

宏观点评

六问8月经济

事件：8月规模以上工业增加值同比4.4%（预期5.4%，前值4.8%）；8月社会消费品零售总额同比7.5%（预期7.9%，前值7.6%）；1-8月固定资产投资同比5.5%（预期5.6%，前值5.7%），其中：房地产投资累计同比10.5%，前值10.6%；制造业投资累计同比2.6%，前值3.3%；基建投资累计同比4.2%，前值3.8%。

核心结论：

1、工业增加值增速为何再创十年新低？8月工业增加值同比增长4.4%，较上月下滑0.4个百分点，低于市场预期的5.4%，并再次刷新近10年最低增速。整体来看，8月工业生产放缓主要有四点原因：一是中美关税升级导致出口相关生产放缓，二是7月社融大降对8月工业生产形成拖累，三是国庆阅兵要求高污染行业减缓生产，四是8月初超强台风“利奇马”的干扰。

2、房地产投资维持高位，何时会明显回落？8月房地产投资累计同比增速小幅下滑0.1个百分点至10.5%，仍处在2015年来同期最高水平。当前地产投资的强势表现主因有二：一是未来融资环境将收紧预期之下，房企加速推盘以回笼资金；二是出于对10月8日LPR新政落地可能抬高房贷利率的担忧，居民加速贷款买房，对房地产开发资金来源形成支撑。往后看，随着在建楼盘陆续竣工以及居民“抢贷款”的消退，同时地产融资收紧的影响将逐步显现，预计地产投资将从10月开始加速放缓，全年地产投资增速有望降至6-8%。

3、基建投资小升，后续反弹空间还有多大？1-8月狭义基建投资累计同比增长4.2%，较1-7月小幅回升0.4个百分点；往后看，倾向于认为年内基建投资仍将继续企稳回升，主要源于融资和需求端两方面支撑：融资端，非标之外，表内贷款和专项债在权力弥补缺口。此外，8月发改委申报项目数量提升，建筑业景气度向好，也指向基建贷款需求预计走高。从需求端来看，中国的基建存量、公路和铁路密度与发达国家相比还有较大差距，基建补短板空间仍高。整体看，预计基建投资总回升幅度有限，年底有望小升至6-8%。

4、制造业投资大降，会趋势性再跌么？8月制造业投资大降，民间投资续弱。分行业看，农副食品加工业、纺织业、金属制品业、电气机械及器材制造业等较去年同期下滑较多。8月制造业投资增速回落主因内外需走弱。外需方面，8月中美贸易摩擦继续升级，出口交货值反映出口意愿低迷。内需方面，PPI进入通缩阶段，工业企业利润增速继续探底，民营企业景气度回落均拖累制造业投资需求。往后看，企业盈利、PPI进入通缩、高基数、贸易摩擦仍将制约制造业投资，但“稳定制造业投资”等政策托底措施可期。

5、消费再度走弱，稳消费举措能见效么？8月社零增速续弱，汽车连续两个月成为主拖累，原因上看大概率延续7月逻辑，即国五清库透支汽车消费，叠加去年7月1日降低进口汽车关税以来基数维持高位。剔除汽车之后的消费韧性仍强，其中必选消费、可选消费、地产链等增速悉数回升。往后看继续关注稳消费的政策红利，包括减税降费、农村消费和互联网消费、电子消费等。与此同时，仍需警惕就业恶化对居民收入和消费信心的拖累。

6、经济下、政策上，还有什么政策组合拳可期？我国经济下行压力加大（年底GDP增速有望降至6.1-6.2%，2020年降至5.8%左右），政策将延续宽松、逆周期调节将进一步加码，“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”组合拳可期，其中：关注地方政府积极性是否回升；宽财政是主支撑，发力点包括基建补短板、进一步平滑地方隐性债务和中央加杠杆等；有可能会再降准一次（最快年底年初），大概率会降低MLF利率（最快9月中下旬），年内LPR报价有望再调降2-3次；继续跟踪国改、资本市场改革、土地改革等制度性红利，区域上可多关注海南自贸港等。

风险提示：中美贸易冲突升级，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《还有下次降准么？利率呢？》2019-09-06
- 2、《正在起变化——解读金融委和财经委最新会议》2019-09-02
- 3、《8月PMI的5个信号》2019-09-01
- 4、《盯住LPR了，房贷利率和银行贷款影响几何？》2019-08-26
- 5、《是什么拖累了7月经济？》2019-08-14



内容目录

一问：工业增加值增速为何再创十年新低？	3
二问：房地产投资维持高位，何时会明显回落？	4
三问：基建投资小升，后续反弹空间还有多大？	5
四问：制造业投资大降，会趋势性再跌么？	7
五问：消费再度走弱，稳消费举措能见效么？	9
六问：经济再下，还有什么政策组合拳可期？	10
风险提示	10

图表目录

图表 1: 8月工业增加值增速续创十年新低	3
图表 2: 关税升级拖累8月工业生产	3
图表 3: 各行业工业增加值同比增速较上月变化	4
图表 4: 1-7月建安投资增速仍处高位	4
图表 5: 8月地产新开工和施工面积增速有所下滑	4
图表 6: 7月和8月地产销售和竣工面积有所回升	5
图表 7: 8月居民住房按揭贷款有所增加	5
图表 8: 建筑业景气度有所回升	6
图表 9: 企业中长贷超季节性增长	6
图表 10: 中国铁路总里程数长期低于美国	6
图表 11: 中国公路里程低于美国	6
图表 12: 中国铁路密度不及美国一半	6
图表 13: 中国公路密度低于美国	6
图表 14: 8月制造业投资下滑较多的分项	7
图表 15: 外需拖累8月制造业投资	7
图表 16: 8月PPI继续走弱	8
图表 17: 企业盈利制约制造业投资增速	8
图表 18: 中小微企业融资需求大概率维持弱势	8
图表 19: 制造业投资和贷款意愿可能趋于回升	9
图表 20: 8月社零增速续弱	9
图表 21: 剔除汽车零售之后的社零增速回升	10
图表 22: 剔除汽车后的其他品类消费增速回升	10

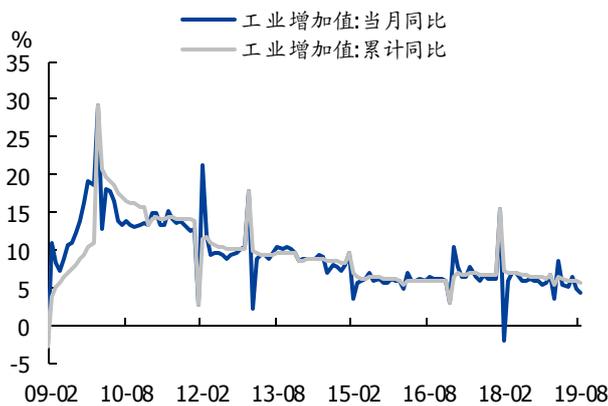
一问：工业增加值增速为何再创十年新低？

8月工业增加值同比超预期回落，续创近十年新低。8月工业增加值同比增长4.4%，较上月下滑0.4个百分点，低于市场预期的5.4%；1-8月工业增加值累计同比为5.6%，低于1-7月累计同比5.8%。整体来看，8月工业增加值当月同比和累计同比均再次刷新近10年最低增速（春节月份除外），这也与8月PMI再度走弱且连续第四个月低于荣枯线形成印证。

分行业看，中游制造业之外整体回落明显，其中：采矿业、制造业、公用事业、高技术产业8月工业增加值增速分别较上月回落2.9、0.2、1.0、0.5个百分点至3.7%、4.3%、5.9%、6.1%。分企业类型看，国企民企再分化，国有企业和外资企业8月工业增加值增速分别较上月提升0.4、1.5个百分点至4.1%、1.3%，股份制企业、私营企业分别较上月下滑0.8、1.3个百分点至5.3%、6.0%。分地区看，西部地区下滑最严重，东部、中部、西部地区8月工业增加值增速分别较上月下滑0.2、0.7、1.8个百分点至2.8%、6.5%、5.3%，东北地区较上月提升0.1个百分点至3.0%。

成因看，8月工业生产放缓，是关税升级、信用收缩、环保限产、台风天气等综合作用的结果。首先，特朗普8月2日宣布将于9月1日起对华剩余3000亿商品加征10%的关税，由于时间窗口较短，生产周期较长的行业难以“抢出口”，导致8月出口交货值大幅下滑，拖累工业生产表现。其次，7月新增社融规模较6月“腰斩”，由于社融对工业生产的影响具有滞后性，因此7月信用收缩拖累了8月私营企业和股份制企业的工业生产，而融资条件相对较好的国有企业受影响较小。再次，为保证国庆阅兵的空气质量，环保部7月26日印发《关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见》，对15个行业明确了绩效分级指标以及差异化应急减排措施，高污染行业如采矿和化工的生产因此放缓。最后，8月初超强台风“利奇马”登陆东部沿海多个地区，也会对生产造成一定的影响，数据上表现为东部地区8月工业增加值增速有所下滑且明显低于其它地区。

图表 1: 8月工业增加值增速续创十年新低



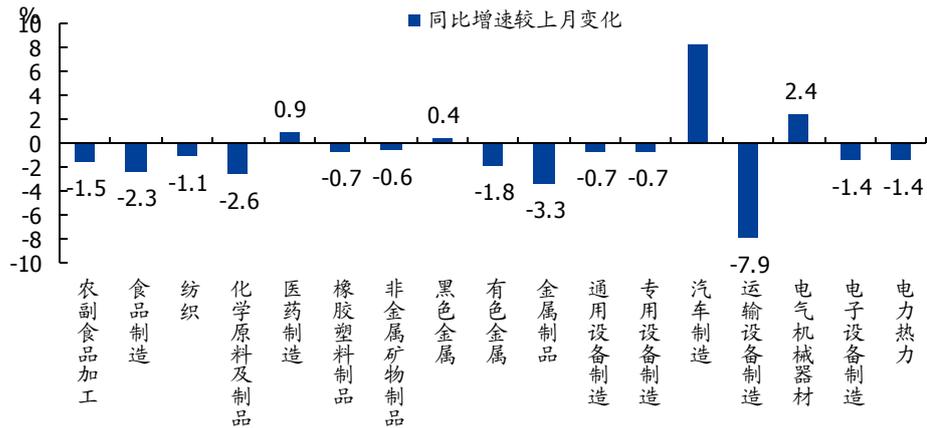
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 关税升级拖累8月工业生产



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 各行业工业增加值同比增速较上月变化



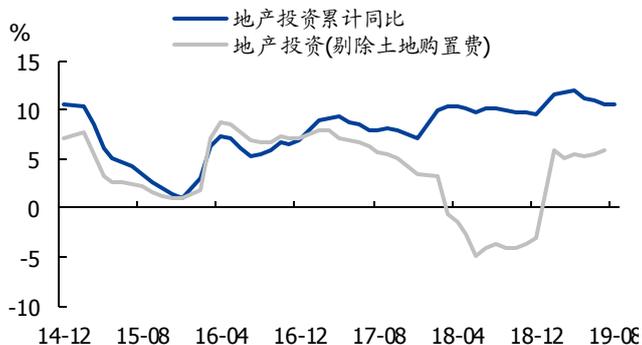
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二问：房地产投资维持高位，何时会明显回落？

8月地产投资增速小幅下滑、但仍居高位。8月房地产投资累计同比增速为10.5%，增速较1-7月份回落0.1个百分点，高于去年同期的10.1%，且处在2015年来同期最高水平。剔除土地购置费之后，1-7月地产投资累计同比为5.8%，高于1-6月的5.5%，处于近两年的次高位，表明地产投资对经济的拉动作用依然较强。

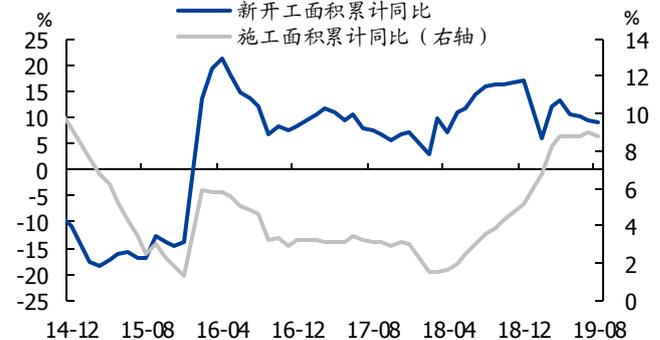
当前地产投资的强势表现与开发商加速推盘和居民提前贷款购房有关，预计10月将开始加速回落。一方面，7月12日发改委印发《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，对房企外债融资做出限制；8月8日银保监会印发《关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》，收紧房地产信托融资。在未来融资环境将进一步恶化的预期之下，地产商可能加快推盘以回笼资金，表现为7月和8月竣工面积和销售面积增速有所回升。另一方面，8月17日央行宣布将于10月8日起对新增房贷实施LPR加点的利率定价方式，出于对新政实施后房贷利率将提高的担忧，居民开始提前贷款买房，表现为8月新增居民中长期贷款较7月有所增加，同时房地产开发资金来源中居民按揭贷款的增速也提升了0.5个百分点，从而对地产投资形成了支撑。往后看，随着在建楼盘陆续竣工以及居民“抢贷款”的消退，同时地产融资收紧的影响将逐步显现，预计地产投资增速将从10月开始加速放缓，全年地产投资增速有望降至6-8%左右。

图表 4: 1-7月建安投资增速仍处高位



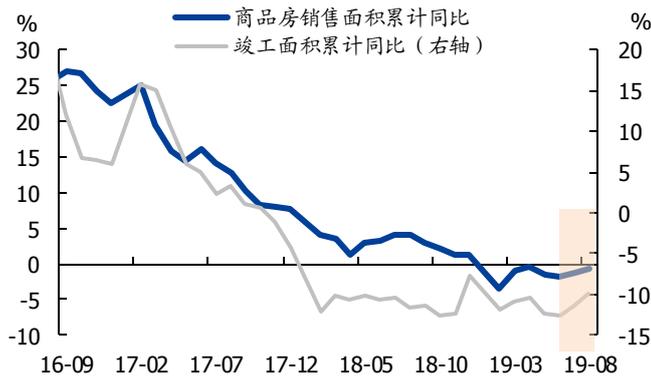
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 8月地产新开工和施工面积增速有所下滑



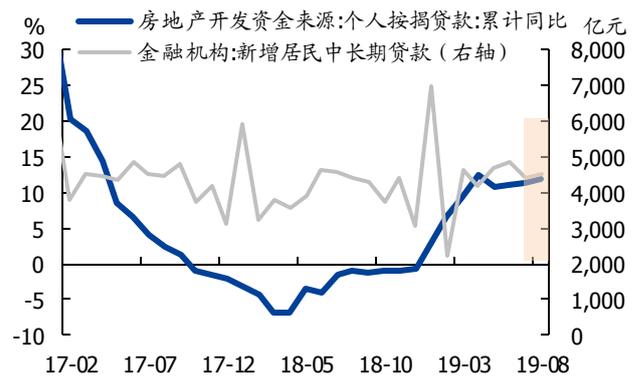
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 7月和8月地产销售和竣工面积有所回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 8月居民住房按揭贷款有所增加



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三问：基建投资小升，后续反弹空间还有多大？

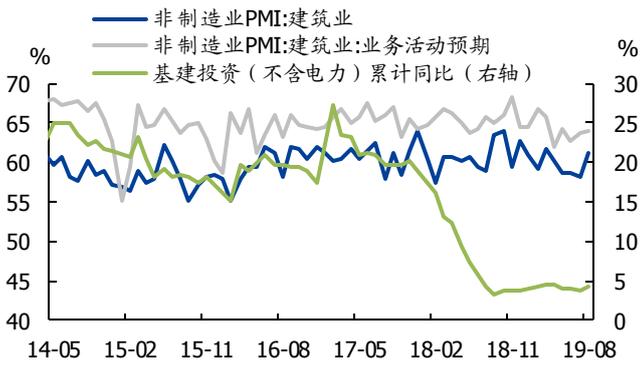
今年1-8月狭义基建投资累计同比增长4.2%，较1-7月小幅回升0.4个百分点；广义基建累计同比增长3.19%，较前值回升0.28个百分点。8月基建投资增速回升既有基建加码因素，也离不开去年低基数的支撑。往后看，倾向于认为年内基建投资仍将继续企稳回升，主要源于融资和需求端两方面支撑，但回升幅度有限，全年有望升至6-8%。

一方面，从融资端来看，除非标部分，表内贷款和专项债在极力弥补缺口。8月新增企业中长贷4285亿元，同比多增860亿元。鉴于制造业投资需求仍弱，房地产收紧，企业贷款中投放到基建的比例有望提升。此外，8月发改委申报项目数量提升，建筑业景气度向好，也指向基建贷款需求预计走高。

8月新增地方专项债3194.48亿元，新发行企业债中超过一半以上以土木工程建筑业为主，也指向基建全面扩充资金来源，企稳回升可期。对于专项债，6月10日专项债新规“允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金”，9月4日国常会专项债支持基建力度加码，部署限制专项债用于土储及房地产相关项目，未来专项债中投向基建项目的占比有望大幅提升。如果以6月之后发布的专项债为测算对象，假设6-8月12900亿元中用于基建的专项债比例为33%，9-12月该比例提升为100%，同时用于基建的专项债中30%-60%用来作项目资本金，资本金占项目比例为25%，测算表明可撬动的基建项目投资为6300亿元-12600亿元。倾向于认为，至年底小口径基建增速预计回升至6%-8%。

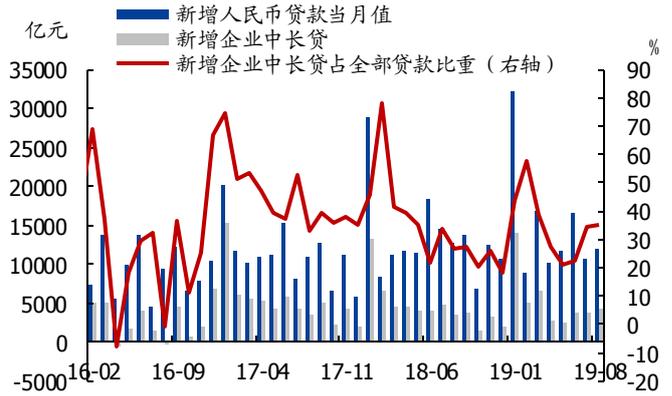
另一方面，从需求端来看，中国的基建存量、公路和铁路密度与发达国家相比还有较大差距，基建补短板空间仍高。一方面，9月16日统计局表示中国的基础设施增长还有很大潜力，整体存量水平大约相当于发达国家的30%，民生领域也有很大空间。另一方面，截至2017年，中国的铁路总里程和公路里程均明显低于美国，铁路密度不及美国的一半，公路密度为0.51公里/平方公里，低于美国的0.73公里/平方公里，公路和铁路建设具备空间。

图表 8: 建筑业景气度有所回升



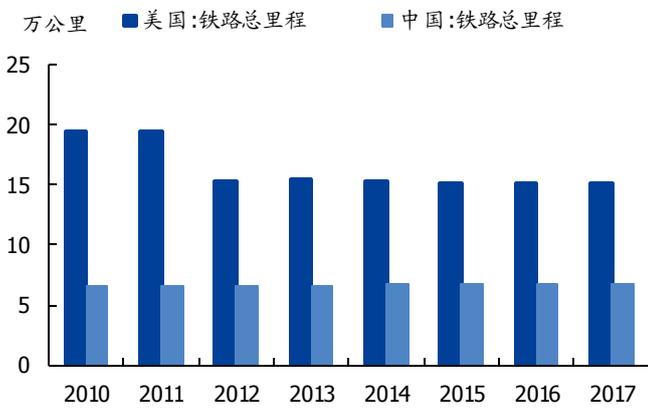
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 企业中长贷超季节性增长



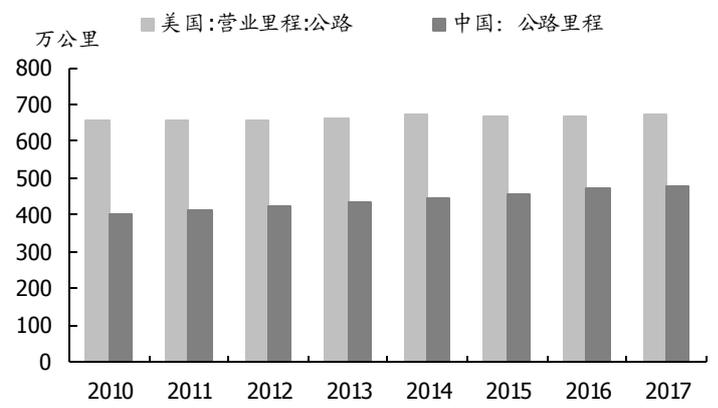
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 中国铁路总里程数长期低于美国



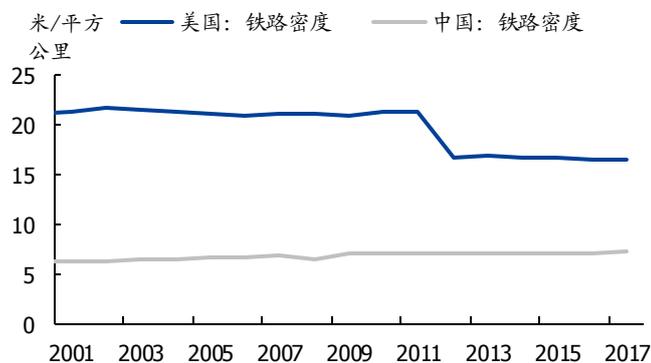
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 中国公路里程低于美国



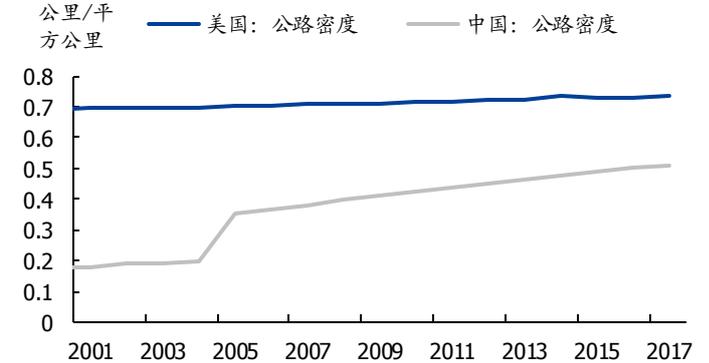
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 中国铁路密度不及美国一半



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 中国公路密度低于美国

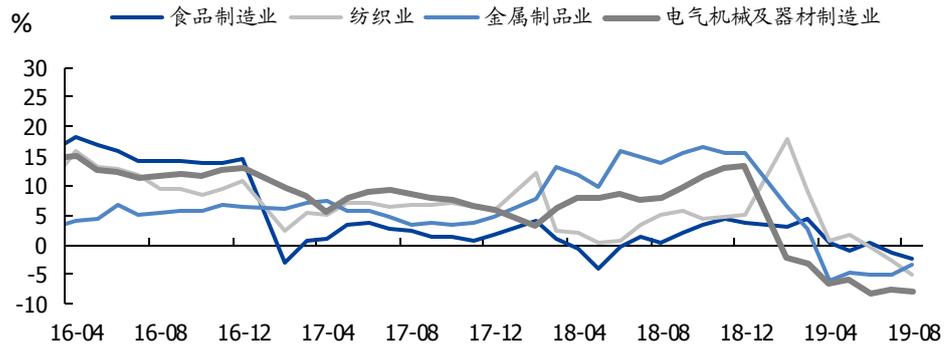


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

四问：制造业投资大降，会趋势性再跌么？

8月制造业投资大降，民间投资续弱。1-8月固定资产投资同比增长5.5%，增速较1-7月回落0.2个百分点，较2018年同期回升0.2个百分点。1-8月民间投资累计同比下降0.5个百分点至4.9%；制造业投资累计同比下降0.7个百分点至2.6%。分行业看，制造业投资增速较去年同期下滑幅度较高的行业为农副食品加工业、纺织业、金属制品业、电气机械及器材制造业等。

图表 14: 8月制造业投资下滑较多的分项



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

8月制造业投资增速回落主因内外需走弱。外需方面，8月中美贸易摩擦继续升级，出口交货值反映出口意愿低迷。8月15日，美国宣布对自中国进口的约3000亿美元商品加征10%关税；8月23日，美国决定自10月1日对2500亿美元中国进口商品关税从25%升至30%，原定9月1日生效的剩余3000亿美元中国进口商品的关税从10%升至15%。数据层面，8月工业企业出口交货值当月同比大幅下滑6个百分点至-4.3%，指向8月工业企业出口信心减弱。此外，本月制造业投资下滑较多的农副食品加工业、纺织业、金属制品业等行业出口交货值增速也累计下滑，指向外需可能是拖累制造业投资的因素之一。

图表 15: 外需拖累8月制造业投资

% ——— 工业企业出口交货值当月同比 ——— 工业企业出口交货值累计同比

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_10077



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn