经济提速：哪些顺风？哪些逆风？

2020 年 09 月 15 日

事件

- 国家统计局公布 8 月经济数据，工业增加值同比 5.6%，前值 4.8%；固定资产投资累计同比-0.3%，前值-1.6%；社会消费品零售名义增速 0.5%，前值-1.1%。

观点

- 8 月经济数据呈现供需全面提速修复的特征，但结构分化仍然明显：制造业投资大幅改善经济内生动能加速修复，但基数是非常重要的影响，仅靠 8 月单月增速判定经济内生动能修复提速可能有失偏颇；地产在政策逆风之下还能继续走强吗？基建不及预期则是疫情“赶工”弱化的逆风所致。线下消费虽然是后续经济修复的主动能，但疫情对居民消费力冲击的逆风可能持续拖累消费修复。

- **8 月工业生产为何超预期修复？**需求端尤其是投资驱动相关行业生产，尤其是挖机、钢材、有色、水泥等产量明显回升；结构上，采矿业、上述高耗能行业生产回升驱动发电量和二产用电量高增。

- **制造业投资明显走强，除了基数还需关注什么？**8 月制造业投资单月同比增长大幅转正至 5%（去年全年增速仅 3.1%）。一方面，去年 8 月制造业投资基数低（当月同比-1.6%），因此，仅靠 8 月单月增速判定经济内生动能修复提速可能有失偏颇；另一方面，防疫需要和受益于居家隔离的行业，例如医药、电子和食品等投资增速大幅改善。除此之外，纺织、化学制品等行业投资也保持较高景气值得关注。

- **基建不及预期的背后：疫后“赶工”的弱化。**继 6、7 月份基建边际走弱后，8 月基建投资继续不及预期，可能与我们此前提及的疫后“赶工”弱化有关，我们统计到部分省市重点项目赶工基本上自 6 月份开始结束。

- **8 月房地产投资当月增速或为年内高点。**8 月地产销售和投资都保持了强劲的势头。销售方面，随着“金九银十”促销季的到来，年内地产销售仍有望保持坚挺。投资方面，施工面积、新开工面积增速均较上月放缓，土地购置面积增速则连续 2 个月负增长，预计房地产投资当月增速很难在 8 月的基础上继续回升。

- **疫情对居民消费力的冲击拖累消费复苏速度。**8 月实物消费的主要支撑还是汽车，除汽车外社零增速仍未转正，同比下降 0.6%；疫情好转支撑线下消费修复，餐饮收入同比降幅收窄 4 个百分点至-7%。疫情后餐饮营业门店数恢复速度大幅领先于账单数，这说明民收入所受冲击对消费力的拖累仍然明显。

- **三季度 GDP 增速怎么看？**得益于 8 月份工业生产大幅改善，服务业生产指数也回升至 4%，三季度 GDP 增速将明显改善。若 9 月工业生产仍然能保持 5.6%的高增，则三季度 GDP 上限将提升至 5.3%，预计三季 GDP 实际增速在 4.8%-5.3%左右。

- **风险提示：**政策调整超预期、国内外疫情反复、疫苗研发进度超预期

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

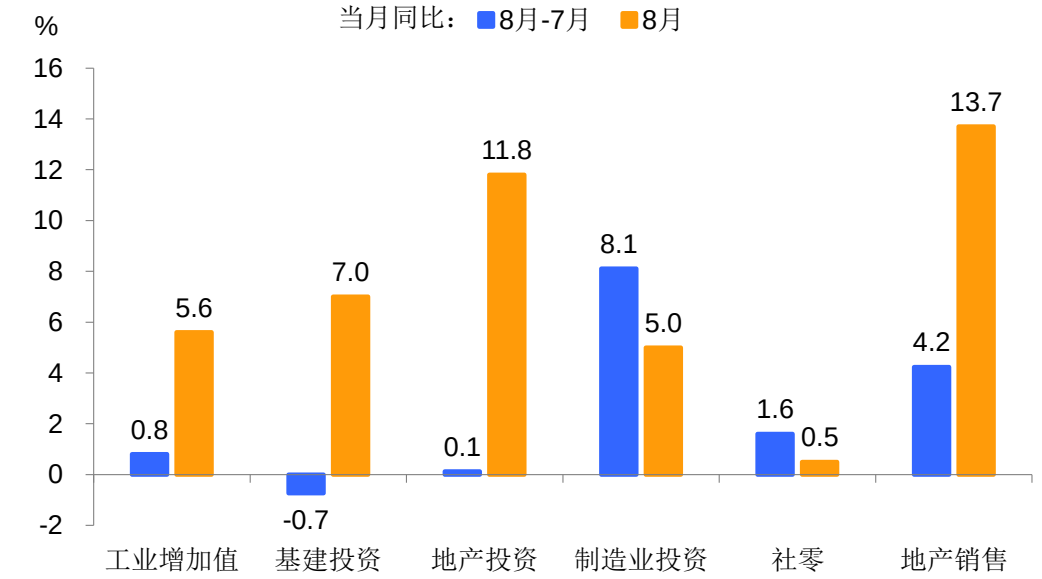
证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20200915：社融拐点或延后至明年一季度》2020-09-15
2、《宏观点评 20200909：PPI 向上趋势与节奏判断：兼论 PPI 预测框架》2020-09-09
3、《宏观点评 20200907：三维度解读 8 月出口再超预期》2020-09-07
4、《宏观点评 20200906：开学季疫情会反复吗？—来自全球各国的经验》2020-09-06
5、《宏观点评 20200904：美国 8 月失业率为何超预期下降？》2020-09-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：8 月经济各分项同比变化



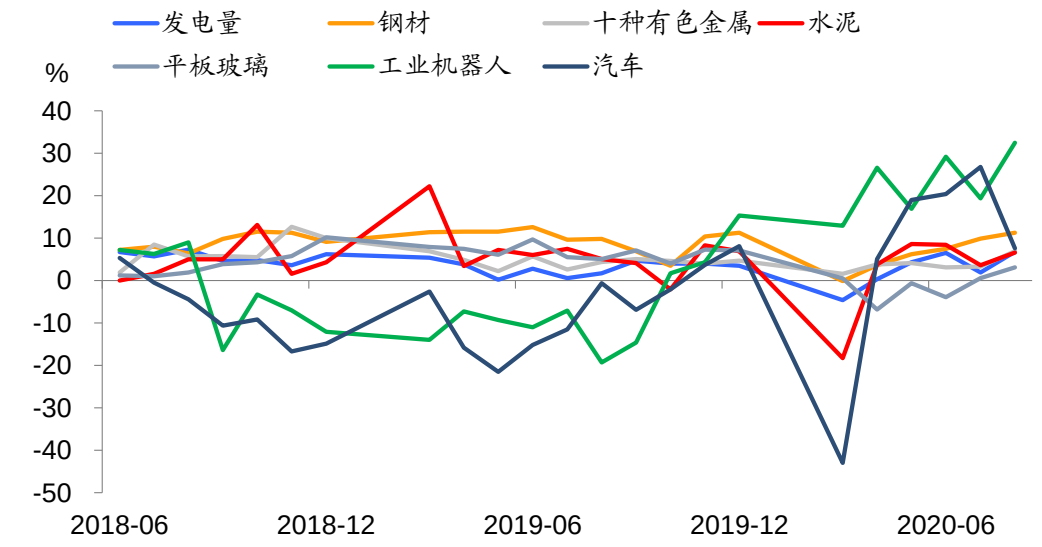
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 工业生产修复为何超预期？

采矿业和公用事业支撑工业生产超预期回升。8 月工业增加值同比增长 5.6%，在连续两个月稳定在 4.8%的低增后再次向上修复，略超市场预期。从三大部门来看，制造业生产增速持平 7 月份的 6%，驱动工业生产增速大幅改善的是采矿业和公用事业，同比增速分别较前值回升 4.2 和 4.1 个百分点，发电量同比 6.8%也创下 2018 年 8 月以来新高，而从用电量来看，8 月份一、二、三产用电量均有所回升，而其中二产用电量同比增长 9.9%是主要支撑，这与采矿业生产大幅改善和主要钢材、有色和水泥等高耗能工业品产量回升表现一致，而 8 月汽车产量在基数抬升的影响下明显回落（图 2）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：8 月主要工业品产量同比增速



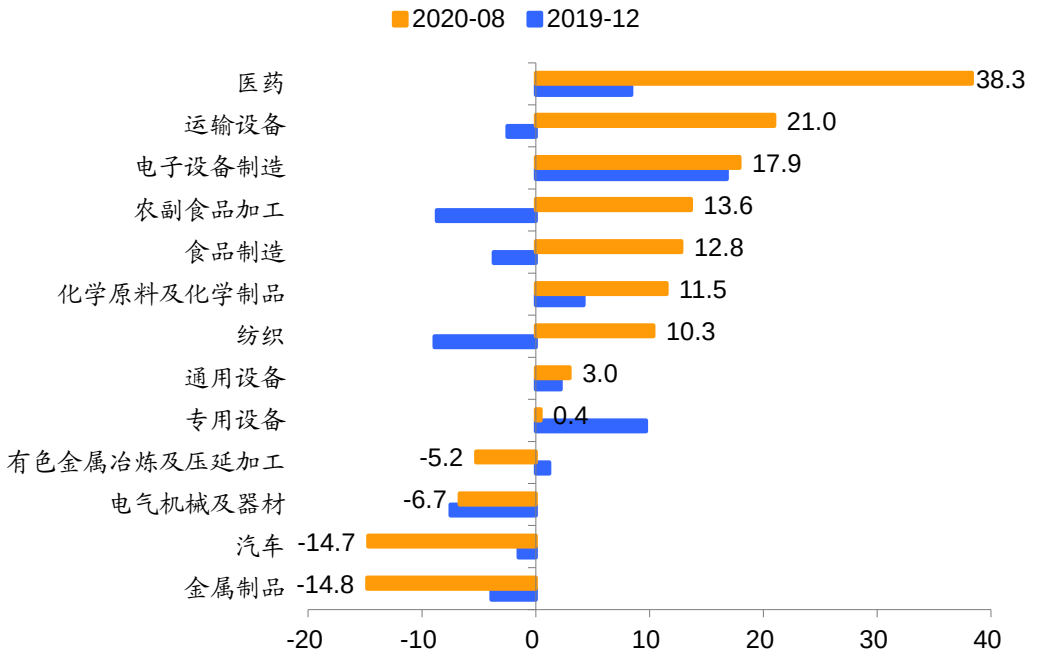
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 地产领跑，制造业消费加速，基建乏力

8 月制造业投资大幅改善，部分受益于防疫需要和居家隔离行业投资高增。制造业投资当月同比增速转正至 5%，较 7 月大幅回升 8.1 个百分点，因此累计同比降幅较前值收窄了 2.1 个百分点至-8.1%。去年 8 月制造业投资基数低（当月同比-1.6%），因此，仅靠 8 月单月增速判定经济内生动能修复提速可能有失偏颇。哪些行业支撑了制造业投资的大幅改善？主要是受益于防疫和居家隔离的部分行业，例如医药制造业投资 8 月当月同比达到 38.3%，受益于居家办公的电子设备、农副食品加工和食品制造行业投资增速相较去年均有明显回升（图 3）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：受益于防疫和居家隔离行业投资增速回升

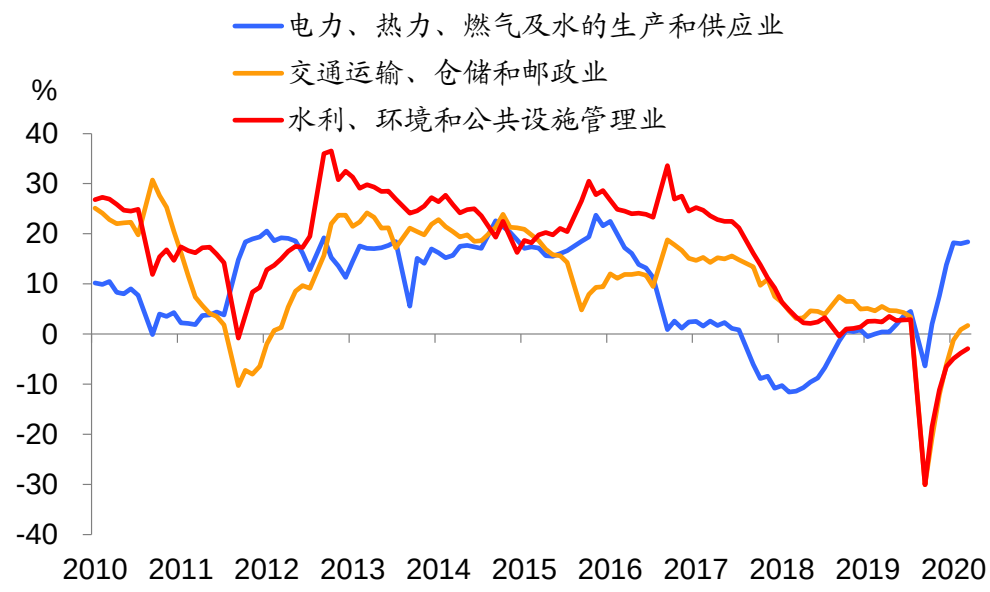


数据来源：Wind，东吴证券研究所（2019 年为全年累计同比，2020 年 8 月为当月同比，单位为%）

疫后“赶工”明显弱化是近期基建投资持续不及预期的关键。8 月大口径和小口径（不含电力）基建投资当月同比增速分别为 7%和 4%，分别较 7 月份放缓 0.7 和 3.9 个百分点。在南方汛情结束后，基建投并未如预期出现明显回升反而拐头向下。我们此前在预测中提示过，6、7 月份基建投资的边际放缓，除了有汛情影响，可能还有前期“赶工”的明显弱化的原因。此外，虽然地方债发行和财政支出在下半年仍有支撑，但因为棚改专项债发行较晚，基建相关专项债发信节奏则“前倾”。分行业来看，电热燃水投资累计同比实现 18.4%的高增，而地方政府投资为主的公共设施累计同比-2.9%尚未转正（图 4）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：电热燃水投资高增、公共设施基建仍然低迷

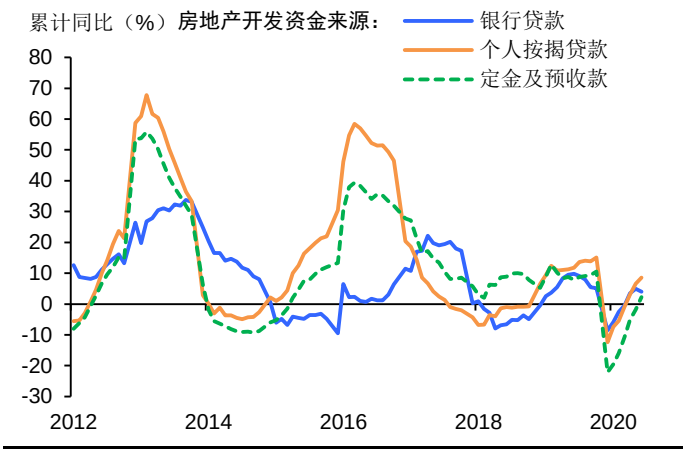


数据来源：Wind，东吴证券研究所

8 月房地产投资当月增速或为年内高点，销售有望保持坚挺。8 月当月地产投资同比达到了 11.8%，（前值 11.7%），三季度以来继续升至年内的高位。当月施工面积同比 13.2%、新开工面积同比 2.4%均较上月放缓（16.6%、11.3%），而土地购置面积同比-7.6%（前值-1.8%）已连续 2 个月负增长，可见支撑地产投资增速继续回升主要是价格因素，我们预计房地产投资当月增速很难在 8 月的基础上继续回升。在近期地产融资收紧的背景下，8 月房地产开放资金来源中的贷款增速明显回落，但定金及预收款、个人按揭贷款增速则继续回升，这反映出当前房地产商正转向加大预售和促销的方式来获取融资，8 月当月商品房销售面积同比创下 13.9%的年内新高也印证了这一点。虽然 9 月以来的高频数据显示地产销售增速较 8 月明显放缓，但随着“金九银十”促销季的到来，年内地产销售仍有望保持坚挺。

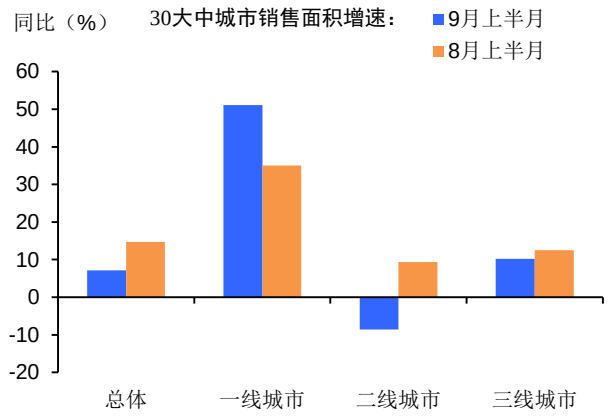
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：融资收紧下地产企业通过促销回笼资金



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：高频数据显示 9 月地产销售增长较 8 月有所放缓



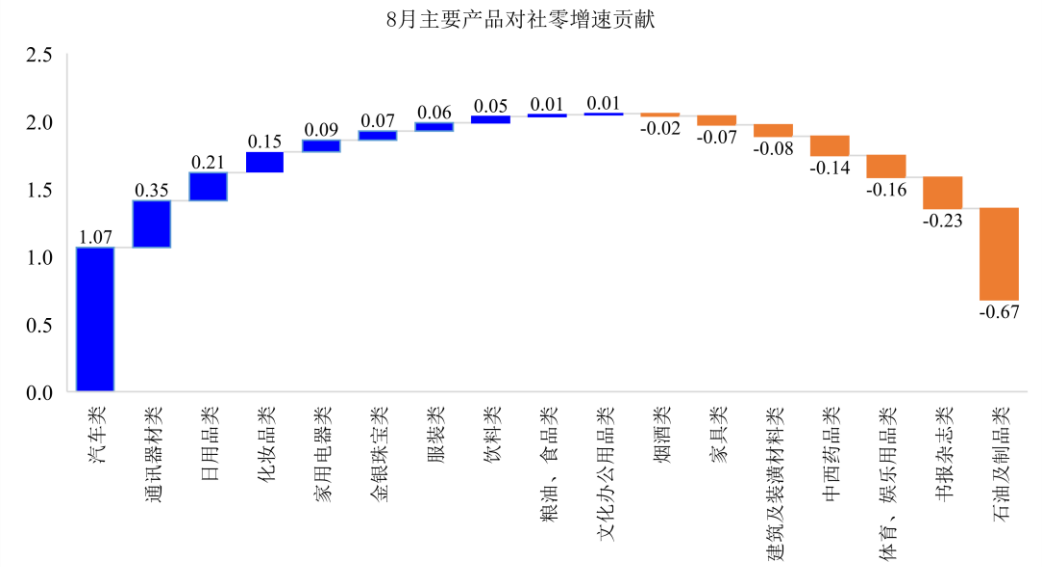
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 社零增速今年以来首次转正

消费持续改善，但疫情对居民消费力的冲击拖累消费复苏速度。8 月社零名义和实际同比分别为 0.5%和-0.6%，名义增速今年以来首次转正（前值-1.1%）。结构拆分来看，8 月商品零售同比继续改善至 1.5%，餐饮收入仍在持续修复中，降幅收窄 4 个百分点至 7%。结合我们跟踪的餐饮高频数据，疫情后餐饮营业门店数恢复速度大幅领先于账单数，这说明疫情后消费场景已经有序开放，但居民收入所受冲击对消费力的拖累仍然存在。分产品看，8 月汽车零售在低基数下增速达 11.8%，并对 8 月社零增速形成最大贡献（1.07%），剔除汽车后 8 月社零同比增速-0.6%。相较于投资和出口的韧性而言，消费复苏速度依然显得较缓慢。随着中秋国庆节日来临，我们预计 9-10 月将迎来消费复苏的显著加速。

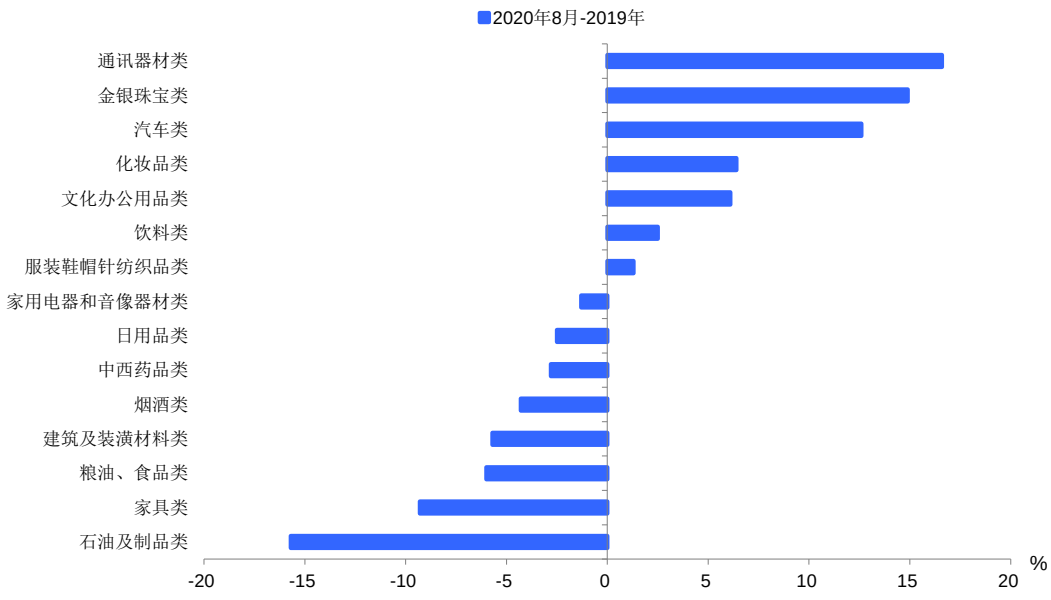
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：8 月主要产品对社零增速拉动



数据来源：Wind，东吴证券研究所（单位为%）

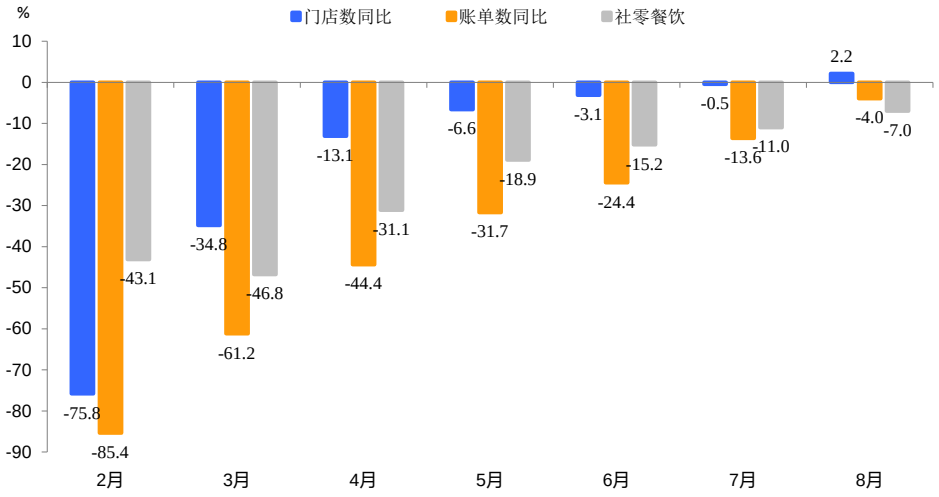
图 8：社零中各品类 8 月当月同比相较于 2019 年全年累计增速的变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所（单位为%）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：社零餐饮增速与高频餐饮门店数及账单数增速比较



数据来源：Wind，哗啦啦，东吴证券研究所

4. 风险提示

政策调整超预期、国内外疫情反复、疫苗研发进度超预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

