

# 经济修复趋势不改，民间投资热情显著提升

## ——联合宏观信用观察月报（2020年8月）

联合资信、联合评级宏观研究部

### 摘要：

- 8月民间固定资产投资大幅上升，企业自发投资动力增强，民间固定投资的上升，反映了企业对经济增长的信心以及对未来经济增长的乐观态度，实体部门得到修复。
- 需求带动生产提升，服务业修复加快，中小型企业经营继续承压；投资方面，房地产投资继续增长但增长斜率放缓，制造业投资显著提升；消费修复加速，疫情压制明显消退，冬季来临疫情反复可能会对消费带来扰动；出口增速连续三个月抬升，短期韧性犹存。
- 前期提到的生产复苏快于需求复苏的结构不平衡现象依然存在，但该现象有正在修复的迹象，一方面8月消费出现加速修复迹象，另一方面制造业PMI新订单指数与生产指数间的缺口收窄。
- 区域方面，生产需求继续回升，物价总体稳定，发展动力活力进一步增强，经济运行持续稳定恢复，区域间的不平衡情况好转，湖北地区经济得到修复，与其他地区间的差距逐步收窄。行业方面，上中下游多数产品价格上涨，库存环比均有下降，同比上涨但涨幅较7月值有所下降。
- 2020年以来的积极的财政政策和宽松的货币政策效果显著，经济逐月恢复。货币政策边际收敛，特别针对疫情出台的政策逐步退出，货币政策回归正常化，后期更加注重精准调控，针对不同类型市场主体合理搭配政策组合，更加精准地支持实体经济。财政政策方面，直达资金支出有望进一步加快，注重民生项目，同时保障重大项目建设资金，注重质量和效益。

## 一、宏观经济运行

在经济修复趋势在经历了 7 月的汛情以及极端天气的扰动后，在 8 月重新恢复向上修复的趋势。整体来看，8 月民间投资大幅上升，经济内生增长力加强，消费也显示加速修复的迹象。但前期提到的结构不平衡现象依然存在：8 月工业增加值继续上升，显示生产继续恢复；房地产投资继续小幅增长，远超固定投资整体增长水平，制造业投资单月增速转正，但累计增速依然位于深度负增长；消费方面，8 月虽然显示加速迹象，但累计增速依然尚未转正。生产快于需求的不均衡现象依然存在，但该现象有正在修复的迹象，一方面 8 月消费出现加速修复迹象，另一方面制造业 PMI 新订单指数与生产指数间的缺口收窄。

投资端，依然呈现房地产领涨，制造业投资滞后的特征，但 8 月制造业投资修复加速，民间投资意愿显著提升。后期来看，年内在销售市场火热的带动下有望继续维持当前的增速水平，但在新开工面积增速下滑、央行三道红线的监管下房企信贷政策收紧，预计房地产投资难有更加出色的表现；随着政府债的发行，洪涝灾害对施工节奏的扰动结束后，9 月、10 月进入年内的施工旺季，单月基建增速有望恢复上行；制造业在利润修复以及海外需求回暖的带动下，延续温和修复状态。

消费端，年内消费首次转正，修复较 7 月加速，主要是由于疫情持续受控，前期受到限制的线下餐饮和实物消费继续回暖。随着居民外出旅行和就餐活动增多，住宿和餐饮业经营持续恢复，显示疫情压制持续减退。预计后期随着经济的逐步恢复，疫情的压制作用逐步消退，消费将继续恢复。但随着冬季的到来，疫情的反复可能会对消费的恢复带来扰动。

出口方面，在防疫物资出口叠加海外需求回暖的带动下，叠加去年基数较低，出口增速连续第三个月抬升，预计年内出口韧性依然存在，一方面，防疫物资的需求依然存在继续支撑出口，同时外需持续回暖，叠加去年 9-11 月基数较低的因素，共同支撑年内出口增速。进口方面，国内需求继续修复叠加国际大宗商品价格的上升，进口得到支撑，同时从去年基数角度看，9-10 月基数较低支撑 9-10 月的进口增速大概率好转，但 11-12 月基数走高，进口增速可能会转降。

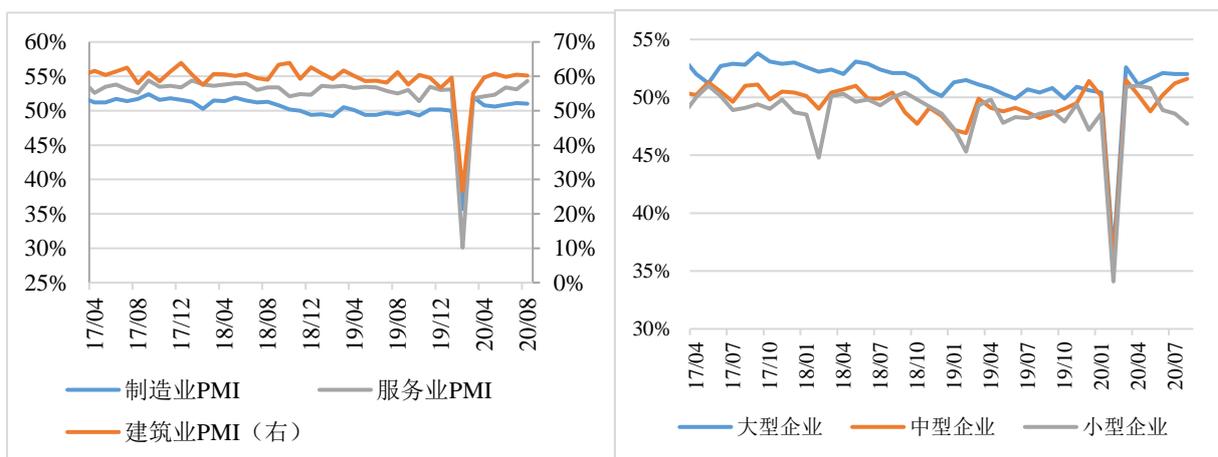
### 1. 中小型企业经营继续承压，服务业复苏加快

8 月份，制造业 PMI 为 51.0%，比上个月略降 0.1 个百分点；在调查的 21 个行业中，有 15 个行业 PMI 位于景气区间，较上个月减少 2 个。从 PMI 构成分项看，新订单指数、新出口订单指数以及价格指数同步转好，指向需求继续恢复，供需循环逐步改善；新出口订单指数较上个月继续上升，显示稳外贸政策发力，出口总体向好，与出口增速持续上升相对应。从企业类型看，8 月小型企业 PMI 为 47.7%，比上月下降 0.9

个百分点，仍位于临界点以下。统计局调查显示，8月小型企业反映市场需求不足和资金紧张的企业占比分别超过五成和四成，生产经营依然面临不少困难。此外，重庆、四川等地部分企业反映受暴雨洪涝灾害影响，原材料采购周期拉长，市场订单减少，企业生产有所回落。

8月份，非制造业商务活动指数为55.2%，比上月上升1.0个百分点，非制造业复苏势头继续向好。服务业商务活动指数为54.3%，比上月上升1.2个百分点(上个月是下降0.3个百分点)，服务业复苏有所加快。随着国内疫情防控形势趋于稳定，居民消费需求加快释放，住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业有序恢复经营，市场活跃度有所提高，商务活动指数继续回升，均高于57.0%，与消费端数据表现相一致。建筑业商务活动指数为60.2%，低于上月0.3个百分点，是自2月恢复以来首次下降，其中土木工程建筑业为57.7%，低于上月4.8个百分点，是拉动建筑业商务活动指数下降的主要因素，其背后逻辑是基建单月投资增速放缓；房屋建筑业和建筑安装装饰业为59.9%和66.8%，分别高于上月0.3和7.8个百分点。随着基础设施建设的稳步推进以及高温降雨天气的减少，近期建筑业有望继续保持较快发展。

图 1：PMI 指数



数据来源：Wind，联合资信整理

## 2. 需求带动生产提升，服务业修复同步加快

8月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.6%，增速较7月份加快0.8个百分点。从采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业看，二者均较前值由较大的回升，显示天气对工业企业的影响有所消退；制造业同比增长6.0%，与7月份持平。分行业看，需求对工业相关行业的拉动增强：随着投资的稳步回升，投资相关的行业增速保持较快增长，8月份装备制造业增加值同比增长10.8%，保持两位数增长，其中一些产品，比如载货汽车、挖掘铲土运输机械，增长都在30%以上。

服务业修复同步加快。从服务业情况来看，随着生产的回升和居民消费的增加，相关生产性服务业和生活性服务业都在改善。8月份服务业生产指数增长4%，增速比上月加快0.5个百分点。

后期工业生产增长速度主要依赖于需求端的恢复，预计年内生产将延续当前的修复速度，但不排除个别月份的数据扰动。后续固定投资继续恢复，同时消费也将在疫情后限制措施逐渐解封的情况下进一步上升，叠加出口的韧性，整体需求将会继续好转，需求的好转将会继续带动工业生产继续修复。但当前库存处于较高的位置，叠加产能利用率已经位于较高的水平，会对生产产生制约。

图 2：工业增加值当月同比增速

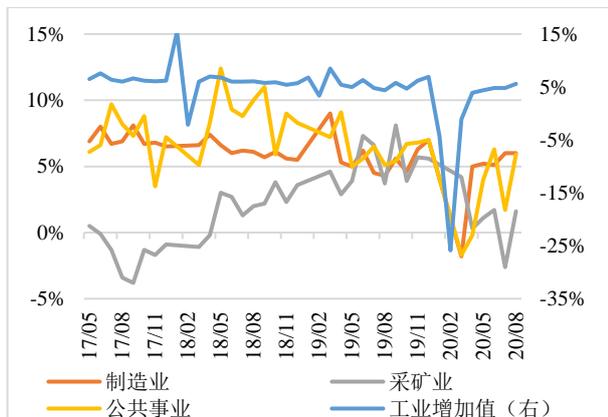
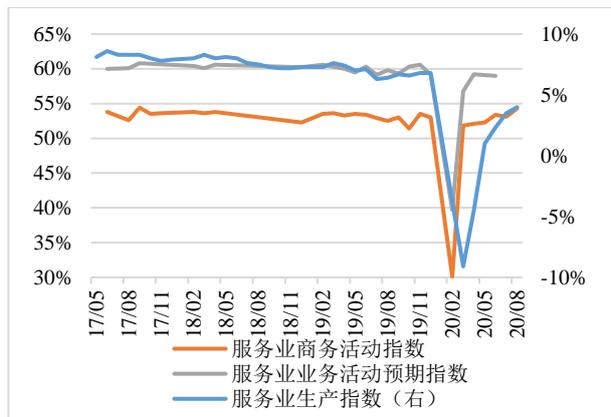


图 3：服务业生产指数

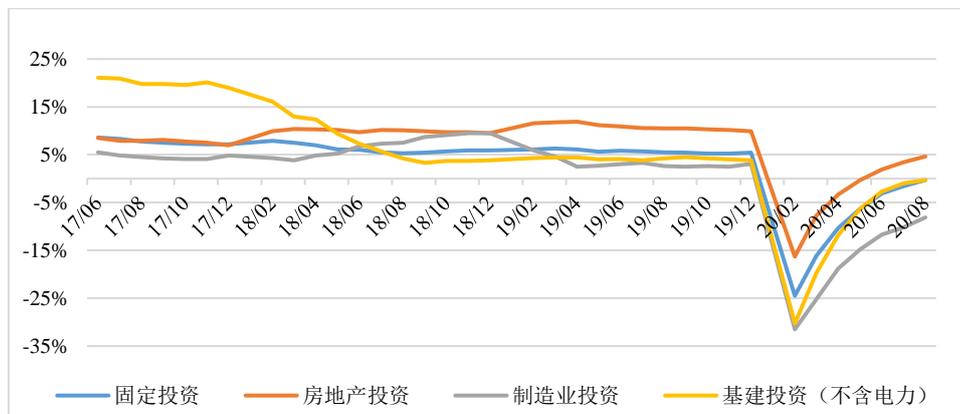


数据来源：Wind，联合资信整理

### 3. 固定投资继续修复，民间投资热情提升

1-8月固定投资累计同比为-0.3%，前值为-1.6%；8月当月投资同比增速为7.6%，前值为6.0%。其中1-8月地产开发投资同比增速为4.6%，前值为3.4%；制造业累计同比为-8.1%，前值为-10.2%；1-8月基建投资（不含电力）累计同比降幅收窄至-0.3%。

图 4：固定资产投资累计同比增速

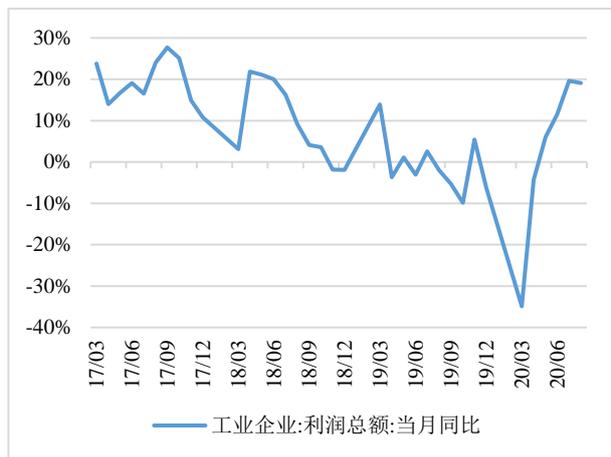


数据来源：Wind，联合资信整理

固定资产投资结构明显改善。1-8 月制造业投资降幅收窄至-8.1%（前值为-10.2%），依然位于负增长区间；1-8 月民间固定资产投资累计同比降幅收窄-2.8%（前值为-5.7%）。但从单月增速来看，8 月当月制造业投资同比较前值大幅提升 8.1 个百分点至 5.0%，由于制造业行业中私人企业投资占比 80%左右，对应民间固定资产投资增速较 7 月上升 12.8 个百分点至 15%，民间投资与制造业投资修复速度显著加速。制造业投资大幅好转，一方面是由于去年基数较低造成，另一方面是由于企业盈利持续好转推动企业投资热情。同时出口持续表现较强的韧性，也推动了企业的投资热情。民间投资大幅提高，与长江商学院企业经营状况指数持续向上相一致，固定资产投资结构进一步改善，企业自发性投资热情上升，反映了企业对经济增长的信心以及对未来经济增长的乐观态度，实体经济进一步得到修复。预计后期在利润修复以及海外需求回暖的带动下，制造业延续温和修复状态。

图 5：民间投资与制造业投资单月投资同比增速

图 6：企业盈利状况持续改善



数据来源：Wind，联合资信整理

1-8 月房地产投资累计同比增长 4.6%，远超整体固定资产投资增速 8 月当月投资同比增长 11.8%（前值为 11.7%），已经超过去年同期水平。8 月当月的地产销售面积和销售额也分别增长了 13.7%和 27%，地产销售市场延续高景气的状态；新开工面积同比增速下降至 2.4%（7 月值为 11.3%），施工面积同比降至 13.2%（7 月值为 16.6%）。从资金来源看，1-8 月按揭贷款累计同比增长 8.6%（前值为 6.6%），贷款资金同比增速较前值下降 0.9 个百分点至 4%，对房地产监管收紧的效果显现。预计年内在销售市场火热的带动下有望继续维持当前的增速水平，但在新开工面积增速下滑、央行三道红线的监管下房企信贷政策收紧，预计房地产投资难有更加出色的表现。

图 7：8 月房地产当月同比增速

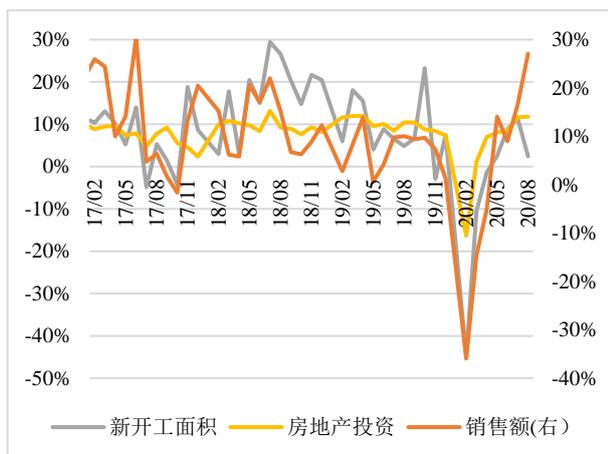
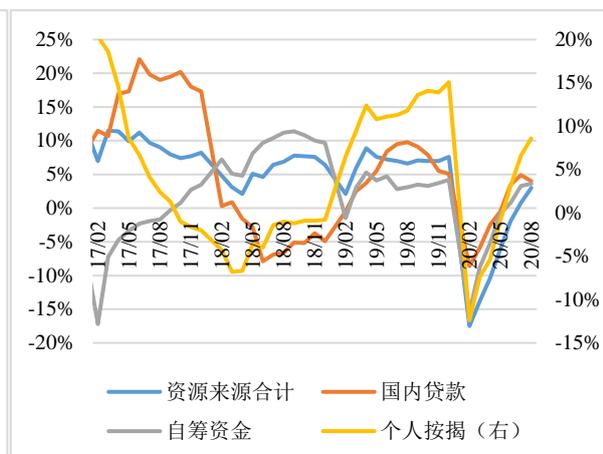


图 8：8 月当月房地产资金来源同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

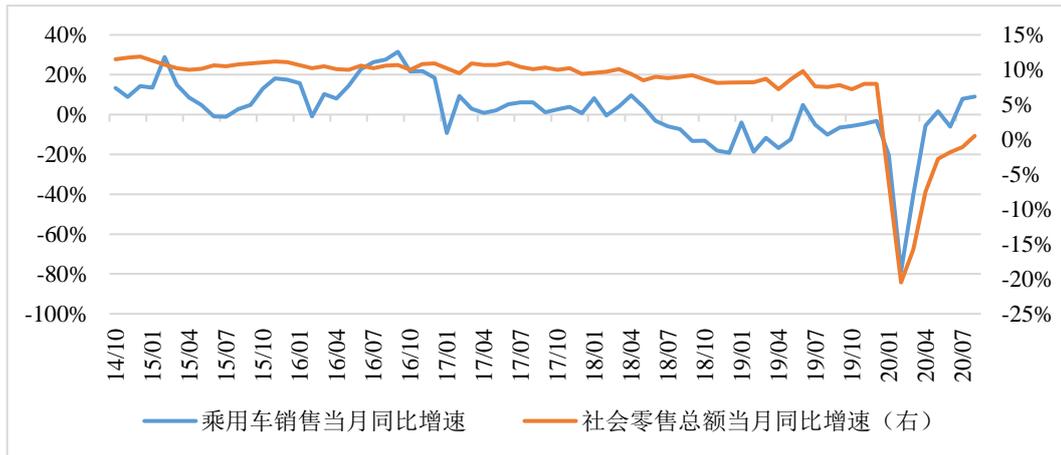
基建投资继续放缓。1-8 月基建投资（不含电力）累计同比降幅收窄至-0.3%，8 月当月投资增速较前值下降 3.9 个百分点至 4.0%；包含电力的基建投资增速累计同比增长 2.02%（前值为 1.19%），8 月当月投资增速较前值下降 0.7 个百分点至 7%，连续第四个月下降。广义基建与狭义基建增速出现较大的差距，主要是由于电热燃气及水供应的投资在快速上行，而狭义基建中的交通仓储和邮政业及水利公共设施的同比增速都在放缓。8 月基建投资增速下降，一方面是由于天气拖累基建进程，另一方面是由于政府支出滞后政府专项债发行，同时 8 月新增专项债中有四分之一用于棚改，而 1-7 月新增专项债并未用于棚改。预计随着政府债的发行，洪涝灾害对施工节奏的扰动结束后，9 月、10 月进入年内的施工旺季，单月基建增速有望恢复上行。但需要修正前期高速增长预期：从 8 月数据看，消费加速修复，民间投资大幅上行，增长内生动力较强，后期继续大幅加码基建的可能性下降；从基建资金来源专项债来看，棚改项目对资金的分流将减弱专项债对基建的支持力度。

#### 4. 社会消费品零售总额增速年内首次转正

8 月社会消费品零售总额同比名义增长 0.5%，为年内首次正增长；扣除价格因素，社会消费品零售总额实际下降 1.1%，降幅比 7 月份收窄 1.6 个百分点。环比季调增速录得 1.25%，创年内历史新高，显示了 8 月消费修复小幅加速，主要是由于疫情持续受控，前期受到限制的线下餐饮和实物消费继续回暖，同时国内“七夕节”带动线下消费环比增长。具体从结构看，8 月限额以上消费同比增长 4.4%（7 月为 2.2%），显示中高收入人群消费能力受疫情冲击较小，相应的消费修复速度也较快。从商品结构看，超七成商品零售实现正增长，珠宝、化妆品等可选消费实现两位数增长，粮油食品等必选消费品增速下降较为显著；汽车

消费较7月回落0.5个百分点，但在低基数、新品上市、车展促销及促进汽车消费政策等因素作用下，继续保持两位数较快增长，成为消费实现正增长的主要推动力。8月，随着居民外出旅行和就餐活动增多，住宿和餐饮业经营持续恢复，显示疫情压制持续减退。预计后期随着经济的逐步恢复，疫情的压制作用逐步消退，消费将继续恢复。但随着冬季的到来，疫情的反复可能会对消费的恢复带来干扰。

图9：社会零售总额及汽车销售增速

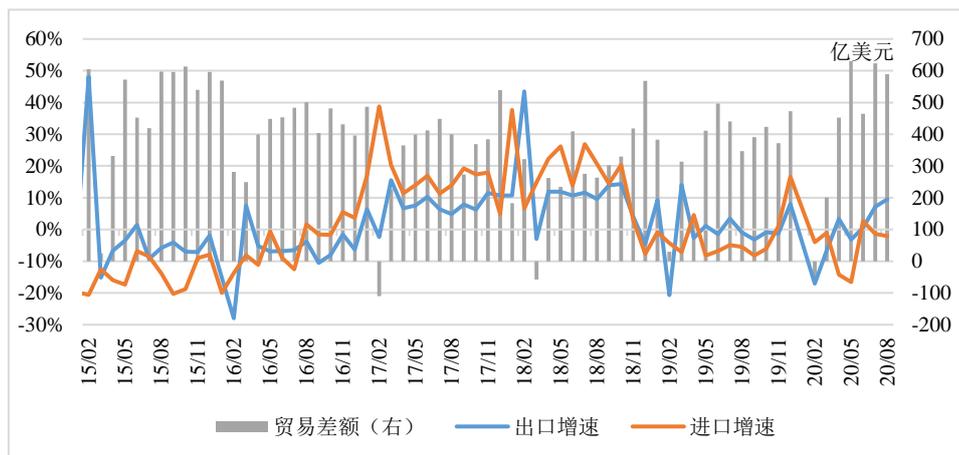


数据来源：Wind，联合资信整理

### 5. 出口连续三月上升，短期韧性犹存

2020年8月，以美元计，中国出口金额同比增长9.5%（Wind一致预期8.3%），7月为7.2%；进口金额同比增长-2.1%（Wind一致预期0.4%），7月为-1.4%；贸易差额为589.3亿美元，7月为623.3亿美元。

图10：以美元计我国当月进出口情况

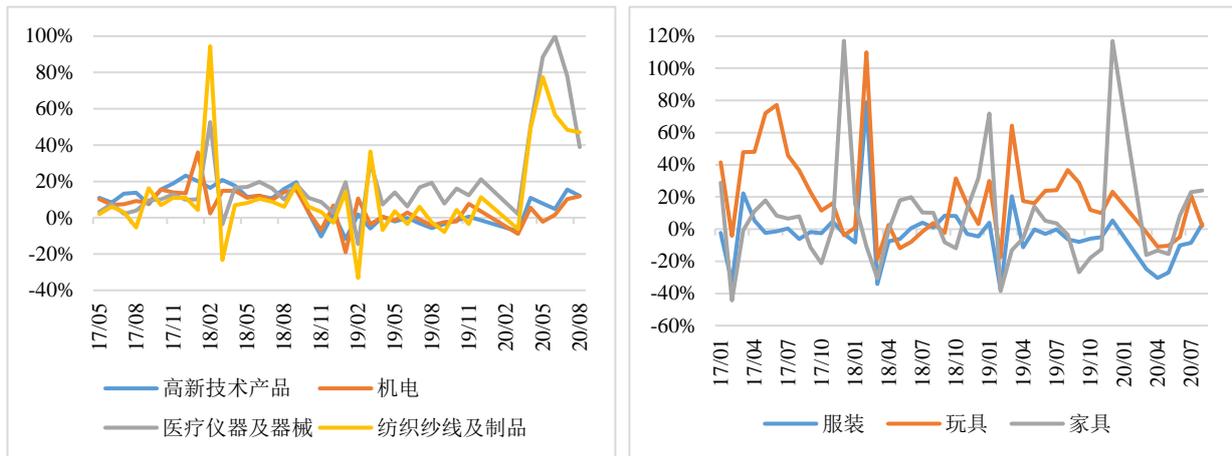


数据来源：Wind，联合资信整理

8月出口增速连续第三个月抬升，超出市场预期值，低基数叠加防疫物资支撑、海外需求持续回暖是支

撑出口增速继续抬升的的推动因素。具体看，一方面，8月纺织品、医疗器械出口增速较7月下降，但依然大幅高于出口增速，从对出口的拉动作用来看，虽由5月高值4.7%下降至8月的2.4%，但依然是出口的主要支撑，与主要发达经济体疫情好转、生产力部分修复相关；另一方面以家具、服装为代表的传统出口商品同比增速较7月显著提升，反映外需回暖，出口需求上升。除此之外，去年同期基数较低也为出口增速形成支撑。

图 11：主要出口商品



数据来源：Wind，联合资信整理

8月进口连续第二个月下降，且降幅超出市场预期。一方面是大宗商品进口量同比降幅超过价格上涨带来的正向影响；另一方面8月进料加工贸易大幅下降至11.4%，而进料加工叠加来料加工进口占全部进口金额的20%左右，二者的深度负增长持续拖累进口增速。进料加工贸易多数是小型企业，与国内中小型企业PMI持续低于荣枯线下相对应，后期该项可能会继续拖累进口增速。

表 1：主要进口商品数量及金额

	进口数量		进口金额		进口均价	
	当月同比	上月同比	当月同比	上月同比	当月同比	上月同比
铁矿砂及其精矿	5.81%	23.76%	-4.87%	10.61%	-10.09%	-10.63%

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\\_2295](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2295)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn