

## 8月经济增长放缓的惯性与韧性

2021年09月15日

■ **8月经济数据进一步走弱，除制造业投资外整体上乏善可陈。**本文试图从一个相对客观的框架来评估8月经济放缓的状态。在图1和图2中，横轴衡量的是宏观指标最近两个月的两年复合增速变化，纵轴则是今年8月两年复合增速相对疫情前2019年和2018年同期的增速变化。不难看出8月虽然消费和地产投资增速较7月进一步放缓，但制造业投资明显反弹；同时，与疫情前相比，当前经济放缓的部门主要集中在消费和地产，已成为这轮经济下滑的惯性来源，而出口的高增则是经济增长的唯一韧性。

■ **供给约束明显，8月工业生产较7月有所降温。**一方面，减碳限产政策导致部分上游行业开工率下行，从而拖累8月工业生产，例如黑色冶炼、电力热力供应行业（图3）；另一方面，近几月东南亚疫情导致芯片供应短缺，显著拖累汽车生产，8月份国内汽车产量同比下滑19.1%。

■ **制造业投资增速改善，但持续性存疑。**8月企业债券净融资创同期历史新高预示了制造业投资的边际改善。从结构上看，纺织、运输和食品加工出现明显的改善，但考虑到其盈利承压，持续性存疑。在政府稳定制造业比重的要求下，制造业增加值增速高于GDP增速的行业未来更可能扩大资本开支。如图4所示，医药、电气机械、计算机通信、专用设备制造业增速跑赢名义GDP增速，未来投资改善可能更具持续性。

■ **竣工独木难支，地产投资尚未见底。**房地产投资增速继续放缓（当月两年复合平均增速由6.4%放缓至5.9%），从面积角度看新开工、销售和土地购置增速继续下滑，不过竣工的韧性使得施工面积负增长幅度有所收敛（图5、图6），疫情扩散对于建筑业的影响有限，8月建筑PMI回暖和水泥价格上涨也验证了这一点（图7、图8）。从新框架来看房地产投资的各个分项指标，**竣工是今年最大的支撑因素，而由于政策趋严，房企拿地的约束成为地产投资中改善最缓慢的分项**，22城中有19城延期或中止了第二轮集中供地，截至8月31日仅5个城市第二批土地正式挂牌。展望9月，地产投资的情况依旧不乐观，融资上房企的情况并未好转，高频数据显示9月销售和拿地在同比上将继续下滑（图9-图11）。

■ **基建反弹但力度存疑。**8月基建投资同比跌幅收窄（两年复合平均增速由-1.6%收窄至-0.02%），这与8月专项债发行加速相符（图12），但从全年来看截至8月专项债额度发行仅过半，依旧不及预期（图13）。参考2018年以来的历史，地方债务约束下基建的发力往往仅能维持一个季度（图14），考虑到供给约束下PPI居高不下以及明年“开门红”的重要性，我们预计基建的真正发力还在2022年第一季度。

■ **社零增速全口径放缓，汽车是限额以上零售的最大拖累项。**2021年8月社零两年复合增速1.5%，是自去年9月以来的最低水平。我们此前在报告中（2021年8月15日《从北京到南京，历数各省局部疫情的经济影响》）指出，局部疫情通常导致当地消费在疫情发生的1-2月后恢复，因此8月社零大概率是7月底这轮局部疫情后的筑底。从结构上看，8月全口径社零两年复合增速较7月放缓，且均未恢复至趋势水平（图15）。与趋势水平相比，限额以上零售恢复程度最高，餐饮表现最差。从产品来看，必选消费优于可选的趋势仍在持续（图16）。汽车作为零售额占比最高的产品，对8月限额以上零售形成最大拖累（图17），主因近几月海外疫情限制了汽车芯片供应。往后看，鉴于近几日疫情影响，短期消费仍存在较大不确定性。

■ **风险提示：**疫情扩散超预期，国内外政策超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

1、《宏观点评 20210913：一文尽览拜登对华政策新变化》2021-09-13

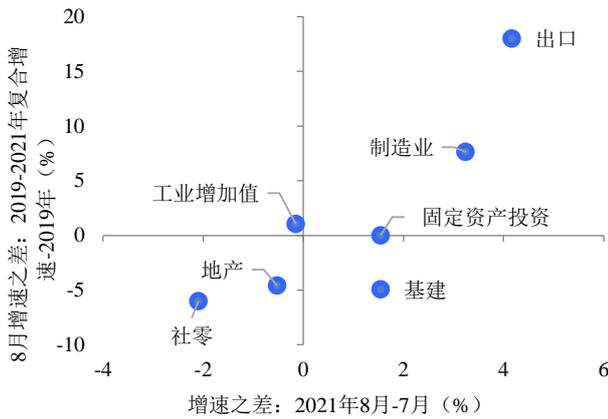
2、《宏观点评 20210912：通胀会影响基建发力吗？》2021-09-12

3、《宏观点评 20210910：宽信用还有多远？》2021-09-10

4、《宏观点评 20210909：PPI新高了，CPI还有后劲吗？》2021-09-09

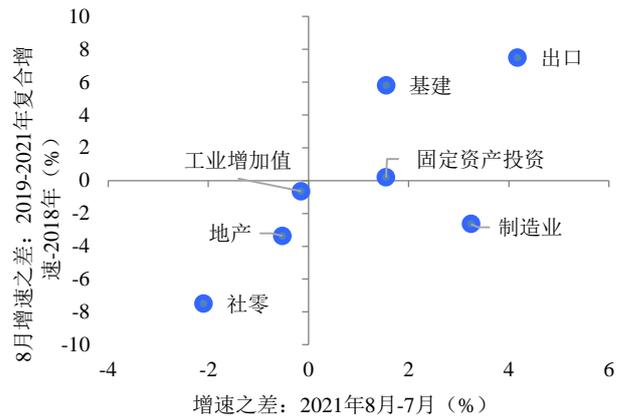
5、《宏观点评 20210907：出口动能有何变化？》2021-09-07

图 1: 消费和地产拖累经济复苏



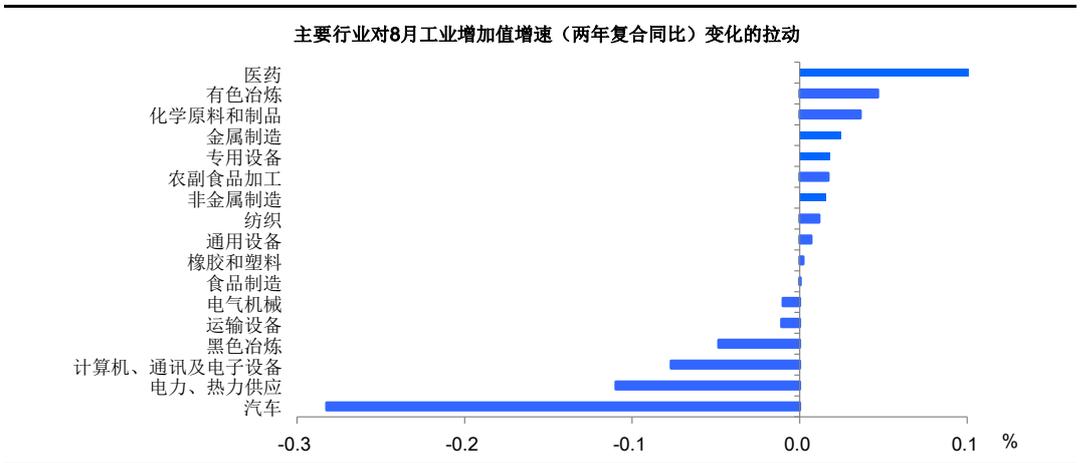
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 出口仍是最具韧性的经济分项



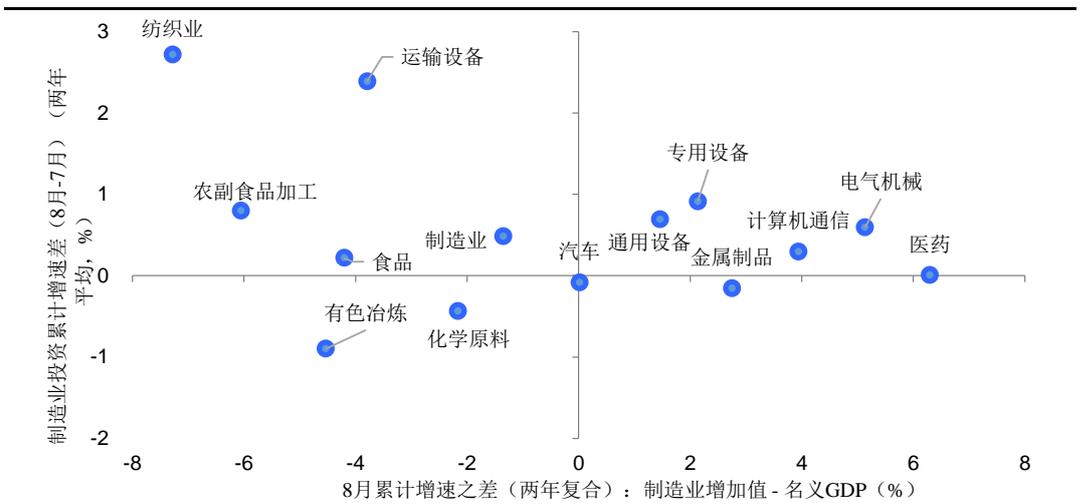
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 8月汽车生产对工业增加值拖累突出



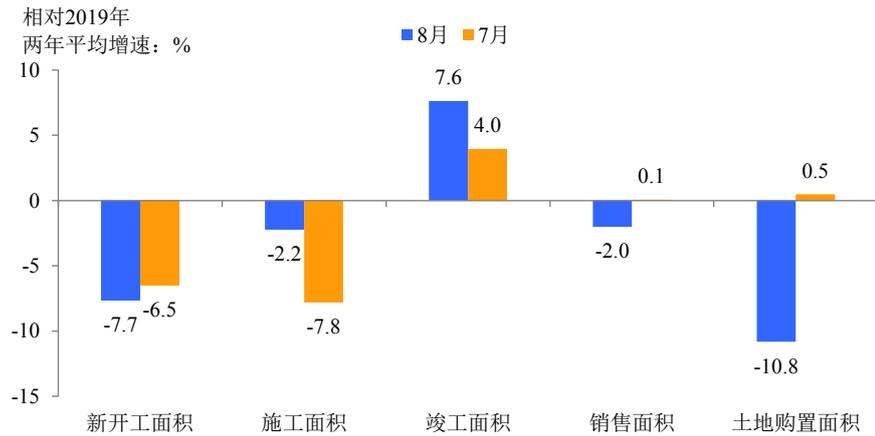
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 8月制造业投资增速较7月回升



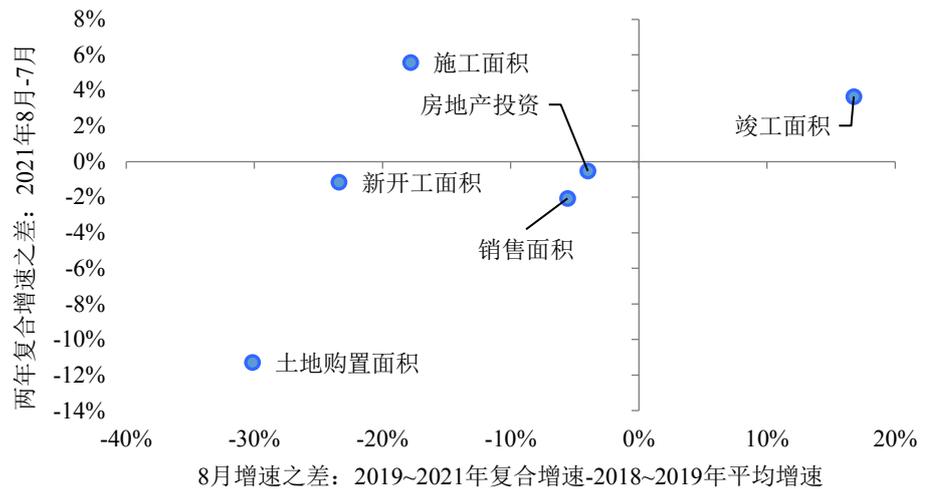
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年 8 月房地产投资相关面积指标表现



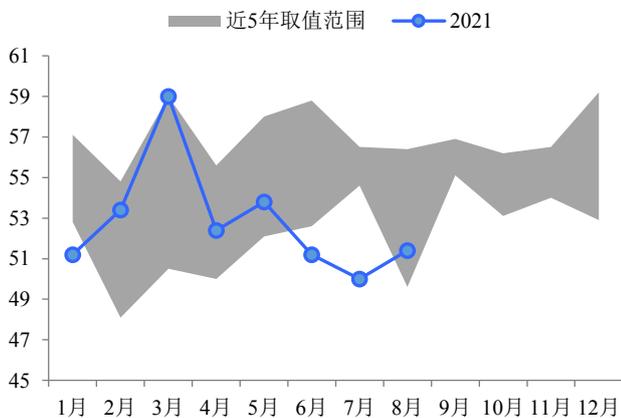
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年 8 月地产竣工继续保持韧性, 但土地购置成为最大拖累



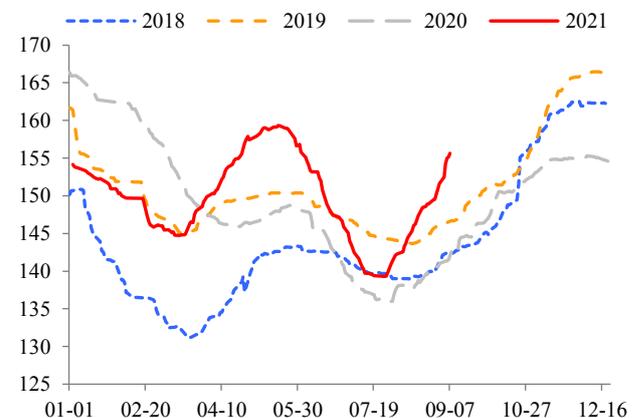
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 建筑业 PMI 在 2021 年 8 月有所回暖



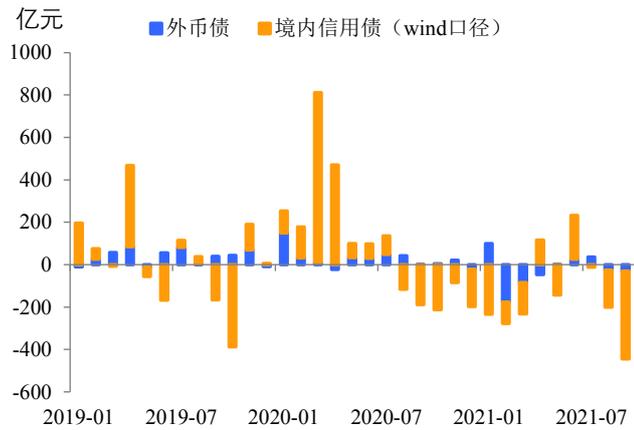
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 全国水泥价格指数上涨明显



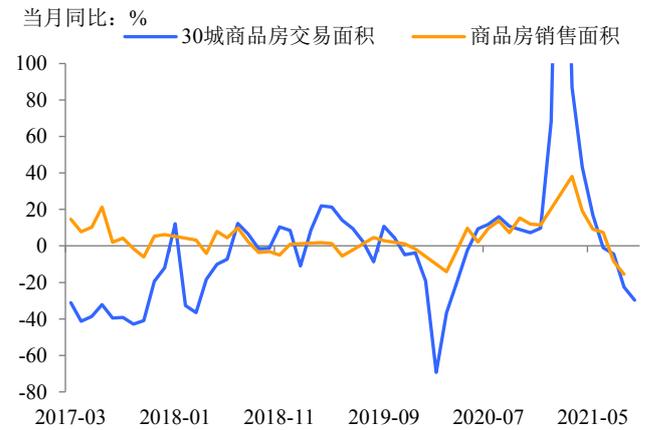
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9：中资房企的债券融资情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

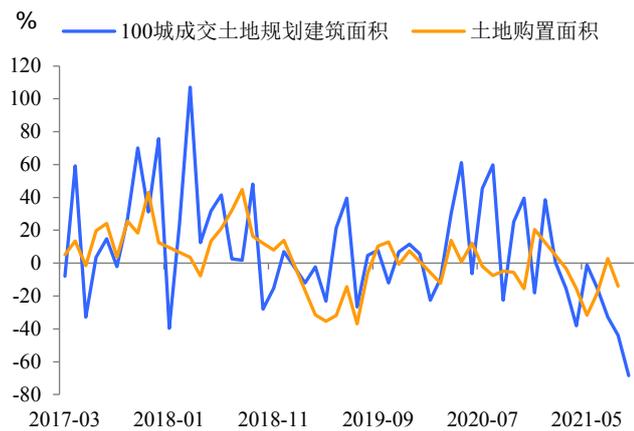
图 10：2021 年 9 月商品房销售的压力依旧很大



注：30 城数据截至 2021 年 9 月 13 日。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

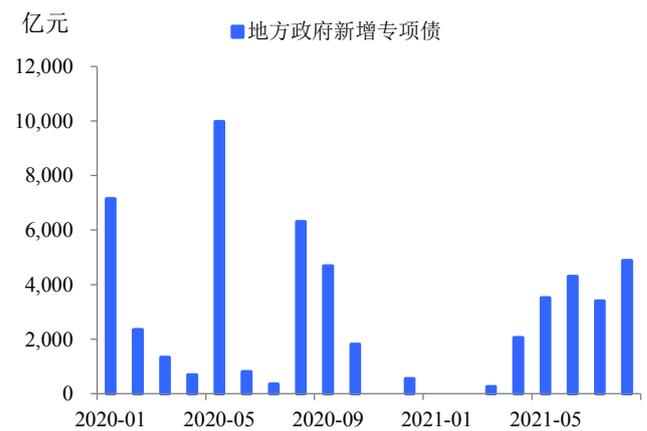
图 11：2021 年 9 月上旬房企拿地同比继续下滑



注：100 城数据截至 2021 年 9 月 12 日。

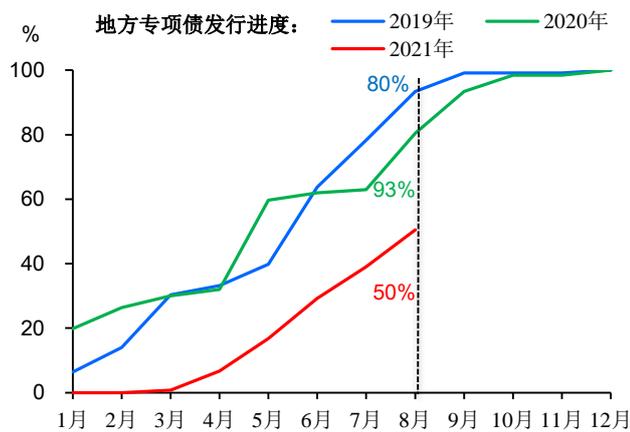
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：2021 年 8 月地方政府专项债发行有所加速



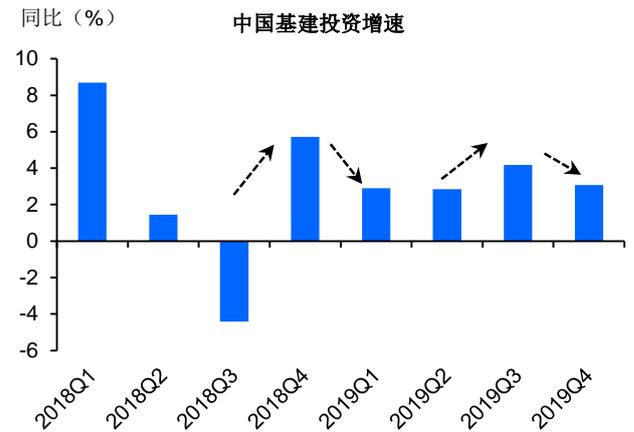
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13: 2021 年 8 月地方专项债发行占全年额度仅过半



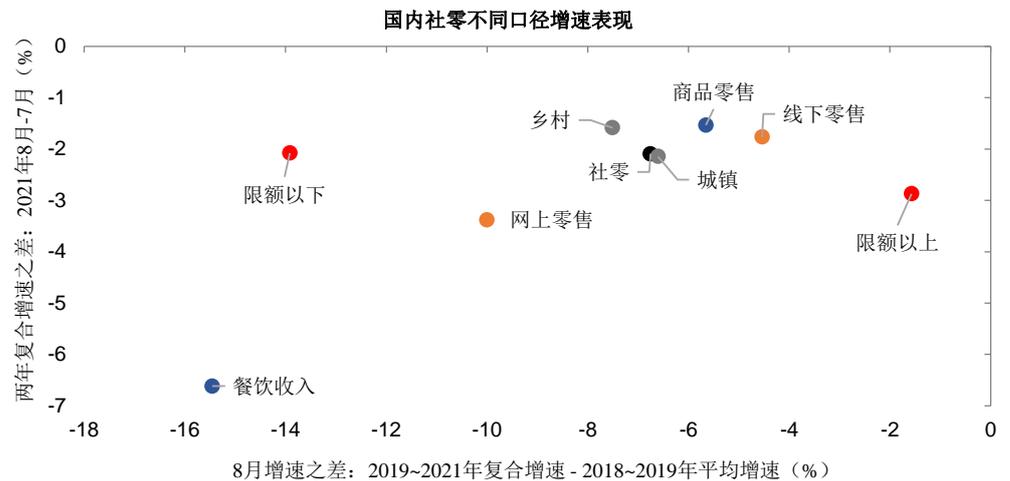
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2018 年以来基建投资的反弹仅持续一个季度



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 2021 年 8 月社零较 7 月全口径放缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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\\_26655](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26655)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn