宏观

报告原因：事件点评

不变的恢复势头，变换的恢复动力

——2020 年 8 月经济数据点评

2020 年 9 月 15 日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

- 9 月 15 日，统计局发布 2020 年 8 月份经济数据。

点评

- **工业增加值当月同比上升，累计同比转正，行业修复向工业品生产传递。**8 月工业增加值当月同比 5.6%，前值 4.8%，累计同比转正至 0.4%。分大类行业看，8 月采矿业同比转正，电力、燃气及水的生产和供应业同比较上月明显提高，制造业增加值同比与上月持平，而高技术产业仍对工业增加值同比有支撑，但拉动减弱。具体行业中，纺织、化学原料、橡胶塑料、非金属和金属制品等工业品制造业增加值同比修复，但下游汽车、电气、计算机通讯等仍然是增加值同比的支撑项，但拉动减弱。从 8 月份分行业的工业增加值数据可以看到，上述工业品制造业的生产有二次发力（第一次是在复工时期）的迹象，这些行业从目前看，像纺织、化学原料、橡胶塑料等前期库存去化程度大于其他行业。因此这些行业有在近期加速生产，从而在工业行业中率先实现主动补库的可能。
- **投资同比继续修复，但房地产和基建投资势头有所减弱。**固定资产投资累计同比修复至-0.3%。房地产和基建依然是主要支撑项，但 8 月制造业投资表现也明显出现改善。房地产投资仍然强劲，但上升幅度减弱。房地产投资当月同比 11.8%，前值 11.7%，累计同比进一步上升至 4.6%，前值 3.4%。房地产新开工面积当月同比由 11.32%下降至 2.41%。与新开工同比大幅下降相反的是房地产销售额同比，销售额当月同比大幅升至 27.11%，累计同比转正至 1.6%，销售面积当月同比由 9.47%上升至 13.69%，累计同比上升至-3.3%，前值-5.8%。房地产企业在近期监管明显趋严下采取了快周转的策略，通过促销手段加速推盘，导致房地产销售走强。但由于预计未来资金来源一定程度受限，因此拿地和新开工意愿不强，所以新开工与销售出现了大幅背离。房地产企业施工面积当月同比 13.22%，累计同比升至 3.3%，房地产施工仍然强势，但受到新开工影响，势头有所减弱，当月同比小幅回落。我们认为，后续在施工现有楼盘的逻辑下，房地产投资在年内有望保持一定水平。
- **刨除电力后，基建投资表现疲弱。**基建投资隐含当月同比由上月

7.74%继续下降至 7.03%，累计同比上升至 2.02%，前值 1.19%。从基建包含的三大行业中来看，8 月份基建同比主要由电力、热力、燃气及水的生产和供应业拉动，刨除电力，当月同比仅为 3.97%。我们认为，除了受水灾后基建项目施工转弱的影响，基建投资还应与专项债发行节奏相关。考虑到资金到位至项目落地之间的滞后，基建（不含电力）投资表现强势的 5 月和 7 月，对应的是今年 1 月和 5 月两个发行高峰。随着 8 月，地方债发行迎来另一个高峰，后续基建投资有望在四季度加速。

- **本月投资亮点在制造业。**制造业投资隐含当月同比 5.03%，前值-3.11%，当月同比疫情后首度转正，累计同比-8.10%，前值-10.2%。从行业看，医药和计算机通讯设备这两个行业依然是制造业投资的主要支撑项，同时食品加工、纺织、化纤、通用设备、交通运输设备制造等传统劳动密集型行业在 8 月加速修复。这应该主要与近期出口需求和国内施工需求相对应。
- **可选类和服务类消费拉动下，社零同比转正。**8 月当月同比 0.5%，前值-1.1%。从分项来看，家电、化妆品、金银珠宝等可选类消费品表现强势，汽车消费保持强劲，8 月消费主要拖累项为石油及制品类、家具类和建筑材料装潢类。我们认为，7 月份家电、化妆品等可选类消费品消费表现不佳主要受到“618”的影响，可选类商品在“618”被集中消费后在 7 月份出现了一个缓冲期，而 8 月份可选类消费同比的恢复证实了我们的猜测。汽车零售同比略有下降，但水平保持强劲。8 月国际原油价格升幅收窄，或影响石油及制品类零售读数。同时，受到年内竣工数据的拖累，家具、建筑装潢的商品零售表现疲弱。作为必需品类代表的食品零售同比继续下降，目前已经低于疫情前水平，这应该是前期消费过量后，目前消费者对食品类商品需求乏力所致。社零中，餐饮收入继续修复，且修复斜率仍然较高，当月同比-7.0%，前值-11.0%，显示出常态化后，服务类消费继续稳健恢复。
- **需求端内部和行业间恢复的逻辑都出现了新的变化。**8 月经济的恢复仍然以需求端的恢复为主，但在需求端内部出现了新的变化。一是房地产和基建投资虽然表现强劲，但势头有所放缓。二是出口和消费需求稳健，逐渐成为拉动经济复苏的新的动力。三是此前表现一般的制造业投资开始加速恢复，这是前期地产、基建、出口、消费相继加速修复的结果。从行业看，前期表现强劲的行业，如医药、手机通讯、汽车等主要指标均处于高位，对经济形成支撑，但后续增长空间有限，对经济拉动或逐渐减弱。而部分工业品类行业在 8 月开始加速，可能有一部分对应补库需求，还有一部分原因可能对应外需。
- **从 8 月份的数据看，后续经济恢复的逻辑越来越清晰，四季度经济有望恢复至疫情前水平。**我们在此前的中期报告和上个月的经济数

据点评中就已经提出了后续大概率主导经济进一步恢复的几条逻辑线，从 8 月份的数据看，当时提出的逻辑正在逐渐被验证。并且，这些逻辑线有望在后续集中推动经济进一步走强。首先，房地产和基建投资在年内有望保持一定增速。其中，房地产后续有施工的支撑，基建在四季度或有目前发行的地方专项债资金的支撑。虽然两者大幅走高的时段已过，但仍然会对整体经济形成拉动。其次，出口和消费或成为近期拉动经济恢复的需求分项。其中，出口对应海外复工需求，而消费中的服务类消费与可选类消费有望在四季度的“中秋、国庆双节”和“双十一”的带动下进一步走高，从而带动整体消费及相关中上游产业链。最后，我们此前认为恢复较慢的制造业投资也已经在 8 月开始加速修复。后续随着其他需求端的拉动，制造业库存有望进一步去化，新一轮补库周期有望在未来一到两个季度后启动。综上，我们认为经济四季度表现或更强势，增速水平有望恢复至疫情前。

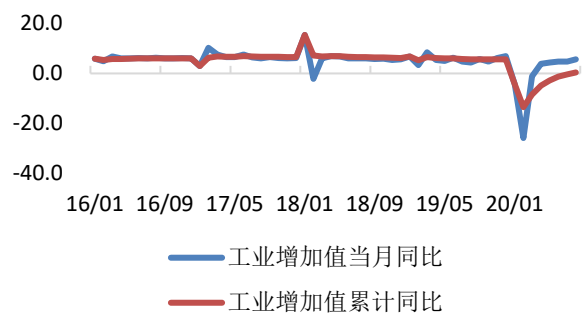
➢ 风险提示

1、 秋冬季国内疫情二次大规模爆发；

2、 中美关系再出变数，影响短期经济；

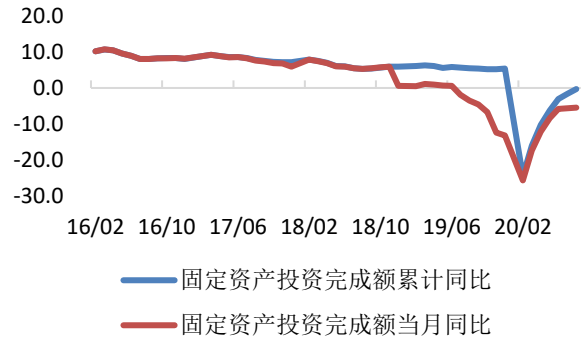
3、国内调控政策超预期收紧，影响后续经济增长信心。

图 1：工业增加值同比走势



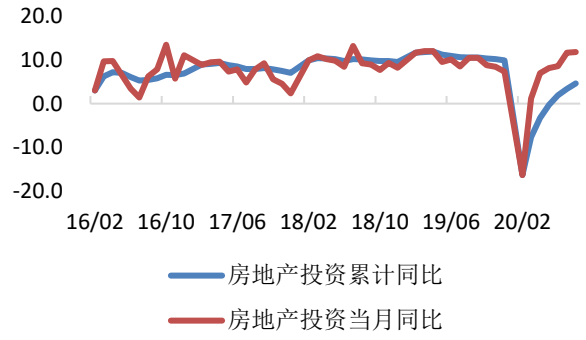
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



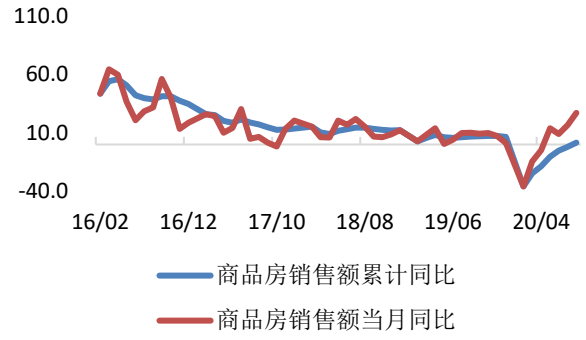
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资同比走势



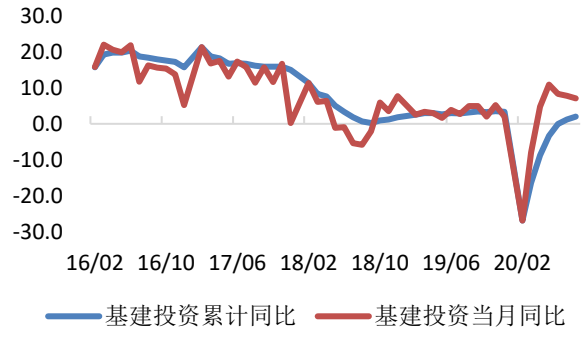
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势



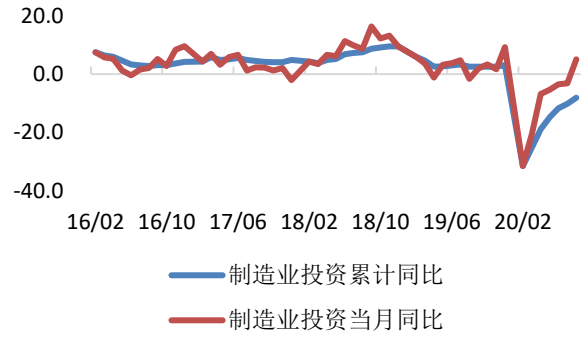
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：基建投资同比走势



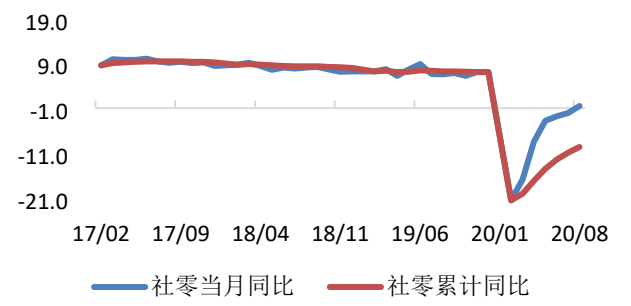
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：固定资产投资完成额累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336