

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

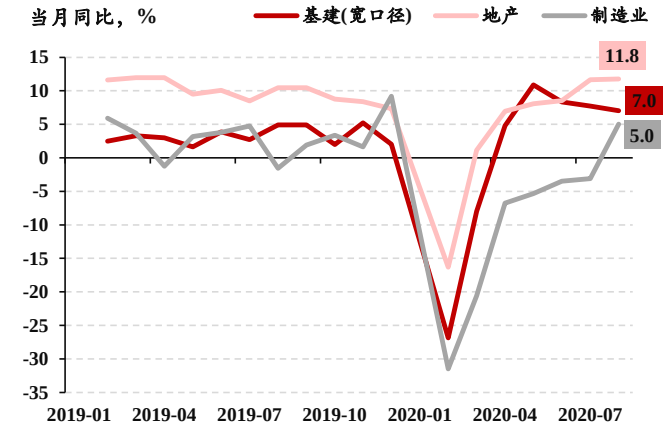
宏观经济及策略：固定收益

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。

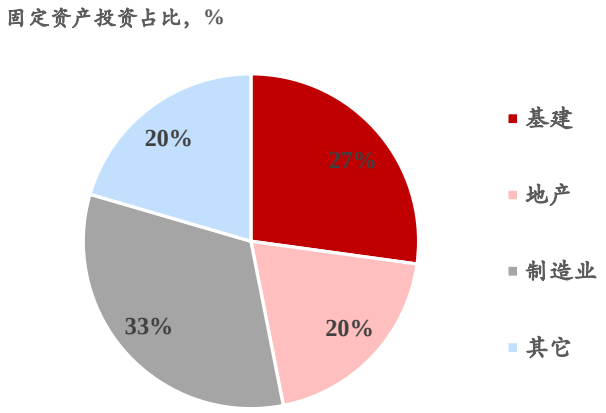
制造业投资的重要含义。①制造业投资占比高，可比口径下，制造业投资在固定资产投资占比约三分之一，明显高于基建和地产；②制造业多为民营微观主体，相较于受政策影响巨大的基建地产，更多的代表着内生动能。然而在其它宏观指标整体平稳，而去年同期没有明显基数效应的情况下，8 月制造业出现如此快速的修复略显蹊跷。

图表 1. 8 月制造业投资快速修复



资料来源：万得，中银证券

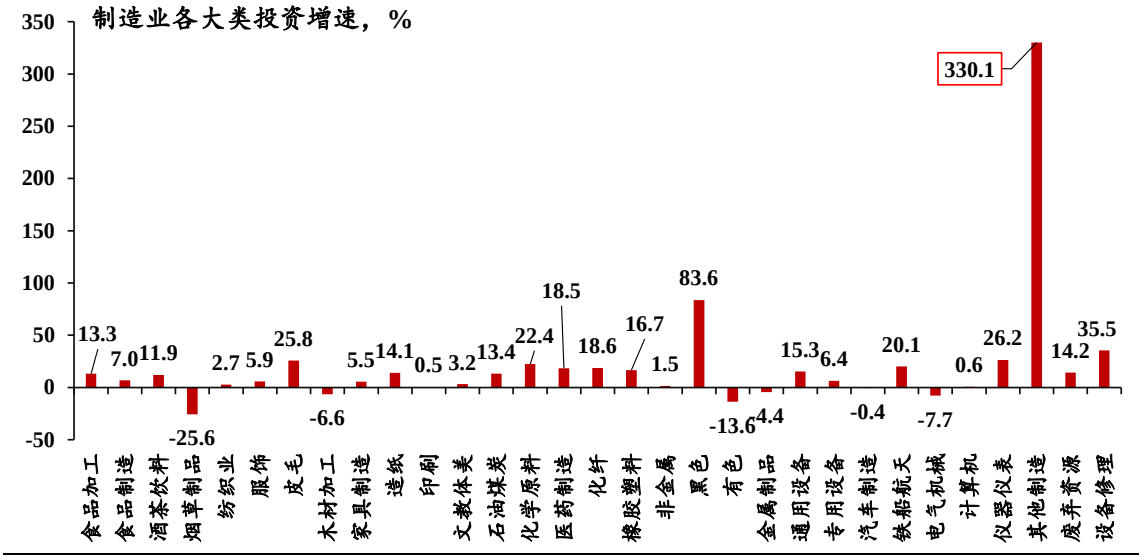
图表 2. 制造业在固定资产投资中占比最大（2019）



资料来源：万得，中银证券

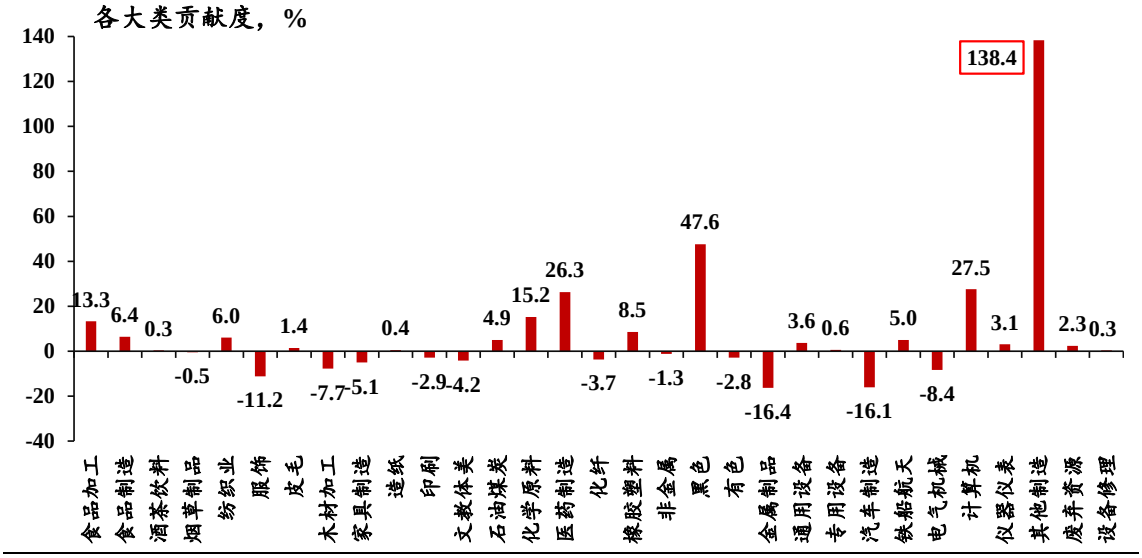
8 月修复主要是分项“其它制造业”的贡献。①从拆分来看，“其它制造业”的增速远高于剩余分项，8 月单月的同比增速超过了 300%，单月投资额也从 300 亿的水平大幅放大至 1600 亿元；②从贡献度的角度（拉动占当月增速的比例），“其它制造业”分项的贡献度接近 140%，换言之其它制造业对于 8 月同比的贡献达到 7 个百分点（5%*140%），如果剔除掉该部分，8 月制造业投资只是从上月的-3%“温和”修复至本月的-2%。

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。

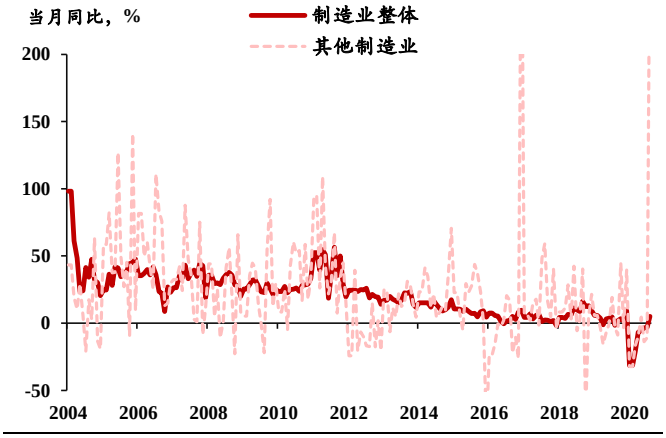
图表 5. 其它制造业的统计代码、类别和说明

代码				类别	说明
门类	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杂品 的生产活动
		412	4120	核辐射加工	指核技术与同位素技术的应用，由核辐照站利用核技术对原有产品改良、改变性质并使其增值的加工活动
		419	4190	其它未列明制造业	

资料来源：国家统计局，中银证券

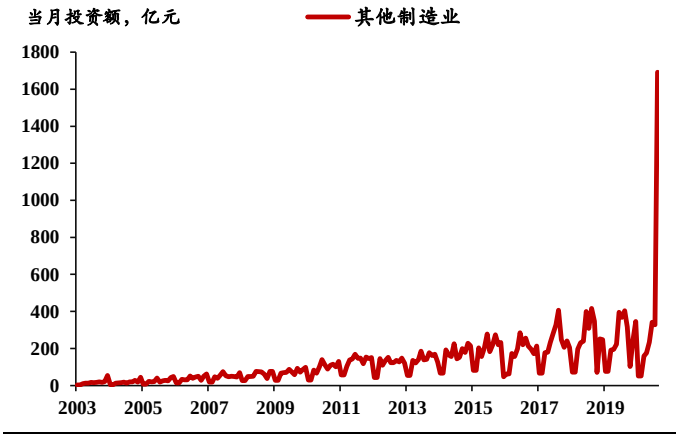
其它制造业：高波动和均值回归。从历史来看：①“其它制造业”投资增速较制造业整体的投资增速波动明显较大，但当月同比如此高的水平历史上也仅出现过一次（2016 年 12 月）；②而历史上“其它制造业”单月投资体量大致在 300-400 亿的水平，1600 亿元的投资额度前所未有；③“其它制造业”有明显的向整体“均值回归”的特点。**综合判断，我们认为 8 月的制造业大幅修复较为“异常”，9 月可能单月同比回到略小于零的状态。**

图表 6. 其它 VS 整体：波动与回归



资料来源：万得，中银证券

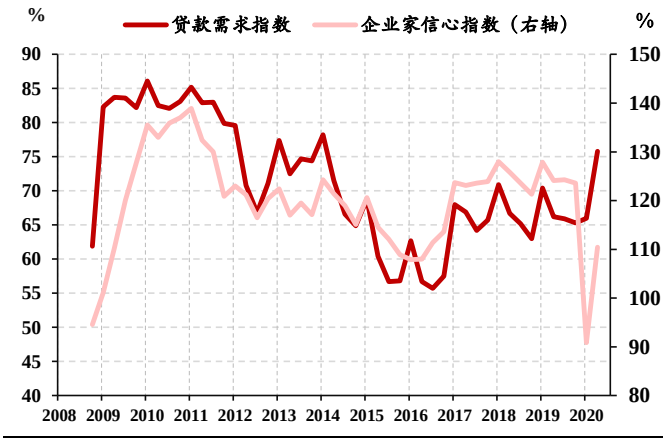
图表 7. 从单月投资额来看，8 月是个历史异常值



资料来源：万得，中银证券

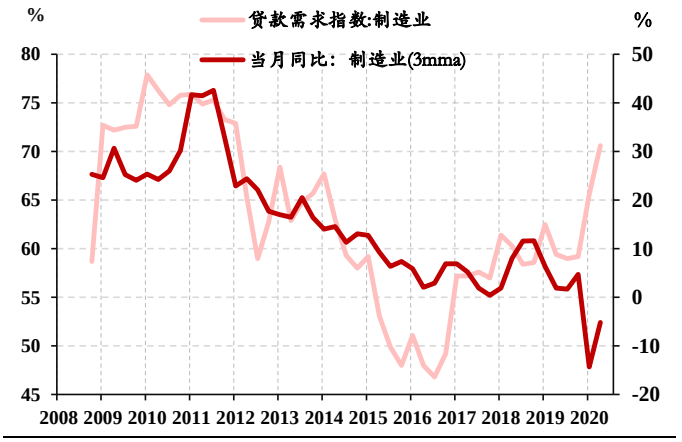
本轮宽信用中，贷款需求高而企业家信心低、制造业贷款需求高而制造业投资低，背离的背后，反映的是融资需求并非像以往周期那样来自投资需求，而是存在大量的流动性备付需求。这也可以解释以结构存款为代表的企业端套利（不花钱而是买理财），以及 M1 相对 M2 的“裂口”有待修复。整体上看，前期金融资源传导到实体企业后，需要较为缓慢进入实体、转化为实体动能。8 月制造业的超预期修复应该是一个异常现象，温和复苏（方向不变、斜率放缓）仍是未来经济的基准情形。

图表 8. 融资需求和企业家信心背离



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。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371