# 春江水暖

## ——2020 年 8 月经济数据点评

**8 月经济数据回暖趋势持续，修复速度边际上行。**规模以上工业增加值当月同比 5.6%（前值 4.8%，市场预期 5.3%）；社会消费品零售总额当月同比 0.5%（前值-1.1%，市场预期 0.5%）；城镇固定资产投资额累计同比-0.3%（前值-1.6%，市场预期-0.4%），其中基建投资同比 2.0%（前值 1.2%），房地产投资同比 4.6%（前值 3.4%），制造业投资同比-8.1%（前值-10.2%）。

### 一、工业生产：活跃度提升

**工业生产活跃度超预期提升，增速超去年同期，公用事业部门贡献最大。**8 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较前值提升 0.8 个百分点，主要受到电力、燃气和水的生产和供应业增加值增速提振，制造业增加值增速则与前值持平。

**工业生产依旧延续前期结构特征：**（1）基建、地产相关行业持续保持景气，钢铁、水泥、工程机械等行业回升显著；（2）汽车产业链增长延续，带动汽车制造、通用设备、电气设备等行业持续修复；（3）防疫物资和“宅经济”产品出口增速连续保持高位，带动医药、纺织、计算机和电子设备生产增长；（4）国内消费需求修复缓慢导致日用品、服装、文娱等可选消费品生产萎靡。

### 二、固定资产投资：保持景气

1-8 月，全国城镇固定资产投资同比增速为-0.3%，较前值回升 1.3pct，8 月单月固定资产投资同比 7.6%，较前值提升 1.5pct。

#### （1）房地产：维持高增速

**房地产投资和销售仍然保持较高增速，是支撑总需求回暖的主要力量。**1-8 月房地产投资同比增速较前值提升 1.2pct 至 4.6%，据测算，8 月房地产投资当月同比增长 11.8%，较前值提升 0.1pct。

**房地产销售和资金情况不断好转。**1-8 月商品房销售面积同比-3.3%，较前值提升 2.5pct；销售金额同比 1.6%，较前值提升 3.7pct。1-8 月开发商资金来源同比增长 3%，较前值提升 2.2pct。

**8 月房企拿地缩量加价，施工面积连续增长，新开工和竣工面积同比降幅有所收窄。**1-8 月土地购置面积同比-2.4%，跌幅较前值扩大 1.4pct，土地成交价款累计同比 11.2%，较前值下降 1pct。1-8 月房屋施工面积累计同比增长 3.3%，增速较前值提升 0.3pct，新开工面积累计同比-3.6%，较前值提升 0.9pct，竣工面积累计同比-10.8%，较前值提高 0.1pct。

**整体来看，受房地产市场景气度延续带动，8 月房地产投资仍然保持韧性，年内有望继续保持较高增速。不过由于“房住不炒”的总基调未发生变化，各地调控措施进一步加码，房企融资及负债率约束近期得到加强。在此背景下，房地产投资单月同比增速继续提升的概率较小，我们仍然维持房地产“上有顶，下有底”的判断。**

**（2）基建：未达预期**

**基建投资增速未达预期，单月增速连续三月小幅下滑。**1-8 月基建投资同比增速为 2%，较前值提升 0.8pct，修复势头延续。从单月投资增速来看，8 月基建投资同比增长 7%，较前值下滑 0.7pct。

**从三大门类看，交通运输、公共事业投资增速继续反弹，水利管理业增速边际下滑。**铁路运输、道路运输行业投资增速持续反弹，铁路运输业累计同比由前值 5.7%反弹至 8 月的 6.4%、道路运输业累计同比由前值 2.4%反弹至 8 月的 2.9%。公共设施管理业增速降幅收窄 1.3pct 至-3.9%。

**8 月基建投资恢复速度进一步放缓，修复动力偏弱。我们认为除去 8 月份部分地区受自然灾害影响无法正常施工外，现有财政资金落地偏缓也可能是导致基建增速回落的原因。前瞻地看，考虑到财政扩张后基建资金来源改善以及新增中长期贷款持续放量，三季度基建投资大概率仍将保持上行趋势。**

**（3）制造业：大幅改善**

**制造业投资增速出现跳升。**当月投资同比增速达到 5%，较前值提升 8.1pct，年内首次转正。累计同比增速较前值提升 2.1pct 至-8.1%。

**企业利润修复是制造业投资改善的主要动力。**规模以上工业企业利润已实现连续三个月正增长，8 月当月增速达到 19.6%，企业盈利状况快速好转。**融资环境改善也是制造业投资改善的重要原因，**随着前期金融支持实体经济政策的不断落地，企业中长期贷款占比显著提升，指向“宽信用”逐渐传导至实体经济。

**我们认为未来制造业投资持续修复的大方向不变，修复速度较前值或将有所提升，但行业结构可能出现分化。**一方面，前期制约制造业投资的利润、库存、预期等因素正逐渐好转，基建、汽车、防疫物资等相关行业持续景气带动投资增长；另一方面，纺织服装、家居日用等商品消费回升缓慢，相关行业投资短期难以改善。

**三、消费：首次转正**

**8 月社会消费品零售总额同比增速年内首次转正，达到 0.5%，与市场预期持平，但 1-8 月累计同比仍下跌 8.6%，修复速度依旧偏慢，主要原因为：（1）居民收入仍是制约消费反弹的主要因素。**PMI 数据显示小型企业经营状况持续恶化，带动小企业就业收缩。小企业作为居民就业的主要提供者，其营收、利润增长压力将传导至居民部门，居民收入改善仍需时日。**（2）部分线下消费场景仍未完全恢复。**短期来看，疫情对餐饮、旅游、电影等消费制约作用仍将持续。

**从结构看，餐饮消费依旧萎靡，**1-8 月同比下滑 26.6%，降幅收窄 3pct，单月同比下跌 7%，收窄 1.2pct；**必选消费品增长势头延续，**食品、饮料、烟酒、日用品、药品等必选消费品单月同比增速分别为 6.9%、10.7%、5%和 5.3%；**可选消费增长持续分化，**化妆品、办公用品和通讯器材同比增速已经转正，珠宝和汽车快速恢复，当月增速分别达到 15.3%、11.8%。

未来考虑到小微企业经营困难背景下，就业和居民收入增长乏力，以及疫情对经济的持续拖累，我们认为下半年消费难现报复性增长，恢复到疫前水平仍需时日。

四、就业：压力缓解

随着“保就业”政策落向实处，就业压力有所缓解。8 月全国调查失业率 5.6%，较上月回落 0.1pct，1-8 月累计新增城镇就业 781 万人，占全年目标任务的 86.8%。结构上，随着基建等对冲政策的不断落地，农民工就业有所改善；而受疫情影响，部分企业用工需求减弱，叠加今年高校毕业生创下新高，导致大学生就业仍面临较大压力。

整体来看，在疫情影响下，国内劳动力需求小于劳动力供给，因此失业率同比将有上升，但完成今年《政府工作报告》中提出的“全年城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6%”的目标无较大问题。反映到政策上，就业压力的缓解意味着部分“保就业”、“稳增长”政策措施力度可能会逐渐趋缓或逐步退出，未来经济增长将更加依赖内生性动力。

五、结论：经济修复动力回升

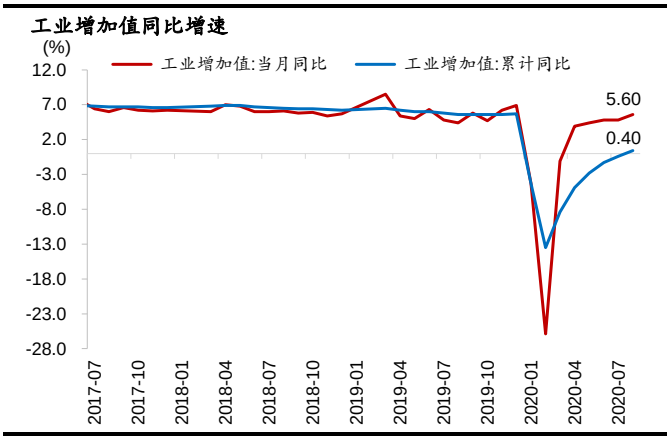
总体来看，8 月经济修复情况好于预期，修复斜率放缓的趋势有所改善，就业压力得到缓解。工业生产同比超预期增长，生产端恢复程度已接近去年同期水平；固定资产投资延续修复势头，房地产投资增速保持稳定，基建投资增速稍有放缓，慢于预期，制造业投资受部分行业利润增长驱动，出现跳升；消费增长符合预期，单月增速首次转正，但受疫情和居民收入增长缓慢拖累，消费反弹动力可能不足。

前瞻地看，在财政刺激下基建投资有望继续发力，宽信用背景下房地产投资依旧有望保持高景气度，未来建筑业仍将对经济构成较大拉动。居民消费与制造业投资的回升标志着经济增长内生动力得到加强，但增速相比于去年同期仍有很大差距，回升的力度和持续性仍需进一步观察。

（评论员：谭卓 步泽晨 黄翰庭）

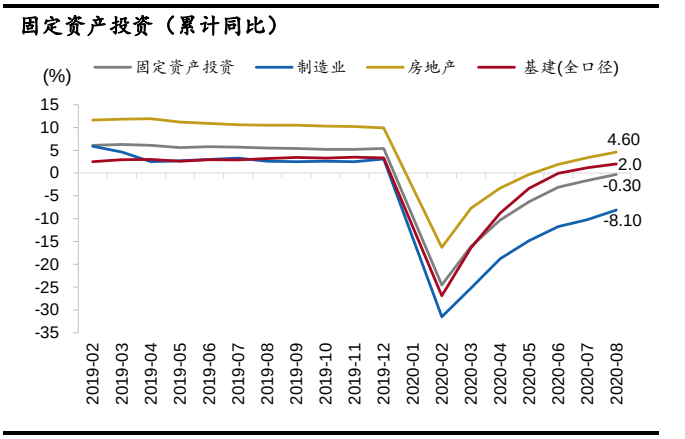
## 附录：

**图 1：工业生产增速修复边际改善**



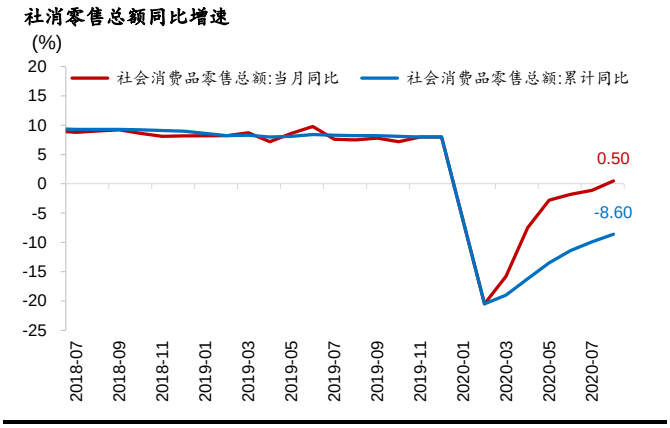

资料来源：WIND、招商银行研究院

**图 2：固定资产投资增速继续回升**



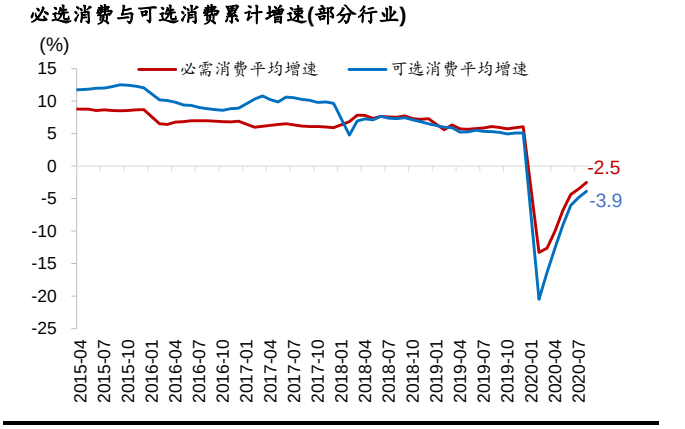

资料来源：WIND、招商银行研究院

**图 3：社零当月同比增速首次转正**




资料来源：WIND、招商银行研究院

**图 4：可选消费是主要拖累**




资料来源：WIND、招商银行研究院