

证券研究报告 / 债券研究报告

东北固收 8 月经济数据点评及债市观点：接近年内名义增长底部，债市 Q4 调整压力明显

报告摘要：

事件：2019 年 9 月 16 日，国家统计局公布 2019 年 8 月经济数据。

点评：

整体 8 月经济数据表现来看，固定资产投资小幅回落、基建上行，制造业、地产下行。8 月的经济数据不及预期，经济的先导指标里面，房地产销售面积、土地购置面积、PMI 等都在下行，外围经济环境不佳，金融数据结构小幅转差，但好于 6 月，增速维持 7 月水平，房地产销售小幅转好，监管层维持对房地产的压力。

固定资产投资方面：2019 年 1-8 月固定资产投资累计同比增长 5.50%，环比 1-7 月下降 0.2 个百分点。具体来说：8 月房地产、制造业以及基建（不含电力热力水）累计增速分别为 10.50%、2.60%、4.20%，全口径基建累计同比增速为 3.19%。与上月相比，基建上行，房地产、制造业下行。固定资产投资增速 8 月仅有基建投资回升，房地产投资显现年内观点，与我们预计房地产投资增速会缓慢下行观点符合；企业利润增速持续下行，进出口负面影响下，制造业投资再度回落，预计制造业投资也难有明显趋势性回升。

消费在下半年有企稳回升的预期，但受限居民收入增速乏力。（1）社零消费最大的弹性项目，汽车消费 6 月骤增具有瞬时性和基数效应，7-8 月果如预期呈现回落状态，但汽车消费去年同期大幅下行（Q3 较 Q2 大幅度下行，Q4 较 Q3 又有较大幅度下行），为今年营造了较低基数，我们比较看好下半年汽车消费回暖对社零的拉动；（2）托底促消费政策持续发布；（3）控地产、减税利好消费效应逐步显现。

整体来看，我们认为 Q3 经济探底已经确定，对应的对冲政策更进一步，货币政策“普遍降准+定向降准”，LPR 机制两次降息，降低实体经济成本，同时严控地产融资成本。整体看四季度实际经济增速大概率持平或略低于三季度，但由于四季度可期待物价指数明显攀升，名义 GDP 增速将大幅回升。

债市影响：9 月底至 10 月初的市场，我们仍处于窄幅震荡，四季度的债市面临较大的调整压力。9 月美联储进一步降息，央行降准，LPR1 年期降，5 年期不动，短端利率目前仍维持在年内高位，比公开市场操作利率 20-40bp 水平，虽然降准但央行对于短端控制仍不放松，且部分 MLF 不再续作，也显示了“不大水漫灌”的态度。叠加四季度回升的名义 GDP，我们预计四季度的债市有调整压力。

相关报告

《东北证券 7 月经济数据点评：超季节性下行，货币政策需有动作，Q3 债市机会确定》

2019-08-19

《东北证券 6 月经济数据点评：单月回暖难言拐点，债市 Q3 冲击年内收益率低点》

2019-07-18

《东北证券 5 月经济数据点评：经济弱势利好债市，未来风险在逆周期政策力度》

2019-06-16

《东北证券 4 月经济数据点评：地产高位基建走平，二季度不必过于悲观》

2019-05-16

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenh@nesc.cn

目 录

1、固投小幅回落，基建小幅回暖，房地产、制造业回落.....	3
2、8月消费增速下行，汽车增长显现颓势.....	7
3、8月工业增加值继续回落，与高频差距或为线路损失.....	10
4、8月城镇失业率有所下行，就业市场整体企稳，	12
5、未来展望：Q4 实际经济增长有望见底，名义 GDP 大幅回升.....	12

事件:

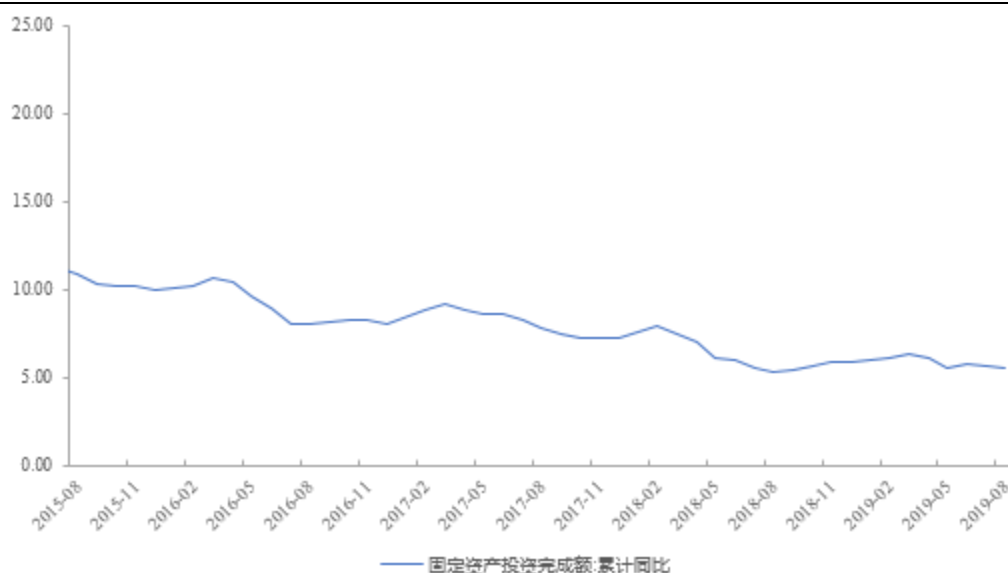
2019 年 9 月 16 日, 国家统计局公布 2019 年 8 月经济数据:
2019 年 1-8 月固定资产投资累计同比 5.50%、前值 5.70%;
社会消费品零售总额 8 月单月同比 7.50%, 增速与上月基本持平;
工业增加值 8 月单月同比 4.4%, 较 7 月减少 0.4 个百分点;

点评:

1、固投小幅回落, 基建小幅回暖, 房地产、制造业回落

2019 年 1-8 月固定资产投资累计同比增长 5.50%, 环比 1-7 月下降 0.2 个百分点。具体来说: 8 月房地产、制造业以及基建(不含电力热力水)累计增速分别为 10.50%、2.60%、4.20%, 全口径基建累计同比增速为 3.19%。与上月相比, 基建上行, 房地产、制造业下行。

图 1: 固定资产投资增速



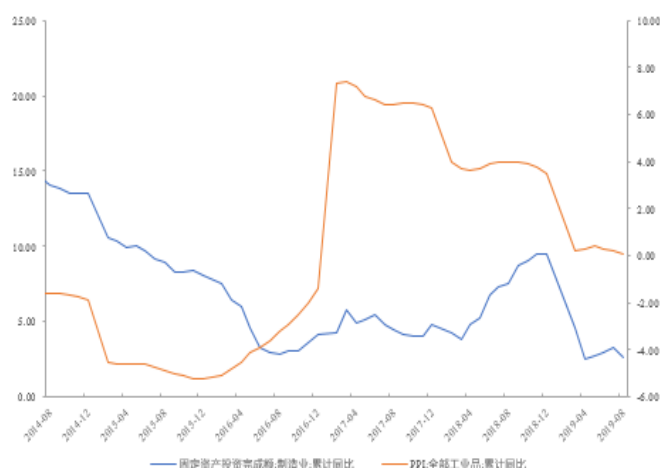
数据来源: 东北证券, Wind

1-8 月制造业投资累计同比收于 2.60%, 开始下降, 制造业投资触及底部, 不容乐观。

受中美贸易摩擦影响, 三季度出口仍有一定下行压力(尤其是 7 月的抢出口有所透支后面的出口), 同时, 3 季度 PPI 和工业企业利润仍然难以企稳回升, 导致制造业企业利润增速仍处在寻底过程, 制造业投资可能仍难以走向回升。

目前中小企业融资情况未见好转, 制造业需求端尚未复苏, 这些可能会制约制造业的开支, 并且去年制造业 8 月基数较高, 这些都导致了本月制造业投资累计同比回落。但 1-8 月高技术制造业投资增速 12%, 继续增速, 是因为政府加大对高技术制造业的支持力度, 有望拉动相应投资回升。

图 2：工业价格回升领先于制造业投资增速



数据来源：东北证券，Wind

图 3：工业企业利润增速处于上行趋势



数据来源：东北证券，Wind

图 4：制造业投资累计同比和工业企业利润累计同比（领先 1 年）



数据来源：东北证券，Wind

房地产投资各项指标小幅回落。1-8月房地产累项指标计同比为10.50%，较1-7月降0.1个百分点。同时，新开工面积（8月8.9%，7月9.5%）出现回落、施工面积（8月8.8%，7月9%）年内首次出现回落，但是销售面积（8月-0.6%，7月-1.3%）回落幅度有所收窄，房地产销售再度出现回暖迹象，这也导致LPR在9月20日1年期降了5bp，而5年期及以上，则未调整，出现了“差异化降息”

7月底政治局会议明确表示不将房地产作为短期刺激经济的手段。地产投资与销售增速出现回落，主要是受到土地购置方面负面影响，本年开土地购置面积累计同比开始呈现负数。值得注意的是，扣掉土地购置费的房地产投资，也出现了下行，这与施工面积增速回落也是一致的。房地产对于GDP的负面影响可能在四季度会更明显。

展望后期：我们认为地产投资增速仍然将下行，未来政策在限购、限贷等方面仍然是偏负面的，从土地成交面积对土地购置费的领先来看，土地购置费短期还会下行。新开工面积受销售增速回落影响，施工面积仍有望保持高位稳定，所以我们认为房地产投资仍然处在高位缓慢下行的阶段，到年底有可能回落至8%甚至更低。

图 5：房地产投资滞后销售半年



数据来源：东北证券，Wind

图 6：商品房销售面积增速下行



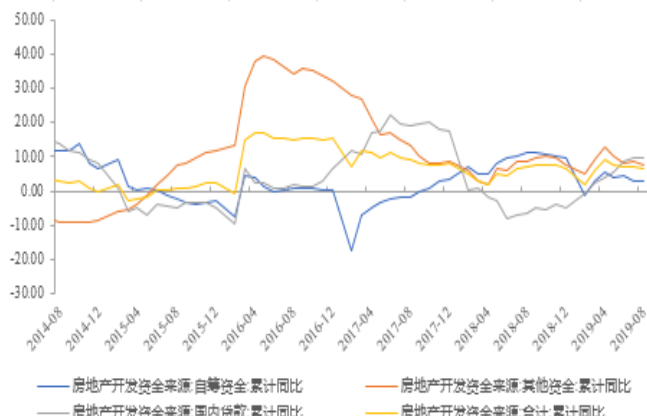
数据来源：东北证券，Wind

图 7：土地购置面积与新开工面积增速下行



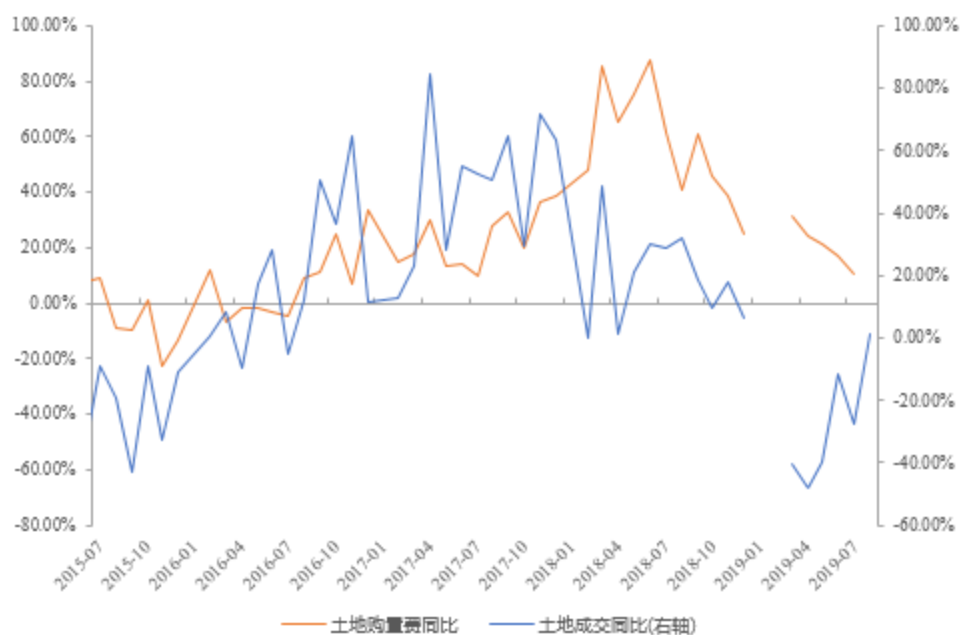
数据来源：东北证券，Wind

图 8：国内贷款累计同比增速持续抬升



数据来源：东北证券，Wind

图 9：土地成交与土地购置费的关系（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

图 10：（房地产开发投资完成额-土地购置费）的增速（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

1-8 月以三分项口径测算，基建增速收于 3.19%，较 1-7 月上升 0.28 个百分点，稳中有升；不含电力热力水增速收于 4.20%，上行 0.4 个百分点。两种口径下基建增速较前值均呈上行趋势，原因与国家财政支持以及国常会提出加快专项债发行有关。当然，财政增收压力

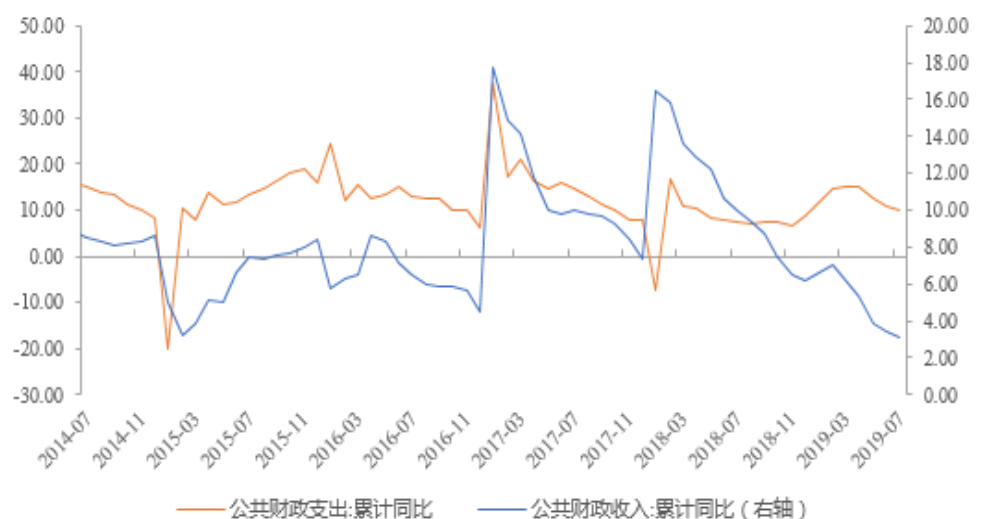
展望后期：我们认为基建投资未来或将继续保持温和上升的局面，如果四季度能有部分提前下达的专项债发行，则对基建的拉动会更为明显。

图 11: 基建投资累计增速有所回落 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 财政收入、支出双双下行 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

2、8 月消费增速下行，汽车增长显现颓势

8 月社零同比增长 7.5%，增速与上月基本持平。其中，扣除汽车以外的消费品零售额增长 9.3%，与上月相比有所上行。

从当月增速看，消费品市场受汽车类商品销售降幅扩大等因素影响较大。8 月份限额以上单位汽车类商品零售额同比下降 8.1%，降幅比 7 月份扩大 5.5 个百分点。扣除汽车类商品，8 月份社会消费品零售总额同比增长 9.3%，比 7 月份同口径增速加快 0.5 个百分点。

前期出台的降费减税政策可能发挥助力作用，包括个税减税、医疗降费、刺激汽车消费等政策。这是一个比较慢的过程。

从行业角度来看：限额以上分项中，1-8 月汽车类消费收-0.5%，又开始负增长；石油类收 2.0%，但明显低于去年，与当前的低油价有关系。

展望后期：三大市场中，随着刺激消费政策和去年的低基数效应，尤其是汽车类消费去年四季度消费基数较低，对今年四季度汽车消费同比数据是利好，房地产竣工面积增速回升（8月-10%，7月-11.3%），四季度消费有望企稳回升。

图 13：消费单月同比与限额以上消费单月同比关系（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

表 1：限额以上消费分项的占总消费比重

项目	服装占比	家用电器占比	粮食类占比	石油占比	汽车占比
2017-07	8.83%	6.86%	14.13%	13.41%	27.66%
2017-08	8.63%	6.13%	13.33%	13.36%	28.49%
2017-09	8.89%	5.92%	13.09%	12.76%	28.39%
2017-10	10.26%	6.06%	13.03%	13.18%	27.69%
2017-11	10.49%	6.53%	12.58%	12.35%	27.58%
2017-12	10.14%	6.16%	12.55%	11.62%	30.23%
2018-03	9.55%	6.71%	12.63%	14.33%	29.70%
2018-04	10.03%	6.52%	13.20%	15.21%	29.11%
2018-05	9.81%	6.65%	13.37%	15.15%	28.06%

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_9955

