



## 宏观专题

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 研究助理

### 相关研究

# 低基数下的弱修复 8月经济金融数据前瞻

## 投资要点:

- **核心观点:** 8月经济有五条主线, 一是高温限电再次对生产造成冲击, 但本次限电的影响范围和持续性都要小于去年。二是疫情形势相比前两个月更加严峻, 并且影响将延伸到9月, 近期深圳的几个区和成都均开始了居家和静态管理。三是年内第三轮稳增长政策在8月出台, 8月中下旬密集出台了包括下调LPR利率、增加基建项目资金、政策性银行借款支持“保交楼”等政策。四是8月开始进入持续几个月的低基数时期, 本月房地产、消费等主要经济指标都因去年同期低基数而抬升同比增速, 未来几个月房地产、基建等指标的同比增长仍有基数效应。五是内外经济周期反向的影响逐渐显现, 出口将随着外需回落而下行, 同时进口将随着内需恢复而上行, 贸易顺差将下降, 净出口对经济的拉动将显著减弱。综合来看, 尽管面临许多挑战, 但政策再次出手+低基数, 将带来8月各项经济数据比7月小幅修复。从7-8月来看, 三季度经济复苏程度要弱于此前的市场预期。
- **经济数据前瞻:** (1) **经济数据:** 供给侧, 工业生产受高温限电扰动, 工业增加值同比预计4.0%。需求侧, 消费在去年8月低基数下同比预计3.1%, 固定资产投资累计增速下行至5.5%, 其中, 基建继续提速至9.9%, 房地产和制造业投资分别下行至-6.7%、9.4%; 出口回落信号显现, 预计同比12%, 进口2.5%。(2) **通胀:** 8月猪肉、鲜菜等食品价格环比涨幅减小, 预计CPI为2.9%; 生产资料价格环比跌幅收窄, PPI预计为2.7%。(3) **金融数据:** 预计新增社融2.1万亿, 存量增速10.4%, 新增人民币贷款1.5万亿, M2增速11.7%。
- **风险提示:** 疫情形势恶化; 房地产下行程度超预期; 外需快速回落, 出口下降速度超预期。

## 内容目录

1. 工业生产：高温限电，供给再冲击 .....	4
2. 消费：低基数抬升同比增速 .....	5
3. 投资：增量资金落地带动基建高增 .....	6
3.1. 基建：8月增速进一步提高 .....	6
3.2. 房地产：中央出手“保交楼” .....	7
3.3. 制造业：延续回落趋势 .....	9
4. 外贸：出口回落信号明显 .....	9
5. 通胀：CPI 将超过 PPI .....	10
6. 金融：社融增速继续回落 .....	11
7. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 让电子民在 7 月已有征兆 .....	5
图 2: 货运仍未修复 .....	5
图 3: 汽车、粗钢生产情况 .....	5
图 4: 8 月疫情情况比 7 月恶化 .....	6
图 5: 29 城地铁平均客运量环比略有降低 .....	6
图 6: 社零加权的百城拥堵指数 .....	6
图 7: 汽车零售同比增速 .....	6
图 8: 石油沥青、水泥等基建高频指标在 8 月环比改善 .....	7
图 9: 8 月 30 城商品房销售同比改善、环比恶化 .....	8
图 10: 8 月首套房贷利率降至 4.4% .....	8
图 11: 8 月 BCI 企业投资前瞻指数继续下行 .....	9
图 12: 八大港口外贸集装箱吞吐量增速放缓 .....	10
图 13: 韩国出口自 6 月已经下台阶 .....	10
图 14: 猪肉和鲜菜鲜果价格涨幅放缓 .....	11
图 15: 生产资料价格和 PMI 出厂价格指向 PPI 环比降幅收窄 .....	11
表 1: 8 月经济金融数据前瞻 .....	4

8 月经济有五条主线，一是高温限电再次对生产造成冲击，但本次限电的影响范围和持续性都要小于去年。二是疫情形势相比前两个月更加严峻，并且影响将延伸到 9 月，近期深圳的几个区和成都均开始了居家和静态管理。三是年内第三轮稳增长政策在 8 月出台，8 月中下旬密集出台了包括下调 LPR 利率、增加基建项目资金、政策性银行借款支持“保交楼”等政策。四是 8 月开始进入持续几个月的低基数时期，本月房地产、消费等主要经济指标都因去年同期低基数而抬升同比增速，未来几个月房地产、基建等指标的同比增长仍有基数效应。五是内外经济周期反向的影响逐渐显现，出口将随着外需回落而下行，同时进口将随着内需恢复而上行，贸易顺差将下降，净出口对经济的拉动将显著减弱。

综合来看，尽管面临许多挑战，但政策再次出手+低基数，将带来 8 月各项经济数据比 7 月小幅修复。从 7-8 月来看，三季度经济复苏程度要弱于此前的市场预期。

表 1：8 月经济金融数据前瞻

	22M8E	22M7	22M6	22M5	22M4	22M3	22M2
GDP:当季(%)	--	--	0.4	--	--	4.8	--
CPI(%)	2.9	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9
PPI(%)	2.7	4.2	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8
工业增加值(%)	4.0	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0	12.8
固定资产投资:累计(%)	5.5	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3	12.2
基建	9.9	9.6	9.3	8.2	8.3	10.5	8.6
房地产	-6.7	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6	20.9
制造业	9.4	-6.4	-5.4	-4.0	-2.7	0.7	3.7
社会消费品零售(%)	3.1	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7
进口(%)	2.5	2.3	1.0	4.1	0.0	-0.1	10.4
出口(%)	12.0	18.0	17.9	16.9	3.9	14.7	6.2
M2(%)	11.7	12.0	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2
人民币贷款:新增(亿元)	15000	6790	28100	18900	6454	31300	12300
社会融资规模:新增(亿元)	21000	7561	51700	27900	9102	46500	11900

资料来源：Wind，德邦研究所

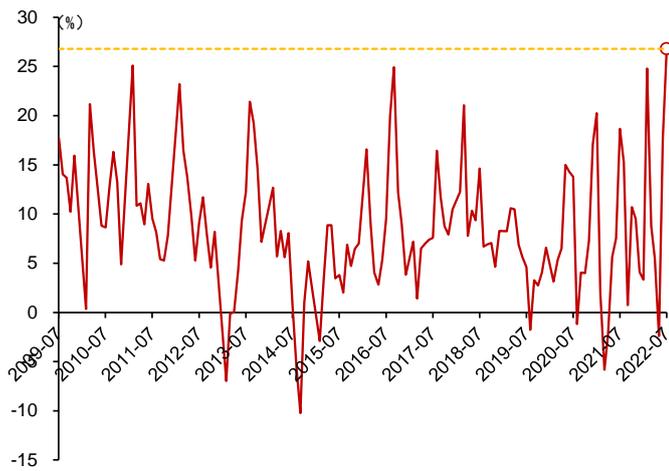
## 1. 工业生产：高温限电，供给再冲击

8 月工业生产再次受到高温限电冲击。长江流域出现“高温+干旱”的气候组合。高温导致居民用电剧增，7 月同比增速 26.8%，创下历史最高水平，8 月预计还将增长。干旱导致水力发电量骤减，8 月三峡水库入水量比历史同期减少 45% 左右。四川、湖北等水电大省出现电力供需失衡情况，为此四川生产停工、让电于民，其他一些省份也做出了有序用电的安排，工业生产受到一定冲击。8 月货运情况也有所恶化。根据 G7 物流的整车货运物流指数，8 月货运环比下降 2%，同比下降 20.8%，相比 7 月 18.1% 的降幅有所扩大。

从主要行业的高频开工率来看，近两个月大致维持平稳，部分行业呈现出涨跌互现的特点。如汽车半钢胎开工率同比增长 7.2%，低于 7 月增幅 23.2%；粗钢产量下降 3.3%，降幅比 7 月的 7.7% 有所收窄。

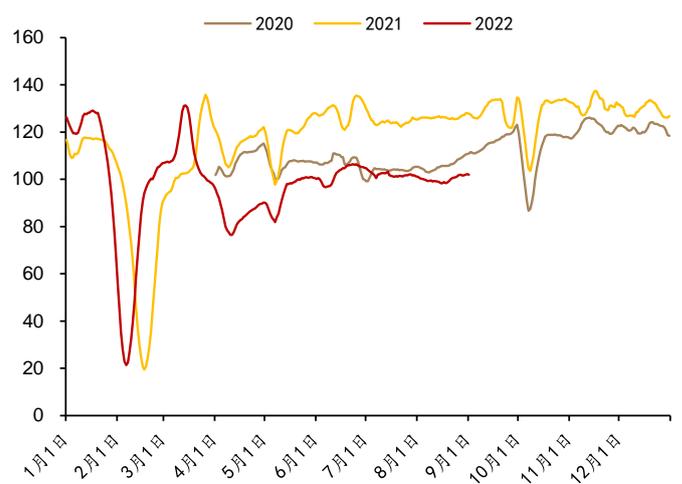
8 月 PMI 生产指数为 49.8%，与 7 月持平。我们预计 8 月工业增加值同比增速为 4.0%，比 7 月小幅改善 0.2 个百分点左右。

图 1：让电子民在 7 月已有征兆



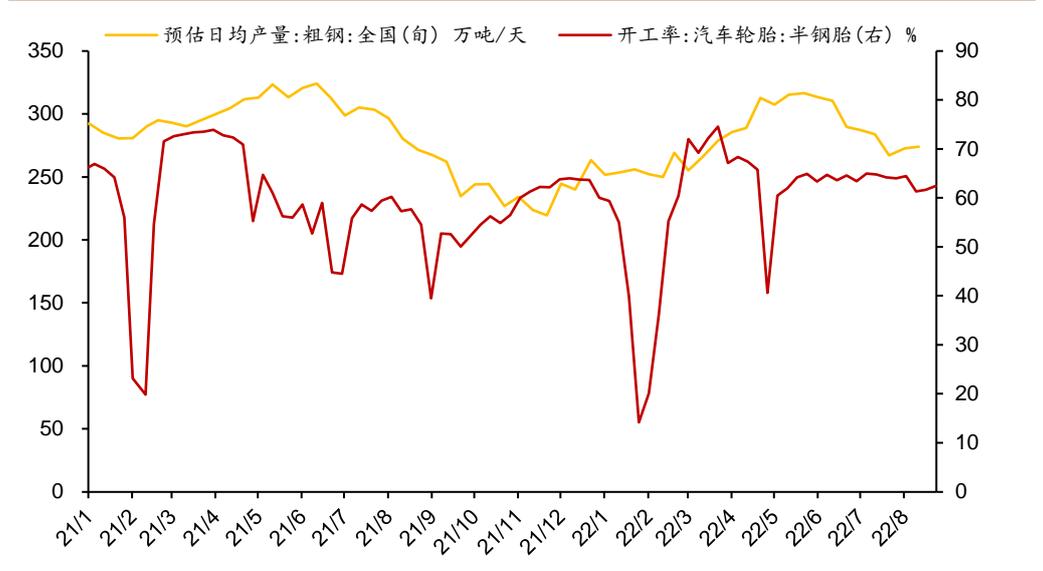
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：货运仍未修复



资料来源：G7，德邦研究所

图 3：汽车、粗钢生产情况



资料来源：Wind，德邦研究所

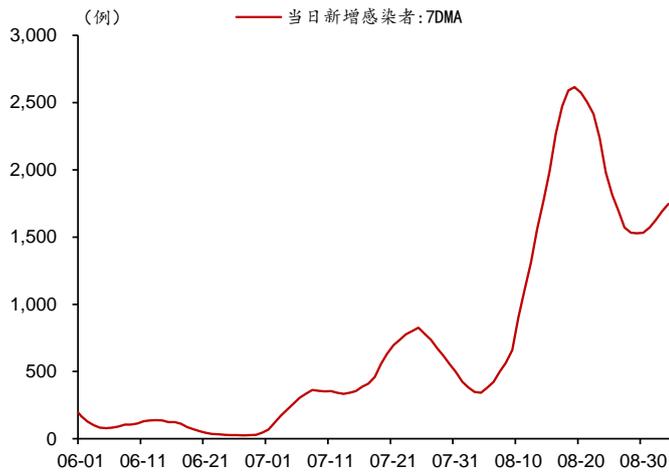
## 2. 消费：低基数抬升同比增速

8 月疫情再起，日均感染人数是 7 月的 3.3 倍，消费活动的环比增长受到冲击。代表消费半径的人员流动受到了一定影响，29 城地铁客运量在 8 月环比 7 月下降 2.6%，以社零加权计算的百城拥堵指数环比下降 0.2%，乘用车日均销量也比 7 月减少了 10.3%。

但低基数抬升同比增速。去年 8 月受暴雨影响，社零基数偏低，同比增速只有 2.5%，7 月、9 月分别为 8.5%、4.4%。因此，尽管环比增长受到疫情冲击，但 8 月社零同比增速仍会有一定好转。从相关指标来看，社零加权的百城拥堵指数同比增长 2.7%，乘用车同比增长 15.3%，略高于 7 月增速 15.1%。

我们预计 8 月社零同比增长 3.1%，比上月提高 0.4 个点。

图 4：8 月疫情情况比 7 月恶化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：29 城地铁平均客运量环比略有降低



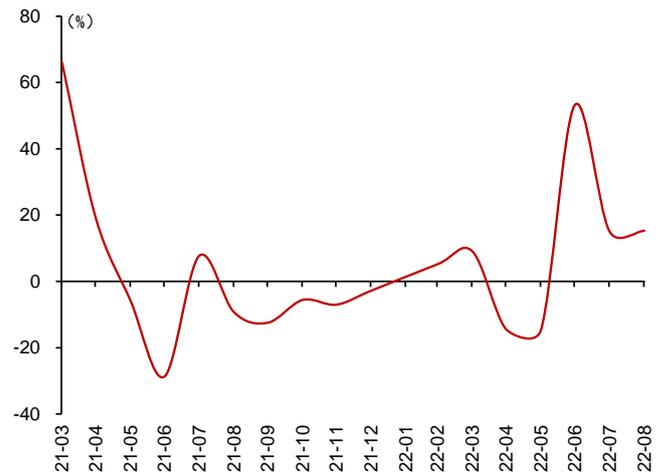
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：社零加权的百城拥堵指数



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：汽车零售同比增速



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 投资：增量资金落地带动基建高增

8 月固定资产投资累计增速将继续下行至 5.5%，基建增速继续提高，房地产投资和制造业投资下行。

#### 3.1. 基建：8 月增速进一步提高

第一批 3000 亿政策性金融工具大部分在 8 月投放，将形成较多财务支出。农发行从 7 月下旬到 8 月 20 日，完成 900 亿投放<sup>1</sup>；国开行也在 8 月 26 日完成

<sup>1</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/-3T7o2CYFYPIMyxSoirgPQ>

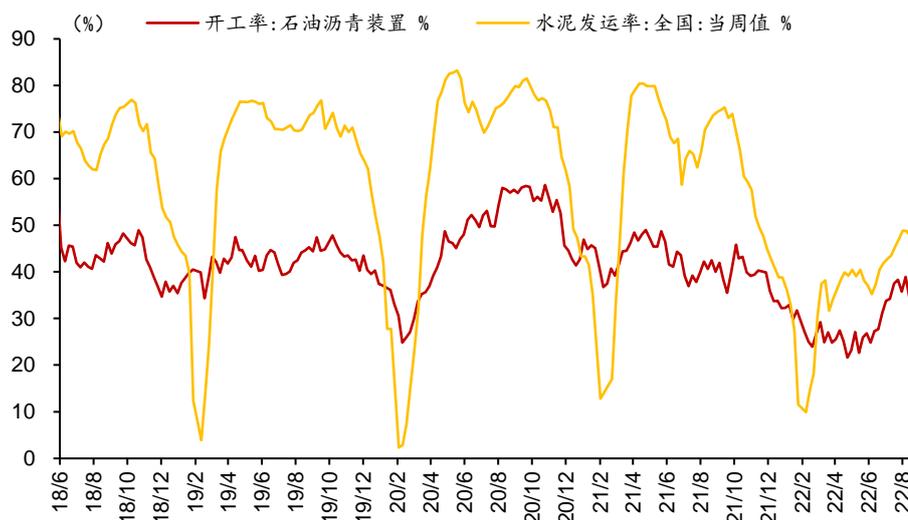
2100 亿资金投放<sup>2</sup>。截至 8 月下旬，3000 亿资金已拨付到项目。

1-7 月发行的 3.45 万亿建设专项债，也在 8 月形成较多实物工作量，石油沥青装置开工率月均 37.2%，比 7 月提高 1.3 个点；水泥发运率月均 48.1%，比 7 月提高 4.0 个点。

**8 月下旬，增量资金和增量项目出台。**824 国常会部署了新的增量资金和增量项目，再增加 3000 亿元以上政策性金融工具额度；依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕；核准开工一批条件成熟的基础设施等项目。831 国常会在基建政策方面继续加码，一是明确 3000 亿政策性金融工具并非终点，还会“根据实际需要扩大规模”；二是扩大政策性金融工具的项目范围，将两类已开工项目纳入范围（上半年开工项目，以及之前符合条件但因额度限制未投放项目），并且将老旧小区改造、省级高速公路等纳入投放领域；三是打通流程堵点，对重点项目继续采取集中办公、并联办理等方式，提高审批效率，强化要素保障。

我们预计 8 月广义基建累计增速可达 9.9%，比上月提高 0.3 个点。

图 8：石油沥青、水泥等基建高频指标在 8 月环比改善



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.2. 房地产：中央出手“保交楼”

房地产销售经过 6 月反弹、7 月下降后，8 月环比继续恶化，但由于去年同期低基数，同比降幅收窄。8 月 30 大中城市商品房日均销售 39.65 万平，环比 7 月下降 6%，但同比降幅从上月的-33%收窄至-18.7%。

中央出手“保交楼”，同时需求端刺激政策再放量，但“房住不炒”仍是政策底线。8 月中旬，央行、财政部、住建部等多部门出台措施安排政策性银行借款支持停工楼盘交付，意味着中央层面对“保交楼”的态度从政策支持开始转向资金支持。地产需求端刺激政策近期再次加码放量，一方面 8 月 5YLPR 再下调 15BP，另一方面近两次国常会均强调房地产信贷政策要更加灵活，或指向未来首付比例、房贷利率的进一步下调。5YLPR 本次调整后，首套房利率最低可到 4.1%，8 月首

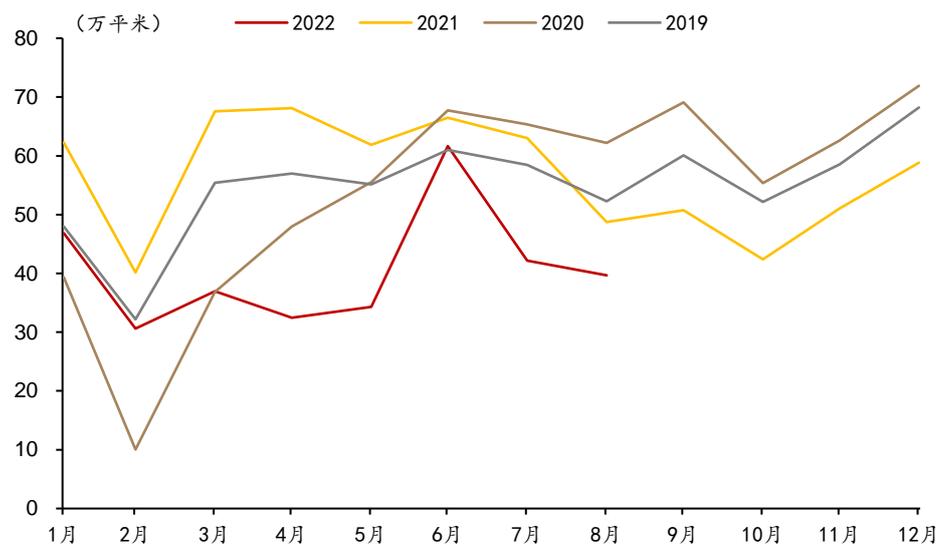
<sup>2</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/Mue4Wqn3W5C9ZugIFnS-eg>

套房平均贷款利率 4.39%，各地“因城施策”可进一步下调按揭利率。但“房住不炒”的底线思维仍在坚持，政策宽松有上限。

**房地产投资仍然受资金面约束大，但“保交楼”支撑竣工加速。**房企债务风险仍然高企，销售未回暖，传导到企业经营和资金面的改善有限，房地产投资修复仍然缓慢。但仍有两方面利好，一是在“保交楼”政策指引下，竣工将率先修复，对开发施工形成一定支撑；二是8月开始，地产投资的低基数也将开始显现，带动同比降幅收窄。

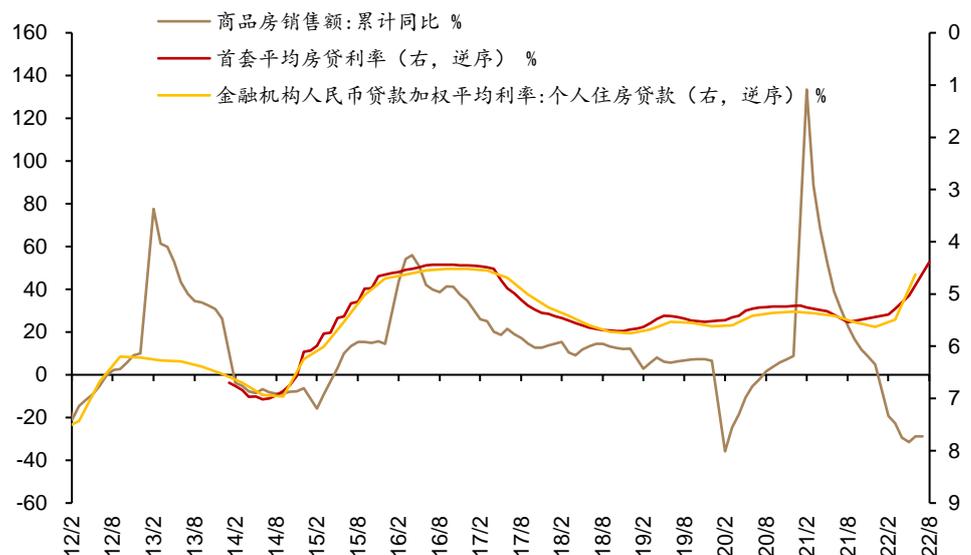
我们预计房地产投资8月累计增速为-6.7%，降幅比上月扩大0.3个点。

图9：8月30城商品房销售同比改善、环比恶化



资料来源：Wind，德邦研究所

图10：8月首套房贷利率降至4.4%

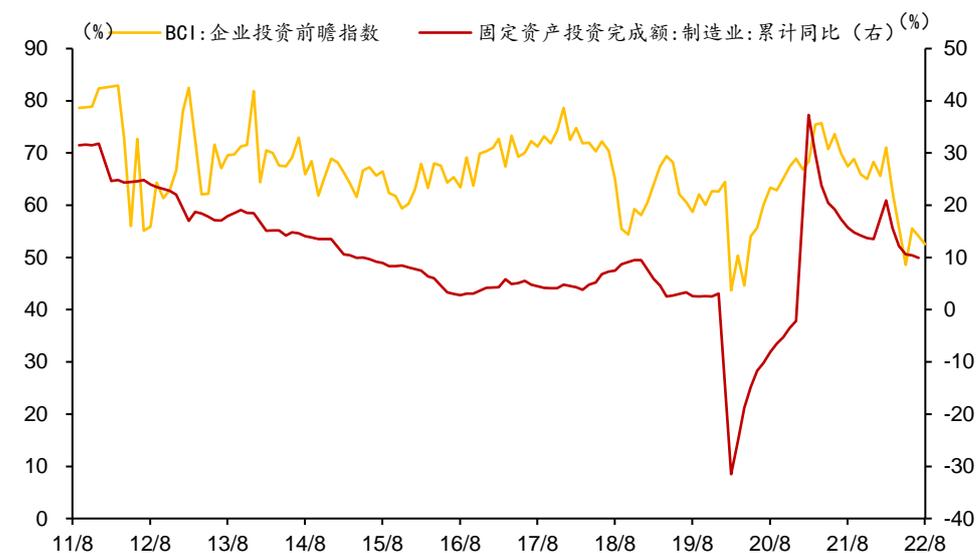


资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.3. 制造业：延续回落趋势

制造业投资经过上半年的较高增长后，下半年将逐渐回落。1-7月制造业投资累计增速9.9%，主要来自大规模留抵退税，为企业投资提供了现金流支撑。但目前来看，支撑制造业投资的系列条件都在弱化。企业预期和利润均较弱，制约投资增长。疫情前，BCI企业投资前瞻指数对制造业投资有一定领先性，过去一年来BCI企业投资前瞻指数经过了深度下行，4-6月短暂反弹，7-8月继续下降。8月BCI企业投资前瞻指数为52.5%，是过去28个月以来的次低值，代表着企业对未来投资的弱预期。另外，今年以来制造业利润一直在下降，一方面代表着较低的盈利预期，另一方面也减少了企业投资的可用自有资金，均不利于制造业投资的持续增长。我们预期制造业投资8月累计增速为9.4%，比上月小幅下行。

图 11：8 月 BCI 企业投资前瞻指数继续下行



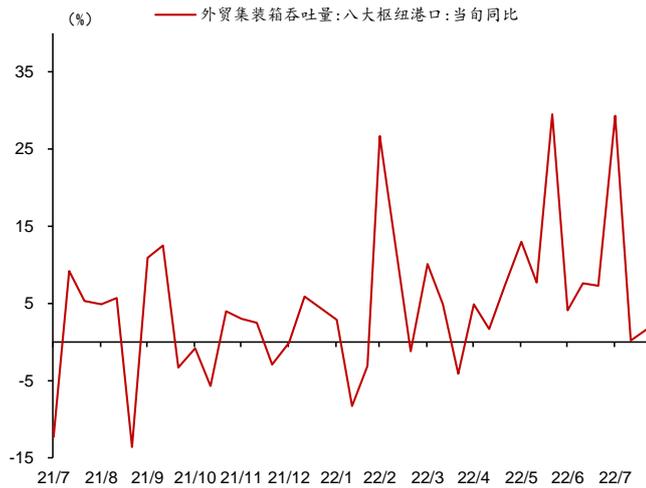
资料来源：Wind，德邦研究所

### 4. 外贸：出口回落信号明显

下半年相比上半年，国内经济会有明显的复苏，而海外衰退风险加大。由此带来下半年进出口走势的变化，上半年出口高增、进口增速相对缓慢，下半年出口将随着外需回落，而进口则随着内需而有所修复。

出口在7月达到顶点后，8月将开始回落。沿海主要港口外贸集装箱吞吐量在8月上旬、中旬分别增长0.2%、1.6%，而5-7月该指标的月度均值分别为7.3%、13.8%、14.7%，预计外贸将出现较大幅度回落。韩国出口增速自6月开始明显下台阶，今年前5月平均增速高达17.9%，6-8月接连降至10%以下，8月仅为6.6%。意味着海外需求的实质性回落已经开始，我国出口高增速将迎来尾声。但在价格因素的支撑下，我们认为今年出口下降的速度不会太快。预计8月出口增速12%，进口增速2.5%。

图 12: 八大港口外贸集装箱吞吐量增速放缓



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 韩国出口自 6 月已经下台阶



资料来源: Wind, 德邦研究所

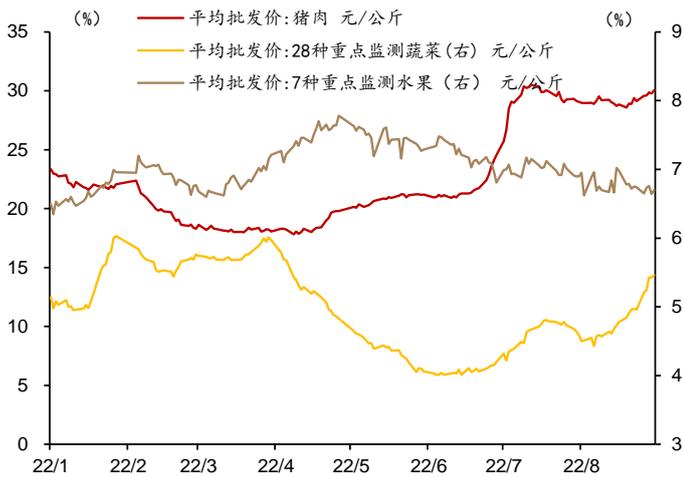
## 5. 通胀: CPI 将超过 PPI

带动 7 月 CPI 环比上行的食品价格在 8 月涨幅减小, 环比看, 7 月食品价格上涨 6.1%, 8 月上涨 1.1%。以农业部检测的平均批发价来看, 猪肉价格环比涨幅从 7 月 34.9% 降至 8 月 0%, 鲜菜环比涨幅从 12.9% 降至 3.8%。非食品项中, 油价有所下行, 疫情反弹对需求形成了一定压制, 同比与上月预计大致持平。

PPI 方面, 商务部监测的生产资料价格指数环比降幅收窄, 从 7 月 -6.0% 收窄至 8 月 -3.1%; 并且 PMI 出厂价格指数在 7 月触及 40.1% 的低点后, 8 月尽管仍然处于收缩区间, 但出现了较大幅度的反弹, 达到 44.5%。预计 PPI 环比降幅相比上月将有明显收窄。

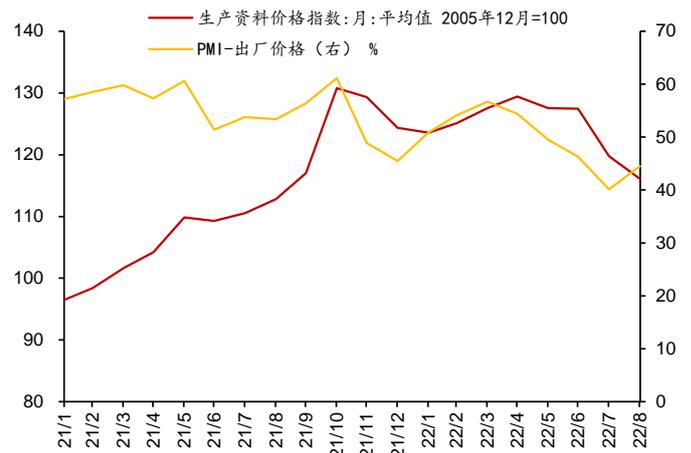
综合来看, 我们预计 8 月 CPI 同比增速为 2.9%, PPI 为 2.7%。

图 14: 猪肉和鲜菜鲜果价格涨幅放缓



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: 生产资料价格和 PMI 出厂价格指向 PPI 环比降幅收窄



资料来源: Wind, 德邦研究所

## 6. 金融: 社融增速继续回落

贷款方面, 仍然是企业增居民减。随着房地产销售在 8 月继续走弱, 居民中长贷难有起色。而 3000 亿政策性金融工具在 8 月集中拨付, 会带来配套贷款的随之增长, 企业中长期贷款预计将有所增加。债券方面, 去年和今年专项债的发行节奏错配, 去年下半年发行较多, 今年在 1-6 月基本发行完毕, 导致政府债券融资同比大幅减少。根据 Wind 统计的 8 月国债+政府债净融资为 2600 亿左右, 比去年同期减少约 6900 亿。

综合来看, 我们预计 8 月新增社融为 2.1 万亿, 对应存量增速为 10.4%, 继续回落; 新增人民币贷款 1.5 万亿; M2 增速为 11.7%。

## 7. 风险提示

- (1) 疫情形势恶化;
- (2) 房地产下行程度超预期;
- (3) 外需快速回落, 出口下降速度超预期。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券研究所首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。