

宏观点评

向上修复的结构性特征—全面解读8月经济

事件: 2020年8月工业增加值同比 5.6% (前值 4.8%) ; 1-8月固定资产投资累计同比 -0.3% (前值-1.6%) , 其中: 房地产投资累计增速 4.6% (前值 3.4%) , 基建投资 2.0% (前值 1.2%) , 制造业投资同比-8.1% (前值-10.2%) ; 8月社零同比 0.5% (前值-1.1%) 。

核心观点: 经济加速修复, 但结构性就业压力仍大, 政策并未实质性转向。

1、生产端: 工业生产高位上行, 服务业延续修复。 8月工业增加值当月同比 5.6% , 已经接近近年来 6%左右的正常水平, 反映在全国疫情防控较好、需求端持续回暖支持下, 生产端逐步突破瓶颈期。其中制造业持平, 采矿业和公用事业上行。往后看, 预计在需求回暖支持下, 下半年生产端将逐步突破瓶颈期, 回归正常水平。就 GDP 增速而言, 考虑到货币政策边际收紧的速度较快, 幅度也略超预期, 可能将对下半年地产链形成压制, 且前期南方洪涝对基建的拖累较大, 我们小幅下调前期对下半年 GDP 增速的预测, 预计 Q3、Q4 当季同比为 5.4%、6.5% , 累计同比为 0.9%、2.5% 。

2、消费端: 年内首次转正, 线下消费继续加速。 8月社零修复小幅加速, 年内首次转正, 可能与疫情持续受控, 居民外出购物和就餐活动逐步恢复, 线下餐饮和实物消费回暖有关。其中: 分项增速多数回升, 消费升级类产品增速提升明显, 仅汽车石油消费小幅回落。餐饮住宿消费修复继续加速, 疫情压制持续减退。

3、投资端: 地产景气度仍高, 制造业小幅加速

>基建投资继续放缓, 全年增速可能低于预期。 8月基建投资增速在雨季影响减退、专项债融资大升的支持下未能进一步提升, 可能是受到近期棚改专项债重发、地方政府财政仍较紧的分流效应、债券发行到投资实际支出的时滞等因素影响。整体看, 由于 7、8月南方暴雨洪涝灾害的拖累超预期, 且随着经济内生动力逐步增强, 继续加码基建的必要性也已不大, 预计后续基建投资增速可能难以大幅提升, 全年累计增速也将低于此前预期。

>房地产销售再度高增, 投资增速继续反弹。 8月地产销售增速再度提升, 创 2018 年以来新高, 可能与地产调控政策逐步收紧下, 房企加大促销加速回款有关, 而土地市场继续呈现降温态势。地产投资增速继续回升, 开工、施工、竣工普遍回升。往后看, 考虑到货币政策收紧快于预期, 我们维持此前判断, 预计下半年在利率、调控政策的制约下, 地产上行斜率将趋于放缓甚至小幅回落。

>制造业投资小幅加速, 企业投资意愿继续改善。 8月当月制造业投资增速大幅回升, 年内首次回正, 主因应是去年 8 月基数明显较低, 可能也受到近来地产市场景气、出口维持韧性、利润加速回升等因素的支持。实际上, 制造业投资作为后周期变量, 随着经济环境的好转, 其内生修复动力也会得到加强。BCI 企业投资前瞻指数继续回升, 反映民企投资意愿持续改善。分项看, 运输设备、食品加工、医药等行业表现较好。往后看, 在经济复苏、外需持续超预期和国内疫情受控的支持下, 预计制造业投资将延续温和修复态势。

4、就业端: 失业率小幅回落, 结构性压力仍大。 8月城镇调查失业率 5.6% , 较 7 月小幅回落 0.1 个百分点, 连续第 4 个月持平或回落。但 8 月全国 20-24 岁大专及以上学历人员 (主要为新毕业大学生) 失业率比去年同期高 5.4 个百分点, 而 7 月为比上年高 3.3 个百分点, 反映高校毕业生就业压力仍大。

5、维持前期观点, 下半年资产价格面临的宏观情形是: 经济复苏向上但斜率受制约 (利好盈利修复) + 宽松未转向但流动性边际收紧 (推动利率上行) + 通缩但 PPI 触底上行 (基建地产链的周期品价格) + 改革提速但更注重资本市场健康运行 (提振市场风险偏好) ; 随着经济内生增长动力逐步恢复, 本轮信用最宽松的时候已过去, 流动性拐点与信贷拐点可能都已显现。但结构性就业压力和外部环境的不确定性仍大, 政策并未实质性转向。

风险提示: 疫情演化超预期, 外部环境恶化超预期, 政策效果不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱: yangtao3123@gszq.com

相关研究

1、《高频与政策半月观—欧洲持续反弹, 工业品价格上涨, 服务业扩大开放》2020-09-13

2、《8月社融怎么看? 兼谈流动性拐点与信贷拐点》2020-09-12

3、《8月PMI的5大信号》2020-08-31

4、《延续修复, 消费仍弱—全面解读7月经济》2020-08-14

5、《“成功向内求”—宏观经济2020中期展望》2020-07-13



内容目录

生产端：工业生产高位上行，服务业延续修复.....	3
消费端：年内首次转正，线下消费继续加速.....	4
投资端：地产景气度仍高，制造业小幅加速.....	5
基建投资继续放缓，全年增速可能低于预期.....	5
房地产销售再度高增，投资增速继续反弹.....	5
制造业投资小幅加速，企业投资意愿继续改善.....	6
就业端：失业率小幅回落，结构性压力仍大.....	7
风险提示.....	8

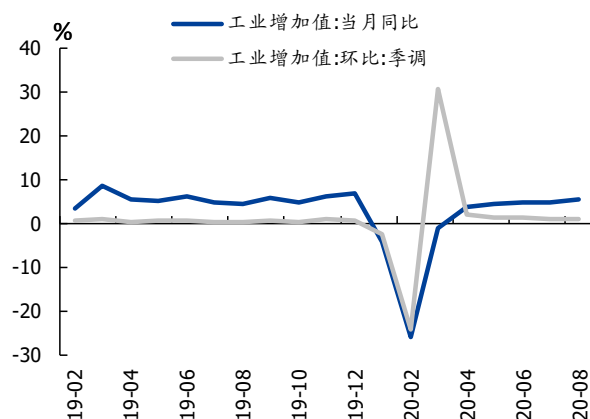
图表目录

图表 1：工业增加值增速小幅走高.....	3
图表 2：服务业生产延续修复.....	3
图表 3：8月工业增加值当月同比：制造业持平，采矿业和公用事业上行.....	3
图表 4：消费回升速度小幅加快.....	4
图表 5：社零分项当月同比：多数回升，仅汽车石油消费小幅回落.....	4
图表 6：商品零售恢复正常，餐饮消费修复继续加速.....	4
图表 7：基建投资增速反弹继续放缓.....	5
图表 8：8月专项债融资大幅回升.....	5
图表 9：商品房销售增速继续提升.....	6
图表 10：土地市场出现降温迹象.....	6
图表 11：地产投资增速继续回升.....	6
图表 12：开工继续回升，竣工小幅回落.....	6
图表 13：制造业投资回升小幅加速.....	7
图表 14：民营中小企业投资信心持续改善.....	7
图表 15：地产市场保持高景气.....	7
图表 16：工业企业利润加速回升.....	7
图表 17：8月城镇调查失业率小幅回落.....	8
图表 18：8月城镇新增就业降幅继续收窄.....	8

生产端：工业生产高位上行，服务业延续修复

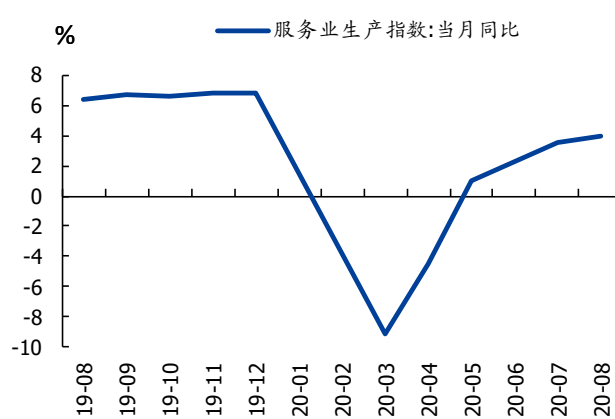
工业生产高位上行，需求回暖支持下逐步突破瓶颈期。8月全国规模以上工业增加值当月同比5.6%，环比增长1.0%，已经接近近年来6%左右的正常增速水平，反映在全国疫情控制较好、需求端持续回暖支持下，生产端逐步突破瓶颈期。服务业生产延续修复，8月服务业生产指数同比续升0.5个百分点至4.0%，修复斜率小幅放缓。

图表1：工业增加值增速小幅走高



资料来源：Wind，国盛证券研究所

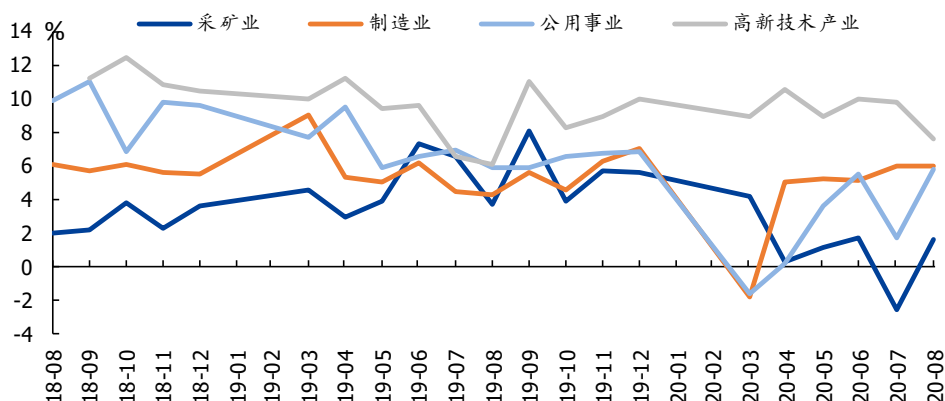
图表2：服务业生产延续修复



资料来源：Wind，国盛证券研究所

分行业看，制造业持平，采矿业和公用事业上行；汽车制造回落较多，公用事业、纺织业增速提升较多。8月工业生产较强主因采矿业和公用事业增速回升，制造业表现持平，具体而言，制造业当月同比6.0%，持平前值；采矿业当月同比1.6%，较前值提升4.2个百分点，为年内首次转正；电热燃水供应业当月同比5.8%，较前值提升4.1个百分点。分行业看，8月汽车制造业工业增加值当月同比增速回落6.8个百分点至14.8%，出口产业链中的电子设备、电气机械增速也高位小幅回落，公用事业、纺织业增速提升较多。

图表3：8月工业增加值当月同比：制造业持平，采矿业和公用事业上行



资料来源：Wind，国盛证券研究所

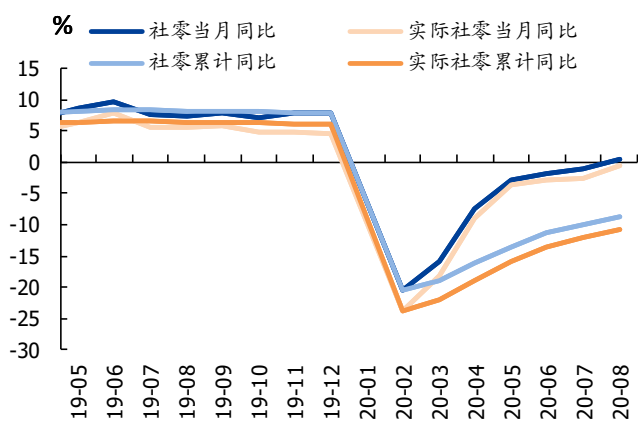
往后看，预计在需求回暖支持下，下半年生产端将逐步突破瓶颈期，回归正常水平。就GDP增速而言，考虑到货币政策边际收紧的速度较快，幅度也略超预期，可能将对下半年地产链形成压制，且前期南方雨季对基建节奏的拖累较大，我们小幅下调前期对下半年GDP增速的预测，预计Q3、Q4当季同比为5.4%、6.5%，累计同比为0.9%、2.5%。

消费端：年内首次转正，线下消费继续加速

消费修复小幅提速，社零增速年内首次转正。8月社零当月同比0.5%，较前值回升1.6个百分点，增幅较7月的0.7个百分点小幅扩大，是年内首次转正。其中除汽车以外的消费品零售额同比下降0.6%，增速较前值提升1.8个百分点。8月消费修复小幅提速，可能与疫情持续受控，居民外出购物和就餐活动逐步恢复，线下餐饮和实物消费回暖有关。

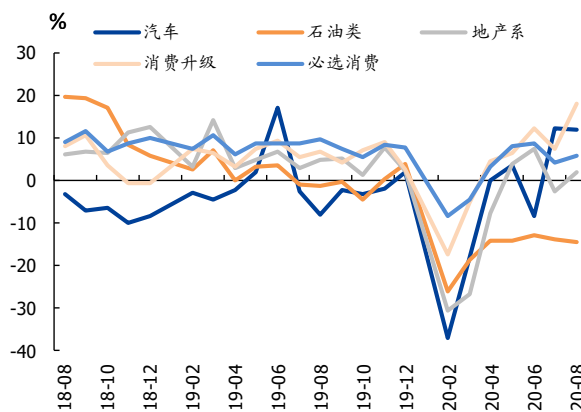
分项看，增速多数回升，仅汽车石油消费小幅回落。8月限额以上社零分项增速多数回升，其中化妆品、金银珠宝、通讯器材等消费升级类产品增速提升明显，增速均达到两位数；汽车消费小幅回落，但受低基数支撑，增速仍维持高位。

图表4：消费回升速度小幅加快



资料来源：Wind，国盛证券研究所

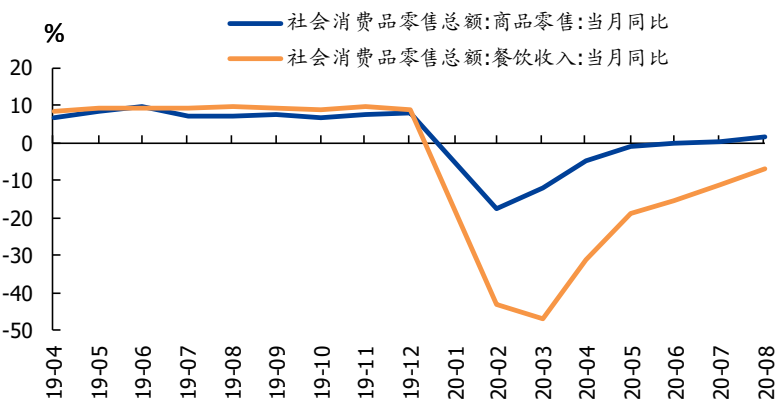
图表5：社零分项当月同比：多数回升，仅汽车石油消费小幅回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

餐饮住宿消费修复继续加速，疫情压制持续减退。8月商品零售当月同比1.5%，增速较上期小幅提升1.3个百分点；而餐饮收入增速继续大幅收窄4.0个百分点至-7.0%，增幅明显大于商品零售。住宿业经营情况改善更为明显，限额以上住宿业企业客房收入降幅比7月份收窄9个百分点。餐饮住宿消费修复继续加速，与8月服务业PMI创新高指标相互验证，显示疫情对住宿餐饮业等接触性、聚集性消费的压制持续减轻。

图表6：商品零售恢复正常，餐饮消费修复继续加速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

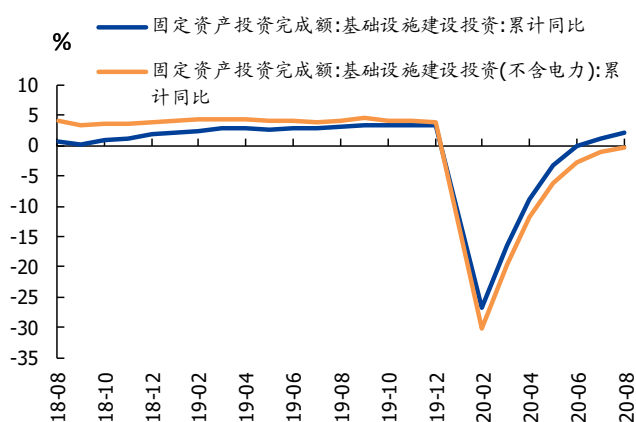
投资端：地产景气度仍高，制造业小幅加速

基建投资继续放缓，全年增速可能低于预期

基建投资增速继续放缓。1-8月广义、狭义基建投资累计同比分别为2.0%、-0.3%，分别较前值回升0.8、0.7个百分点，回升幅度较上月继续收窄；8月广义、狭义基建投资当月同比分别为7.0%、4.0%，增速较上月分别回落0.7、3.9个百分点。

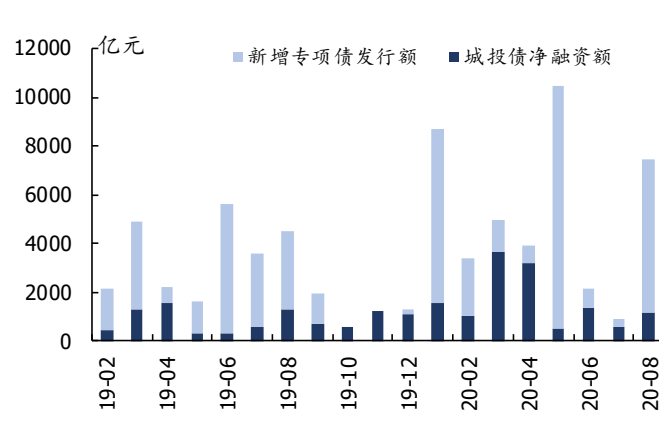
8月专项债融资大幅回升。8月当月新增专项债发行6307亿元，较6、7月和去年同期均明显回升，1-8月新增专项债累计发行同比增速回升至44%左右。但考虑到近期棚改专项债重发的分流效应、地方政府财政仍较紧张、从债券发行到投资实际支出有一定时滞等因素，专项债实际对当月基建投资的拉动可能明显更小。

图表7：基建投资增速反弹继续放缓



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：8月专项债融资大幅回升



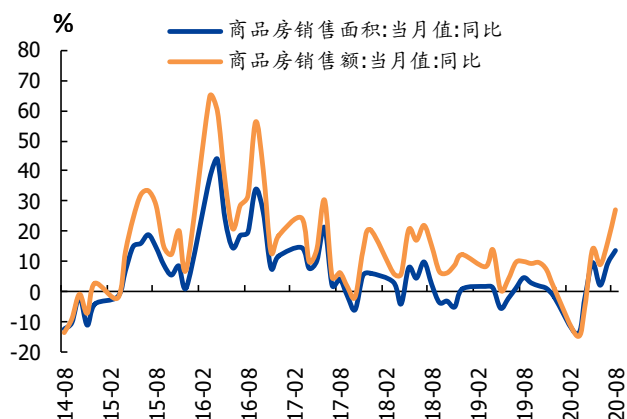
资料来源：Wind，国盛证券研究所

我们在前期报告《下半年基建投资高增，幅度和结构如何？》中，从资金端和项目端对下半年基建投资进行了分析，认为乐观情形下，全年基建投资增速有望超11%。但实际上看，7、8月南方暴雨洪涝灾害的影响范围、持续时间均超出了我们此前预期，大幅拖累了7-8月的基建施工和投资增速。而往后看，随着前期受疫情影响最大的服务业、消费开始加速修复，经济内生动力逐步增强，继续加码基建投资的必要性也已不大。因此我们预计后续基建投资增速可能难以大幅提升，全年累计增速也将低于我们此前预期。

房地产销售再度高增，投资增速继续反弹

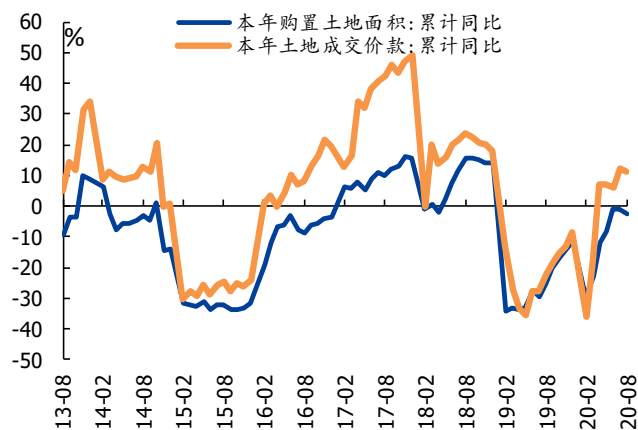
地产销售增速提升，土地市场继续呈现降温态势。8月商品房销售面积、销售金额当月同比分别为13.7%、27.1%，较前值分别提升4.2、10.6个百分点，创2018年以来新高。本月地产销售较强，可能与地产调控政策逐步收紧下，房企加大促销加速回款有关。1-8月土地购置面积、土地成交价款累计同比分别为-2.4%、11.2%，较前值分别下跌1.4、1.0个百分点，显示在近期地产调控边际收紧的影响下，土地市场继续降温。

图表 9: 商品房销售增速继续提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

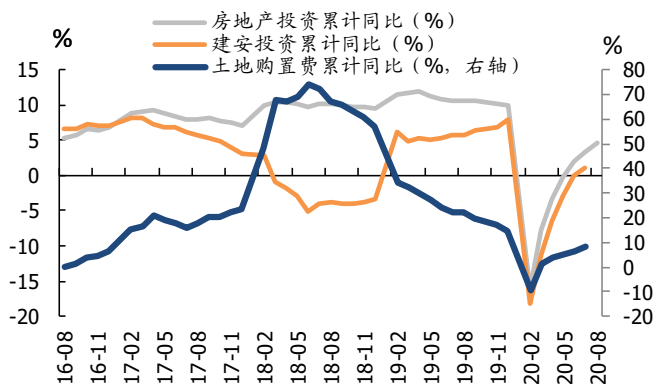
图表 10: 土地市场出现降温迹象



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

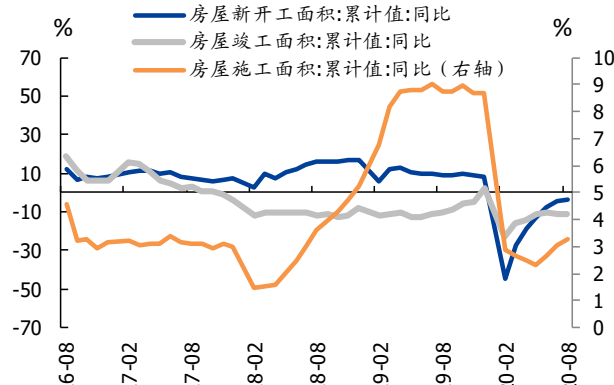
地产投资增速继续回升。1-8月地产投资累计同比增速为4.6%，较1-7月提升1.2个百分点，8月当月同比增速为12.1%，较前值继续高位回升。**开工、施工、竣工普遍回升。**1-8月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比为-3.6%、3.3%、-10.8%，分别较前值提升0.9、0.2、0.1个百分点。

图表 11: 地产投资增速继续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 开工继续回升, 竣工小幅回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本月地产销售、投资都表现较为强势，但考虑到土地购置费 Q4 应会回落，且货币政策收紧快于预期，我们仍维持此前判断，**预计下半年在利率、调控政策的制约下，上行斜率将趋于放缓**，全年地产投资增速可能修复至 5% 左右，全年商品房销售增速有望反弹

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_2507

