

宏观点评 20200915

经济提速：哪些顺风？哪些逆风？

2020 年 09 月 15 日

事件

- 国家统计局公布 8 月经济数据，工业增加值同比 5.6%，前值 4.8%；固定资产投资累计同比-0.3%，前值-1.6%；社会消费品零售名义增速 0.5%，前值-1.1%。

观点

- 8 月经济数据呈现供需全面提速修复的特征，但结构分化仍然明显：制造业投资大幅改善经济内生动能加速修复，但基数是非常重要的影响，仅靠 8 月单月增速判定经济内生动能修复提速可能有失偏颇；地产在政策逆风之下还能继续走强吗？基建不及预期则是疫情“赶工”弱化的逆风所致。线下消费虽然是后续经济修复的主动能，但疫情对居民消费力冲击的逆风可能持续拖累消费修复。
- 8 月工业生产为何超预期修复？需求端尤其是投资驱动相关行业生产，尤其是挖机、钢材、有色、水泥等产量明显回升；结构上，采矿业、上述高耗能行业生产回升驱动发电量和二产用电量高增。
- 制造业投资明显走强，除了基数还需关注什么？8 月制造业投资单月同比增长大幅转正至 5%（去年全年增速仅 3.1%）。一方面，去年 8 月制造业投资基数低（当月同比-1.6%），因此，仅靠 8 月单月增速判定经济内生动能修复提速可能有失偏颇；另一方面，防疫需要和受益于居家隔离的行业，例如医药、电子和食品等投资增速大幅改善。除此之外，纺织、化学制品等行业投资也保持较高景气值得关注。
- 基建不及预期的背后：疫后“赶工”的弱化。继 6、7 月份基建边际走弱后，8 月基建投资继续不及预期，可能与我们此前提及的疫后“赶工”弱化有关，我们统计到部分省市重点项目赶工基本上自 6 月份开始结束。
- 8 月房地产投资当月增速或为年内高点。8 月地产销售和投资都保持了强劲的势头。销售方面，随着“金九银十”促销季的到来，年内地产销售仍有望保持坚挺。投资方面，施工面积、新开工面积增速均较上月放缓，土地购置面积增速则连续 2 个月负增长，预计房地产投资当月增速很难在 8 月的基础上继续回升。
- 疫情对居民消费力的冲击拖累消费复苏速度。8 月实物消费的主要支撑还是汽车，除汽车外社零增速仍未转正，同比下降 0.6%；疫情好转支撑线下消费修复，餐饮收入同比降幅收窄 4 个百分点至-7%。疫情后餐饮营业门店数恢复速度大幅领先于账单数，这说明民收入所受冲击对消费力的拖累仍然明显。
- 三季度 GDP 增速怎么看？得益于 8 月份工业生产大幅改善，服务业生产指数也回升至 4%，三季度 GDP 增速将明显改善。若 9 月工业生产仍然能保持 5.6%的高增，则三季度 GDP 上限将提升至 5.3%，预计三季度 GDP 实际增速在 4.8%-5.3%左右。

- 风险提示：政策调整超预期、国内外疫情反复、疫苗研发进度超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹

执业证号：S0600520050003

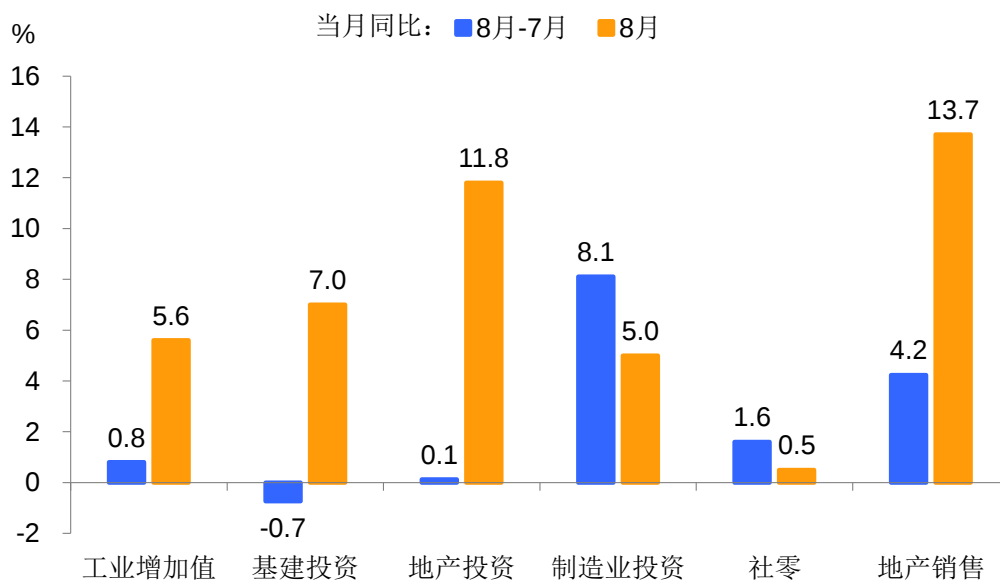
010-66573671

wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20200915：社融拐点或延后至明年一季度》2020-09-15
- 2、《宏观点评 20200909：PPI 向上趋势与节奏判断：兼论 PPI 预测框架》2020-09-09
- 3、《宏观点评 20200907：三维度解读 8 月出口再超预期》2020-09-07
- 4、《宏观点评 20200906：开学季疫情会反复吗？——来自全球各国的经验》2020-09-06
- 5、《宏观点评 20200904：美国 8 月失业率为何超预期下降？》2020-09-04

图 1：8 月经济各分项同比变化

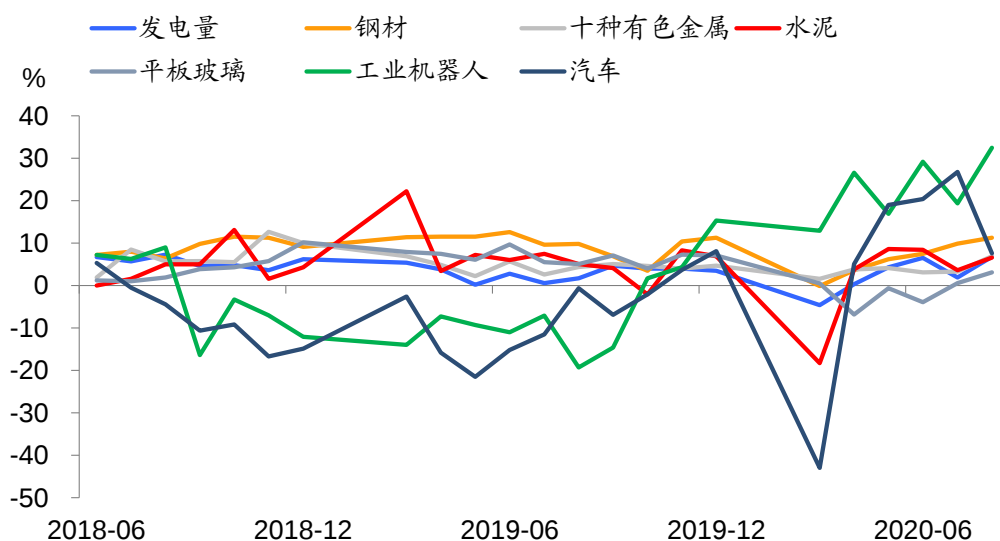


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 工业生产修复为何超预期？

采矿业和公用事业支撑工业生产超预期回升。8月工业增加值同比增长5.6%，在连续两个月稳定在4.8%的低增后再次向上修复，略超市场预期。从三大部门来看，制造业生产增速持平7月份的6%，驱动工业生产增速大幅改善的是采矿业和公用事业，同比增速分别较前值回升4.2和4.1个百分点，发电量同比6.8%也创下2018年8月以来新高，而从用电量来看，8月份一、二、三产用电量均有所回升，而其中二产用电量同比增长9.9%是主要支撑，这与采矿业生产大幅改善和主要钢材、有色和水泥等高耗能工业品产量回升表现一致，而8月汽车产量在基数抬升的影响下明显回落（图2）。

图 2：8 月主要工业品产量同比增速

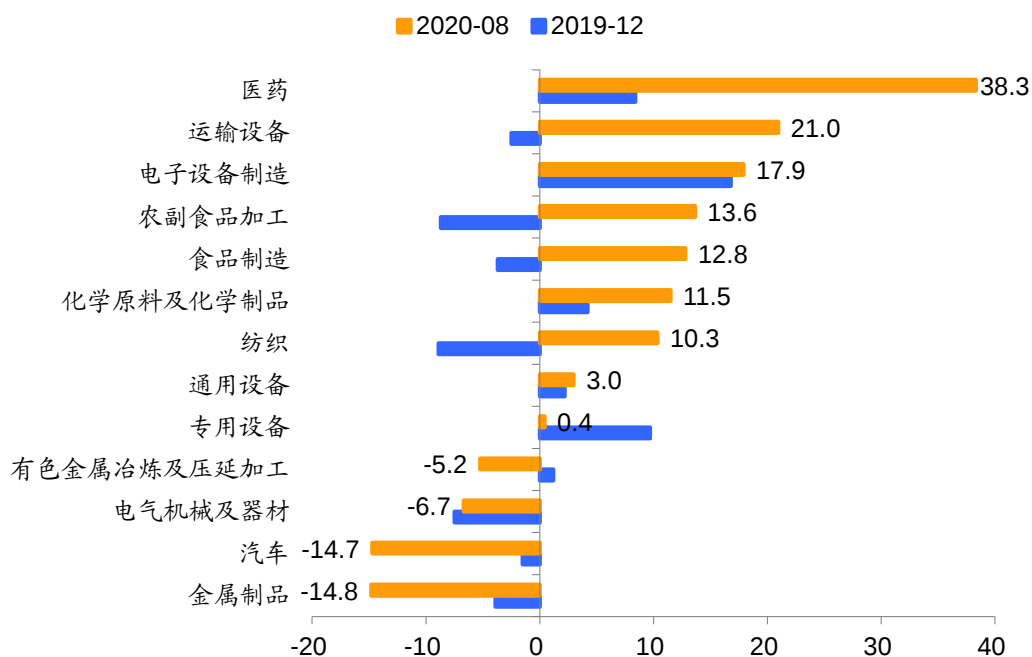


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 地产领跑，制造业消费加速，基建乏力

8 月制造业投资大幅改善，部分受益于防疫需要和居家隔离行业投资高增。制造业投资当月同比增速转正至 5%，较 7 月大幅回升 8.1 个百分点，因此累计同比降幅较前值收窄了 2.1 个百分点至 -8.1%。去年 8 月制造业投资基数低（当月同比 -1.6%），因此，仅靠 8 月单月增速判定经济内生动能修复提速可能有失偏颇。哪些行业支撑了制造业投资的大幅改善？主要是受益于防疫和居家隔离的部分行业，例如医药制造业投资 8 月当月同比达到 38.3%，受益于居家办公的电子设备、农副食品加工和食品制造行业投资增速相较去年均有明显回升（图 3）。

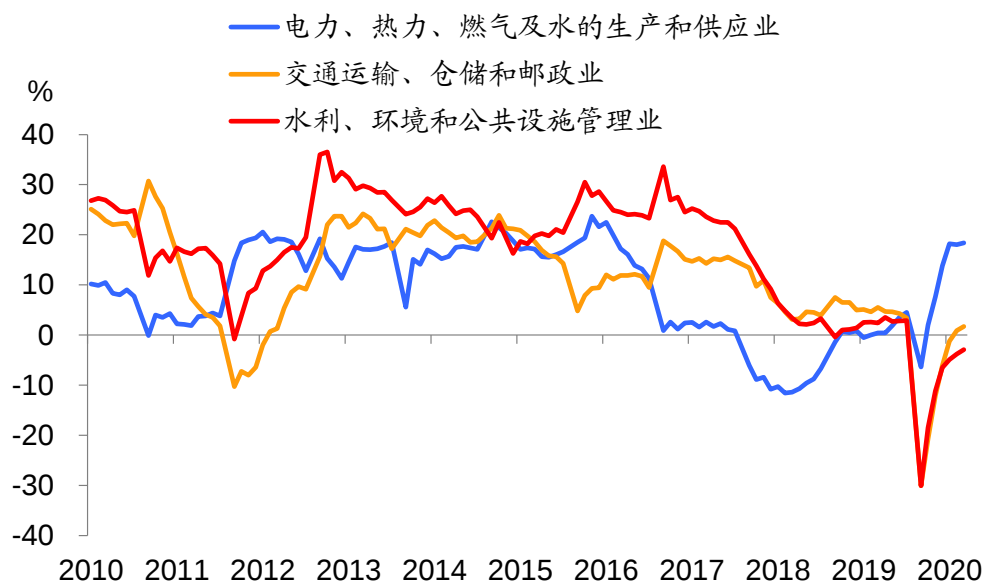
图 3：受益于防疫和居家隔离行业投资增速回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所（2019 年为全年累计同比，2020 年 8 月为当月同比，单位为%）

疫后“赶工”明显弱化是近期基建投资持续不及预期的关键。8月大口径和小口径（不含电力）基建投资当月同比增速分别为7%和4%，分别较7月份放缓0.7和3.9个百分点。在南方汛情结束后，基建投并未如预期出现明显回升反而拐头向下。我们此前在预测中提示过，6、7月份基建投资的边际放缓，除了有汛情影响，可能还有前期“赶工”的明显弱化的原因。此外，虽然地方债发行和财政支出在下半年仍有支撑，但因为棚改专项债发行较晚，基建相关专项债发信节奏则“前倾”。分行业来看，电热燃水投资累计同比实现18.4%的高增，而地方政府投资为主的公共设施累计同比-2.9%尚未转正（图4）。

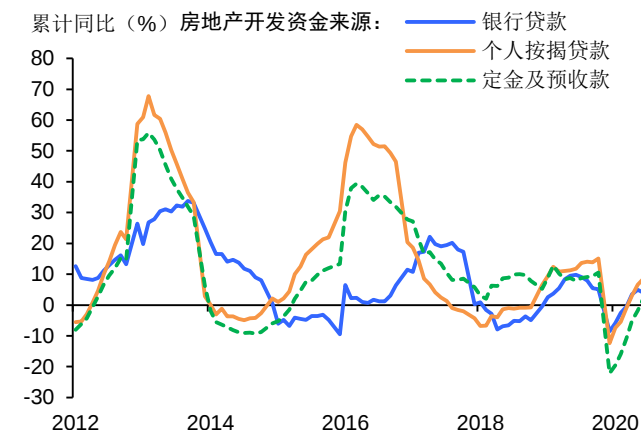
图 4：电热燃水投资高增、公共设施基建仍然低迷



数据来源：Wind，东吴证券研究所

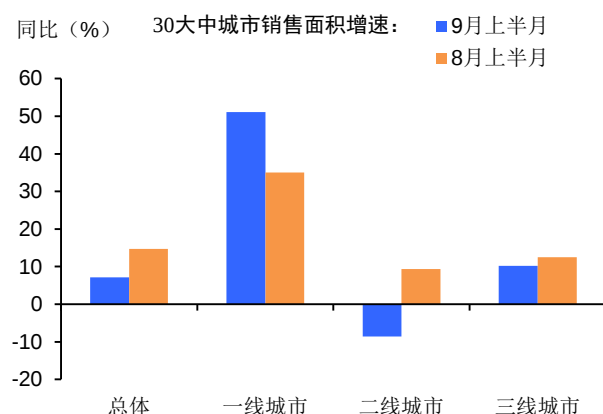
8月房地产投资当月增速或为年内高点，销售有望保持坚挺。8月当月地产投资同比达到了11.8%，（前值11.7%），三季度以来继续升至年内的高位。当月施工面积同比13.2%、新开工面积同比2.4%均较上月放缓（16.6%、11.3%），而土地购置面积同比-7.6%（前值-1.8%）已连续2个月负增长，可见支撑地产投资增速继续回升主要是价格因素，我们预计房地产投资当月增速很难在8月的基础上继续回升。在近期地产融资收紧的背景下，8月房地产开放资金来源中的贷款增速明显回落，但定金及预收款、个人按揭贷款增速则继续回升，这反映出当前房地产商正转向加大预售和促销的方式来获取融资，8月当月商品房销售面积同比创下13.9%的年内新高也印证了这一点。虽然9月以来的高频数据显示地产销售增速较8月明显放缓，但随着“金九银十”促销季的到来，年内地产销售仍有望保持坚挺。

图 5：融资收紧下地产企业通过促销回笼资金



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：高频数据显示 9 月地产销售增长较 8 月有所放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 社零增速今年以来首次转正

消费持续改善，但疫情对居民消费力的冲击拖累消费复苏速度。8 月社零名义和实际同比分别为 0.5% 和 -0.6%，名义增速今年以来首次转正（前值 -1.1%）。结构拆分来看，8 月商品零售同比继续改善至 1.5%，餐饮收入仍在持续修复中，降幅收窄 4 个百分点至 7%。结合我们跟踪的餐饮高频数据，疫情后餐饮营业门店数恢复速度大幅领先于账单数，这说明疫情后消费场景已经有序开放，但居民收入所受冲击对消费力的拖累仍然存在。分产品看，8 月汽车零售在低基数下增速达 11.8%，并对 8 月社零增速形成最大贡献（1.07%），剔除汽车后 8 月社零同比增速 -0.6%。相较于投资和出口的韧性而言，消费复苏速度依然显得较缓慢。随着中秋国庆节日来临，我们预计 9-10 月将迎来消费复苏的显著加速。

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_2536

