

8月制造业投资的“异常”与“回归”

9月制造业投资前瞻

8月制造业投资的单月同比增速从7月的-3.1%跳升至8月的5.0%，远超市场预期。我们认为8月的制造业大幅修复较为“异常”，9月可能回到单月同比略小于零的状态。

- **8月制造业投资超预期修复略显蹊跷。**8月制造业投资的单月同比增速从7月的-3.1%跳升至8月的5.0%，远超市场预期。制造业在固定资产投资中占比高于基建和地产，且多为民营微观主体，相较基建地产的政策驱动，更多代表着内生动能。然而在其它宏观指标平稳、去年基数正常的情况下，如此快速的修复略显蹊跷。
- **贡献主要来自“残差”分项“其它制造业”。**①细项拆分下，“其它制造业”8月单月同比超过300%，远超其它分项，单月投资额也从300亿大幅放大至历史极值1600亿元；②从贡献度来看，“其它制造业”贡献了7个百分点的增速，换言之若剔除该部分，“可比口径”的8月制造业投资将从7月的-3%“温和”修复至本月的-2%；
- **“其它制造业”高波动后或“均值回归”。**从历史来看：①“其它制造业”较制造业投资整体，增速波动明显较大，但300%的增速仍历史罕见，而1600亿元的投资额更是前所未有（此前均在300-400亿）；②“其它制造业”有明显的向整体“均值回归”的特点，异常高增速后多向整体回归；③从统计来看，“其它制造业”多为杂项、残差项，如此快速的投资放量可能不具备明显的经济含义。综合判断，我们认为8月的制造业大幅修复较为“异常”，9月可能单月同比回到略小于零的状态。
- **风险提示：**美国大选的不确定性、海外疫情风险、重大意外事件造成纳入指数失败。

相关研究报告

《从指数基金产品入手构建可投资的大类资产配置池》 20200924

《IBOR 进化论》 20200922

《贷款市场报价利率（LPR）改革要点梳理》 20200921

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610)66229354

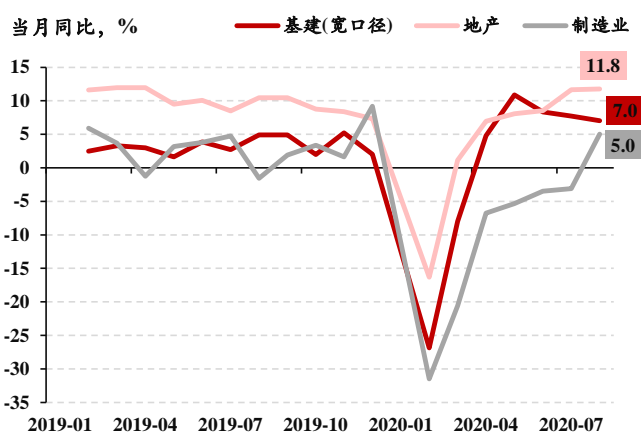
chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

8月制造业投资快速修复大超预期。8月经济和金融数据被市场普遍认为较强，除了金融数据中中长贷占比较高外，实体层面最为超预期的是制造业投资的快速修复。从单月同比的角度，在基建（广口径）逐月回落、地产高位筑顶的情况下，制造业投资的单月同比增速从7月的-3.1%显著修复至8月的5.0%，远超市场预期。

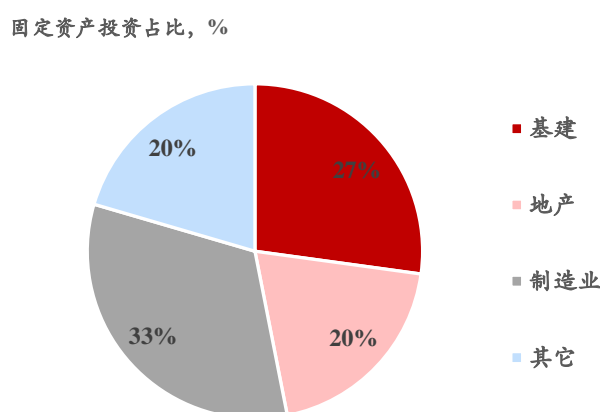
制造业投资的重要含义。①制造业投资占比高，可比口径下，制造业投资在固定资产投资占比约三分之一，明显高于基建和地产；②制造业多为民营微观主体，相较于受政策影响巨大的基建地产，更多的代表着内生动能。然而在其它宏观指标整体平稳，而去年同期没有明显基数效应的情况下，8月制造业出现如此快速的修复略显蹊跷。

图表 1. 8月制造业投资快速修复



资料来源：万得，中银证券

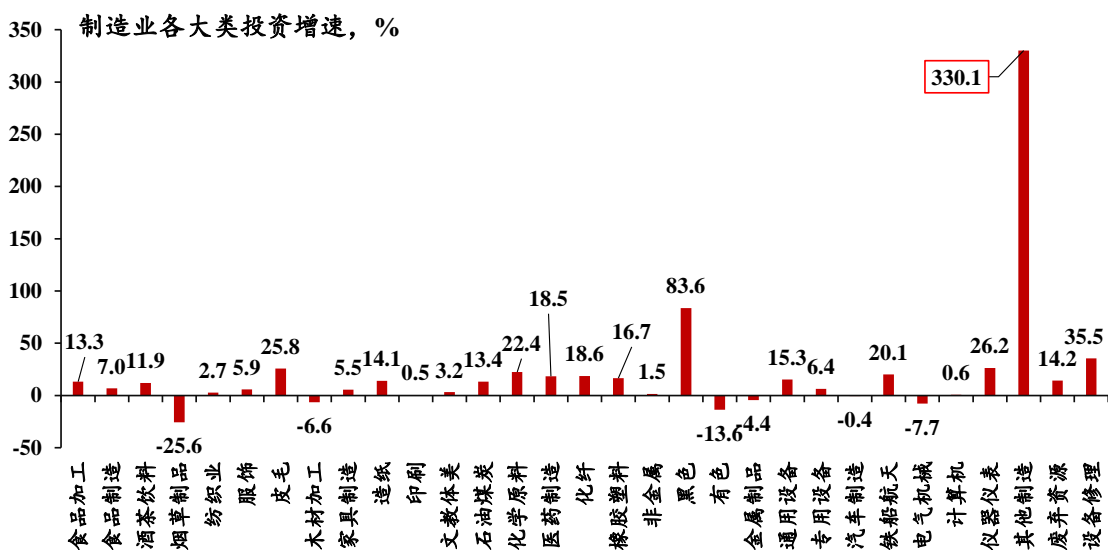
图表 2. 制造业在固定资产投资中占比最大 (2019)



资料来源：万得，中银证券

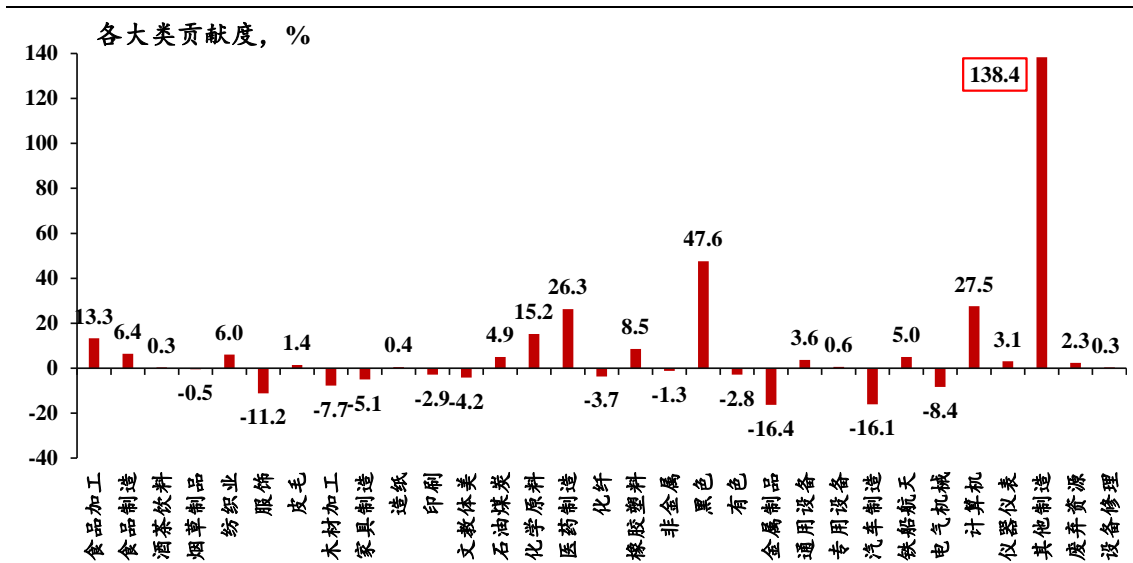
8月修复主要是分项“其它制造业”的贡献。①从拆分来看，“其它制造业”的增速远高于剩余分项，8月单月的同比增速超过了300%，单月投资额也从300亿的水平大幅放大至1600亿元；②从贡献度的角度（拉动占当月增速的比例），“其它制造业”分项的贡献度接近140%，换言之其它制造业对于8月同比的贡献达到7个百分点（5%*140%），如果剔除掉该部分，8月制造业投资只是从上月的-3%“温和”修复至本月的-2%。

图表 3. 各分项中，其它制造业的增速“异常”的高



资料来源：万得，中银证券

图表 4.8月，“其它制造业”对于整体制造业投资的同比贡献度超过 100%



资料来源：万得，中银证券

制造业如何划分？“其它制造业”包含哪些中类和小类？目前制造业的细分规则，参照的是 2017 年发布的国民经济行业分类，共 20 个门类，97 个大类，其中第三个门类 C 是制造业，13-43 这 20 个大类属于制造业，其中“其它制造业”是第 41 个大类。

具体来看，“其它制造业”包括 3 个中类：日用杂品制造、核辐射加工和其它未列明制造业，以及 4 个小类：毛刷清扫工具、其它日用杂品、核辐射加工、未列明。从具体项目和描述来看，多为其它大类没有统计的杂项、“残差项”。很难理解，这些项目在投资额度上会产生单月如此巨大的投资额提升。

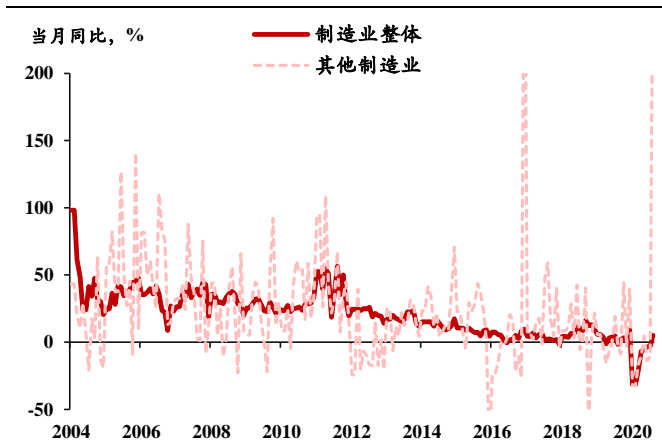
图表 5. 其它制造业的统计代码、类别和说明

门类	代码			类别	说明	
	大类	中类	小类			
制造业	41			其它制造业		
				411	日用杂品制造	
				4111	鬃毛加工、制刷及清扫工具制造	指用原毛加工成生产刷子类产品的成品毛的生产，或以成品毛和棕、金属丝、塑料丝等为原料加工制刷的生产，以及其他清扫工具的制造
				4119	其它日用杂品制造	指制伞及其他未列明的各种日常生活用品的生产活动
				412	4120	核辐射加工
419	4190	其它未列明制造业				

资料来源：国家统计局，中银证券

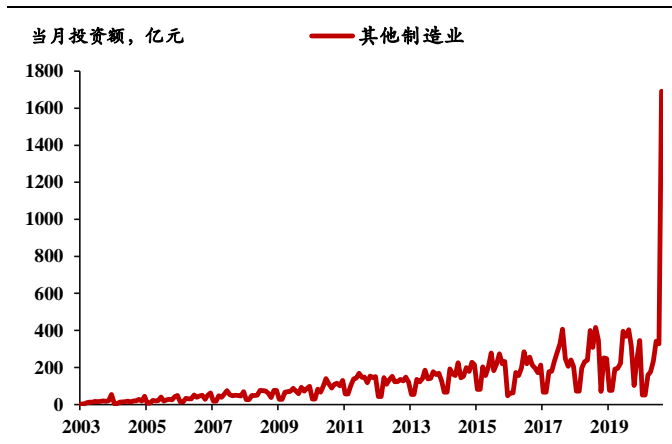
其它制造业：高波动和均值回归。从历史来看：①“其它制造业”投资增速较制造业整体的投资增速波动明显较大，但当月同比如此高的水平历史上也仅出现过一次（2016 年 12 月）；②而历史上“其它制造业”单月投资体量大致在 300-400 亿的水平，1600 亿元的投资额度前所未有；③“其它制造业”有明显的向整体“均值回归”的特点。**综合判断，我们认为 8 月的制造业大幅修复较为“异常”，9 月可能单月同比回到略小于零的状态。**

图表 6. 其它 VS 整体：波动与回归



资料来源：万得，中银证券

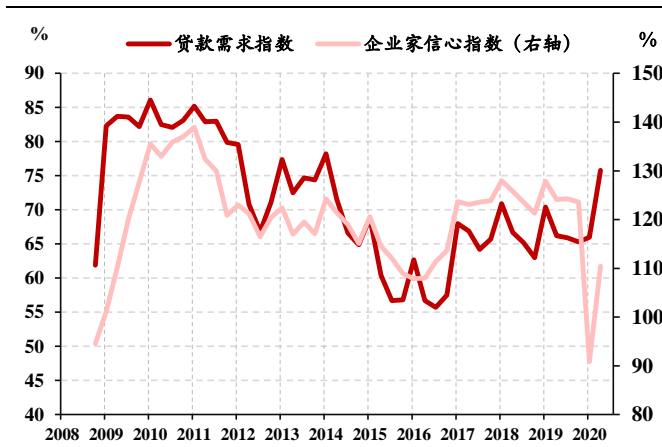
图表 7. 从单月投资额来看，8月是个历史异常值



资料来源：万得，中银证券

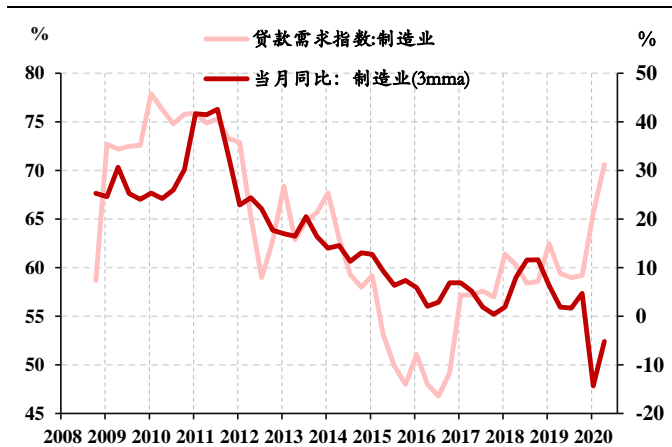
本轮宽信用中，贷款需求高而企业家信心低、制造业贷款需求高而制造业投资低，背离的背后，反映的是融资需求并非像以往周期那样来自投资需求，而是存在大量的流动性备付需求。这也可以解释以结构存款为代表的企业端套利（不花钱而是买理财），以及 M1 相对 M2 的“裂口”有待修复。整体上看，前期金融资源传导到实体企业后，需要较为缓慢进入实体、转化为实体动能。8月制造业的超预期修复应该是一个异常现象，温和复苏（方向不变、斜率放缓）仍是未来经济的基准情形。

图表 8. 融资需求和企业信心背离



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 制造业融资与投资背离



资料来源：万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

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_2294

