

宏观点评报告

2020 年 9 月 16 日

需求端表现分化，4 季度仍需谨慎

2020 年 8 月经济数据点评

核心内容：

1、货币政策疲软下，我国经济缓慢恢复

8 月份经济继续增长，经济周期仍然处于上行过程，但上行速度已经开始减缓。经济周期的减缓可以预期，新冠疫情并未完全消失，仍然会长时间影响经济运行，年内经济恢复正常状态仍有困难。同时金融周期拐点向下，虽然仍然可称为宽松，但边际条件已经变差，在此种情况下，经济不可能快速恢复。我们预计 GDP 的增速回升变化，而至 4 季度末经济回升动能可能大幅减弱，需要政策给与新的支持。

下半年我国经济仍然会保持增长，全年可能实现微弱正增长，4 季度的经济增长有压力。货币政策的过快转向也影响经济的恢复，信用利差持续上行，已经接近疫情前水平，这对企业压力仍然较大。我们预计 3、4 季度经济仍然是上行状态，但单季度增长低于 2019 年水平，全年 GDP 增长预计在 1.6% 左右。

2、制造业生产平稳，3 季度生产谨慎乐观

生产全面上行，经济逐步复苏带来生产的回升，制造业生产保持平稳，上游的采矿业生产回升。8 月份表现较好的行业是汽车、专用设备、计算机、通讯和其他电子设备行业，这是订单释放的影响，也与出口相关。8 月份我国新订单继续恢复，未来 2 个月生产应该有所保障。预计 3 季度工业生产上行，增速在 5.2% 左右。

8 月份工业生产同比回升，制造业增速平稳，采矿业回升：（1）制造业小幅保持平稳，仍然是 6% 的增速，工业生产滞后于订单，而近两个月订单恢复加快，工业生产未来两个月较为旺盛。8 月份汽车、金属制品行业生产靠前，这是内需带动的生产。电气机械及器材制造、计算机通信和其他电子设备、专用设备和通用设备制造业生产仍然旺盛。（2）采矿业生产提升，黑色冶炼、有色冶炼、化学原料和非金属矿物业生产均有提升。

3、消费增速缓慢回升，年内难以期待快速修复

从需求方面来看，3 季度消费增速虽然受疫情影响，但居民消费模式稍有偏向，汽车消费出现缓慢回升的状态，居家消费基本平稳。新冠疫情下收入的减少使得居民缩减开支，全年消费快速上行应该很难看到。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然下滑，食品、日用品、药品和通讯器材消费上行。8 月份数据显示消费增速虽然回升，但 8 月份大幅的汽车促销活动持续性需要观察。3、4 季度如果疫情持续好转，我国居民消费会继续回升。1 季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，下半年消费增速预计在 4%-5% 左右，全年消费增速仍然负增长。

4、基建和房地产投资平稳，制造业小幅回升

8 月份投资增速继续回升，但是回升仍然较为缓慢，其中制造业投资稍有好转，医药、计算机通讯电子设备等行业表现依然突出，但在企业利润未恢复之前，未来制造业面临的困难不可忽视。基础设施建设投资增速不及预期，基建投资受到高杠杆的约束，地方政府投资启动速度不快，但未来仍然有上行空间。房地产投资较为稳健，增速稳步上行，单月投资增速达到 11.8%，基本恢复正常。未来仍然需要基建投资增长弥补制造业投资的疲软，全年固定资产投资预计在 4% 左右。

基建行业投资本月低于预期，但基建仍然是未来投资增长的重点，也是财政支出的发力点。地方政府专项债发行仍然没有结束，仍然预期基建投资未来回升。2019 年我国基建共实现 15 万亿投资，如果 2020 年我国可实现约 16 万亿投资，基建投资增速预计在 6% 左右。

房地产投资继续回升，先行指标均有回暖，市场利率下行对房地产投资有利，但政策方面仍然不够友好，银行体系资金进入房地产行业有所下滑。房地产投资单月已经达到 11% 左右的，我们认为这是下半年的高点。商品房销售面积和销售额有所上行，商品房待

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

售面积下行。政策对房地产越发严厉，8月份房地产商资金状况虽然仍在转好，但国内贷款和自筹资金减弱，定金和预付款收入比例上行，个人按揭贷款比例同时上行，银行依靠提前预售的策略没有改变，房地产商资金链仍然较为紧张。

一、货币政策疲软下，我国经济缓慢恢复

8月份经济继续增长，经济周期仍然处于上行过程，但上行速度已经开始减缓。经济周期的减缓可以预期，新冠疫情并未完全消失，仍然会长时间影响经济运行，年内经济恢复正常状态仍有困难。同时金融周期拐点向下，虽然仍然可称为宽松，但边际条件已经变差，在此种情况下，经济不可能快速恢复。我们预计GDP的增速回升变化，而至4季度末经济回升动能可能大幅减弱，需要政策给与新的支持。

从生产端来看，9月处于生产旺季，同时订单有所回升，9月生产恢复至5.6%。采矿业生产有所回升，制造业生产平稳。上游生产本月表现较好，中游企业生产稳步回升，下游行业有小幅回落。汽车行业生产从上个月开始回升，需求的释放度带动了订单的上行，但汽车行业仍然处于消化产能阶段，未来的需求不确定仍然较高。生产在3季度可能是小幅平稳回升的状态。

从需求方面来看，3季度消费增速虽然受疫情影响，但居民消费模式稍有偏向，汽车消费出现缓慢回升的状态，居家消费基本平稳。新冠疫情下收入的减少使得居民缩减开支，全年消费快速上行应该很难看到。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然下滑，食品、日用品、药品和通讯器材消费上行。8月份数据显示消费增速虽然回升，但8月份大幅的汽车促销活动持续性需要观察。3、4季度如果疫情持续好转，我国居民消费会继续回升。1季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，下半年消费增速预计在4%~5%左右，全年消费增速仍然负增长。

固定资产投资下降幅度有所收窄，各行业投资均有回升，房地产表现最好，投资增速继续上行。基础设施建设投资增速不及预期，基建投资受到高杠杆的约束，地方政府投资启动速度不快，但未来仍然有上行空间。制造业投资有所回升，内外需同时下行对制造业带来较大的影响，利润增速仍然负增长，未来不确定性较多，企业投资信心不足，制造业回升困难加大。疫情影响下，基础设施投资仍然托底经济，房地产较有韧性，现阶段的政策对冲仍然稍显不足，这种缓慢发力的状态可能使得固定资产投资下半年回升速度减弱。

下半年我国经济仍然会保持增长，全年可能实现微弱正增长，4季度的经济增长有压力。货币政策的过快转向也影响经济的恢复，信用利差持续上行，已经接近疫情前水平，这对企业压力仍然较大。我们预计3、4季度经济仍然是上行状态，但单季度增长低于2019年水平，全年GDP增长预计在1.6%左右。

二、制造业生产平稳，3 季度生产谨慎乐观

生产全面上行，经济逐步复苏带来生产的回升，制造业生产保持平稳，上游的采矿业生产回升。8 月份表现较好的行业是汽车、专用设备、计算机、通讯和其他电子设备行业，这是订单释放的影响，也与出口相关。8 月份我国新订单继续恢复，未来 2 个月生产应该有所保障。预计 3 季度工业生产上行，增速在 5.2%左右。

8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速比上月上行 0.8 个百分点。1-8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 0.4%，比 1-月份上行 0.8 个百分点。生产已经恢复正常，未来需求的恢复是直接制约生产的主要原因。

8 月份工业生产同比回升，制造业增速平稳，采矿业回升：(1) 制造业小幅保持平稳，仍然是 6% 的增速，工业生产滞后于订单，而近两个月订单恢复加快，工业生产未来两个月较为旺盛。8 月份汽车、金属制品行业生产靠前，这是内需带动的生产。电气机械及器材制造、计算机通信和其他电子设备、专用设备和通用设备制造业生产仍然旺盛。(2) 采矿业生产提升，黑色冶炼、有色冶炼、化学原料和非金属矿物业生产均有提升。

8 月份生产提升也主要依靠中西部生产的走高，这有可能是订单传到的作用，也说明疫情下中西部地区的修复。8 月份中小企业生产回升，私营企业生产低位上行，对私营企业的支持仍然要继续进行，尤其是中小企业是疫情下受损最多的实体。

8 月份单月来看，生产显示出全面回升的状态，我国也进入了生产旺季，短期内修复仍然延续：(1) 通用设备、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械及器械制造行业生产仍然较为稳健，全球电子产业链的景气度仍在；(2) 内需继续恢复，预计延续至年末。汽车制造业连续三个月生产旺盛，但农副

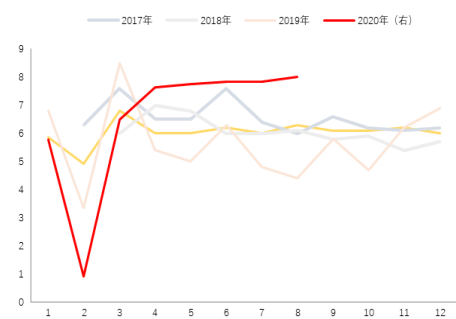
食品、等行业生产疲软，未来终端需求生产仍然需要观察；(3) 黑色金属冶炼及压延加工业景气度较高，

全国高炉开工率达到 80%以上，基建行业和房地产行业的强势支持了黑色行业的生产。

工业生产进入旺季，虽然仍然低于往年，但生产表现出了延续性。连续 3 个月订单修复可能使得未

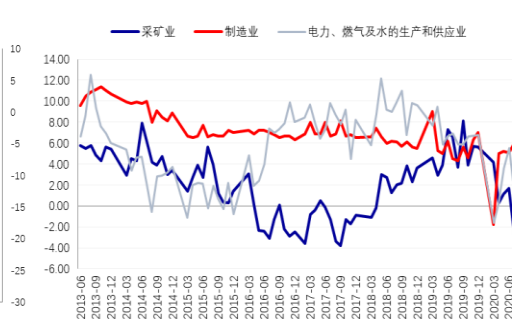
来生产有所保障，3、4 季度工业生产谨慎乐观，我们预计增长速度在 5%左右。

图 1：工业增加值同比持平 (%)



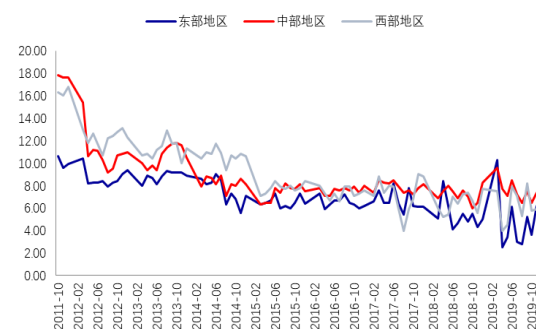
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：制造业生产回升 (%)



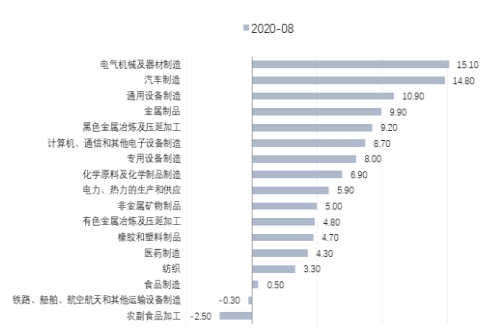
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 3：中西部生产回升 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 4：8 月份各行业工业生产同比增速 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表 1：各年度工业增加值比较

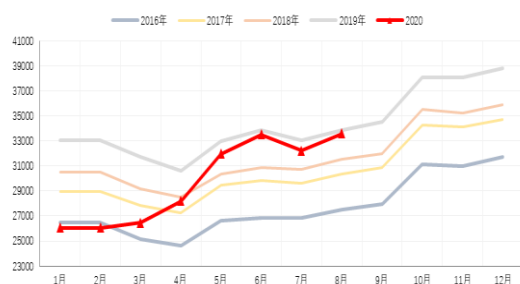
累计同比%	2020-08	2019年	2018年	2017年	2016年
计算机、通信和其他电子设备制造业	7.00	9.30	13.10	13.80	10.00
黑色金属冶炼及压延加工业	4.80	9.90	7.00	0.30	-1.70
专用设备制造业	4.60	6.90	10.90	11.80	6.70
电气机械及器材制造	4.10	10.70	7.30	10.60	8.50
汽车制造业	2.80	1.80	4.90	12.20	15.50
医药制造业	2.30	6.60	9.70	12.40	10.80
有色金属冶炼及压延加工业	1.70	9.20	7.80	1.50	6.20
通用设备制造业	1.20	4.30	7.20	10.50	5.90
化学原料及化学制品制造	0.70	4.70	3.60	3.80	7.70
电力、热力的生产和供应	0.50	6.50	9.60	7.80	4.80
金属制品业	0.20	5.80	3.80	6.60	8.20
食品制造业	0.00	5.30	6.70	9.10	8.80
煤炭开采与洗选	0.00	5.50	2.20	-2.10	-1.50
非金属矿物制品	-0.40	8.90	4.60	3.70	6.50
橡胶和塑料制品	-2.00	4.80	3.20	6.30	7.60
纺织业	-2.80	1.30	1.00	4.00	5.50
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-2.90	7.40	5.30	6.20	3.20
农副食品加工业	-4.20	1.90	5.90	6.80	6.10

数据来源: WIND 中国银河证券研究院

三、消费增速缓慢回升，年内难以期待快速修复

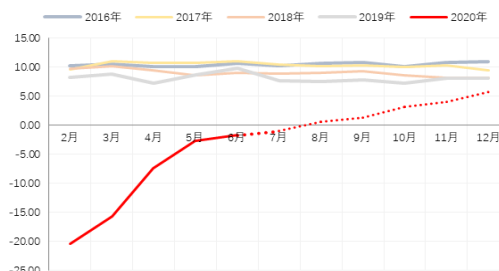
2020年1-8月份，社会消费品零售总额238,029亿元，同比下滑8.6%。8月份社会消费总额33,571亿元，同比增长0.5%，比7月份上行1.6个百分点。从实际消费来看，8月RPI同比从1.65%上行至1.61%，物价基本平稳，实际消费增速1.1%，降幅比上个月收窄了1.6个百分点。8月份我国新冠疫情得到控制，但海外仍然受到影响，服务业逐步恢复，餐饮业消费有所恢复，但仍然处于负增长，商品零售继续上行。3季度我国缓慢进入正常的经济生活，尤其是餐饮、娱乐、旅游、交通、住宿酒店缓慢恢复，疫情后重建消费信心也是需要较多的时间。另外一个方面，疫情导致居民收入锐减，2季度我国城镇居民可支配收入增长1.5%，居民人均消费型支出增速-8.0%，即使消费限制放开，居民收入下滑也制约了消费增速的上行。4季度预计国内消费基本恢复，但由于海外疫情有不确定性，社会消费品零售总额增速恢复仍然需要时间，预计3季度消费实现正增长，4季度恢复至4%~5%左右。

图5：全社会消费额（亿元）



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图6：全社会消费增速（%）



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

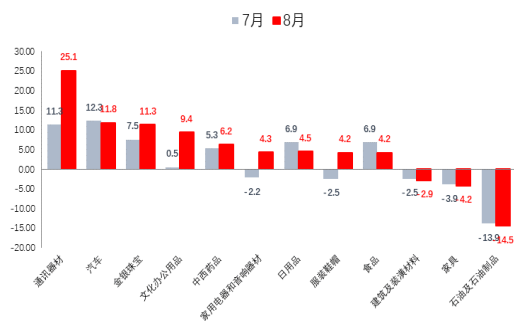
8月份，生产基本恢复，但服务业仍然较为低迷，居民消费回升速度逐步放缓，汽车消费仍然较为旺盛：（1）居民日用品消费开始下滑，食品消费增速4.0%，日用品消费11.4%，居民日常消费趋于稳定；（2）房地产相关消费有升有降，建筑材料消费下行2.9%，音响消费上行；（3）居民对金银珠宝消费上行，年内珠宝消费一直处于负增长，同时8月份金价处于高位，侧面带动消费额上行；（4）汽车消费波

动幅度较大，8月份汽车行业促销频繁，整体汽车消费处于回升状态；汽油价格仍在低位，消费增速-14.5%。

1-8月份我国受到新冠疫情的影响，居民消费结构性变化明显，食品、日用品、药品、通讯器材、文化办公用品消费正增长，其他产品消费增速大幅下行。疫情短时间结束的可能性较小，预计此种消费模式今年内可能延续。

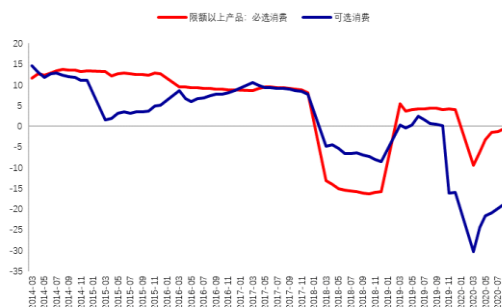
8月份数据显示消费增速仍然上行，未来有继续走高的趋势，单居民消费全面恢复需要时间。3、4季度如果疫情持续好转，我国居民消费会继续回升。预计3季度我国居民消费额比去年略有增长，随着疫情解封的到来，娱乐性消费回升。但由于收入下降降低居民消费意愿，非必需品消费增速可能减缓，消费回升速度变缓。1季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，下半年消费增速预计在4%左右，全年消费增速仍然小幅负增长。

图7：8月各行业消费增速（%）



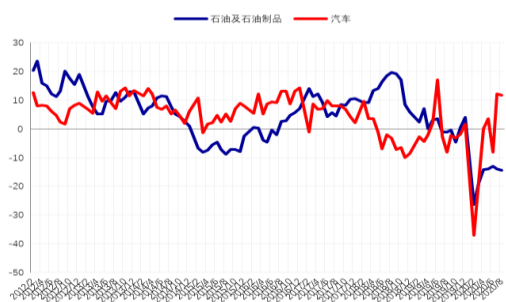
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图8：必选消费小幅回升（%）



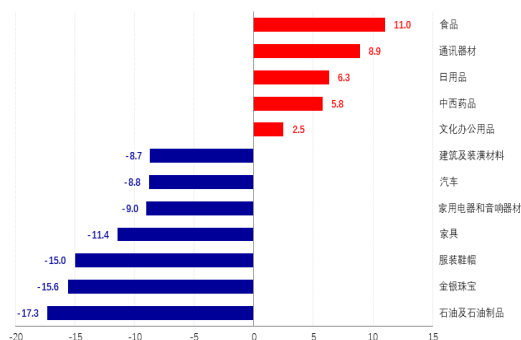
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图9：汽车消费重新回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图10：1-8月份各行业消费增速（%）

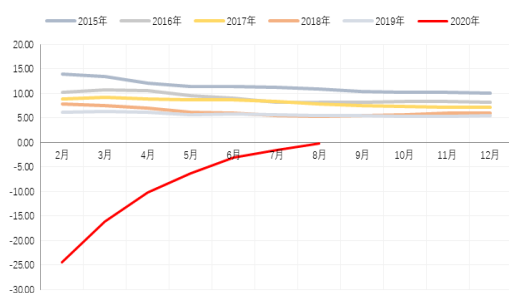


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

四、基建不及预期，房地产后市有压力

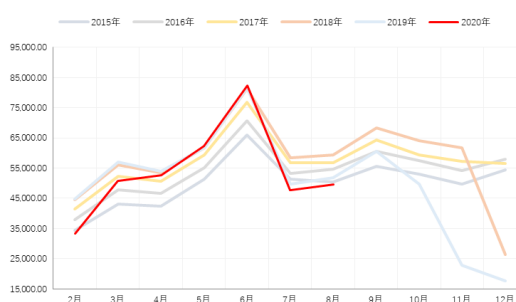
2020 年 1~8 月份，固定资产投资增速-0.3%，比 1~7 月份下降收窄 1.3 个百分点。固定资产投资随着开工逐步展开，投资增速有所上行。8 月份固定资产投资额 49,620 亿元，投资额比去年同期稍有下降，制造业小幅回升，基建增速低于预期，房地产投资保持稳健。

图 11：固定资产投资增速上行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

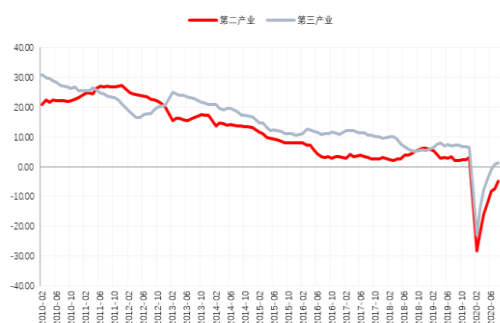
图 12：投资额小幅上行（亿）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

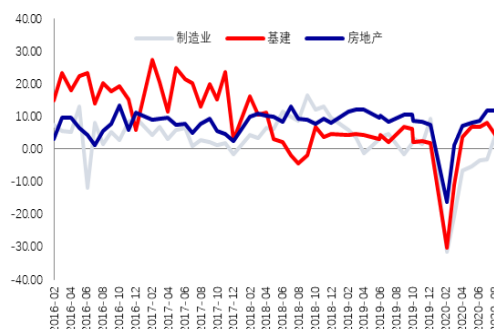
8 月份二产回升好于三产，制造业恢复速度加快，房地产投资平稳，基建投资减速。从结构上来看，1~8 月份，三产和二产投资同步上行。二产投资增速回升 2.6 个百分点至 -4.8%，其中制造业投资降幅收窄 2.1 个百分点至 -8.1%。三产增速回升 0.6 个百分点至 1.4%。

图 13：第三产业增速回升更快（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 14：基建和房地产投资继续上行（%）

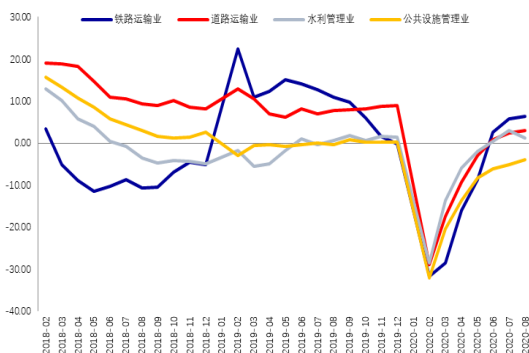


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从制造业各行业单月投资来看，8 月份投资正增长行业与出口相关，医药制造、计算机、通信和其他电子设备制造业、有色金属冶炼、纺织和食品加工业均正增长。汽车制造业虽然连续三个月生产旺盛，

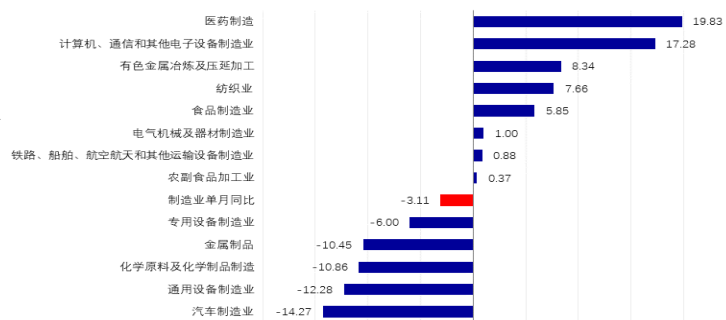
但是投资并未增加，说明汽车行业仍然在消化现有产能。制造业行业生产在缓慢恢复，订单情况有所好转，尤其是海外订单。未来需求恢复需要较长时间，利润仍然处于负增长，在此种情况下制造业投资的恢复需要更多时间。医药制造业与疫情相关，带动了抗疫情生产设备的投资。我国正在积极推进与信息产业化有关的“新基建”，也侧面带动了相关产业的投资。

图 15：铁路道路投资放缓（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 16：制造业投资各行业 7 月单月同比（%）



三产投资继续小幅上行，房地产投资保持韧性，基建行业投资低于预期：(1) 基建投资仍然负增长，

铁路投资和道路投资有小幅的增长，这些都是政府支持的大项目；而公共设施建设仍然负增长，这主要是地方政府主导，我们预计随着老旧小区改造，此部分投资会有所上行；(2) 房地产行业增速 8 月份继续回升，新开工面积增速好转，同时土地出让面积回升，房地产投资仍然较为稳健。

基建行业投资本月低于预期，但基建仍然是未来投资增长的重点，也是财政支出的发力点。地方政

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_2470

