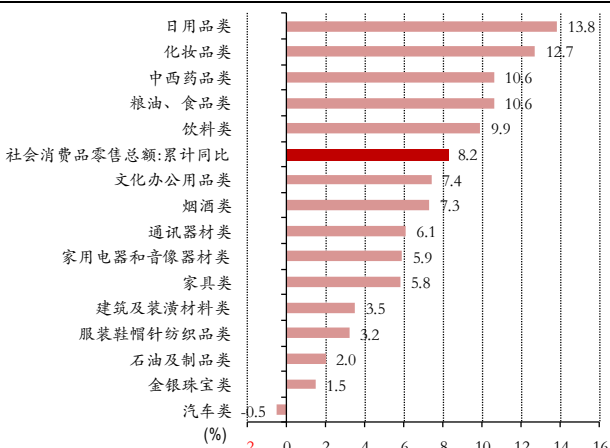
不看汽车，消费尚可。从当月同比增速来看，8 月限额以上企业商品零售总额同比增速 2%，较 7 月下降 0.9 个百分点，增速较高的细分行业包括文化办公用品、日用品、化妆品等，增速较低的则是汽车、金银珠宝、石油制品等。与 7 月相比消费增速明显上升的有建筑装潢、办公用品、化妆品，增速下滑较快的则有汽车、金银珠宝、中西药品等。从 1-8 月累计增速与 1-7 月相比的变化来看，消费增速明显上行的包括文化办公用品、烟酒、建筑装潢等，消费增速明显下滑的则包括金银珠宝、汽车、石油制品等。8 月的限额以上消费增速是在 7 月增速回落的基础上继续回落，但剔除汽车消费，限额以上消费的增速尚可。我们另外关注的是，建筑装潢的消费增速较 7 月有所回升，可能是受到房地产销售的影响，考虑到进入 9 月之后，房地产销售特别是按揭贷款利率可能随着利率市场化改革有所上调，需要关注未来房地产下游消费增速的变化。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 10. 各品类社零累计同比

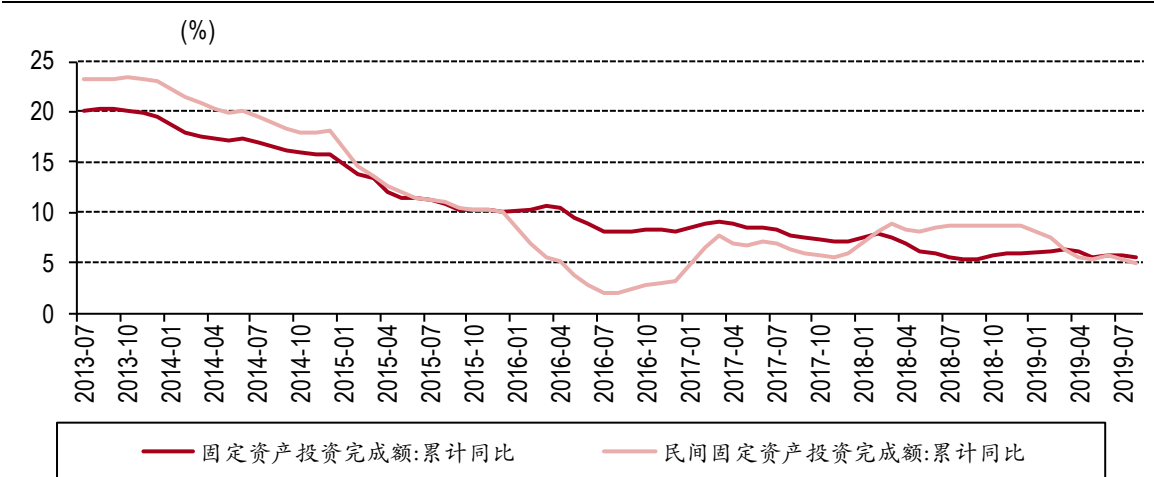


资料来源: 万得, 中银国际证券

基建投资增速的上行先补了制造业的缺

房地产投资依然强劲，基建上行。1-8月固定资产投资增速为5.5%，较1-7月下行0.2个百分点，1-8月民间固定资产投资增速4.9%，较1-7月下降0.5个百分点。8月固定资产投资增速出现了波动，特别是民间固定资产投资增速明显下滑。

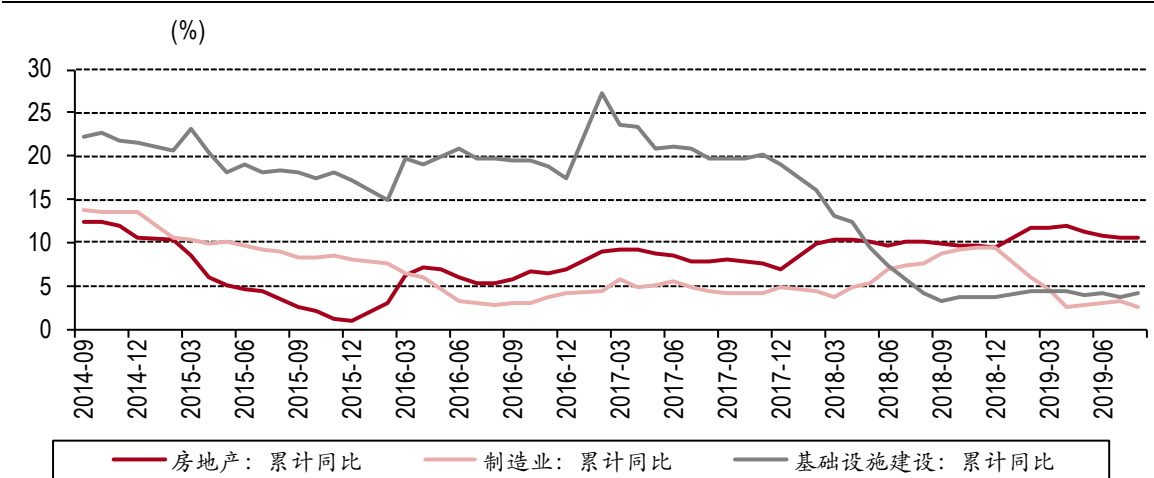
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

房地产投资仍是强支撑，基建增速小幅上行，制造业投资增速明显下行。分类别看，制造业投资1-8月累计同比增长2.6%，较1-7月下行0.7个百分点；基建投资累计同比增长4.2%，较1-7月上行0.4个百分点；地产投资累计同比增长10.5%，较1-7月下行0.1个百分点。整体来看，固定资产投资增速内部继续分化，房地产投资依然是支撑固定资产投资的最大一项，虽然投资增速有所下行，但在收紧房地产行业融资的政策和预期要提高商品房按揭贷款利率的政策影响下，房地产固定资产投资增速的表现好于预期；基建投资增速在财政政策的支持下有所回升；但制造业投资增速在低位明显下滑。

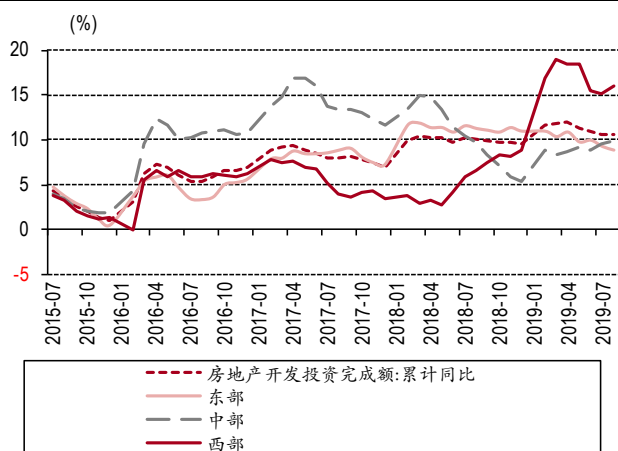
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

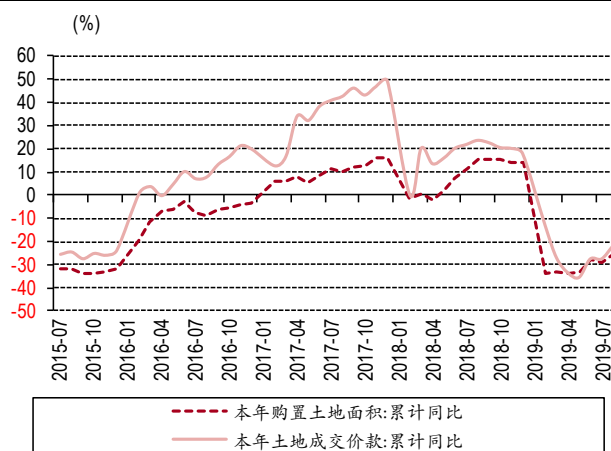
房地产投资增速稳中回落。1-8月房地产投资增速10.5%，较1-7月下行0.1个百分点，其中东部地区累计同比增长8.8%、中部地区累计同比增长9.8%、西部地区累计同比增长16%，分别较1-7月下降0.4个百分点、上升0.3个百分点和上升0.9个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速14.9%、办公楼投资增速0.6%、商业地产投资增速-9.4%，分别较1-7月下降0.2个百分点、上升0.8个百分点和下降0.4个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-8月累计同比增长-25.6%和-22%，较1-7月分别上升3.8个百分点和5.6个百分点。目前市场对于下半年房地产固定资产投资增速仍有担忧，主要由于土地购置面积增速的大幅负增长以及新开工同比增速的下行，但我们维持此前观点，认为下半年房地产固定资产投资增速或仍维持在10%以上的水平，8月房地产施工面积累计同比增速虽然小幅下降了0.2个百分点，但整体依然比较坚挺，加之土地购置面积同比增速出现了回升，而且办公楼投资增速回正，我们认为接下来与房地产投资密切相关的仍将是销售回款情况。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

定金占比和增速都下降。1-8月商品房销售面积同比增长-0.6%，较1-7月上升0.7个百分点，商品房销售额累计同比增长6.7%，较1-7月上升0.5个百分点。从待售面积来看，1-8月商品房待售面积同比增速-7.6%，较1-7月上升0.8个百分点，其中住宅面积同比增速-13.8%，较1-7月上升0.9个百分点，办公楼累计同比2.6%，较1-7月持平，商业地产累计同比-6%，较1-7月上升0.8个百分点。商品房销售面积增速连续两个月回升，商品房销售额增速连续三个月回升，一定程度上说明房地产需求端依然较为坚挺。从资金来源看，1-8月国内贷款占比15.2%，较1-7月下降0.2个百分点。从增速的角度看，1-8月房地产开发资金来源累计同比增速6.6%，较1-7月下行0.4个百分点，其中国内贷款资金来源增速9.8%，较1-7月上行0.3个百分点，定金和预付款增速8.3%，较1-7月下行1.3个百分点。房地产融资政策收紧已经开始影响房地产行业融资渠道，定金及预收款占比增速双降，可能意味着销

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_10082

