民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

内生复苏来了：民间投资和消费开始发力

——点评 8 月经济数据

宏观事件点评 | 2020 年 9 月 16 日

报告摘要：

- **第一，工业仍处于强修复过程中。**此前，不少市场人士认为，工业修复力度已经边际减弱。8 月数据表明，工业仍处于强修复过程中，这是最大的预期差所在。工业能够实现持续强修复，源于内需和出口都在不断改善，体现了生产和需求协调复苏的巨大力量。

- **第二，继生产性服务业后，生活性服务业也不断回暖。**疫情初步控制住后，服务业中最早复苏的是以交通运输、电信等行业为代表的生产性服务业，8 月数据显示，以住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业为代表的生活性服务业也不断回暖。

- **第三，9 月单月 GDP 增速有望达到 5%。**根据我们构建的月度 GDP 指数，对工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和后，测得 8 月单月 GDP 增速为 4.5%，比上月回升 0.6 个百分点。若工业和服务业延续复苏态势，预计 9 月单月 GDP 增速有望达到 5%左右。

- **第四，投资端最重要的变化是民间投资当月增速转正。**8 月民间投资隐含的当月增速为 13.6%，不仅是疫情以来首次转正，也是 2019 年以来首次转正。这表明市场主体投资意愿增强，经济复苏内生动能增强。

- **第五，消费终于出现了加速复苏迹象。**8 月社会消费品零售总额实现正增长，但比这更重要的是，8 月社零环比增速出现明显加快。这显示出，在全国疫情得到较好控制的情况下，消费终于出现了加速复苏迹象。

- **第六，就业形势稳定，完成全年目标无压力。**截至 8 月，全国城镇累计新增就业 781 万人，按照 8 月趋势，我们预计今年全年新增就业可以达到 1100 万人左右，超额完成全年目标。城镇调查失业率也持续处于目标范围之内。

- **第七，超额续作 MLF 之后，四季度流动性已无需担忧。**我们此前预判 9 月央行将大规模净投放，9 月 15 日央行开展 MLF 操作 6000 亿元，全月将实现 MLF 净投放 4000 亿元，验证了我们的观点。MLF 大规模净投放后，9 月超储率有望小幅回升，基本上解决了流动性的问题。

- **风险提示：**
  全球疫情传播再次恶化。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

中国 8 月规模以上工业增加值同比增 5.6%，预期 5.3%，前值 4.8%。

中国 1-8 月固定资产投资（不含农户）同比降 0.3%，预期降 0.4%，1-7 月降 1.6%。

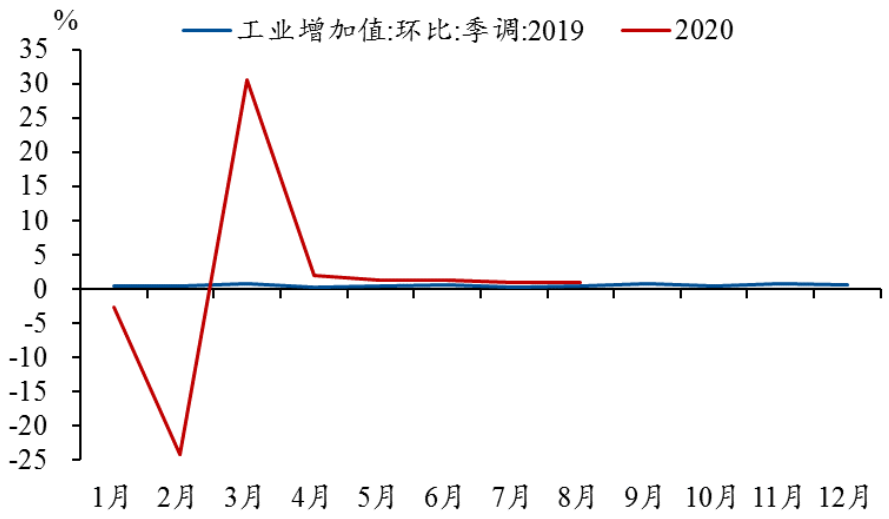
中国 1-8 月房地产开发投资同比增 4.6%，增速比前值提高 1.2 个百分点。

中国 8 月社会消费品零售总额同比增 0.5%，预期 0%，前值降 1.1%。

一、工业和服务业双双稳步回升，9 月单月 GDP 增速有望达到 5%

工业仍处于强修复过程中，是经济超预期的最大贡献者。8 月，规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，增速较上月加快 0.8 个百分点，比市场预期高出 0.3 个百分点。从环比看，8 月规模以上工业增加值增长 1.02%，比去年同期高出 0.57 个百分点，从 3 月以来连续 6 个月高于去年同期（图 1），这表明，工业仍处于强修复过程中。此前，不少市场人士认为，工业修复力度已经边际减弱，事实给出了响亮的回答。

图 1：工业增加值环比增速连续 6 个月高于去年同期

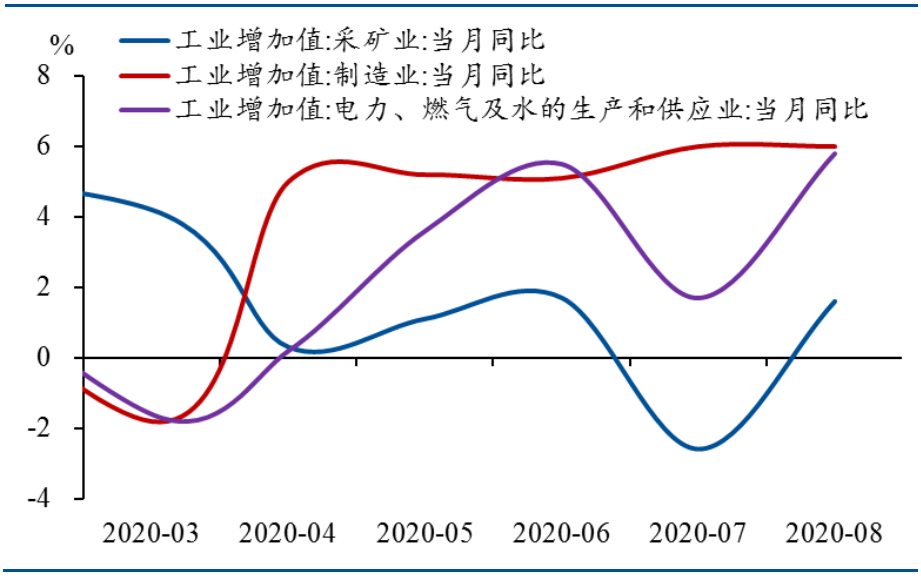


资料来源：Wind，民生证券研究院

工业能够实现持续强修复，与内外需改善形成支撑是分不开的。8 月制造业 PMI 新订单和新出口订单指数均录得年内新高。疫情背景下，欧美生产能力修复较慢，消费品供应面临缺口，中国出口份额提升，8 月出口增速升至 9.5%，出口交货值增长 1.2%。8 月，工业企业产品销售率为 98.2%，基本保持平稳，可见，需求改善支撑了工业生产持续修复，这也体现了生产和需求协调复苏的巨大力量。

制造业生产表现亮眼，若干重点行业保持高景气。分三大门类看，采矿业、制造业、电热气水供应业分别增长 1.6%、6%和 5.8%，后两者均录得或持平年内新高（图 2）。重点行业中，通用设备制造业增长 10.9%，专用设备制造业增长 8.0%，汽车制造业增长 14.8%，电气机械和器材制造业增长 15.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 8.7%。

图 2：制造业增加值增速持平于年内高位

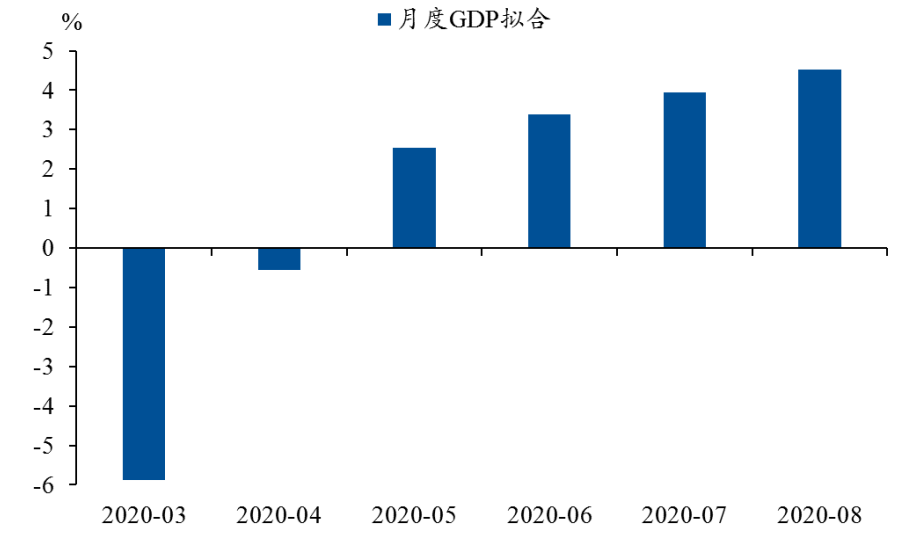


资料来源：Wind，民生证券研究院

服务业继续爬坡，继生产性服务业后，生活性服务业也不断回暖。8 月，服务业生产指数同比增长 4.0%，比上月上升 0.5 个百分点。自 3 月以来，连续 6 个月回升。此前公布的 8 月第三产业用电量同比增速也录得年内新高，构成相互印证。疫情初步控制住后，生产性服务业率先复苏，交通运输、电信等行业商务活动指数连续 4 个月位于 60.0%以上；生活性服务业随后也不断回暖，8 月住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数均高于 57.0%，租赁及商务服务业商务活动指数升至 50.0%以上。

8 月单月 GDP 回升到 4.5%左右，9 月有望达到 5%。根据我们构建的月度 GDP 指数，对工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和后，测得 8 月单月 GDP 增速为 4.5%，比上月回升 0.6 个百分点。若工业和服务业延续复苏态势，预计 9 月单月 GDP 增速有望达到 5%左右（图 3）。

图 3：8 月单月 GDP 回升到 4.5%左右，9 月有望达到 5%

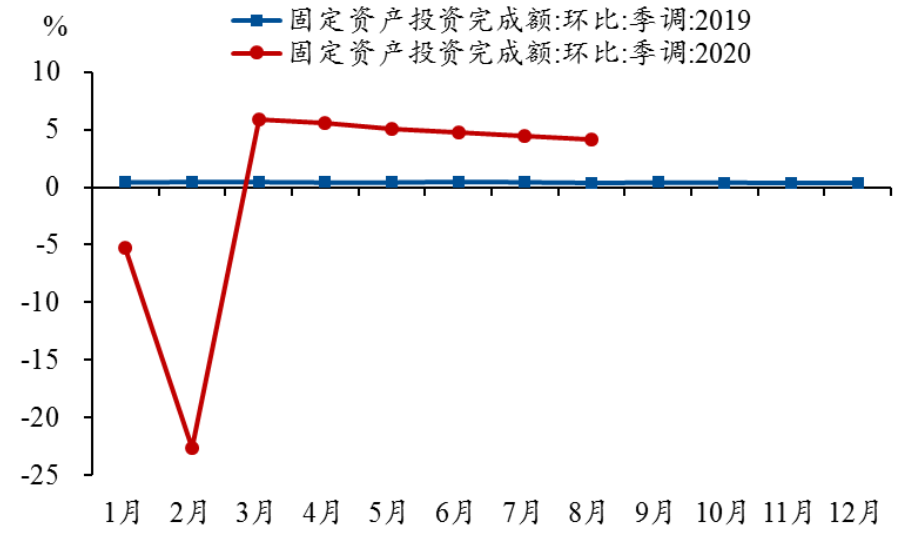


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、民间投资当月增速转正，经济复苏内生动能增强

整体固定资产投资增长略好于市场预期。1-8 月，固定资产投资累计同比-0.3%，降幅比前值收窄 1.3 个百分点，比市场预期的-0.4%略高。从环比看，8 月固定资产投资增长 4.18%，仍远高于去年同期（0.4%）（图 4），显示投资仍处于不断修复过程中。

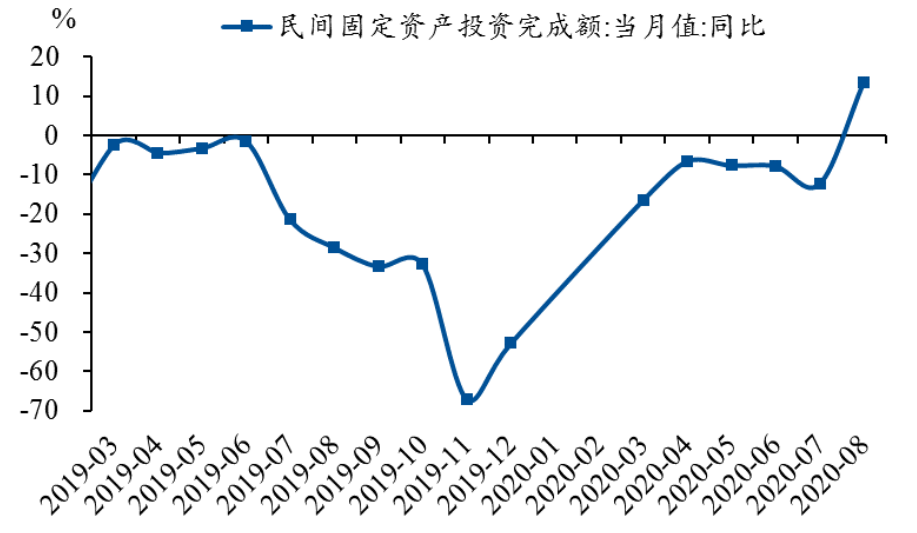
图 4：固定资产投资环比增速持续高于去年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

民间投资当月增速转正，经济复苏内生动能增强。基础设施投资（不含电力）累计同比-0.3%，降幅收窄 0.7 个百分点；制造业投资累计同比-8.1%，降幅收窄 2.1 个百分点；民间投资累计同比-2.8%，降幅收窄 2.9 个百分点。民间投资隐含的当月增速为 13.6%，不仅是疫情以来首次转正，也是 2019 年以来首次转正（图 5）。疫情后经济复苏的第一推动力来自政府的逆周期调节，如今民间投资当月增速转正，表明市场主体投资意愿增强，经济逐渐踏上内生增长之路。

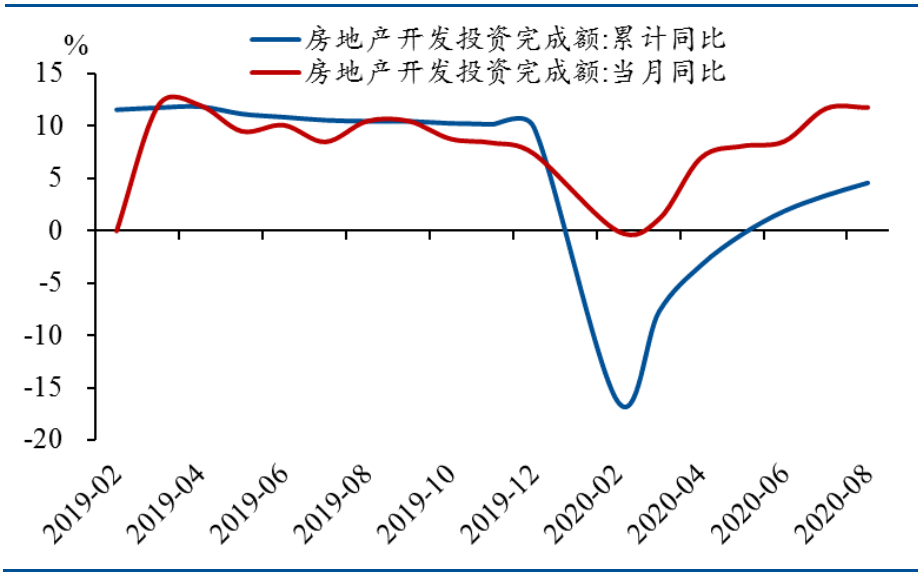
图 5：民间投资当月增速转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

房地产投资保持高景气，累计增速短期内仍有上升空间。房地产投资累计同比 4.6%，增速比前值提高 1.2 个百分点。8 月隐含的当月增速达到 11.8%，略高于上月（11.7%），当月增速持续高于累计增速（图 6），预示着短期内将继续拉升累计增速。8 月销售面积和施工面积隐含的当月增速分别为 13.7%和 13.2%，对短期内投资高景气构成支撑。但新开工当月隐含增速从上月的 11.3%降至 2.4%，预示着投资增速可能在稍远的未来抵达顶部。

图 6：房地产投资当月增速持续高于累计增速

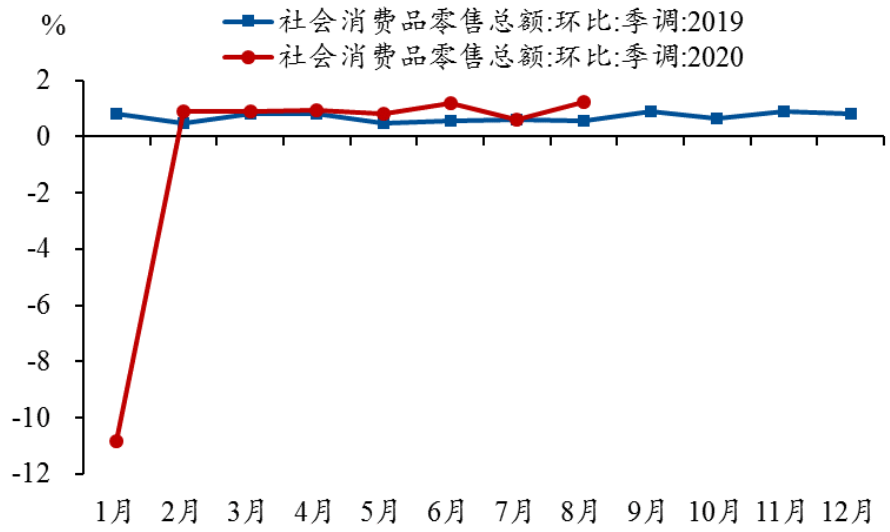


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、消费复苏加快，社会消费品零售总额实现正增长

消费复苏加快，社会消费品零售总额实现正增长。8 月份，社会消费品零售总额 33571 亿元，同比增长 0.5%，为今年以来首次正增长，市场预期 0%。从环比看，8 月季调后社零环比增长 1.25%，增速比上月加快 0.63 个百分点，比去年同期加快 0.69 个百分点（图 7）。这显示出，在全国疫情得到较好控制的情况下，消费终于出现了加速复苏迹象。可以作为佐证的是，8 月餐饮收入环比（未季调）增长 10.25%，比去年同期高 4.81 个百分点。

图 7：社会消费品零售总额环比增速明显加快

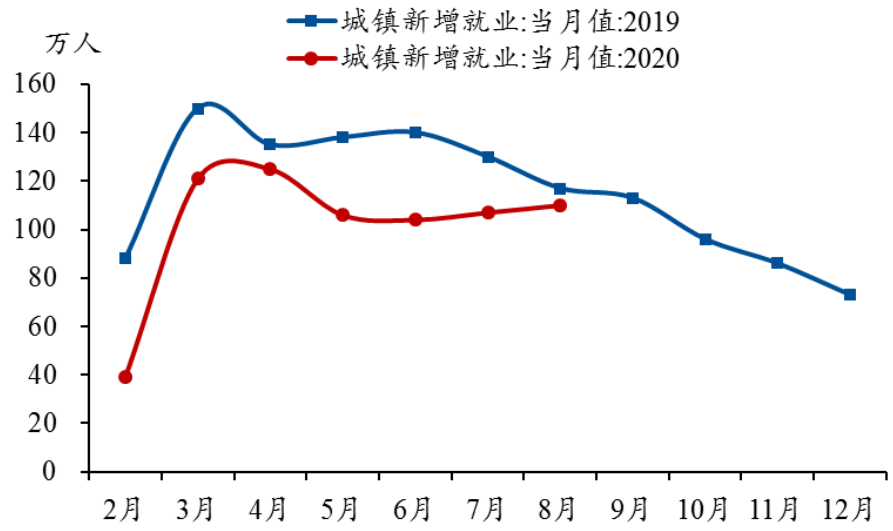


资料来源：Wind，民生证券研究院

汽车消费继续发挥引领作用，但汽车以外也有不少领域消费增长较快。8 月汽车类消费同比增长 11.8%，除汽车以外的消费品零售额同比-0.6%，仍然延续负增长。通讯器材类消费增长 25.1%，增速比上月扩大 13.8 个百分点；文化办公用品类增长 9.4%，增速扩大 8.9 个百分点；金银珠宝类增长 15.3%，增速扩大 7.8 个百分点；日用品类增长 11.4%，增速扩大 4.5 个百分点；服装类消费首次实现转正，增速达到 4.2%。

就业形势稳定，完成全年目标无压力。两会上定下的全年就业目标为，城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6%左右。截至 8 月，城镇新增就业 781 万人，距离全年目标只差 119 万人。8 月单月新增就业 110 万人，往年平均水平 115 万人左右，差距相比前几个月明显缩小（图 8）。按此趋势，预计今年全年新增就业 1100 万人左右，超额完成全年目标。8 月，全国城镇调查失业率为 5.6%，比上月下降 0.1 个百分点，也在目标范围之内。总体看，经过过去几个月的努力，目前保就业的压力已经不大。

图 8：8 月单月城镇新增就业人数已接近去年同期水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、超额续作 MLF 之后，四季度流动性已无需担忧

9 月央行超额续作 MLF，流动性已无需担忧。央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，9 月 15 日开展 6000 亿元中期借贷便利（MLF）操作。9 月 17 日将到期 2000 亿，本月 MLF 净投放 4000 亿。我们前期报告预判，9 月央行将大规模净投放，如今获得验证。7 月超储率为 1.1-1.2%，处于历史低位。9 月净投放 4000 亿 MLF 后，超储率有望小幅回升。四季度伴随财政支出力度加大，还会形成新的流动性供给，流动性已无需担忧。

风险提示

全球疫情传播再次恶化。

插图目录

图 1：工业增加值环比增速连续 6 个月高于去年同期 2
图 2：制造业增加值增速持平于年内高位 3
图 3：8 月单月 GDP 回升到 4.5%左右，9 月有望达到 5% 3
图 4：固定资产投资环比增速持续高于去年同期 4
图 5：民间投资当月增速转正 4
图 6：房地产投资当月增速持续高于累计增速 5
图 7：社会消费品零售总额环比增速明显加快 6
图 8：8 月单月城镇新增就业人数已接近去年同期水平 6

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。