信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

工业强、建筑平，重视经济回升动力切换的影响

——8 月经济数据点评

2020 年 9 月 16 日

李一爽　分析师

证券研究报告

固定收益

点评报告

李一爽　分析师
执业编号：S1500520050002
联系电话：+86 18817583889
邮　箱：liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

工业强、建筑平，重视经济回升动力切换的影响

2020 年 9 月 16 日

本期内容提要

- 国家统计局发布的 8 月经济数据显示，工业增加值、社零增速、制造业投资均好于市场预期，失业率也进一步下滑，显示经济自发修复的动力正在增强。地产销售进一步高增，投资增速维持韧性，但土地购置与新开工增速下滑，地产市场整体进入去库存状态，基建投资增速也再度下滑。工业强、建筑平的格局显示经济回升的动能正在发生切换。

- **制造业增速持平，采矿与公用事业推升工业增加值。**具体来看，在连续两个月低于预期后，8 月工业增加值增速从 4.8%上升到了 5.6%，制造业增加值持平于 6%，其中作为下游需求改善推动中间品行业增速出现提升，汽车生产在基数效应下出现回落，其他消费品与资本品生产大致平稳。而推动工业增加值上升的主要是采矿业与公用事业的改善，后者与用电量的回升关系密切，这一方面是由于 8 月气温的回升，但更重要的也与黑色、建材这类高耗能行业的生产活动改善有关。此外，尽管出口近期维持高增，但出口交货值增速继续回落，这可能也是计算机、通信和其他电子设备制造业以及电气机械及器材制造业等行业增速 8 月回落的原因。但如果出口持续维持韧性，二者差异收敛，其对于工业增加值仍存在进一步提振的空间。

- **基建投资连续三月下滑，地产投资维持强势，制造业投资大幅改善。**8 月地产投资单月增速达到了 11.8%，较上月再度提升 0.1%，可能更多仍与建安支出的上行有关，这也与施工面积的回升相对应。近期高频数据显示土地成交金额同比出现了回落，但是考虑土地成交价款对于土地购置费的领先性。因此，土地购置在下半年仍将对地产投资增速构成支撑。基建投资增速单月增速为 7%，已经连续三个月下滑，整体表现弱于预期。近期从高频数据上看，建筑钢材表观消费增速同比增速下滑，部分建筑链条的大宗商品价格也相对弱势，显示旺季到来下，基建赶工需求存在不及预期的可能性。尽管 9-10 月基建投资增速存在抬升的空间，但单月增速远高于 10%的情况我们估计很难出现。制造业投资单月增速达到了 5%，较上月大幅提升 8.1%。这在一定程度上受到了去年同期基数偏低的影响，但在工业机器人、金属切割机床等微观产品增速较强的背景下，8 月制造业投资也印证了在外需持续改善的背景下对于制造的拉动作用，但在 PPI 弱复苏的背景下，未来改善的强度可能受到一定的限制。

- **电商节扰动过去，消费增速稳步恢复。**8 月社零增速从-1.1%回升至 0.5%，年内首次转正。从某种意义上看，7 月消费增速的回落受到了 618 购物节带来的消费需求透支有关，而 8 月随着这一因素的消退，消费需求增速的恢复回到了正轨。限额以上零售增速则从 3%上升到了 5.1%，这在很大程度上与可选消费、尤其是耐用品的需求恢复有关。从大的零售分项上看，8 月除了汽油以及地产类消费外，多数商品销售已经恢复到了疫情前的水平。单纯剔除汽油消费的影响，限额以上零售增速已经恢复到 7%左右，已经超过了去年的平均水平，但限额以下环节受疫情冲击更大，可能更多反映了低收入

人群消费能力下降的影响。展望未来，由于去年低基数的影响，汽车消费下半年估计仍将对消费增速带来一定的支撑，但是由于刺激汽车消费的相关政策相对有限，其对经济的支撑力度仍然会较 7-8 月有所减弱；但在油价恢复相对较慢的背景下，汽油消费的增速可能仍将拖累；其他必需消费品的补偿性需求散去，未来可能保持在当前中枢运行；其他可选消费品未来可能仍然存在进一步上行的空间。而在竣工仍然偏慢的背景下，居住类消费下半年整体可能仍然维持弱势回升的状态。因此，我们认为在年内的数月时间内，随着收入水平的恢复，消费增速仍然会呈现温和恢复的态势。

- **地产销售继续改善，政策调整下市场进入去库存状态。**8 月房地产销售当月增速从 9.5%大幅回升至 13.7%，与高频数据的改善大致相当，体现了在地产融资政策收紧后，开发商更加重视销售回款，其在房地产资金来源中的比例也进一步上升。新开工当月增速从 11.3%降至 2.4%，这体现了开发商在 7 月为抓紧年内开盘而集中开工后，整体开工的动力有所回落。而地产竣工单月增速从-14%升至-9.8%，恢复仍然较慢。此外，土地购置面积与土地成交价款累计增速也在年内出现了下滑，这也与高频数据一致。未来随着房地产政策收紧的影响逐步显现，对于房价上涨以及信贷资金流入房地产的限制进一步趋严，未来房地产销售增速继续回升的空间已经相对有限，尤其是中西部三四线房地产市场疲态初显，但在开发商抓销售回款的背景下，后续可能继续增加推盘量以回笼资金，地产销售未来大概率或将呈现稳中趋缓的态势。而在融资政策收紧的背景下，开发商购地的意愿已经出现了回落，这也会对新开工增速的提高带来制约，加上开发商抢开工争取年内开盘的影响逐步减弱，未来新开工增速可能持续弱于销售增速，房地产市场进入去库存状态。

- **失业率进一步下滑，主体人群就业上升对冲大学生失业。**尽管高校毕业生的失业率仍然有所上升，但随着需求的恢复，就业主体人群 25-59 岁的城镇调查失业率仍然从 5.0%降至 4.8%。未来随着经济形势的恢复，本年度完成新增城镇就业 900 万人以及 6%失业率的目标应该不成问题，后续政策将着力加强对重点群体的就业扶持政策。

- **总体来看，8 月工业强、建筑平的格局显示经济动能出现了转换，这一转换对于利率有着不同的影响。**在出口强势、消费回暖、制造业投资修复的带动下，经济自发修复的动力仍存，货币政策更加重视防风险等问题，进一步放松的空间有限，债券收益率趋势性的机会仍需等待。但逆周期政策提前退出，依赖于大规模债务扩张的建筑类投资上行的动能趋缓，意味着未来融资需求有所放缓，社融增速将在 10 月-11 月出现拐点，经济转向过热的可能性偏低，这意味着利率中枢大幅走高的空间受到限制。因此在这样的背景下，年内收益率大概率是中枢缓慢上移，并随着资金面的波动维持震荡态势。

- **MLF 大规模超量续作，存单利率回落，银行负债端压力缓解，中短端利率存在机会。**央行在 9 月 MLF 大规模超量续作，结合央行在 9 月上旬即进行了大规模的逆回购投放，显示央行并非有意制造资金面紧张、银行负债压力提升的局面，至少在三季度经济仍然低于潜在增速的背景下，DR007 维持在 2.2%、1 年期存单利率维持在 2.95%，仍然是相对可信的利率中枢。加上 9 月财政资金的大规模投放，前期困扰市场的中长期流动性缺失的局面将得到显著的缓解。在这样的背景下，收益率存在阶段性下行的机会，尤其是 3-5 年期的中短端利率确定性更强，收益率曲线可能恢复相对陡峭化的状态。

目 录

一、制造业增速持平 采矿与公用事业推升工业增加值.....3
二、基建投资连续三月下滑 地产投资维持强势 制造业投资大幅改善.....5
三、电商节扰动过去 消费增速稳步恢复.....7
四、地产销售继续改善，政策调整下市场进入去库存状态.....9
五、失业率进一步下滑，主体人群就业上升对冲大学生失业.....9
六、关注经济回升动力切换对利率的影响.....10

表 目 录

表 1：工业增加值分行业增速比较（%）.....5
表 2：固定资产投资分行业增速比较（%）.....6
表 3：消费分项增速比较（%）.....8

图 目 录

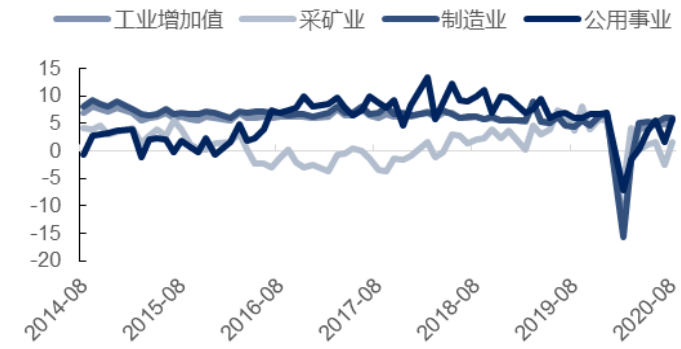
图 1：制造业生产持平，但采矿与公用事业提振工业增速.....4
图 2：工业增加值增速的回升与发电量提升一致.....4
图 3：主要工业产品产量同比增速比较.....4
图 4：7-8 月出口交货值与出口增速出现背离.....4
图 5：8 月制造业投资增速大幅提升.....6
图 6：从构成看，其他费用增速出现了一定的回落.....6
图 7：618 扰动过后，社零整体维持了平稳复苏的态势.....8
图 8：耐用品消费快速恢复.....8
图 9：销售恢复快于新开工，显示市场进入去库存状态.....9
图 10：东部地区销售恢复的速度更快.....9
图 11：主体人群对冲大学生失业，城镇调查失业率降至 5.6%.....10
图 12：城镇新增就业人数完成全年目标容易实现.....10

9 月 15 日，国家统计局发布的 8 月经济数据显示，工业增加值同比增长 5.6%，增速较 7 月的 4.8%显著提升，好于市场预期的 5.1%。8 月社会消费品零售总额同比从 7 月的-1.1%升至 0.5%，好于市场预期的 0.1%。固定资产投资增速累计同比从 7 月的-1.6%升至-0.3%，略好于市场预期的-0.4%。分大类看，基础设施投资同比上升 2.0%，制造业投资下降 10.2%，房地产开发投资增长 4.6%。8 月全国城镇新增就业 781 万人，与去年同期相比少增 203 万人。8 月全国城镇调查失业率为 5.6%，31 个大城市城镇调查失业率为 5.7%，均比 7 月下滑了 0.1%。整体上看，8 月经济数据证实了微观层面建筑恢复弱于预期、但工业偏强的态势。在海外需求持续超预期、消费需求恢复的背景下，制造业投资增速有所好转，工业需求相对强势，加上服务业的恢复，经济整体动能仍然持续向上。国内政策维持观望，基建投资增速有所回落，尽管旺季来临后可能有所回升，但全年增速可能更接近我们预期的悲观情形；地产销售进一步回升，投资也维持韧性，但土地购置下滑，新开工增速弱于销售，显示地产市场进入去库存阶段，未来投资增速进一步上行的空间受限。经济自发修复的动力增强，逆周期政策加码的动力减弱，意味着经济回升的动力正在发生切换。

一、制造业增速持平 采矿与公用事业推升工业增加值

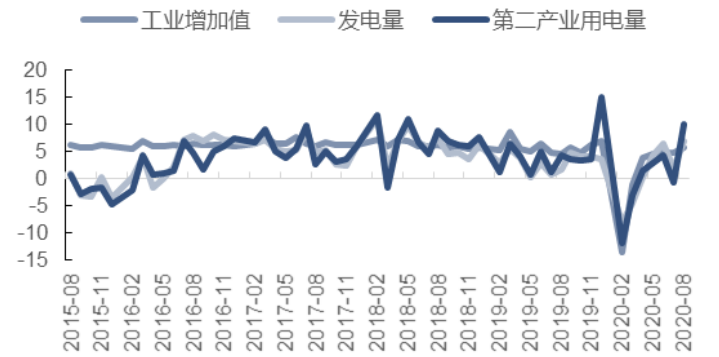
在连续两个月低于预期后，8 月工业增加值增速出现了显著的反弹，从 4.8%上升到了 5.6%，好于预期的 5.1%。从各行业分项上看，制造业增加值持平于 6%，其中作为中间品的黑色、有色、非金属建材以及化工四个行业增速出现显著的提升，这也与下游需求恢复的带动有关，汽车生产在 7 月超过 20%的高增后回归了 14.8%的水平，其他消费品与资本品生产大致平稳。而推动工业增加值上升的主要是采矿业与公用事业的改善。二者分别从-2.6%和 1.7%回升至 1.6%和 5.8%，公用事业增加值增速的回升与用电量的回升关系密切，国家能源局公布的全社会用电量增速从 7 月的 2.3%上升到了 7.7%，其中二产用电量从-0.7%回升到了 9.9%，三产用电量也有所回升，这一方面是由于 8 月气温的回升，但更重要的也与黑色、建材这类高耗能行业的生产活动改善有关，而后者与对于建筑旺季即将来临的预期有关。但从近期的高频数据上看，在 9 月旺季来临后，建筑材料的表观需求增速恢复却不及预期，这可能也会对部分原材料的生产活动进一步改善的空间带来限制。

图 1：制造业生产持平，但采矿与公用事业提振工业增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

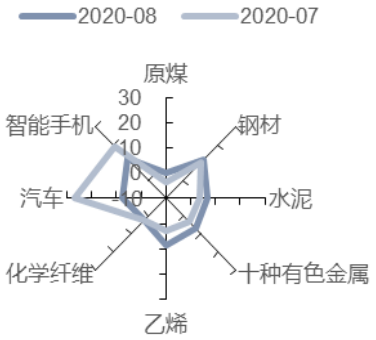
图 2：工业增加值增速的回升与发电量提升一致



资料来源：万得，信达证券研发中心

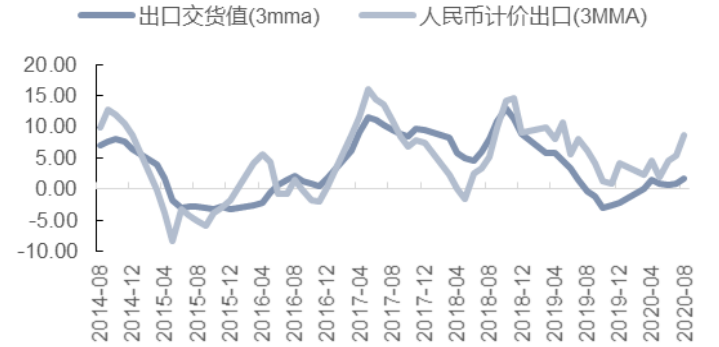
另一方面，尽管近两个月出口增速仍然维持高增长，但 7-8 月的出口交货值增速出现了持续的回落，尽管 8 月人民币计价的出口增速从 10.4%上升到了 11.6%，但出口交货值的增速则从 1.6%降至 1.2%。从历史上看，出口交货值数据相对于出口数据会更加平滑，波动更小，但两者持续背离的情况是相对罕见的。而出口交货值的下滑可能也是计算机、通信和其他电子设备制造业以及电气机械及器材制造业等行业工业增速在本月出现了回落的主要原因。根据我们之前的报告《从 HS4 位编码微观数据看出口超预期的原因和可持续性》，海外经济体对于我国相对有比较优势的产品需求恢复快是提振我国出口的主要因素，海外经济总体需求的恢复依然是下半年的主线，这意味着外需的韧性还是可以期待的。如果出口持续维持韧性，其对于工业增加值还是存在进一步提振的空间。

图 3：主要工业产品产量同比增速比较



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：7-8 月出口交货值与出口增速出现背离



资料来源：万得，信达证券研发中心

从部分工业品的产量增速看，多数原材料产量较 7 月出现回升，如原煤、钢材、水泥、有色、乙烯等，反映了建筑旺季来临预期的影响。而汽车、手机产量增速则相对上月出现了回落，这与基数因素以及需求回补动力的减弱有关，但估计在消费恢复以及外需韧性的背景下，年内整体仍将保持平稳。

此外本月服务业生产指数从 3.5%再度上升到了 4%，结合工业增速的改善，估计月度 GDP 增速已经接近 5%，三季度整体 GDP 增速也有望在这一增速附近。

表 1：工业增加值分行业增速比较（%）

		增速变动	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08
消费品	农副食品加工业	-0.3	-2.5	-2.2	-2.4	-0.5	3	-4.8	-16	-0.3	-0.6	-2.7	-1.2	0
	食品制造业	-1.3	0.5	1.8	1.3	6.3	7.5	5.7	-18.2	4.6	5.5	3.4	4.2	5
	纺织业	2.6	3.3	0.7	3.2	4.3	2	-5.5	-27.2	0.2	2.5	-1.3	0.6	0.1
	医药制造业	1	4.3	3.3	3.9	2	4.8	10.4	-12.3	5.3	5.1	7.1	7.3	8.3
	汽车制造业	-6.8	14.8	21.6	13.4	12.2	5.8	-22.4	-31.8	10.4	7.7	4.9	0.5	4.3
中间品	非金属矿物制品业	1.9	5	3.1	4.8	5.5	4.2	-4.5	-21.1	8.4	8.6	4.1	7	8.1
	黑色金属冶炼及压延加工业	1.3	9.2	7.9	6.3	6.1	4.6	4.1	-2	10.7	10.7	6.3	9.5	10.4
	有色金属冶炼及压延加工业	2.2	4.8	2.6	2.8	4	6.9	2.8	-8.5	5	6.4	9.1	7.7	8.5
	化学原料及化学制品制造业	2.2	6.9	4.7	4	3.9	3.2		-12.3	7.7	7.9	3	3.3	1.2
资本品	橡胶和塑料制品业	0.9	4.7	3.8	2.7	3.5	5.2		-25.2	3.7	5.7	3.9	5.7	4.5
	金属制品业	2.1	9.9	7.8	2.6	3.6	8.9	-1.6	-26.9	6.3	6	3.1	2.6	0.9
	通用设备制造业	1.3	10.9	9.6	7.4	7.3	7.5	-5.4	-28.2	4.9	6.2	3.1	3.5	0
	专用设备制造业	-2.2	8	10.2	9.6	16.4	14.3	-2.2	-24.4	6.5	7	5	7	3.3
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.1	-0.3	-1.4	-1.2	2.5	5.7	0.5	-28.2	-6.8	0.1	3	4.7	7.8
	电气机械及器材制造业	-0.5	15.1	15.6	8.7	6.8	9	-0.4	-24.7	12.4	12.6	10.7	12.1	10
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-3.1	8.7	11.8	12.6	10.8	11.8	9.9	-13.8	11.6	9.7	8.2	11.4	4.7

绘图区

资料来源：万得，信达证券研发中心

二、基建投资连续三月下滑 地产投资维持强势 制造业投资大幅改善

8 月固定资产投资增速从-1.6%回升至-0.3%，大致符合预期，对应单月增速从 7.4%上升到了 8.4%。从结构上看，房地产维持强势，制造业大幅改善，基建投资则不及预期。

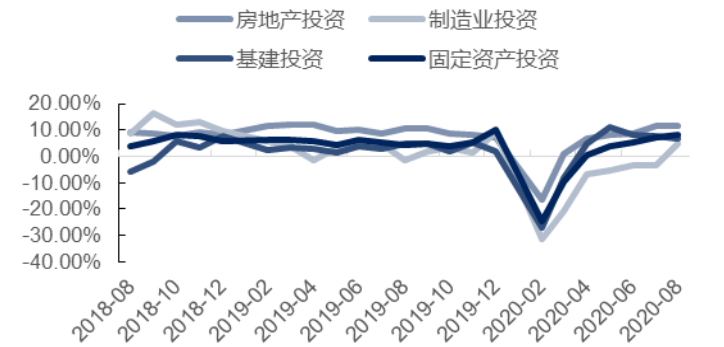
房地产投资增速从上月的 3.4%上升到了 4.6%，对应当月增速达到了 11.8%，较上月再度提升 0.1%。而从总体固定资产投资中其他费用出现了下滑来看，本月房地产投资的回升可能更多仍与建安支出的上行有关，这也与施工面积的回升相对应。近期高频数据显示土地成交金额同比出现了回落，对应本月土地成交价款也出现了下行，但是从历史数据上看，土地成交价款对于房地产投资中的土地购置费大约有半年以上的领先性。因此，土地购置在下半年可能对地产投资增速仍有支撑。

基建投资增速从上月的 1.2%上升到了 2%，对应单月增速为 7%，已经连续三个月下滑，整体表现弱于预期。具体来看公用事业投资增速在上月 18%的高基数下仍然回升至 18.4%，而其他两个基建类行业交运仓储以及水利环境两个行业增速也有所回升，分别从 0.9%和-3.8%上升至 1.7%和-2.9%，但整体仍然偏弱。此前市场多数用降水、旺季未至等因素解释基建投资偏弱

的现象。但尽管当前旺季已经来临，近期从高频数据上看，建筑钢材表观消费同比增速下滑，部分建筑链条的大宗商品价格也相对弱势，意味着基建赶工需求存在不及预期的可能性。我们在之前的报告《经济好一点，基建少一点》之中测算今年全年基建资金来源增速有望达到 13%，如果在集中赶工的乐观情形下，基建投资增速有望达到 8%。但如果政府不强制设定基建增速目标，下半年基建需求仅正常恢复的悲观情形下，基建投资增速可能在 5%左右。从目前的情况看，全年的基建目标可能更容易向悲观情形演绎。尽管 9-10 月我们认为随着旺季来临，基建投资增速仍有进一步抬升的空间，但单月增速远高于 10%的情况我们估计很难出现。

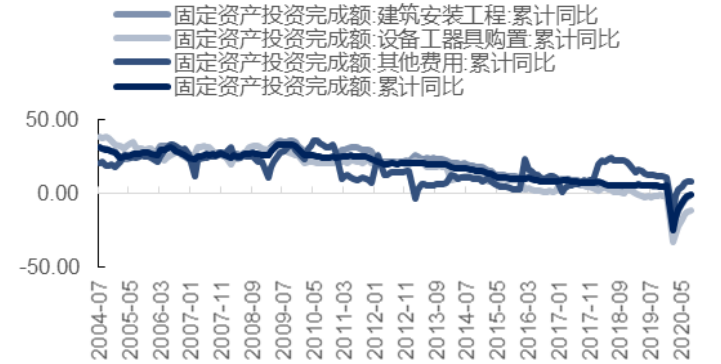
制造业投资增速从-10.2%回升至-8.10%，对应单月增速达到了 5%，较上月大幅提升 8.1%。这在一定程度上受到了去年同期基数偏低的影响。从行业上看，医药行业投资增速在 14.7 的高基数基础上继续大幅上升至 18.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增速也上升到了 11.7%。其他此前深度负增长的行业投资增速均出现不同程度的上行。与之相对应，民间投资增速也从-5.7%大幅上升至-2.8%，对应单月增速从 3.9%大幅上升至 20%。总体上看，制造业投资增速的回升，减轻了前期宏观层面制造业投资较弱与工业机器人、金属切割机床等产品微观增速较强的背离，印证了在外需持续改善的背景下，制造业投资存在恢复的动力。但如果在 PPI 弱复苏的背景下，制造业投资改善的强度可能受到一定的限制。

图 5：8 月制造业投资增速大幅提升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：从构成看，其他费用增速出现了一定的回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：固定资产投资分行业增速比较（%）

		增速变动	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08
消费品	农副食品加工业	3.8	-9.9	-13.7	-16.8	-22.9	-27.9	-32.8	-38.9	-8.7	-9.3	-10.1	-10.8	-9.4
	食品制造业	2.9	-6.6	-9.5	-12.6	-17.9	-21.5	-29.1	-35.1	-3.7	-4.8	-3.8	-3	-2.2
	纺织业	3.5	-13.9	-17.4	-22.4	-26.2	-32.5	-37.1	-44	-8.9	-8.7	-8.5	-8.2	-5
	医药制造业	3.6	18.3	14.7	13.6	6.9	-2.7	-11.9	-22.1	8.4	7.8	7.9	7	7.4
	汽车制造业	0.6	-19.3	-19.9	-20.9	-23.2	-22.9	-27.2	-41	-1.5	-0.4	-0.3	1.8	1.5
资本品	金属制品业	0.1	-15.4	-15.5	-16.5	-19.4	-23.8	-31.3	-38.1	-3.9	-3.8	-3.3	-4.5	-3.5
	通用设备制造业	2.5	-14.4	-16.9	-18	-20.2	-25.1	-32.1	-40.1	2.2	1.4	0.9	1.6	1.2
	专用设备制造业	1.6	-9.9	-11.5	-12.7	-15.2	-19.6	-27.1	-36.2	9.7	9.5	9.8	8.7	6.6
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.8	-9.4	-14.2	-16.3	-21.5	-26.2	-31.6	-39.7	-2.5	-5.7	-5.9	-8.3	-10.7
	电气机械及器材制造业	1	-13.1	-14.1	-17.1	-20.1	-23	-27.8	-33.7	-7.5	-6.8	-7.5	-7.6	-8
	计算机、通信和其他电子设备制造业	1	11.7	10.7	9.4	6.9	1.1	-10.2	-8.3	16.8	13.8	13.6	11.6	11.1
中间品	化学原料及化学制品制造业	3.2	-10.4	-13.6	-14.2	-17.8	-22.4	-30.8	-33	4.2	4.6	6.6	7.6	7.9
	有色金属冶炼及压延加工业	0.2	-6.3	-6.5	-9.6	-5.6	-9.7	-11.6	-17.3	1.2	-1.3	-1.3	-2.6	-4.3
基建	公用事业	0.4	18.4	18	18.2	13.8	7.6	2	-6.4	4.5	3.6	1.9	0.4	0.4
	交运仓储邮政	0.8	1.7	0.9	-1.2	-6.1	-12.1	-20.7	-30.1	3.4	4.3	4.6	4.7	5.5
	水利环境公共管理	0.9	-2.9	-3.8	-4.9	-6.5	-11.2	-18.5	-30.1	2.9	2.8	2.7	3.5	2.4
地产	房地产开发	1.2	4.6	3.4	1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	9.9	10.2	10.3	10.5	10.5

资料来源：万得，信达证券研发中心

三、电商节扰动过去 消费增速稳步恢复

8 月社零增速从-1.1%回升至 0.5%，年内首次转正，好于市场预期的 0.1%。在社零之中，商品零售同比增长 1.5%，较上月回升 1.3%，增速恢复加快；餐饮增速下降 7.0%，但仍在改善的趋势中。而扣除价格因素后社零实际同比-2.7%升至-0.6%，修复的速度明显较 7 月加快。从某种意义上看，7 月消费增速的回落受到了 618 购物节带来的消费需求透支有关，而 8 月随着这一因素的消退，消费需求增速的恢复回到了正轨。8 月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重从 7 月的 25%降至 24.6%，显示线下需求进一步恢复。

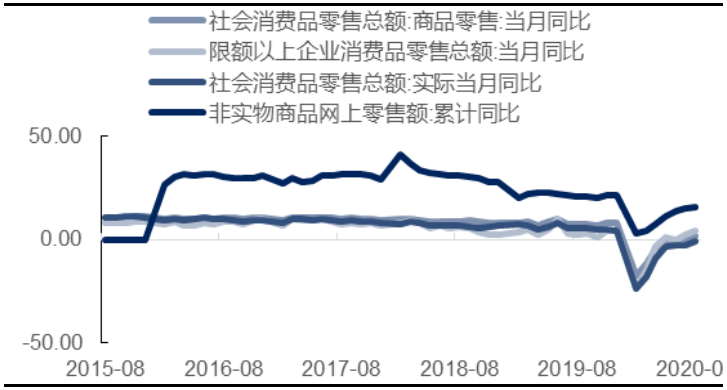
而限额以上零售增速则从 3%上升到了 5.1%。这在很大程度上与可选消费、尤其是耐用品的需求恢复有关。尽管 8 月乘用车销售增速较 7 月有所回升，但汽车销售增速从 12.3%小幅回落至 11.8%，仍然维持在较高水平。由于黄金价格上涨的预期，黄金珠宝类消费再度回升，增速达到了 15.3%。而其他可选消费品增速普遍较 7 月出现了显著的回升，诸如耐用品中的家电、文化办公用品、通讯器材，以及非耐用品中的日用品、化妆品等，服装消费也在年内首次转正，显示疫情冲击逐步过去、居民消费正在向正常状态恢复。但在油价下跌的影响下，汽油消费从上月的-13.9%再度下滑至-14.5%。部分必需消费品增速在前期疫情后的集中支出效应消退，整体处于相对平稳的态势。以家具、建材代表的居住类消费，在本月增速仍然出现了一些回落，反映地产竣工恢复的速度低于预期。

从大的零售分项上看，8 月除了汽油以及地产类消费外，多数商品销售已经恢复到了疫情前的水平。单纯剔除汽油消费的影响，限额以上零售增速已经恢复到 7%左右，已经超过了去年的平均水平，但限额以下环节受疫情冲击更大，可能更多反映了低收

入人群消费能力下降的影响。

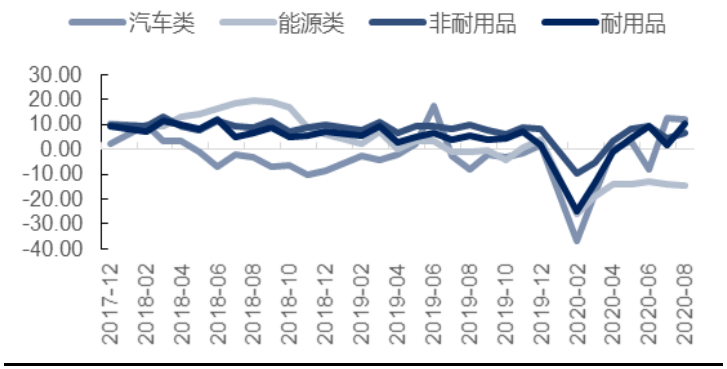
展望未来，由于去年低基数的影响，汽车消费下半年估计仍将对消费增速带来一定的支撑，但是由于刺激汽车消费的相关政策相对有限，其对经济的支撑力度仍然会较 7-8 月有所减弱；但在油价恢复相对较慢的背景下，汽油消费的增速可能仍将拖累；其他必需消费品的补偿性需求散去，未来可能保持在当前中枢运行；其他可选消费品未来可能仍然存在进一步上行的空间。而在竣工仍然偏慢的背景下，居住类消费下半年整体可能仍然维持弱势回升的状态。因此，我们认为在年内的数月时间内，随着收入水平的恢复，消费增速仍然会呈现温和恢复的态势。

图 7：618 扰动过后，社零整体维持了平稳复苏的态势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：耐用品消费快速恢复



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 3：消费分项增速比较（%）

		增速变动	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08
非耐用品	粮油、食品类	-2.7	4.2	6.9	10.5	11.4	18.2	19.2	9.7	9.7	8.9	9	10.4	12.5
	饮料类	2.2	12.9	10.7	19.2	16.7	12.9	6.3	3.1	13.9	13	9.5	8.9	10.4
	烟酒类	-1.9	3.1	5	13.3	10.4	7.1	-9.4	-15.7	12.5	8.3	4.4	4.2	12.6
	服装鞋帽针纺织品类	6.7	4.2	-2.5	-0.1	-0.6	-18.5	-34.8	-30.9	1.9	4.6	-0.8	3.6	5.2
	化妆品类	9.8	19	9.2	20.5	12.9	3.5	-11.6	-14.1	11.9	16.8	6.2	13.4	12.8
	日用品类	4.5	11.4	6.9	16.9	17.3	8.3	0.3	-6.6	13.9	17.5	12	12	13
	中西药品类	0.9	6.2	5.3	9.7	7.3	8.6	8	0.2	8.2	4.9	5.1	6.6	7.7
耐用品	金银珠宝类	7.8	15.3	7.5	-6.8	-3.9	-12.1	-30.1	-41.1	3.7	-1.1	-4.5	-6.6	-7
	家用电器和音像器材类	6.5	4.3	-2.2	9.8	4.3	-8.5	-29.7	-30	2.7	9.7	0.7	5.4	4.2
	文化办公用品类	8.9	9.4	0.5	8.1	1.9	6.5	6.1	-8.9	-11.5	4.6	-3.4	-0.2	19.8
	家具类	-0.3	-4.2	-3.9	-1.4	3	-5.4	-22.7	-33.5	1.8	6.5	1.8	6.3	5.7
	通讯器材类	13.8	25.1	11.3	18.8	11.4	12.2	6.5	-8.8	8.8	12.1	22.9	8.4	3.5
	建筑及装潢材料类	-0.4	-2.9	-2.5	2.2	1.9	-5.8	-13.9	-30.5	0.6	-0.3	2.6	4.2	5.9
能源	石油及制品类	-0.6	-14.5	-13.9	-13	-14	-14.1	-18.8	-26.2	4	0.5	-4.5	-0.4	-1.2
汽车类	汽车类	-0.5	11.8	12.3	-8.2	3.5	0	-18.1	-37	1.8	-1.8	-3.3	-2.2	-8.1

资料来源：万得，信达证券研发中心

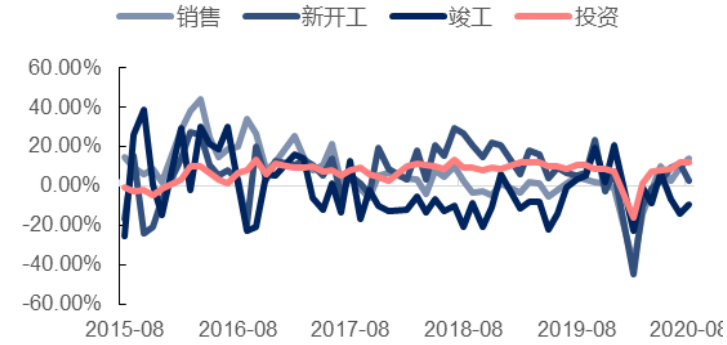
四、地产销售继续改善，政策调整下市场进入去库存状态

8 月房地产销售面积累计增速由-5.8%回升至-3.3%，当月增速从 9.5%大幅回升至 13.7%，与高频数据的改善大致相当。从销售的区域分布上看，东部地区增速最快，单月增速达到了 22.15%，东北地区也出现了相对较快的抬升，中西部地区的恢复动力趋缓，显示政策边际收紧后，地产销售更多由发达地区驱动。而销售回暖也体现了在地产融资政策收紧后，开发商更加重视销售回款，定金与预付款以及个人按揭贷款在房地产资金来源中的比例进一步上升。

而新开工的累计增速从-4.5%升至-3.6%，对应当月增速从 11.3%降至 2.4%，这体现了开发商在 7 月为抓紧年内开盘而集中开工后，整体开工的动力有所回落。而地产竣工面积出现了较大程度的回落，从-10.9%略微升至-10.8%，对应单月增速从-14%升至-9.8%，竣工整体恢复仍然较慢。此外，土地购置面积同比增速从-1%降至-2.4%，土地成交价款也从 12.2%降至 11.2%，这也与高频数据中土地成交的数据下滑相一致。

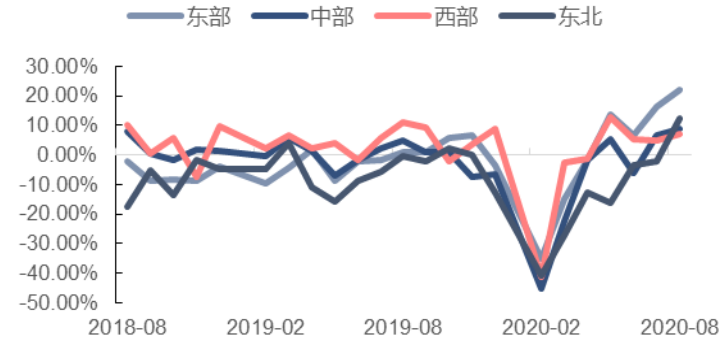
因此，尽管 8 月地产销售再超预期，但未来随着房地产政策收紧的影响逐步显现，对于房价以及信贷资金流入房地产的限制进一步趋严，未来房地产销售增速继续回升的空间已经相对有限，尤其是中西部三四线房地产市场疲态初显，但在开发商抓销售回款的背景下，后续可能继续增加推盘量以回笼资金，地产销售未来大概率或将呈现稳中趋缓的态势。而在融资政策收紧的背景下，开发商购地的意愿已经出现了回落，这也会对新开工增速的提高带来制约，加上开发商抢开工争取年内开盘的影响逐步减弱，未来新开工增速可能持续弱于销售增速，房地产市场进入去库存状态。

图 9：销售恢复快于新开工，显示市场进入去库存状态



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：东部地区销售恢复的速度更快



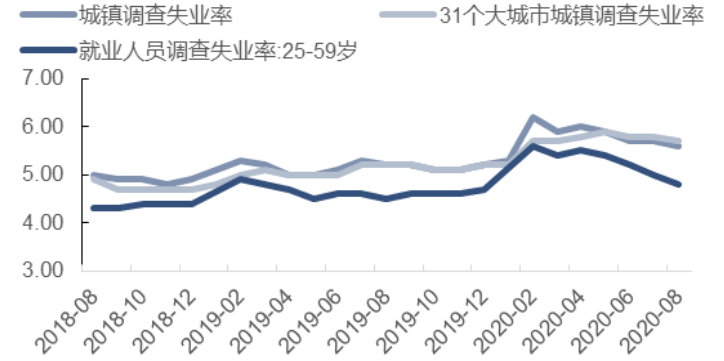
资料来源：万得，信达证券研发中心

五、失业率进一步下滑，主体人群就业上升对冲大学生失业

7 月城镇新增就业人数累计值已经达到 781 万人，与去年同期相比少增 203 万人。按照统计局发言人的说法，尽管高校毕业

生的失业率仍然有所上升，20-24 岁大专及以上受教育程度人员调查失业率相对上年同期的增速从 3.3%提升到了 5.4%，并未出现以往 8 月的季节性下降，但随着需求的恢复，灵活就业和新型就业的贡献加大，就业主体人群 25-59 岁的城镇调查失业率仍然从 5.0%降至 4.8%，外来农业户籍人口调查失业率也从 7 月的 5.7%降至 5.4%，这是调查失业率得以下滑的主要原因。未来随着经济形势的恢复，本年度完成新增城镇就业 900 万人以及 6%失业率的目标应该不成问题，后续政策将着力加强对重点群体的就业扶持政策。

图 11：主体人群对冲大学生失业，城镇调查失业率降至 5.6%



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：城镇新增就业人数完成全年目标容易实现



资料来源：万得，信达证券研发中心

六、关注经济回升动力切换对利率的影响

总体来看，8 月经济数据整体仍然好于市场预期，尽管这在一定程度上受到了基数偏低的影响，但经济修复的过程整体仍在持续，且回升的动能发生了一定变化。地产开工与基建投资增速放缓，出口、消费与制造业投资出现了显著的改善，体现了经济逐步进入到了自发修复的轨道当中，对于政策的依赖度下滑。我们认为，尽管前期存在份额替代对于出口带来了提振的作用，但近期持续维持高增仍然与疫情冲击以及海外政策发力带来的需求结构变化有关，由于外需恢复仍然是未来的主基调，刺激政策的退出将是相对缓慢的过程，因此出口仍将维持韧性。而在消费方面，除汽油与居住类消费外，主要零售分项已经接近疫情前的水平，但由于疫情对低收入人群的影响，商品零售的整体数据仍然低于限额以上商品的恢复，未来仍有改善的空间。而制造业投资在利润改善的影响下，8 月数据也出现了显著的回升，尽管这其中受到了基数效应的影响，但未来逐步恢复也是大的方向。经济自发修复动力增强也给了国内政策有的放矢的空间，逆周期调控加码的动力减弱，政策整体对于防风险等长期问题更加关注，这也是近期建筑链条数据相对偏弱的主要原因。尽管下半年财政空间仍然充足，但如果经济自发修复的动力增强，基建集中抢开工的必要性进一步下滑，年内基建单月增速显著高于 10%的概率偏低，地产新开工增速可能也会较上半年的高增有所回落。

经济动能的切换对于利率有着不同的影响。在出口强势、消费回暖、制造业投资修复的带动下，经济自发修复的动力仍存，货币政策更加重视防风险等问题，进一步放松的空间有限，债券收益率趋势性的机会仍需等待。但逆周期政策提前退出，依赖于大规模债务扩张的建筑类投资上行的动能趋缓，意味着未来融资需求有所放缓，社融增速将在 10 月-11 月出现拐点，经济转向过热的可能性偏低，这意味着利率中枢大幅走高的空间受到限制。因此在这样的背景下，年内收益率大概率是中枢缓慢上移，并随着资金面的波动维持震荡态势。

MLF 大规模超量续作，存单利率回落，银行负债端压力缓解，中短端利率存在机会。央行在 9 月 MLF 大规模超量续作，结合央行在 9 月上旬即进行了大规模的逆回购投放，显示央行并非有意制造资金面紧张、银行负债压力提升的局面，至少在三季度经济仍然低于潜在增速的背景下，DR007 维持在 2.2%、1 年期存单利率维持在 2.95%，仍然是相对可信的利率中枢。加上 9 月财政资金的大规模投放，前期困扰市场的中长期流动性缺失的局面将得到显著的缓解。在这样的背景下，收益率存在阶段性下行的机会，尤其是 3-5 年期的中短端利率确定性更强，收益率曲线可能恢复相对陡峭化的状态。

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，6 年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究 2016 年第一名、2017 年第四名。

周俚君，新加坡国立大学数量金融学硕士，曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。