

固定收益研究/动态点评

2020年09月15日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.09
- 2《固定收益研究：社融数据大超预期为哪般？》2020.09
- 3《固定收益研究：水涝扰动消退，CPI 重回下行通道》2020.09

经济修复节奏加快，结构性问题仍存

2020年8月经济数据点评

核心观点

8月经济数据总体表现较好，其中工业生产、制造业和房地产投资较强，消费今年首次转正，基建投资“意外”走弱。伴随海外疫情日趋稳定、疫苗研发取得进展，国内经济从二季度开始的渐进修复，速率正在加快。总体特征仍是生产强于需求，基建投资迟迟不见起色、汽车以外消费依然负增，是后续需要解决的问题。而房地产投资依旧强劲，预计在生产热度和地产韧性的加持下，四季度经济进一步改善，下半年GDP增速在6%以上。

生产：工业生产加快修复，行业分化有所收敛

8月工业增加值同比增长5.6%，高于前值4.8%和Wind一致预期5.4%，其原因在于低基数、洪灾对供给影响减退以及出口和固定资产投资增速处于全年高位。行业层面，汽车、高技术产业增加值增速高位放缓，传统劳动密集行业和周期行业增加值增速有所提高。后续来看，我们认为生产端的积极因素将逐渐转向内外需共振的节奏，周期行业和传统出口行业有望继续修复，出口替代行业或逐渐收缩但仍将高于整体增速并对工业增加值形成支撑。工业增加值环比预计继续放缓但高于疫前水平，短期工业增加值增速仍存在一定的上升空间，但恢复至疫前走势的进程预计仍较为缓慢。

投资：制造业显著提速、地产韧性仍强、基建有所放缓

1-8月固定资产投资累计同比-0.3%，制造业-8.1%、地产4.6%、基建-0.3%。当月同比，制造业、地产、基建投资分别为5%、11.8%、4%。制造业投资年内首次实现正增长，较前值-3.1%大幅改善。需求持续向好、盈利增速扩大与制造业中长期融资引导政策修复企业投资意愿，其中医药投资高位提速或与疫苗备产有关；地产投资韧性十足，短期内居民购房抢跑、银行加快按揭审批、房企加速推盘节奏，助推销售走热并填补开发资金缺口，棚改专项债恢复发行也对地产投资存在支撑；水利投资拖累基建意外走弱，但国务院已对重大水利工程作出部署，我们预计基建放缓不具有持续性。

消费：社交经济加速修复、地产消费整体低迷

8月社会消费品零售总额当月同比0.5%，较上月走高1.6个百分点、疫情以来首次转正。我们认为消费加速一是得益于国内防疫成果，消费场景基本放开，二是出国游受限，部分消费需求留在国内释放；三是股市进入震荡期，对消费的影响由虹吸效应转为赚钱效应。分类别看，通讯器材表现依然突出、社交经济消费加速修复、地产相关消费表现整体低迷。在疫苗捷报频传、国内疫情保持稳定的环境下，防疫心理解除，“宅经济”对立的“社交经济”消费可能有较大弹性。不过，失业率、收入增速尚未回归常态，居民储蓄相较消费的意愿明显偏高，仍约束消费回暖的速度与高度。

就业：整体就业改善，大学生就业压力依旧突出

8月全国城镇调查失业率5.6%，较上月下降0.1个百分点，其中25-59岁就业主体人口的城镇调查失业率为4.8%，较上月下降0.2个百分点。从重点就业人群来看，8月外来农业户籍人口调查失业率为5.4%，较上月下降0.3个百分点，但高校毕业生失业率继续攀升。我们认为，整体失业率和农民工失业率的改善反映出稳就业政策下，灵活就业、新型就业和平台经济等新业态为就业改善创造了良好条件。但整体失业率与疫情前仍存在较大差距，大学生群体就业情况依旧不容乐观，且我们在前期提到的隐性失业问题依旧存在，仍可能约束宏观政策的退出节奏。

风险提示：疫苗失败、政策收紧。

事件

2020年9月15日，国家统计局发布8月经济数据：

- 1) 8月工业增加值同比5.6%（前值4.8%）；
- 2) 1-8月固定资产投资累计同比-0.3%（前值-1.6%），其中制造业投资同比-8.1%（前值-10.2%）、基建(不含电力)投资同比-0.3%（前值-1%）、房地产投资同比4.6%（前值3.4%）；
- 3) 8月社会消费品零售总额同比0.5%（前值-1.1%）；
- 4) 8月份全国城镇调查失业率5.6%（前值5.7%）。

图表1：8月经济数据概览

宏观指标	市场预期	20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10	19-09	19-08	19-07	19-06	
GDP	单季 %			3.2			-6.8			6.0			6.0			6.2	
工业增加值	单月 %	5.4	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-13.5		6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3
调查失业率	单月 %		5.6	5.7	5.7	5.9	6.0	5.9	6.2		5.2	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	5.1
固定资产投资	累计 %	-0.4	-0.3	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5		5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8
	单月 %	2019口径	8.5	7.4	5.4	3.8	0.7	-9.5	-24.5		11.8	5.2	3.4	4.7	4.2	5.1	6.3
制造业投资	累计 %		-8.1	-10.2	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5		3.1	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	3.0
	单月 %		5.0	-3.1	-3.5	-5.3	-6.7	-20.6	-31.5		9.2	1.6	3.4	1.9	-1.6	4.7	3.8
基建投资(不含电力)	累计 %		-0.3	-1.0	-2.7	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3		3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	4.1
	单月 %		4.0	7.9	6.8	8.3	2.3	-11.1	-30.3		1.9	2.3	2.0	6.3	6.7	2.3	4.4
房地产投资	累计 %		4.6	3.4	1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3		9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9
	单月 %		11.8	11.7	8.5	8.1	7.0	1.1	-16.3		7.4	8.4	8.8	10.5	10.5	8.5	10.1
社零	单月 %	0.5	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5		8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8
出口	单月 %	7.9	9.5	7.2	0.5	-3.3	3.5	-6.6	-17.2		7.6	-1.1	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	-1.3
进口	单月 %	0.4	-2.1	-1.4	2.7	-16.7	-14.2	-0.9	-4.0		16.3	0.3	-6.4	-8.5	-5.6	-5.6	-7.3
贸易差额	亿美元	523.4	589.3	623.3	464.2	629.3	453.4	199.0	-71.0		467.9	387.3	428.1	396.5	348.3	450.5	509.8
CPI	%	2.4	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	2.7
PPI	%	-2.0	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.0
信贷	亿元	12200	12800	9927	18100	14800	17000	28500	9057	33400	11400	13900	6613	16900	12100	10600	16600
社融	亿元	26600	35800	16900	34342	31900	30941	51492	8554	50674	21030	17547	6189	22700	19800	10100	22600
M2	%	10.8	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	8.5
M1	%		8.0	6.9	6.5	6.8	5.5	5.0	4.8	-	4.4	3.5	3.3	3.4	3.4	3.1	4.4

注：市场预期为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

点评

8月经济数据总体表现较好，其中工业生产、制造业和房地产投资强于预期，消费今年首次转正，基建投资弱于预期。伴随海外疫情日趋稳定、疫苗研发取得进展，中国经济从二季度开始的渐进修复，速率正在加快。总体特征仍然是供给（生产）强于需求，基建投资迟迟不见起色、汽车以外消费依然负增，是后续需要解决的问题。而房地产投资依旧表现强劲，预计在生产热度和地产韧性的加持下，四季度经济会进一步改善，下半年平均 GDP 增速在 6% 以上。

生产：工业生产加快修复，行业分化有所收敛

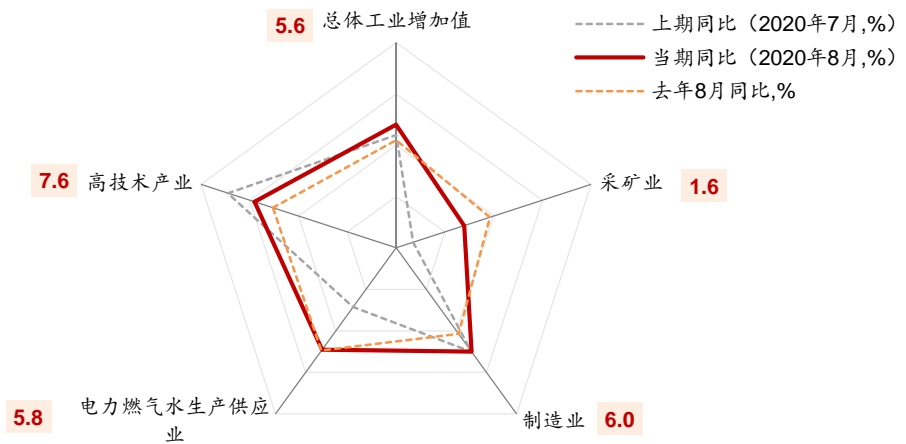
8月工业增加值同比增速 5.6%，高于前值 4.8% 和市场预期（Wind 一致预期为 5.4%）。分三大门类看，8月份，采矿业增加值同比增长由上月的-2.6% 上升至 1.6%；制造业增加值同比增长 6.0%，持平上月；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 5.8%，增速提高 4.1 个百分点。

我们认为工业生产加快修复的原因在于：第一，基数层面，去年 8 月生产低迷，形成较低基数；第二，供给层面，前期洪涝灾害的影响逐渐减弱，企业开工存在一定的补偿迹象，部分受影响行业如采矿业生产增速大幅提高。第三，需求层面，8 月出口处于全年高位，房地产和固定资产投资增速保持较快增长，消费转正，都对生产起到较强支撑。

环比层面，今年 8 月季调后的工业增加值环比增速为 1.02%，略高于 7 月份的 0.98%，但显著低于 4-6 月的 1.95%、1.31% 和 1.29%。说明工业修复的环比节奏较修复最快的 4-6 月有所放缓。

从具体行业来看，疫情后我国生产端出现明显的结构分化，高技术产业、汽车、出口替代行业等成为工业增加值的主要拉动，上述行业分化在8月份有所收敛。高技术产业增加值同比增速7.6%，较上月回落2.2个百分点，汽车行业增加值同比增速由7月的21.6%回落至14.8%，两者增速放缓但仍高于整体工业增加值增速。与此同时，劳动密集型行业如纺织业，以及周期行业如非金属矿物制造业、有色与黑色金属冶压加工业增加值同比增速均较上月有所提高。产品产量方面，8月消费和周期产品的产量上升较快，水泥、钢材、乙烯产量同比为6.6%、11.3%、8.6%，较7月分别上升3.0、1.4、5.6个百分点。行业分化的收敛一方面体现了外需逐渐恢复下传统出口行业逐渐修复，以及国内大循环推动下内需尤其是消费渐进复苏，另一方面说明海外复工有所推进，出口替代生产仍维持景气区间，但较前期增速有所放缓。

图表2：主要工业产品产量当期同比与上期同对比

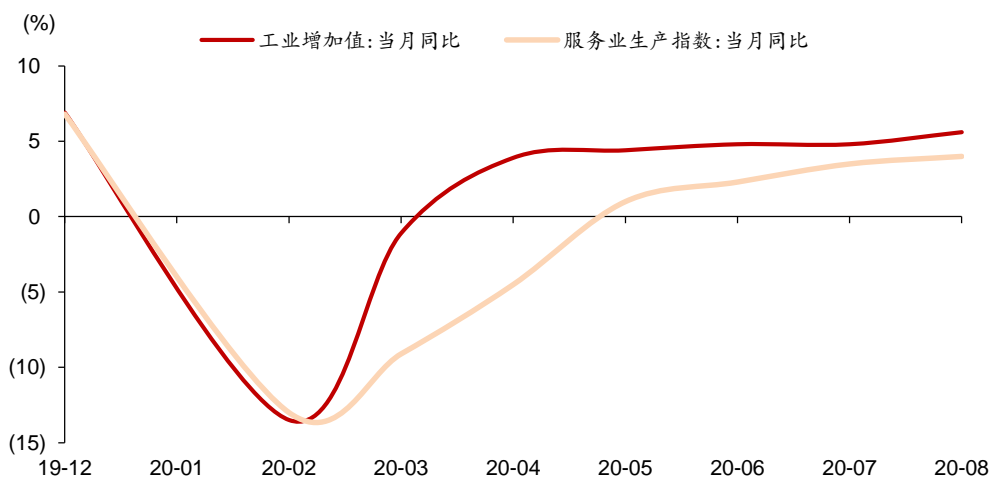


资料来源：Wind，华泰证券研究所

服务业层面，服务业生产指数同比增长4%，高于上月的3.5%，但仍低于2019年全年均值6.9%，说明服务业仍处于渐进性修复之中，但与疫情前水平仍有较大差距。

后续来看，我们认为生产端的积极因素将逐渐转向内外需共振的节奏，周期行业和传统出口行业有望继续修复，出口替代生产或逐渐收缩但仍将高于整体工业增加值增速并对工业生产形成支撑。工业增加值环比增速预计将继续放缓但仍高于疫情前水平，短期工业增加值增速仍存在一定的上升空间，但恢复至疫情前走势的进程预计仍较为缓慢。

图表3：工业与服务业生产表现

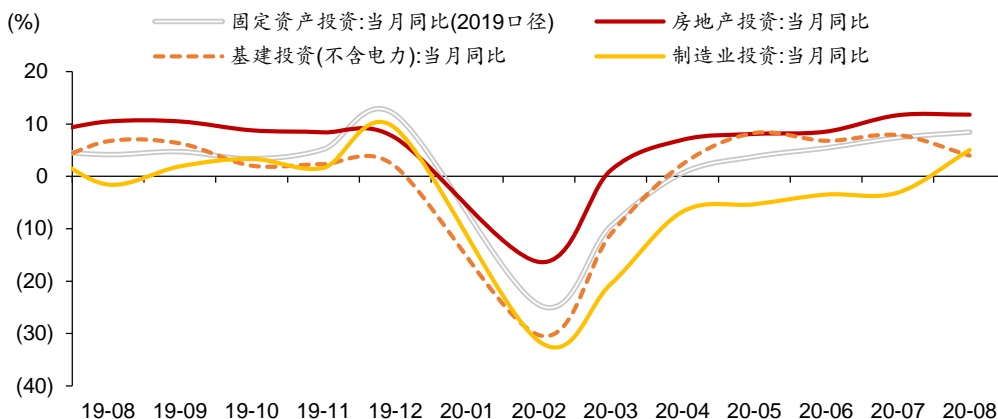


资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资：制造业显著提速、地产韧性仍强、基建有所放缓

1-8月整体固定资产投资同比-0.3%；其中制造业投资累计同比-8.1%，地产投资累计同比4.6%，基建投资累计同比-0.3%。据我们测算，8月制造业、地产、基建投资当月同比分别为5%、11.8%和4%，制造业显著提速、地产韧性仍强、基建投资有所放缓。

图表4：固定资产投资三大主要分项单月同比增速



注：固定资产投资单月数据以2019年为基期调整为可比口径计算

资料来源：Wind，华泰证券研究所

疫苗备产推动医药投资高位提速

1-8月制造业投资累计同比-8.1%，降幅收窄2.1个百分点，我们推算当月同比5%，走高8.1个百分点、年内首次实现正增长，较前值大幅改善。需求持续向好、盈利增速扩大与制造业中长期融资引导政策修复企业投资意愿。分行业看，医药和通信电子制造业投资增速仍然保持领先优势，累计同比分别高达18.3%、11.7%，尤其医药投资高位提速3.6个百分点，或与提前准备疫苗产能有关。此外，化学原料/农副加工/运输设备/纺织业投资累计同比也有逾3个百分点的提速，传统制造业投资开始出现加快回暖倾向。

制造业投资处在“需求-盈利-库存-产能”的链条末端，5月以来，在基建地产逆周期带动、外需好转的背景下，PPI持续回暖，工业企业利润维持正增长且不断走高。目前工业品库存偏高（同比增长7.4%）、产能利用率仍有提升空间（处于近八年1/3分位）是压制企业资本开支的两大因素。我们预计四季度或出现内外需小共振，有望加速库存去化、进一步激发企业产能扩张。但由于启动偏晚，全年制造业投资仍大概率负增长。

图表5：制造业投资累计同比部分行业概览（其他行业数据统计局尚未更新）

指标	较上期	20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	19-12	19-11
制造业投资	2.1	-8.1	-10.2	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5	3.1	2.5
上游										
有色金属加工	0.2	-6.3	-6.5	-9.6	-5.6	-9.7	-11.6	-17.3	1.2	-1.3
化学原料	3.2	-10.4	-13.6	-14.2	-17.8	-22.4	-30.8	-33.0	4.2	4.6
农副加工	3.8	-9.9	-13.7	-16.8	-22.9	-27.9	-32.8	-38.9	-8.7	-9.3
通用设备	2.5	-14.4	-16.9	-18.0	-20.2	-25.1	-32.1	-40.1	2.2	1.4
中游										
专用设备	1.6	-9.9	-11.5	-12.7	-15.2	-19.6	-27.1	-36.2	9.7	9.5
电气机械	1.0	-13.1	-14.1	-17.1	-20.1	-23.0	-27.8	-33.7	-7.5	-6.8
运输设备	4.8	-9.4	-14.2	-16.3	-21.5	-26.2	-31.6	-39.7	-2.5	-5.7
汽车	0.6	-19.3	-19.9	-20.9	-23.2	-22.9	-27.2	-41.0	-1.5	-0.4
下游										
食品	2.9	-6.6	-9.5	-12.6	-17.9	-21.5	-29.1	-35.1	-3.7	-4.8
纺织	3.5	-13.9	-17.4	-22.4	-26.2	-32.5	-37.1	-44.0	-8.9	-8.7
医药	3.6	18.3	14.7	13.6	6.9	-2.7	-11.9	-22.1	8.4	7.8
通信电子	1.0	11.7	10.7	9.4	6.9	1.1	-10.2	-8.3	16.8	13.8
金属制品	0.1	-15.4	-15.5	-16.5	-19.4	-23.8	-31.3	-38.1	-3.9	-3.8

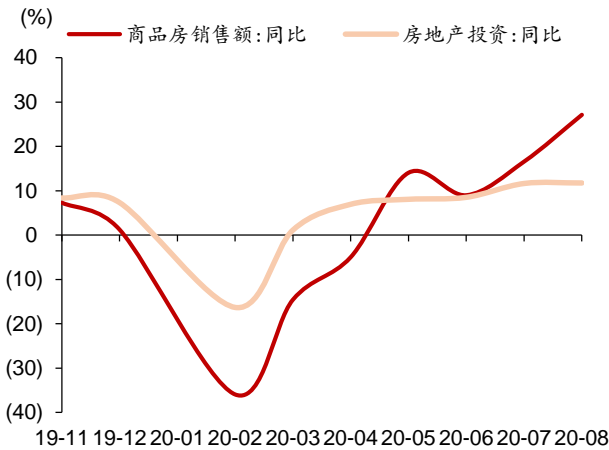
注：热力图数据单位为%；较上期为同比值的环比增减，单位为百分点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

房地产销售火热支撑投资韧性

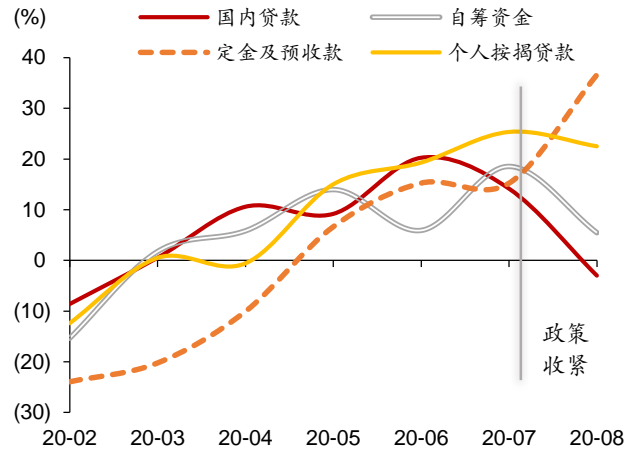
1-8月房地产开发投资累计同比4.6%，涨幅扩大1.2个百分点，我们推算当月同比11.8%，走高0.1个百分点。地产投资韧性十足，销售端火热提供有力支撑。7月以来房地产面临的政策环境明显偏负面，包括货币政策回归、房企融资约束、部分城市调控升级等。然而，短期内居民因担心错失购房条件而存在抢跑行为，在一般贷款与房贷利率倒挂背景下，银行更积极配合按揭审批，同时房企也在加快推盘节奏，均对销售起到助推作用，填补房企资金缺口。数据层面可得佐证，8月商品房销售额同比27.1%，走高16.6个百分点，房企资金来源中，预付款与按揭贷款同比分别高达36.6%、22.5%，而相应的融资收紧也在贷款(含非标贷款)增速放缓中体现，同比下降3%，降速17.2个百分点。7月起棚改专项债恢复发行，也对地产投资起到一定支撑。向后看，我们认为随着政策持续收敛、抢跑热度消退、拿地开工不足，四季度地产销售与投资增速可能趋缓。

图表6： 房地产投资与销售



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 房地产开发资金来源



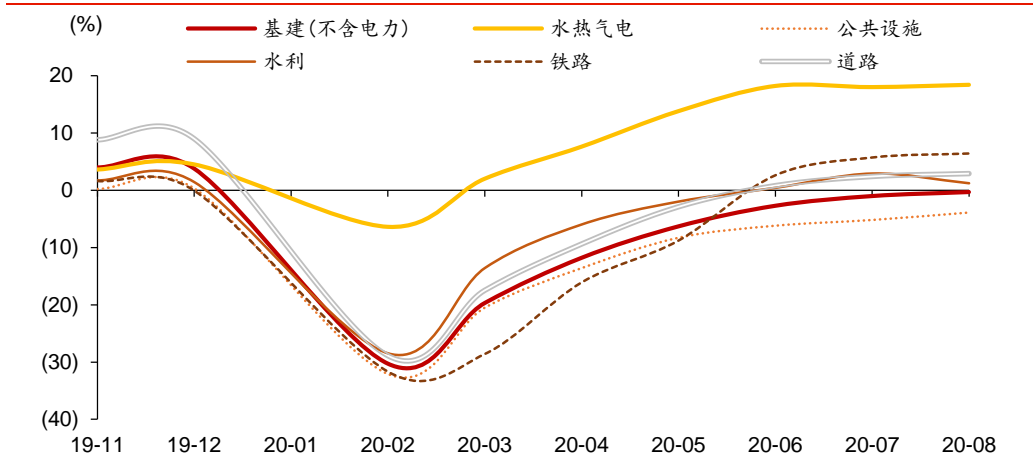
资料来源：Wind，华泰证券研究所

水利基建投资放缓但不具持续性

1-8月基建投资(不含电力)累计同比-0.3%，降幅收窄0.7个百分点，我们推算当月同比4%，回落3.9个百分点。当月基建增速“意外”回落，从权重行业来看，公路/铁路/公共设施投资均在稳步提速，水利投资是拖累项，累计同比回落1.7个百分点。考虑到7月国常会部署了1.29万亿重大水利工程，水利部测算共计可带动6.6万亿投资，我们认为当月水利投资拖累下的基建表现不具有持续性。从广义基建来看，1-8月水热气电生产供应业投资累计同比18.4%、卫生与社会工作投资同比16.5%、教育投资同比11.8%，均有较强表现，前者为老旧小区改造工程带动，后者医院、学校均为今年政策重点支持项目。

后续展望，一是气候条件逐渐转好、前期工程机械产销两旺，都为基建加快施工提供了条件；二是8月财政存款显示债券资金仍有滞留，后续投放有望加快，并且根据财政预算，今年8-12月政府性基金支出合计需达7.3万亿，同比增长56%；三是重大项目投资对就业有较好带动作用，保就业诉求意味着财政对基建支持力度不会较快衰减。我们对年内基建投资扩张保持乐观态度。

图表8: 基建分行业表现



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

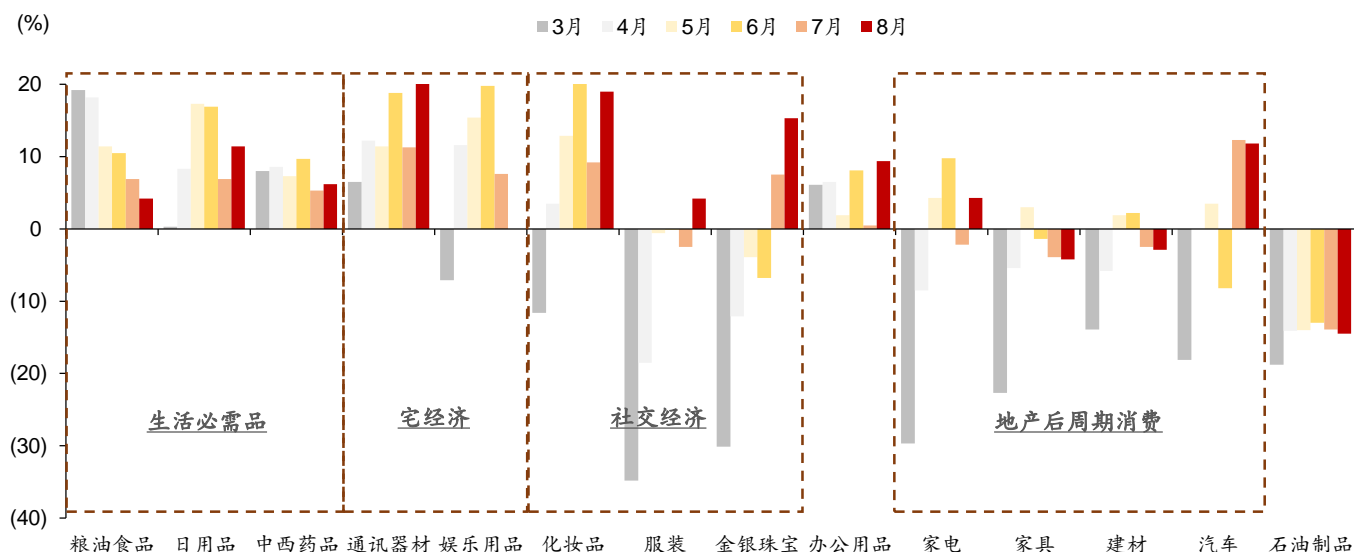
消费: 社交经济加速修复、地产消费整体低迷

8月社会消费品零售总额当月同比0.5%，走高1.6个百分点、疫情以来首次转正。我们认为当月消费加速恢复，一是得益于国内防疫成果，目前消费场景基本彻底放开、商旅活动恢复、居民恐疫心理也逐步淡化，尤其是7月下旬全国开放电影院，对线下消费活动有较强提振效果；二是暑期出国游受限，部分消费需求留在国内释放；三是股市进入震荡期，对消费的影响由虹吸效应转为赚钱效应。

分类别看，(1) 通讯器材表现依然突出，8月销售额同比增长25.1%，疫情加速了线上对线下需求的迭代过程，相应催生移动终端商品需求；(2) 社交经济消费加速修复，化妆品/服装/金银珠宝零售额同比提速均逾6个百分点，在外餐饮消费同比也提速4.7个百分点至-3.5%；(3) 地产相关的家电/家具/装潢/汽车等消费表现整体低迷，增速多数未升反降。近期地产竣工低迷对后周期消费存在压制，但地产销售火热，相关商品后续需求预期向好。

我们认为，在疫苗捷报频传、国内疫情保持稳定的环境下，消费场景扩充、防疫心理解除，与“宅经济”对立的“社交经济”消费可能有较大弹性。不过，失业率、收入增速尚未回归常态，居民储蓄相较消费的意愿明显偏高，仍约束消费回暖的速度与高度，这些因素往往滞后于企业资产负债表修复，决定了消费后周期的特征。

图表9: 限额以上企业零售额同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

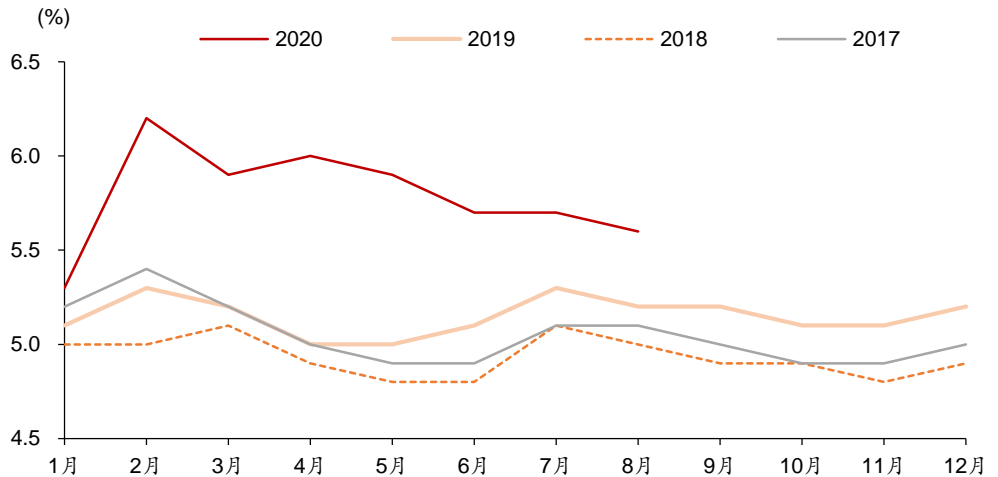
就业：整体就业改善，大学生就业压力依旧突出

8月全国城镇调查失业率5.6%，环比下降0.1个百分点。1-8月城镇新增就业781万人，完成全年目标86.8%。8月25-59岁就业主体人口的城镇调查失业率为4.8%，较上月下降0.2个百分点。

从重点就业人群来看，8月外来农业户籍人口调查失业率为5.4%，较上月下降0.3个百分点，说明农民工就业得到一定的修复。8月20-24岁专科及以上受教育程度人员调查失业率较上年同期提高5.4个百分点。8月高校毕业生失业率继续攀升，与往年7月上升8月下降的季节性相悖，显示出大学生就业压力依旧突出。

我们认为，整体失业率和农民工失业率的改善反映出稳就业政策下，灵活就业、新型就业和平台经济等新业态为就业改善创造了良好条件。但整体失业率与疫情前仍存在较大差距，大学生群体就业情况依旧不容乐观，且我们在前期提到的隐性失业问题依旧存在，仍可能约束宏观政策的退出节奏。

图表10：调查失业率小幅下降，但仍显著高于往年水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、疫苗失败。**如果病毒变异、疫苗试验出现重大安全事件等因素导致疫苗研制失败，可能打击企业与消费者信心，并且疫情也有持续扩散风险。
- 2、政策收紧。**经济持续向好恢复，政策也相应进入退出阶段，但如果过快收紧反而可能打断经济恢复势能。

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_2509

