

作者：李彦儒 胡云瀚

经济数据普遍走弱，贷款债券支撑社融 ——八月份经济、金融数据点评

摘要:

生产数据方面，8月规模以上工业增加值同比增长4.4%，前值4.8%，创下新低，三大主要门类均有下降。供需两端同时走弱是影响工业增加值的主要因素，目前经济基本面处在去库存周期，前期供给侧改革放松导致的大量工业品库存积累需要一定时间去消化，厂家生产意愿受到影响。另一方面，受贸易摩擦及国内内需下行影响，需求端的持续低迷也一定程度造成了新的库存积累。具体行业中上游采矿业整体低迷，下游行业中汽车制造业涨势乐观，暂时还未受到汽车销量下行影响的传导。

金融数据方面，8月新增人民币贷款1.21万亿元，前值为1.06万亿元，属于季节性上升，符合预期。同时，国家不断强调金融服务于实体经济的重要性，也对于拉动企业贷款数据上行起到了一定作用，进而影响整体信贷数据。8月社会融资规模增量1.98万亿元，前值1.01万亿元，非标融资缩量同比去年有所下降，一定程度的支撑起了社融规模增量，政府是否提前发行明年的专项债新增额度成为了后续走势的焦点。8月M2同比增长8.2%，前值8.1%，M1同比增长3.4%，前值3.1%，企业流动性较前期来看有所改善。

投资数据方面，1-8月制造业投资累计同比增2.6%，前值3.3%，工业增加值的低迷不振势必会影响到企业的生产意愿，进而影响制造业投资增速。除金属制品业、计算机通信电子设备制造业等小部分行业以外，大部分行业均较上月数据有所下降。1-8月房地产开发投资累计同比增10.5%，前值10.6%，政策的收紧仍是未来一段时间内房地产投资增速走势的主要逻辑。新开工面积逐渐减少，竣工面积受前期缓建影响开始增强，房地产商拿地意愿开始普遍减弱。1-8月基建设施投资（不含电力）累计同比增4.2%，前值3.8%，专项债发行额度的提高以及专项债募集资金用于基建部分的

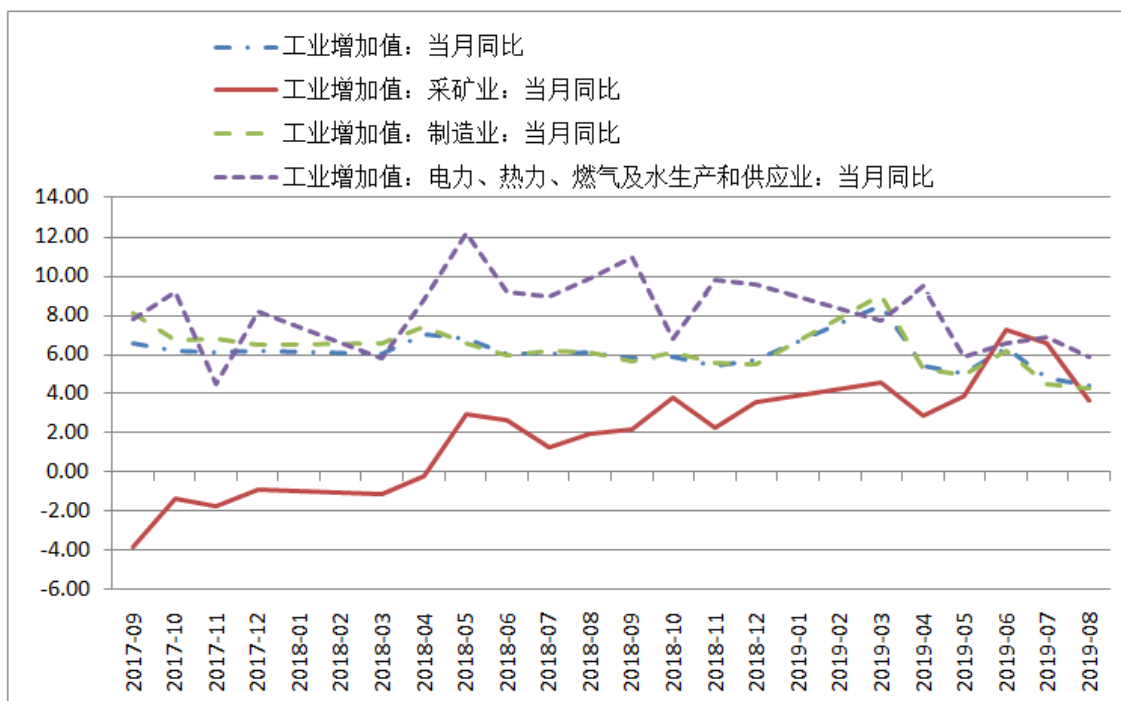
比例增大仍是未来基建投资增加的关键要素。在信托资金流向地产监管日益趋严的情况下，信托贷款不降反升，也对基建投资的资金来源起到了一定的支持。

消费数据方面，8月全国社会消费品零售总额同比增7.5%，前值7.6%，同上月类似，汽车类消费的走弱仍是影响社零总额下降的重要因素。但考虑到汽车销量因素的非持续性，以及近期政府对于降费减税相关新政策的不断出台，国内消费潜力以及消费者信心均有望提升。随着地产融资政策趋严，居民购房意愿减弱，对于地产后周期相关消费行业可能是一个考验，预计四季度社零数据存在下行压力。

以下为正文：

一、工业增加值：再创新低，三大门类均有下行

图 1：工业增加值及分行业当月同比增速（%）



数据来源：WIND，杭银研究

8月规模以上工业增加值同比增长4.4%，较前值4.8%继续回落，创下五年来新低；1-8月工业增加值累计同比增长5.6%，较上月回落0.2个百分点。8月的台风天气以及邻近国庆的环保限产均对8月份的工业增加值数据走低带来了直接影响。8月份全国发电量同比增速1.7%，前值0.6%，发电量数据与工业增加值相背离，说明发电量的增加可能更多归因于高温天气带来的生活用电。

从先行数据来看，8月PMI为49.5%，较上月继续回落0.2个百分点，已连续四个月位于荣枯线以下，各主要分项环比变动较上月也均有下滑，与八月工业增加值的走低基本符合。受需求下降与库存积压影响，各类企业生产意愿开始下滑。生产指数51.9%，较上月下降0.2个百分点，新订单指数49.7%，较上月下降0.1个百分点，供需两端开始同时走弱。

分行业来看，三大门类均有下降。采矿业同比增长3.7%，前值6.6%，回落幅度较大，说明上游的减产趋势开始强烈；制造业同比增长4.3%，前值4.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长5.9%，前值6.9%。上游行业中煤炭采矿业与非金属采矿业较上月相比略有下滑，其他采矿业下滑剧烈，同比-25.6%，黑色、有色金属采矿业较前值略有上涨。中游行业铁路、传播、航空航天和其他运输设备制造业同比增长7.8%，较上月下滑近8个百分点，说明尽管专项债的增发与落实仍在不断被强调，但具体的基建数据回升仍需要时间。下游行业中汽车制造业上涨幅度明显，由上月的-4.4%变为本月的4.3%，上涨近9个百分点，主要是7月初的“国五转国六”导致汽车销量增加，刺激产量上涨，但8月份汽车销量下滑，预计产量会随之萎缩，其他各项均小幅波动。

图 2: 上中下游各行业工业增加值同比变化 (%)

| 日期 | | 2018-09-30 | 2018-10-31 | 2018-11-30 | 2018-12-31 | 2019-03-31 | 2019-04-30 | 2019-05-31 | 2019-06-30 | 2019-07-31 | 2019-08-31 |
|----------|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 上游行业 | 煤炭开采和洗选业 | 0.90 | 4.40 | 1.90 | 0.40 | 3.60 | 0.10 | 3.00 | 10.30 | 8.00 | 4.00 |
| | 石油和天然气开采业 | 2.60 | 3.20 | 3.00 | 6.70 | 4.80 | 3.10 | 3.10 | 3.50 | 5.50 | 2.30 |
| | 黑色金属矿采选业 | -6.80 | -6.50 | -10.60 | -2.80 | 5.10 | 9.90 | 8.70 | 6.50 | 5.70 | 6.70 |
| | 有色金属矿采选业 | 4.00 | 3.40 | 3.60 | 7.80 | 1.70 | -1.00 | 1.90 | 1.90 | 0.20 | 4.60 |
| | 非金属矿采选业 | 3.90 | 6.50 | 2.10 | 2.00 | -2.00 | 1.00 | 0.70 | -1.10 | -1.40 | -2.60 |
| | 其他采矿业 | -11.80 | -7.90 | 16.30 | -5.30 | 2.00 | -11.80 | -8.70 | -15.60 | -16.70 | -25.60 |
| 中游行业 | 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 | 4.40 | 4.40 | 2.50 | 3.00 | 9.70 | 4.60 | 3.80 | -3.60 | -1.10 | -2.40 |
| | 造纸及纸制品业 | -1.70 | -1.80 | 1.90 | 2.90 | 7.00 | -2.30 | 4.50 | 4.80 | 5.20 | 2.10 |
| | 石油加工、炼焦及核燃料加工业 | 5.40 | 7.00 | 4.60 | 5.70 | 2.00 | 4.70 | 0.10 | 4.10 | 1.60 | 2.50 |
| | 化学原料及化学制品制造业 | 5.00 | 4.40 | 1.90 | 1.80 | 7.10 | 3.40 | 3.50 | 5.40 | 3.80 | 1.20 |
| | 化学纤维制造业 | 8.00 | 8.70 | 5.80 | 2.90 | 16.90 | 13.00 | 11.90 | 8.80 | 6.60 | 6.60 |
| | 橡胶和塑料制品业 | 2.20 | 2.40 | 1.20 | 3.70 | 12.60 | -0.20 | 5.10 | 4.80 | 5.20 | 4.50 |
| | 非金属矿物制品业 | 5.20 | 7.70 | 6.90 | 8.80 | 15.40 | 9.80 | 9.90 | 9.50 | 8.70 | 8.10 |
| | 黑色金属冶炼及压延加工业 | 10.10 | 10.10 | 10.40 | 9.20 | 8.50 | 11.50 | 11.70 | 13.70 | 10.00 | 10.40 |
| | 有色金属冶炼及压延加工业 | 9.80 | 8.70 | 12.80 | 13.20 | 11.10 | 8.90 | 9.40 | 12.90 | 10.30 | 8.50 |
| | 金属制品业 | 3.70 | 3.10 | 3.90 | 4.00 | 14.60 | 3.30 | 6.50 | 5.70 | 4.20 | 0.90 |
| | 通用设备制造业 | 6.10 | 6.80 | 6.70 | 6.50 | 14.10 | 2.00 | 2.50 | 2.60 | 0.70 | 0.00 |
| | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 2.40 | 5.00 | 12.70 | 13.80 | 13.60 | 5.80 | 8.30 | 14.50 | 15.70 | 7.80 |
| | 电气机械及器材制造业 | 5.20 | 6.80 | 9.00 | 10.10 | 15.20 | 7.10 | 8.80 | 11.30 | 7.60 | 10.00 |
| | 废弃资源和废旧材料回收加工业 | 1.10 | 12.50 | 6.60 | 4.50 | 14.30 | 2.60 | 1.20 | 11.50 | 10.40 | 11.80 |
| 下游行业 | 农副食品加工业 | 5.50 | 4.70 | 2.20 | 5.90 | 5.70 | 3.40 | 4.40 | 2.50 | 1.50 | 0.00 |
| | 食品制造业 | 4.50 | 7.70 | 8.60 | 8.50 | 4.80 | 5.60 | 4.60 | 6.70 | 7.30 | 5.00 |
| | 饮料制造业 | 5.10 | 6.00 | 8.40 | 9.10 | 5.10 | 3.90 | 5.20 | 10.40 | 4.10 | 4.90 |
| | 烟草制品业 | 1.30 | 0.80 | -0.90 | -17.70 | 5.00 | 9.20 | 1.50 | 2.40 | 4.80 | 2.20 |
| | 纺织业 | 0.80 | 1.10 | 1.50 | 0.20 | 9.00 | -1.80 | 0.70 | 1.60 | 1.20 | 0.10 |
| | 皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业 | 2.90 | 4.50 | 6.80 | 6.40 | 6.90 | 3.00 | 0.00 | 2.10 | 1.90 | 1.40 |
| | 家具制造业 | 7.60 | 5.10 | 6.40 | 1.60 | 8.00 | 2.30 | 1.30 | 0.60 | 0.80 | 1.40 |
| | 印刷业和记录媒介的复制 | 5.10 | 6.40 | 7.20 | 9.10 | 12.00 | -0.40 | 1.90 | 2.10 | 2.60 | -1.50 |
| | 医药制造业 | 9.70 | 7.00 | 6.60 | 8.80 | 6.90 | 9.10 | 5.60 | 5.90 | 7.40 | 8.30 |
| | 专用设备制造业 | 9.70 | 8.10 | 12.40 | 11.70 | 16.40 | 2.80 | 4.90 | 5.30 | 4.00 | 3.30 |
| | 汽车制造业 | 0.70 | -0.70 | -3.20 | -4.10 | 2.60 | -1.10 | -4.70 | -2.50 | -4.40 | 4.30 |
| | 通信设备、计算机及其他电子设备制造业 | 12.60 | 14.60 | 12.30 | 10.50 | 10.20 | 12.40 | 10.60 | 10.40 | 6.10 | 4.70 |
| | 电力、热力的生产和供应业 | 11.00 | 5.90 | 9.00 | 8.30 | 7.20 | 9.10 | 5.00 | 5.60 | 6.50 | 5.10 |
| | 燃气生产和供应业 | 16.00 | 18.30 | 17.60 | 21.70 | 14.20 | 12.90 | 15.00 | 15.80 | 13.10 | 14.70 |
| 水的生产和供应业 | 7.00 | 7.10 | 12.50 | 8.40 | 6.50 | 10.40 | 7.70 | 8.30 | 6.20 | 8.70 | |

数据来源: WIND, 杭银研究

二、金融数据: 政策利好叠加非标发力, 各项数据略有回升

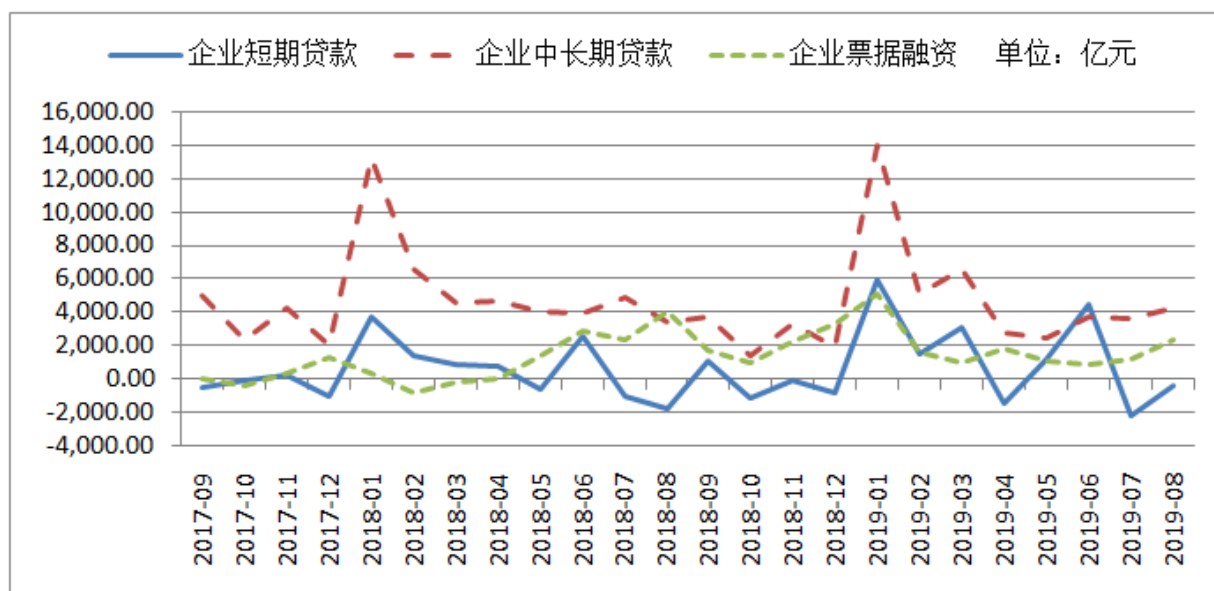
➤ 信贷数据: 企业贷款数据开始上行

8月金融机构新增人民币贷款1.21万亿, 同比少增665亿元, 前值1.06万亿。从企业端来看, 8月非金融性公司及其他门新增贷款6513亿元, 同比多增386亿元。其中, 短期贷款减少355亿元, 但由于去年同期基数较低, 仍同比多增1393亿元; 中

长期贷款增加 4285 亿元，同比多增 860 亿元，成为了支撑企业贷款数据的主要分项；票据融资增加 2426 亿元，同比少增 1673 亿元。总的来看，企业贷款数据回暖，流动性相比前几个月有所缓解。同时，受国家政策影响，金融机构近几个月来也逐渐增加对于制造业、民营企业的长期融资。9 月份开始，央行将陆续下调金融机构存款准备金率，且将会着重促进城市商业银行对于小微民营企业的支持，预计四季度企业贷款数据可能继续走强。

居民端来看，8 月居民户新增贷款 6538 亿元，同比少增 474 亿元，显示出居民部门房贷与消费贷的增长略显乏力，短期之内预计将维持。其中，短期贷款新增 1998 亿元，同比少增 600 亿元；中长期贷款新增 4540 亿元，同比多增 125 亿元，略强于短期贷款数据。

图 3: 企业贷款数据开始上行



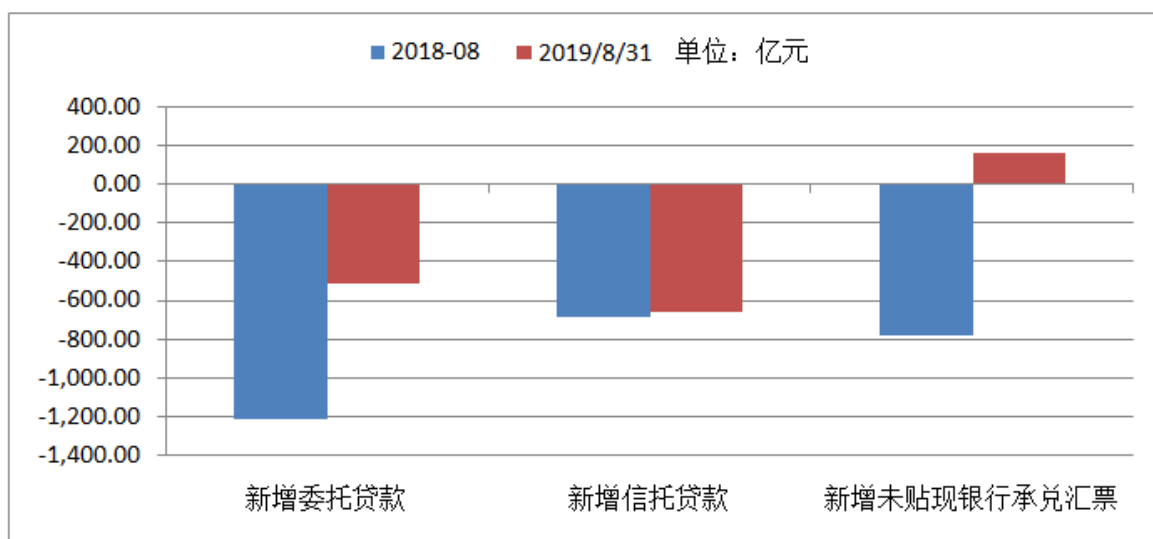
数据来源: WIND, 杭银研究

➤ 社融数据：信贷和债券支撑，非标融资规模缩量减少

8月社会融资规模1.98万亿，前值1.01万亿，同比多增376亿元。由于房地产信托监管不断加强，市场对8月社融数据预测普遍较为悲观，但实际非标融资为-1014亿元，同比少减1660亿元，相比去年不降反升，对整体社融数据形成了支持。各分项来看均有提升，新增委托贷款-513亿元，同比少减694亿元；新增信托贷款-658亿元，同比少减30亿元，基建类信托在一定程度上替代了逐渐萎缩的房地产信托；新增未贴现银行承兑汇票+157亿元，同比来看转负为正，增加936亿元，说明企业流动性压力有所好转，持票意愿上升。

其他分项中，企业债券融资3041亿元，同比少增361亿元，但环比已连续四个月大幅度加强，金融对于实体经济的支撑力度逐渐回暖；非金融企业境内股票融资256亿元，同比多增115亿元；地方政府专项债券融资3213亿元，同比少增893亿元，说明今年专项债的发行时间提前，发行额度几乎已满，是否提前发行明年新增额度将是未来几个月的关注重点。

图4：非标各项较去年同期略有增长



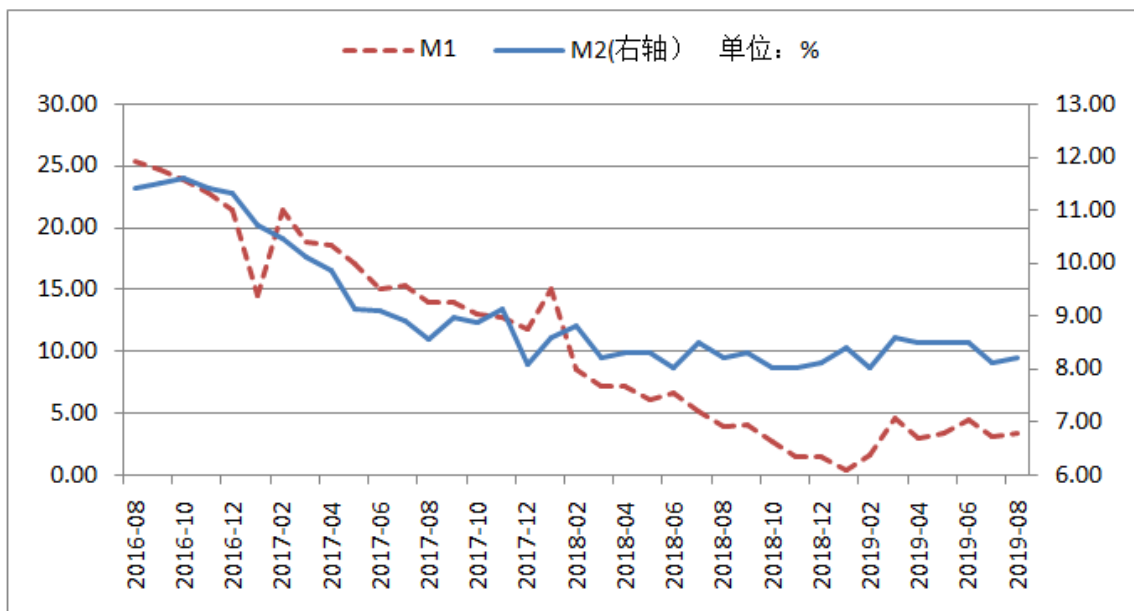
数据来源：WIND，杭银研究

➤ 存款数据：非银机构存款增长回升

8月M2同比+8.2%，前值+8.1%；M1同比+3.4%，前值+3.1%。金融机构新增人民币存款1.8万亿元，同比增加7100亿元。分项来看，财政存款仅新增95亿元，较去年同比少增755亿元，主要由今年地方债发行时间前置导致；居民户存款增加2714亿元，较去年同比少减749亿元，与居民消费贷的萎缩有关；非金融性公司存款增加5792亿元，较上月减少13900的数据有着明显改善，但同比少增347亿元，金融机构对实体经济的支撑作用初见成效。

8月非银存款增加7298亿元，同比多增9509亿元，成为了拉动本月存款的主要分项。一方面，8月中旬以来股市表现强势，上证指数再次突破3000点，储户及银行自营资金对金融产品及基金的认购意愿增强，导致非银存款增长明显；另一方面来看，也说明包商事件后，中小型金融机构流动性风险阶段性缓解。

图5：M2和M1同比增速



数据来源：WIND，杭银研究

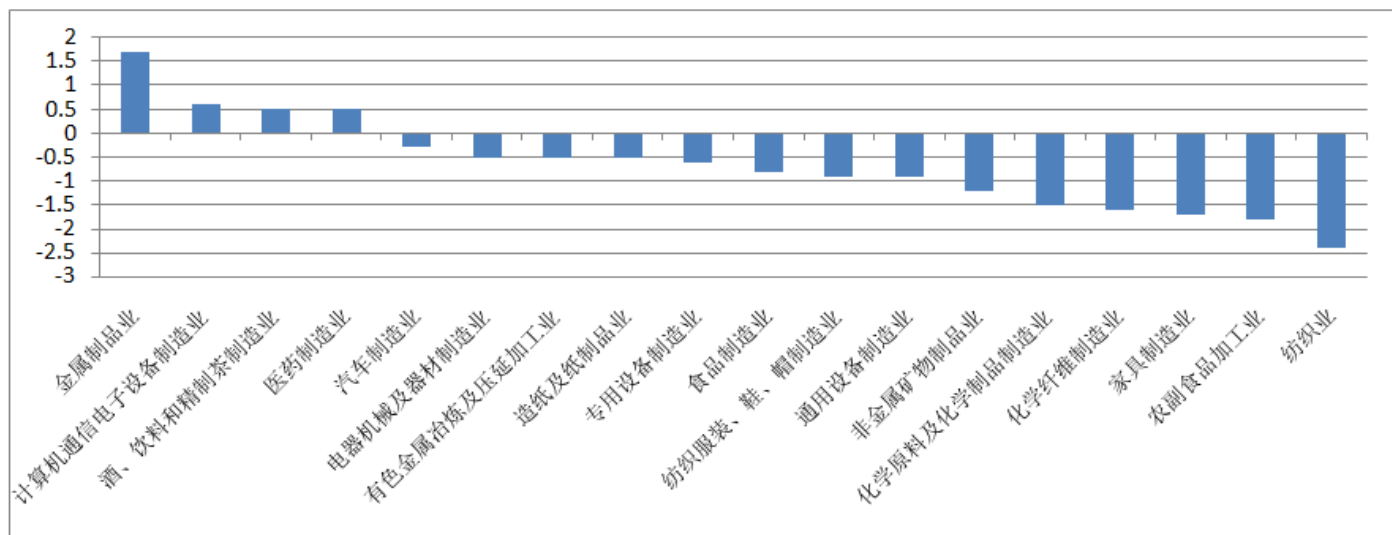
三、固定资产投资：制造业投资下滑，基建强对冲地产弱

1-8月全国城镇固定资产投资完成额40.06万亿元，累计同比增长5.5%，较前值下降0.2个百分点，创下年内新低；8月单月表现不佳，同比下降12.84%。1-8月民间固定资产投资完成额23.70万亿元，累计同比增长4.9%，也达到了年内最低值。

► 制造业投资：大部分行业投资增速均有下滑

1-8月制造业投资累计同比增2.6%，较上月回落0.7个百分点。今年以来，受终端需求疲弱以及下游库存积压等因素所影响，制造业投资数据始终低迷，而随着8月份中美贸易摩擦再度升级，企业的生产意愿受到打击，虽然减费降税等政策近期已逐渐开始促进居民消费，但其积极作用传导到制造业投资上仍然需要时间。除此之外，去年三四季度制造业投资的高基数也是导致近期数据低迷的一个原因。

图6：制造业投资大部分项较前值变化浮动（%）均为负



数据来源：WIND，杭银研究

分项来看，计算机通信电子设备，金属制品业，医药制造业等小部分行业投资速度有增长，累计同比分别为11.1%，-3.5%与7.4%，较上月数据出现一定幅度的提升，国家对科创行业加大融资力度的大趋势有望促进计算机通信电子设备行业投资的

请务必仔细阅读本文尾部的免责声明

持续增长。其余大部分行业投资速度均有下降，跌幅比较靠前的主要有纺织业（累计同比-5%，较前值跌 2.4 个百分点）、农副食品加工业（累计同比-9.4%，较前值跌 1.8 个百分点）与化学原料与化学制品制造业（累计同比 7.9，较前值跌 1.5 个百分点）。

➤ 房地产投资：房屋新开工、竣工面积走势分化，开发商拿地意愿弱

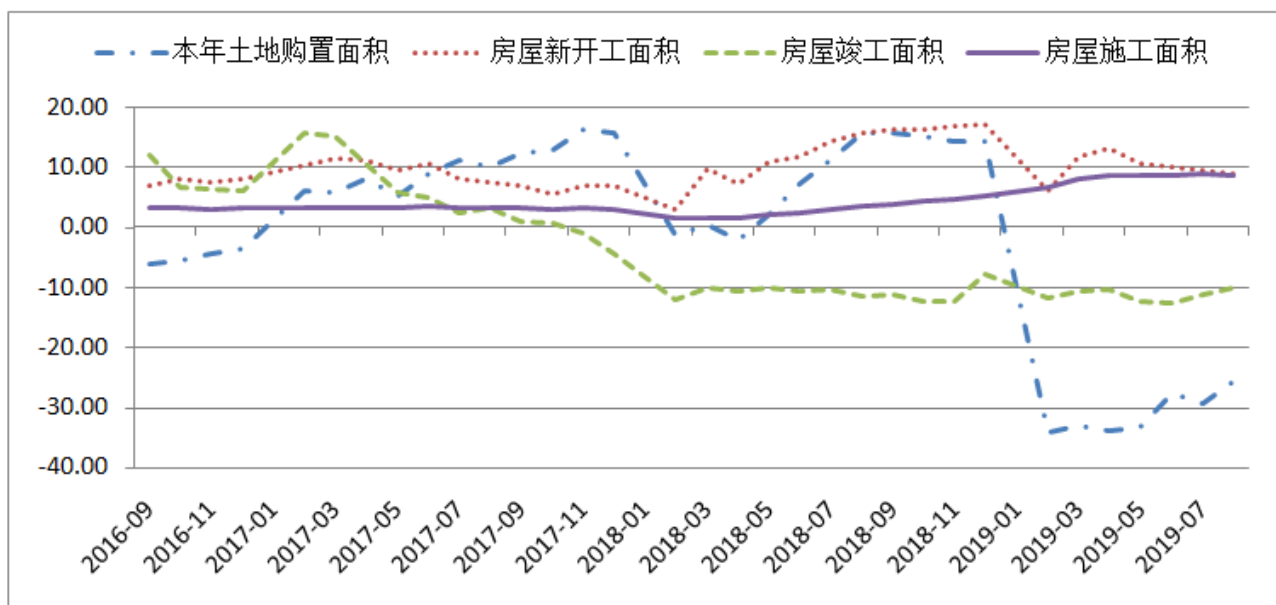
1-8 月房地产开发投资金额达到 8.46 万亿元，累计同比增长 10.5%，较前值下降 0.1 个百分点。由于 7 月份以来房地产政策的收紧趋势持续加剧，房地产的下行趋势符合预期。

1-8 月房屋新开工面积累计同比增长 8.9%，较前值下降 0.6 个百分点，从今年 4 月份开始已连续 5 个月下降，受政策影响明显；房屋竣工面积累计同比-10.0%，较前值提升 1.3 个百分点。由于去年房地产企业开工幅度增长较大，导致大量开工项目发生缓建现象，进而影响今年全年竣工面积同比始终未负，但从近几个月数据来看，开工降速、竣工提速逐渐成为主要趋势。1-8 月土地购置面积累计同比为-25.6%，虽较上月有略微提升，但仍维持了开年至今的大幅度负值，说明开发商拿地意愿较去年已普遍减弱。

从开发资金来源上看，1-8 月实际到位资金同比增长 9.1%，虽较前值提升 0.1 个百分点，但与 4 月份及之前的数据相比，已出现明显下降。国内贷款累计同比增长 9.8%，较前值上升 0.3 个百分点，个人按揭贷款累计同比增 11.5%，较前值上升 0.5 个百分点，尽管信托行业对于地产的融资支持力度减缓，但房地产相关信贷仍然受到其他渠道支持。开发资金中来源于工程回款的部分累计同比增长 18.3%，涨幅较去年同期上升较为明显，体现出近期竣工节奏较去年加快，款项逐渐收回。

地产销售方面，1-8月商品房销售面积累计同比为-0.6%，虽然没有实现由负转正，但较前值增长0.7个百分点。在地产政策下行的大背景下，地产销售数据最近两个月内连续上涨，其原因可能在于地产商放盘回款的行为对于销售市场的刺激。1-8月份房地产开发企业到位资金中，定金及预收款累计同比增长仅为8.3%，较上月下滑1.3个百分点。而作为地产新开工项目重要资金来源的销售回款，在信托融资手段收紧后需要承担起更大的作用，地产商放盘意愿加大，进而导致地产销售数据上涨。预计销售数据的上涨具有暂时性的特点，随着政策趋严与新开工面积的不断减少，销售数据将大概率随之走弱。

图 7：房屋开工及竣工速度累计同比（%）走势出现分化



数据来源：WIND，杭银研究

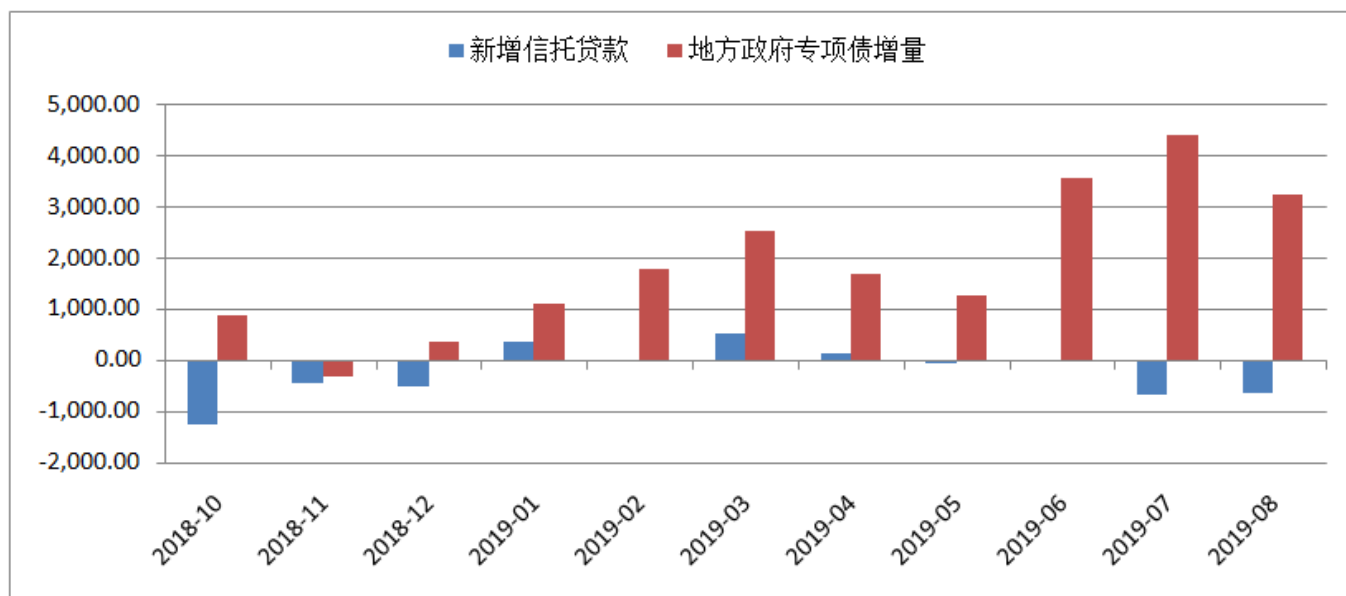
➤ 基建投资：专项债叠加信托支撑基建投资回暖

1-8月基建设施投资（不含电力）累计同比增加4.2%，较前值提升0.4个百分点，稍显回暖，各分项涨跌分化。其中，水利管理业，道路运输业分别同比增长0.7%

与 7.7%，较上月分别提高 1 个百分点与 0.8 个百分点；公共设施管理业，铁路运输业分别同比增长-0.3%与 11%，较上月分别下降 0.4 个百分点与 1.7 个百分点。

专项债的发行进度较快以及用于基建部分的比例上涨是本月基建投资数据回暖的主要原因，另一方面，由于房地产融资渠道受限，其资金流向基建的部分也有所增加。8 月份单月新增信托贷款-658 亿元，较 7 月份-676 亿元基本持平，说明流向基建投资的信托融资一定程度上对冲了流向房地产行业的萎缩。8 月地方政府专项债券新增发行 3213 亿元，虽然较上月有减少，但仍远超过上半年每月 1000-2000 亿元的发行量。同时，在今年上半年发行的专项债募集到的资金用途中，用于基础设施建设部分的比例只占 10.3%，随着 8、9 月份新政策的不断出台，这一比例在未来仍存有较大的上升空间。

图 8：信托融资及地方政府专项债融资当月增量（亿元）



数据来源：WIND，杭银研究

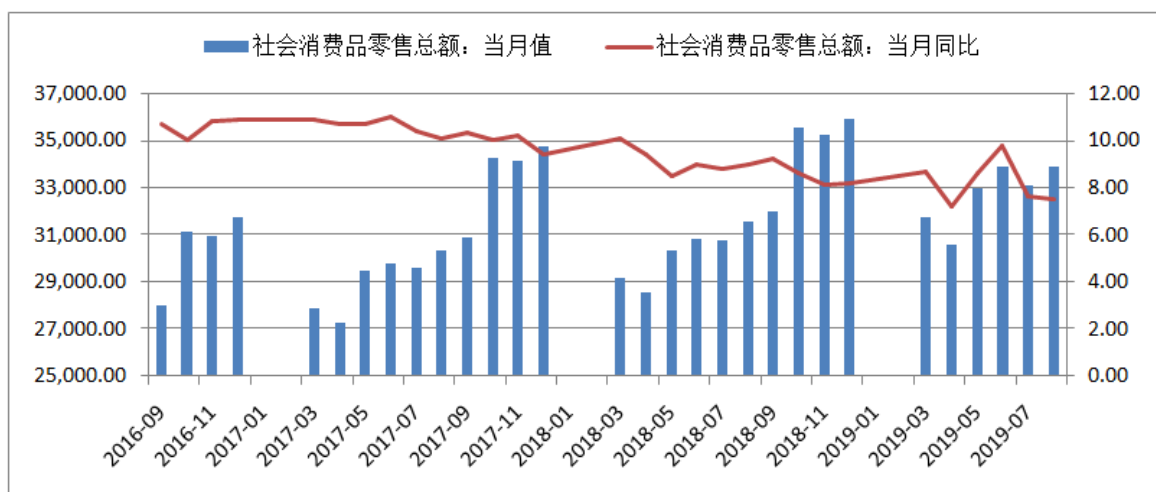
四、社会消费品零售：汽车类消费走低拖累整体数据

8月全国社会消费品零售总额同比增速7.5%，较上月继续回落0.1个百分点，虽然回落势头仍在，但回落幅度较上月来看已大幅缩减，说明下滑的趋势放缓；1-8月累计同比增速8.2%，较前值回落0.1个百分点。

从分项数据来看，前期“国五转国六”导致的汽车大量销售带来的透支效应仍在持续，8月份汽车类同比增速为-8.1%，较前值-2.6%继续下行。除去汽车以外，8月份社零增速回升至9.3%，说明减税降费的政策已出现成果。自今年年初以来，累计消费增速始终维持在8%以上，主要也应归因于减税降费政策带来的居民收入增加。

除汽车之外，其他各项社零数据同比增速整体呈上涨趋势。必需消费品中，食品饮料烟酒类同比增12.3%，前值10.1%；服装鞋帽类同比增5.2%，前值2.9%；日用品类同比增13%，较上月持平。7月份，政治局会议上提出“多用改革办法扩大消费”与“有效启动农村市场”；8月份，国务院办公厅先后印发多项措施，旨在激发文化和旅游的消费潜力，提振消费者信心，本月居民端的消费整体回暖可以看出近几个月的消费利好政策起到了一定的促进作用

图9：社会消费品零售总额（亿元）当月值及同比增速（%）



数据来源：WIND，杭银研究

与地产后周期消费相关的各项中，建筑及装潢材料同比增 5.9%，前值 0.4%；家具类同比增 5.7%，前值 6.3%；家用电器和音响器材类同比增 4.2%，前值 3%，总体来看强于上月。从房地产销售数据来看，1-8 月份商品住宅累计销售面积达到 89410 万平方米，较去年同期同比增长 0.6，较 1-7 月份-0.4%的数据略有回调，一定程度带动了家具家电以及装修产业的消费数据。但随着地产调控不断趋严，这种销售数据的回暖大概率只是暂时性的，预计四季度这部分数据的走低将会给整体社零数据带来新的下行压力。

免责声明：

本报告中的信息均来自于公开资料及合法获得的相关内、外部资料，我们对来源的相关信息准确性和完整性不作任何保证，我们的观点和建议仅供投资机构或者个人参考。任何时候任何情况下，本报告观点并不构成对任何机构或者个人的投资建议，对因本报告任何内容引起的任何损失，我们不承担任何责任。