

供需整体偏弱，逆周期政策效果待观察

数据：8月社会消费品零售总额当月同比7.5%（前值7.6%），累计同比8.2%（前值8.3%）；8月固定资产投资当月同比4.3%（前值5.2%），累计同比5.5%（前值5.7%）；8月工业增加值当月同比4.4%（前值4.8%），累计同比5.6%（前值5.8%）。

1、投资：基建投资回升、制造业、房地产投资小幅回落，固定资产投资总体回落。固定资产投资当月、累计同比均回落。其中，基建投资回升，在逆周期政策引导下预计仍有一定支撑；制造业投资回落，虽盈利处于筑底阶段，但需求偏弱下再度回升幅度有限；房地产投资在资金来源制约下回落，但增速高于整体固定资产投资。具体来看：**（1）基建投资回升。**水电气、交通运输增速回升，水利环保业增速小幅放缓，基建增速再度回升。交通运输行业内铁路运输业增速放缓、道路运输增速加快。总体来看，在政策引导下基建投资回升力度增加。**（2）制造业投资增速回落。**其中医药、计算机通信小幅回升，但在化学制品、汽车、通用与专用设备增速放缓带动下，制造业投资当月、累计同比均回落。往前看，虽然制造业企业盈利处于筑底阶段，但在需求偏弱的情况下，制造业投资再度回升幅度相对有限。**（3）房地产投资小幅回落。**建安投资相对稳定、土地购置面积降幅收窄。前期土地购置下降的背景下，土地购置费对房地产投资的下拉效应依然存在。此外，在房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将逐步放缓。

2、消费：汽车消费跌幅扩大，建筑装潢、家电、通讯等消费边际改善，8月社零整体小幅回落。汽车消费下滑依然是拖累社零增速的主因，但建筑装潢、家电类消费等有所支撑。从分项上看，日常消费、地产链条类消费回升，石油制品消费有所下行。

3、工业：8月工业生产同比回落，表明生产依然偏弱。从结构来看，公用事业、采矿业、制造业增速均出现下滑。

4、整体：8月投资、消费、生产均走弱，逆周期政策支持下基建企稳回升。

（1）经济下行压力确实存在。从调查数据来看，8月官方制造业PMI（49.5）、新订单（49.7）均较前值下降。从实际数据来看，投资方面，制造业投资依然偏弱，弱需求是部分制约，另一个制约则在于实际利率的被动走高（2019年以来虽然名义利率持续下降，但在PPI通缩压力加大下，实际利率被动攀升，2019年8月为4.75%，较去年同期上升了4.12个百分点）；房地产投资方面，当前建安投资仍有一定支撑，但在土地购置面积持续下滑，叠加房地产政策的层层收紧下，地产投资走弱的方向是确定的。同时，在全球经济走弱的背景下，外需也难以乐观。**（2）在私人部门投资和消费意愿低迷的情况下，政策逆周期调节正在发挥作用。**虽然今年财政支出、地方专项债前移，但基建总体偏弱，部分原因在于配套资金落实较慢，叠加地方政府扩张意愿偏弱。随着7月政治局会议对经济下行压力加大的明确，基建配套资金出现改善迹象。可以看到，8月建筑业PMI明显回升（+3至61.2）。从基建资金来源看，8月城投债净融资1400亿元，也较此前明显回升（6月、7月分别为432亿元、574亿元）。8月地方政府专项债3213亿元，连续三个月维持在3000亿元以上。此外，8月企业中长期贷款的边际改善，部分也与基建等专项资金的配套落实有关。9月4日，国常会也明确“加强项目管理，防止出现‘半拉子’工程”。总体来看，基建回升的方向是确定的，但基建对经济的总体趋势依然是“托而不举”，力度可能相对有限，不可抱太高期望。全年来看，基建增速有望回升至5%。面临当前的经济下行压力，逆周期政策方面，需要货币与财政宽松（如中央政府加杠杆）来发挥合力，预计年内降息降准的货币政策操作仍将继续。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1: 国金宏观 8 月经济数据点评

经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	7月	8月	1-7月	1-8月	
社零	9.8	7.6	8.4	8.3	汽车消费跌幅扩大, 建筑装潢、家电、通讯等消费边际改善, 8月社零整体小幅回落。汽车消费下滑依然是拖累社零增速的主因, 但建筑装潢、家电类消费等有所支撑。从分项上看, 日常消费、地产链条类消费回升, 石油制品消费有所下行。
投资	6.3	5.2	5.8	5.7	基建投资回升, 制造业投资、房地产投资小幅回落, 固定资产投资总体回落。固定资产投资当月、累计同比均回落。其中, 基建投资回升, 在政策引导下预计仍有一定支撑; 制造业投资回落, 虽盈利处于筑底阶段, 但需求偏弱下再度回升幅度有限; 房地产投资在资金来源制约下回落, 但增速高于整体FAI。
民间投资	6.8	3.9	5.7	5.4	民间投资意愿依然偏弱。同制造业投资回落一致, 在总需求偏弱的背景下, 民间投资当月、累计同比均小幅回落。且从绝对量来看, 民间投资增速依然偏低。
基建投资	3.9	2.7	3.0	2.9	基建投资回升。水电气、交通运输增速回升, 水利环保业增速小幅放缓, 基建增速再度回升。交通运输行业内铁路运输业增速放缓、道路运输增速加快。总体来看, 在政策引导下基建投资回升力度增加。
制造业投资	3.8	4.7	3.0	3.3	制造业投资增速回落。其中医药、计算机通信小幅回升, 但在化学制品、汽车、通用与专用设备增速放缓带动下, 制造业投资当月、累计同比均回落。往前看, 虽然制造业企业盈利处于筑底阶段, 但在需求偏弱的情况下, 制造业投资再度回升幅度相对有限。
房地产投资	10.0	9.0	10.9	10.6	房地产投资小幅回落, 建安投资增速相对稳定, 土地购置面积降幅收窄, 但在前期土地购置下降的背景下, 购置费下拉效应依然存在。此外, 在房地产开发资金来源约束下, 房地产投资增速预计将逐步放缓。
新开工面积	8.9	6.6	10.1	9.5	商品房销售面积累计降幅虽收窄但仍偏低, 新开工面积当月、累计同比均回落。
资金来源	5.7	5.8	7.2	7.0	商品房销售累计降幅收窄, 定金增速回落, 按揭贷款增速小幅回升, 虽然自筹资金增速小幅回升, 但总体来看房地产资金来源增速放缓。
商品房销售面积	(2.3)	1.2	(1.8)	(1.3)	当月商品房销售面积回升带动销售额增速回升; 从累计同比来看, 商品房销售虽边际改善但力度不高。近期政治局会议再度明确房地产严调控政策, 叠加棚改货币化安置力度减弱, 30大中城市商品房销售面积当月、累计同比均走弱, 商品房销售仍不乐观。
商品房销售额	4.2	9.8	5.6	6.2	
出口	(1.3)	3.3	0.1	0.6	出口转负, 进口仍弱。8月出口当月同比再度转负, 主要原因在于我国对美出口大幅下降。8月进口当月同比小幅下跌, 整体依然较弱, 主要原因在于国内需求不振。
进口	(7.3)	(5.3)	(4.2)	(4.4)	
工业增加值	6.3	4.8	6.0	5.8	8月工业生产当月同比回落, 表明生产依然偏弱。从结构来看, 公用事业、采矿业、制造业增速均出现下滑。
出口交货值	1.9	1.7	4.2	4.1	出口交货值当月同比下行, 可能预示着9月出口将继续下降。
发电量	2.8	0.6	3.3	3.0	发电量当月同比回升, 但累计同比仍然下行。表明生产仍弱, 但边际改善。
粗钢产量	10.0	5.0	9.9	9.0	粗钢生产当月、累计同比均上升, 原因在于基建以及建安投资有所支撑。
人民币汇率 (贬值-)	(0.3)	(3.8)	(0.3)	(4.1)	8月人民币兑美元贬值。8月人民币贬值主要原因在于中美贸易摩擦升级, 叠加美元指数依然保持强势。
M1	-	-	4.4	3.1	地产受限背景下的信用改善具备一定持续性。信贷: 总量上, 信贷季节性回升, 但力度弱于去年同期; 结构上, 企业中长期贷款改善是最大亮点。社融: 信贷季节性回升, 非标收缩放缓, 企业债融资继续改善, 地方专项债新增减少, 社融存量增速依然维持高位。M2: 居民、企业存款回升, 财政存款回落, 但均弱于季节性, M1、M2均上升。
M2	-	-	8.5	8.1	
信贷 (万亿)	1.7	1.1	9.7	10.7	
社融 (万亿)	2.3	1.0	13.2	14.2	
CPI	2.7	2.8	2.2	2.3	GDP平减指数下行, 降息概率仍高。8月CPI当月同比维持高位, 主要原因在于猪肉价格涨幅超季节性以及蔬菜价格季节性上涨。8月PPI当月同比跌幅扩大, 主要原因在于全球需求走弱叠加中美贸易摩擦升级的背景下, 原油、钢铁、煤炭、水泥等工业品价格均出现下跌, 且去年同期整体基数较高。
PPI	0.0	-0.3	0.3	0.2	
制造业PMI	49.4	49.7	-	-	需求偏弱, 价格的持续回落是关注点。8月制造业PMI较上月下降, 依然位于收缩区间, 生产扩张减速, 需求进一步收缩, 价格环比走弱, 制造业景气度依然趋弱。8月非制造业商务活动上行, 服务业景气度回落, 建筑业景气度回升。
非制造业PMI	54.2	53.7	-	-	
综合PMI	53.0	53.1	-	-	

来源: 国家统计局, 财政部, 中国人民银行, 中国货币网, Wind, 国金证券研究所

正文如下:

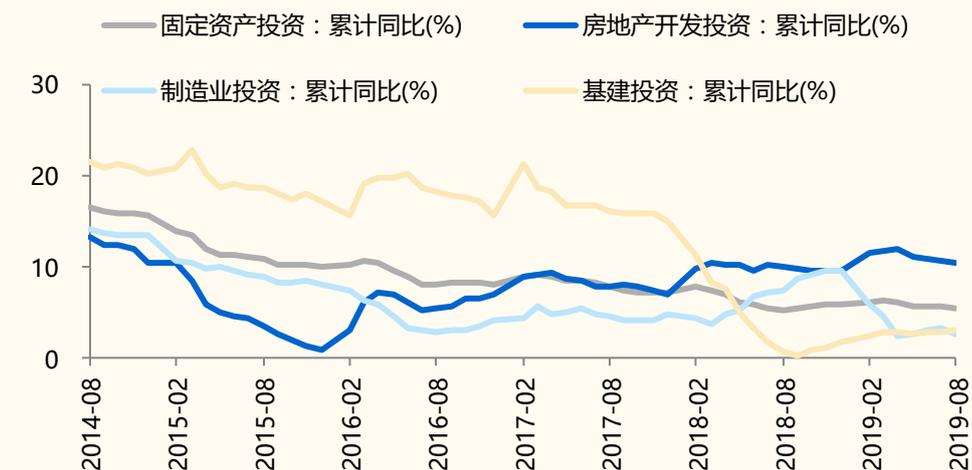
1、基建投资回升、制造业投资、房地产投资小幅回落，固定资产投资总体回落。固定资产投资当月、累计同比均回落。其中，基建投资回升，在逆周期政策引导下预计仍有一定支撑；制造业投资回落，虽盈利处于筑底阶段，但需求偏弱下再度回升幅度有限；房地产投资在资金来源制约下回落，但增速高于整体固定资产投资。

(1) 基建投资回升。水电气、交通运输增速回升，水利环保业增速小幅放缓，基建增速再度回升。交通运输行业内铁路运输业增速放缓、道路运输增速加快。总体来看，在政策引导下基建投资回升力度增加。具体来看：1) 交运行业累计同比升至 5.5% (前值 4.6%)，其中铁路运输业增速降至 11.0% (前值 12.7%)，道路运输业增速升至 7.7% (前值 6.9%)；2) 水利大环保行业累计同比涨幅降至 2.4% (前值 2.6%)，其中权重最大的公共设施管理业增速转负至-0.3% (前值 0.1%)，水利管理业增速升至 0.7% (前值-0.3%)。往前看，在逆周期政策引导下基建投资有望进一步回升。

(2) 制造业投资增速回落。其中医药、计算机通信小幅回升，但在化学制品、汽车、通用与专用设备增速放缓带动下，制造业投资当月、累计同比均回落。往前看，虽然制造业企业盈利处于筑底阶段，但在需求偏弱的情况下，制造业投资再度回升幅度相对有限。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计同比升至 7.4% (前值 6.9%)，计算机通信行业累计同比升至 11.1% (前值 10.5%)；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比降至 1.5% (前值 1.8%)，铁路船舶行业累计同比跌幅收扩大至-10.7% (前值-10.4%)；3) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比-9.4% (前值-7.6%)，食品制造累计同比-2.2% (前值-1.4%)；4) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比跌幅扩大至-4.3% (前值-3.8%)。

(3) 房地产投资小幅回落。建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅收窄，但在前期土地购置下降的背景下，土地购置费对房地产投资的下拉效应依然存在。此外，在房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将逐步放缓。

图表 2: 固定资产投资累计同比回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

2、工业生产当月同比继续走低，表明生产仍然偏弱。8月工业增加值当月同比再度回落，表明工业生产仍然偏弱。发电量和粗钢产量同比边际改善，但整体依然处于下行趋势当中。

(1) 从结构上看，采矿业增速下行较大，制造业和公用事业增速小幅下行。

采矿业当月同比涨幅收窄至 3.7% (前值 6.6%)，制造业当月同比下降至 4.3% (前值 4.5%)，公用事业部门当月同比下降至 5.9% (前值 6.9%)。

(2) 从制造业内部结构上看，传统制造业生产依然维持高位。

1) 新兴产业整体下行。其中医药制造业当月同比下行至 1.2% (前值 3.8%)，计算机、通信和电子行业当月同比下行至 4.7% (前值 6.1%)。

2) 装备制造业整体分化。其中汽车当月同比由负转正 4.3% (前值-4.4%)，金属制品业当月同比涨幅收窄至 0.9% (前值 4.2%)，运输设备业当月同比下降至 7.8% (前值 15.7%)，电器机械器材业当月同比升至 10.0% (前值 7.6%)。

3) 通用专用设备制造业下行。其中通用设备制造业当月同比下降至 0.0% (前值 0.7%)，专用设备制造业当月同比下降至 3.3% (前值 4.0%)。

4) 轻工业下行。其中农副食品加工业当月同比下降至 0.0% (前值 1.5%)，食品制造当月同比下行至 5.0% (前值 7.3%)，纺织业工业当月同比下降至 0.1% (前值 1.2%)。

5) 传统制造业维持高位。黑色金属冶炼及压延加工业增加值当月同比上升至 10.4% (前值 10.0%)，有色金属冶炼及压延加工业当月同比下降至 8.5% (前值 10.3%)，非金属矿物制品业当月同比下降至 8.1% (前值 8.7%)。

(3) 规模以上工业企业出口交货当月同比转负。规模以上出口交货值当月同比下降至-4.3% (前值 1.7%)。

图表 3: 工业增加值当月同比回落



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 汽车和黑色金属当月同比上升



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

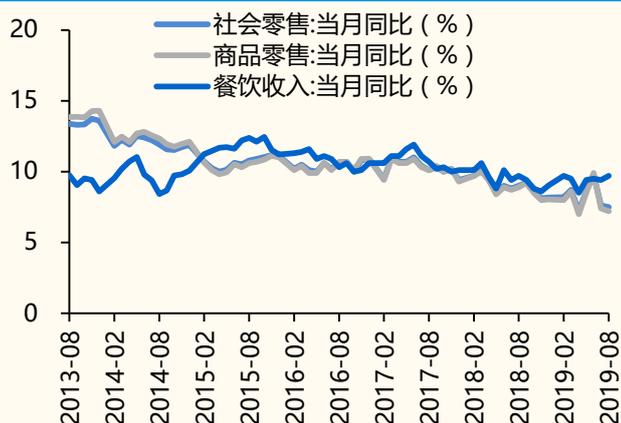
3、汽车消费增速跌幅扩大，导致8月社零增速小幅下行。汽车消费下滑依然是拖累社零的主因，但建筑装潢类消费等边际上一定支撑。从分项上看，日常消费、地产链条类消费回升，石油制品消费有所下行。

(1) 地产链条整体上行。建筑装潢材料当月同比下降至 5.9% (前值 0.4%)；家具当月同比收窄至 5.7% (前值 6.3%)；家电当月同比上行至 4.2% (前值 3.0%)。

(2) 升级型消费整体分化。通讯类消费同比上升至 3.5% (前值 1.0%)；中西药同比下行至 7.7% (前值 11.6%)；石油及制品类消费下行至-1.2% (前值-1.1%)。

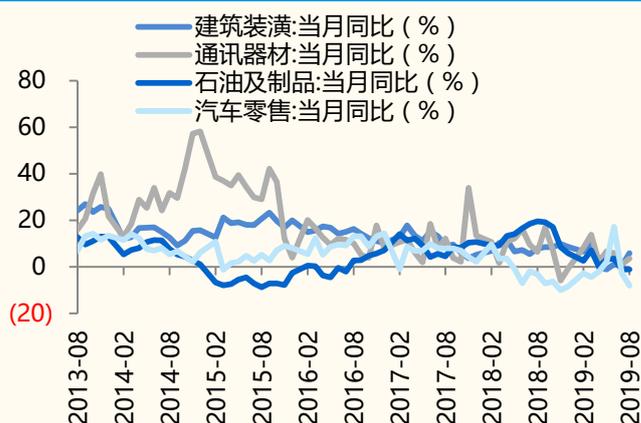
(3) 汽车消费跌幅扩大。汽车消费当月同比跌幅扩大至-8.1% (前值-2.6%)。

图表 5: 消费当月同比小幅下行



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 6: 汽车、地产类链条、升级型消费整体分化



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

风险提示:

1. 财政宽松力度不足, 减税降费力度不够或者执行力度不够, 难以对冲经济下行压力, 导致企业盈利进一步下降, 失业等问题加剧;
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升, 同时物价下滑, 实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力;
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧, 令政策层面对经济增长的压力上升, 导致阶段性经济增长失速;
4. 房地产市场持续收紧, 叠加资管新规严格执行程度超预期, 可能造成部分金融机构出现风险, 从而导致系统性风险发生概率上升;
5. 中美贸易摩擦升温, 对双方需求形成较大冲击; 美联储如果加息速度和幅度高于市场预期, 将推升美元大幅上升, 资本流入美国, 新兴市场将再度面临资本流出, 可能诱发风险。

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_10083



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn