

宏观点评 20220916

8月经济数据不差，为何人民币仍破7？

2022年09月16日

■ **8月经济数据整体看来不差，但依旧没有止住人民币汇率破7的步伐。**从今天公布的数据来看，8月工业生产和零售表现都不差，基建投资更是“一骑绝尘”，不过继续恶化的地产依旧是最大拖累，考虑到出口出现的放缓迹象，市场担心的是**基建和消费可能无法持续对冲地产和出口的下行压力。**

■ 我们在8月的报告中明确提出**9月如果地产不能出现明显改善，中国经济周期性底部就难以出现，人民币破7是大概率事件。**逻辑上与上述市场担忧算是不谋而合，从历史上看**居民部门加杠杆，经济的企稳才算有比较坚实的内部基础**（尤其是在出口放缓的背景下），否则如今年上半年，居民部门的“不情不愿”导致信贷扩张的“上蹿下跳”（图1和2）。

居民部门加杠杆的主要途径就是买房，但是无论从8月的官方数据和9月以来的高频数据来看，地产销售的明显改善尚未出现（图3和4）。叠加9月下旬美联储议息会议可能出现的“偏鹰”论调，我们认为人民币汇率的贬值的行情远未结束。从具体数据上看：

■ **工业生产：环比放缓，同比改善。注意工业数据的基数“水份”。**8月工业增加值环比增长0.32%，较7月有所放缓（0.38%），但是同比增速加速至4.2%，背后的两个重要因素是**基数效应和高温天气**。分行业来看，**汽车制造业增加值同比增速在四川高温限电、疫情反复、供应链受干扰的情况下刷新年内新高，达30.5%**。基数是重要因素——去年8月由于马来西亚疫情反复导致芯片供应受阻，汽车制造同比大幅萎缩至-12.6%。而连日酷暑，在保供政策下**电力热力供应行业增加值同比增速继续加速至8月的15.3%**。拖累项上，**非金属制造继续恶化**，这与地产投资和施工面积的萎靡相互呼应（图5）。

不过值得注意的是，从8月开始需要注意之后**工业生产数据中的基数“水份”**，去年能耗双控导致工业生产增速明显放缓，部分行业如黑色冶炼，非金属制造等高耗能产业出现明显的萎缩，这将使得接下来的工业生产在同比上表现不会差，**关注季调环比和两年平均增速可能会更加合理。**

■ **制造业投资：受益于政策和出口，拐点可能在第四季度。**8月国常会推出稳增长政策2.0，重大项目投资依旧是重点，基建加速明显，制造业投资也相应受益，在利润和出口增速双双放缓的背景下，8月累计同比增速由上月的9.9%回升至10%。从行业上看，汽车制造、化学制品、有色和电气机械相关行业投资居于前列，这与国内支持新能源车的政策以及汽车底盘、零配件等出口表现相对较好有关（图6）。

不过从制造业投资的上升周期来看，自2020Q2至2022Q1已经历时7个季度，已经接近于历史上的最长持续时间，考虑到2021Q4制造业投资的高基数以及出口和利润的放缓，**我们预计制造业投资上行周期已经接近尾声，拐点将出现在第四季度**（图7）。

■ **地产：依旧是最大拖累项。**8月地产投资依旧是经济最大的拖累项，累计同比继续下跌至-7.4%，**细项数据上体现出终端和前端的分化**——前端上拿地、开工和施工同比增速继续恶化，而终端方面在保交楼、支持销售的政策支持下，竣工改善明显，地产销售的同比跌幅也有所收窄（图8）。**这背后体现的问题是地产从终端向前端投资的传导依旧不畅**：一方面是疫情（管控）反复、经济下行压力挥之不去，**居民部门的信心还有待恢复**；另一方面，地方的地产政策在“应用尽用”上还存在反复，例如近期苏州刚推出放开外来人口限购的政策又再次收回。

继续关注终端和前端的“拉锯”，因城施策不能犹豫不决。地产的终端和前端之间作用是相互的，一方面销售和竣工的改善有助于拿地和开工的企稳反弹，但是另一方面前端迟迟不见改善，则可能对终端销售及信心造成负面影响。当前的背景下**政策的犹豫不决会加重后一个传导渠道的影响权重**。二线及以下城市的地产支持政策依旧是接下来一段时间的重要抓手（图9）。

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001
lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023
shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024
duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《美国8月通胀：两种事实，一个真相》

2022-09-13

《金融数据点评：三条线索看8月社融改善是否可持续》

2022-09-10

■ **汽车发力叠加低基数，社零同比增速超市场预期。**尽管8月疫情扩散范围更广，季调后社零环比增速降0.05%，但同比升5.4%（彭博一致预期升3.2%）。一方面，得益于2021年南京等地疫情反弹造成的低基数；另一方面，车辆购置税减免的持续推动下，汽车消费的贡献大幅提升，同比增速升至15.9%（7月9.7%），拉动社零增速4.3个百分点（7月2.6%）（图10）；商品方面，石油制品和汽车领涨，金银珠宝及办公类产品增速较7月大幅回落，地产链产品持续受房地产市场低迷的拖累（图11）；餐饮消费在去年低基数下，同比增速强势转正，升至8.4%（7月跌1.5%）。

我们对于四季度的消费仍维持谨慎态度。鉴于疫情多点反弹的风险持续，防疫政策的边际收紧或压制即将到来的十一黄金周的旅游消费。此外，我们在此前的报告指出，居民对未来就业和收入的预期下滑，使得储蓄意愿上升、消费信心下降，而预期在短期内难以修复（图12和13）。

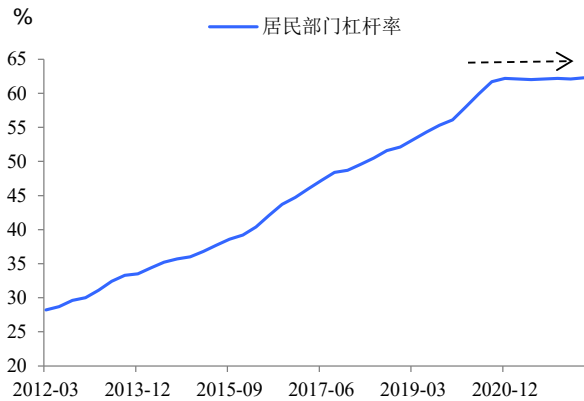
■ **8月基建快速反弹，增速回归至双位数。**8月当月基础设施建设投资增速同比增长15.4%，不含电力为14.2%，两口径增速均出现快速回升，刷新了2021年3月以来的最高值。8月基建增速的快速回升反映了政策性开发性金融工具的项目签约和资金投放效率较高，政策的接续效果良好。7月人民银行支持开发银行和农业发展银行分别设立运营金融工具共计3000亿元，已在8月26日全部完成投放，支持重大项目超过900个（图14和15）。

具体来看，各领域投资均呈同比多增。**水利、公共设施建设依然是资金的主要投向**，同比增速进一步上升至21.2%，为主要拉动因素；在政策性开发性金融工具拉动下，交运、仓储业和邮政业投资大幅好转，铁路与道路运输投资明显发力，同比增速出现双位数增长。

结合19项接续政策，我们预计新追加的3000亿元金融工具额度和5000专项债地方结存限额将能继续对基建投资形成支撑，老旧小区改造、省级高速公路、物流基础设施、市政和产业园区基础设施等方向将是未来的主要发力方向。

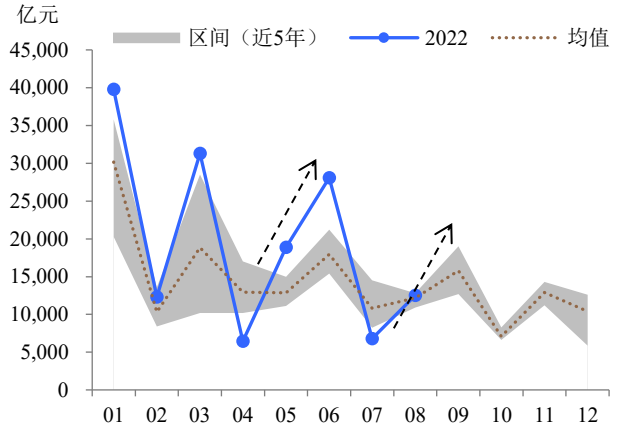
■ **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外衰退提前到来。中国疫情出现超市场预期反复，防疫继续收紧。

图1: 2022年上半年居民杠杆几乎没变



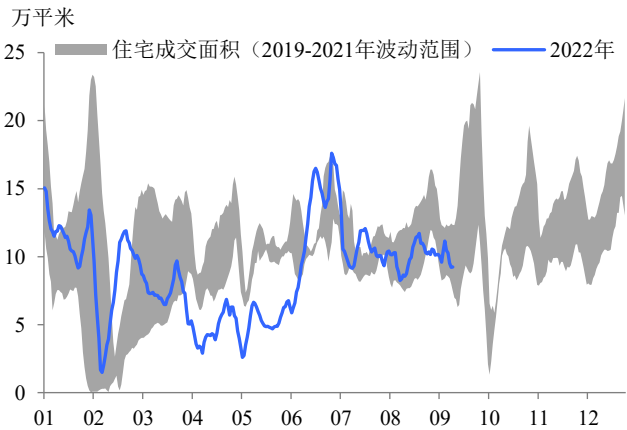
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年上半年信贷扩张上蹿下跳



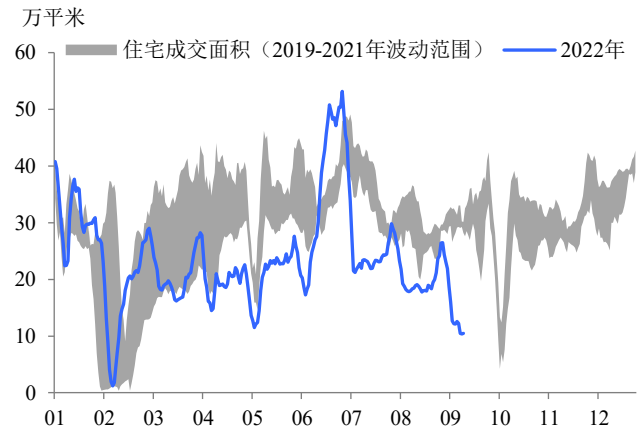
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 9月上半月一线城市地产成交面积保持平稳



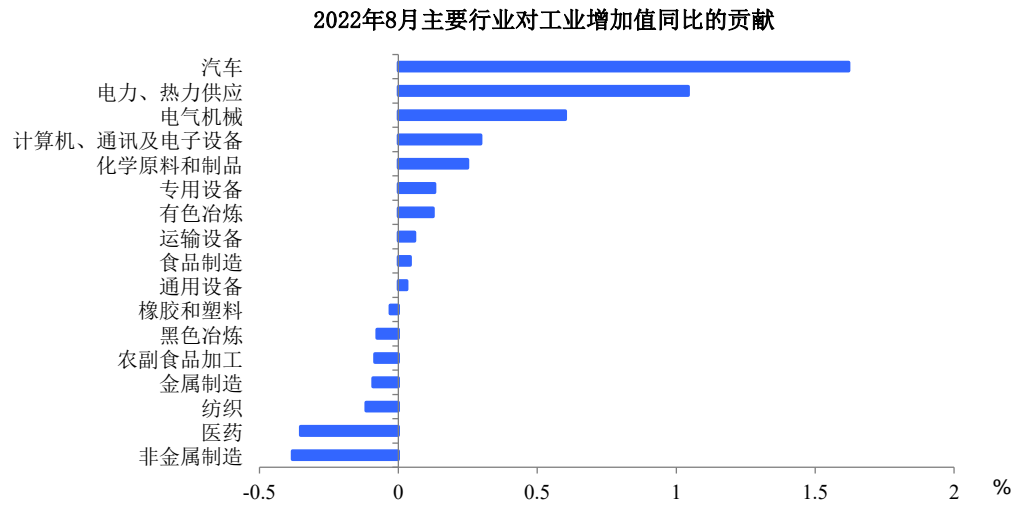
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 但是9月上半月二线城市销售大幅下滑



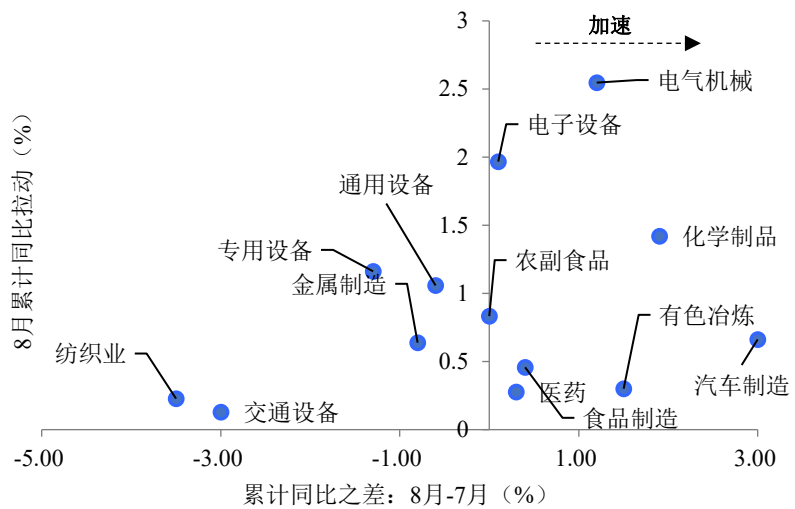
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022年8月主要行业对工业增加值的贡献



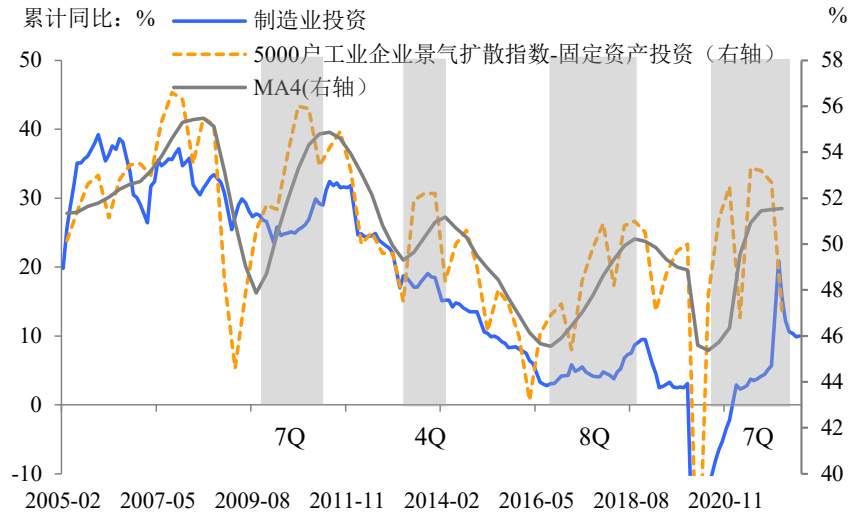
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022年8月部分行业制造业投资表现



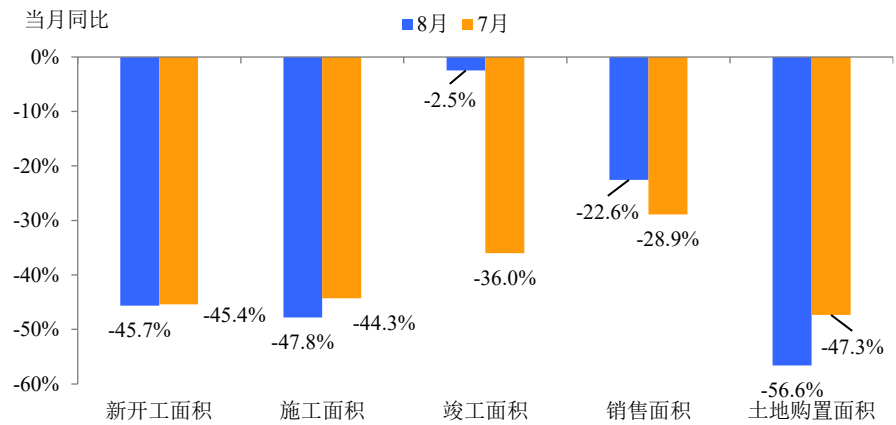
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 当前可能处于制造业投资上升周期的尾端



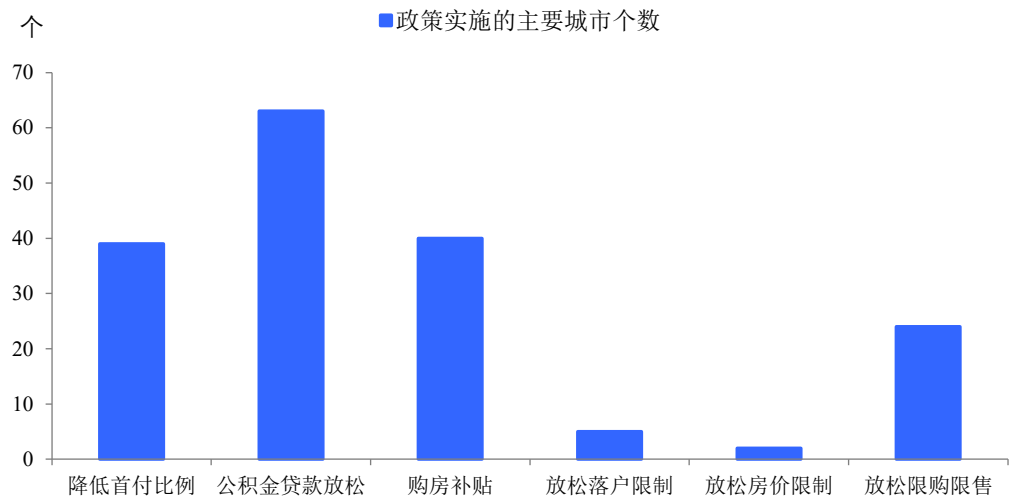
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2022年7月和8月地产相关面积数据



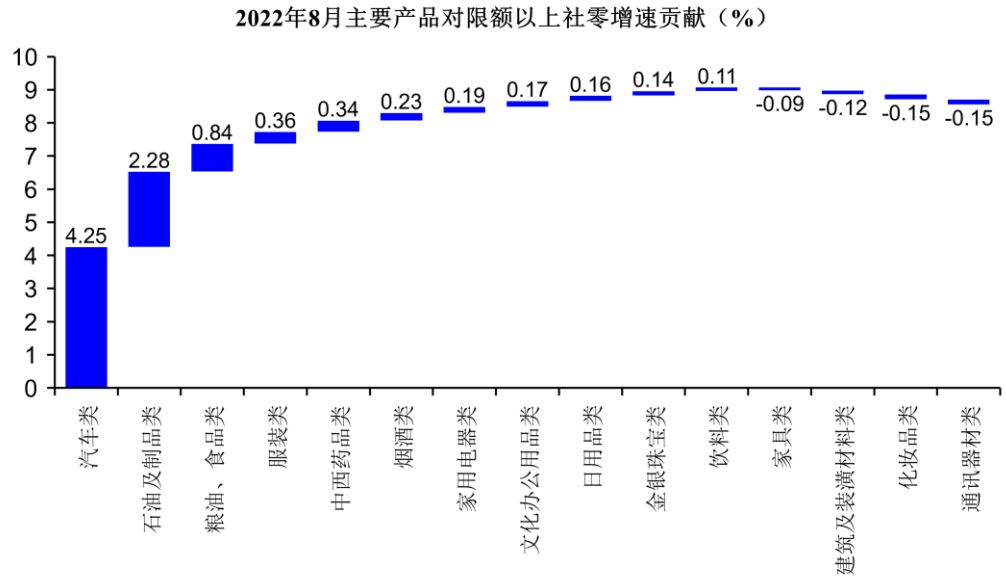
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 各主要地级市出台政策的情况 (截至 9 月 15 日)



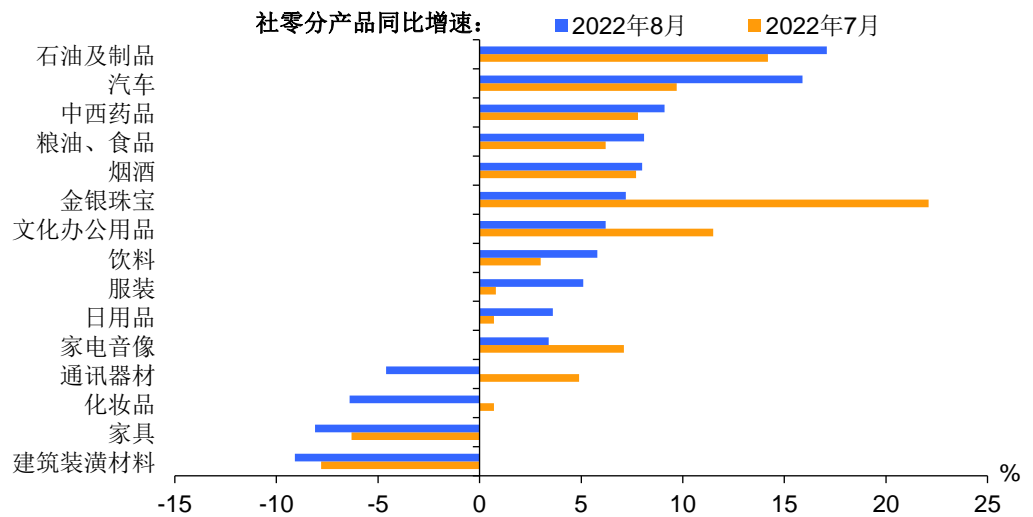
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022年8月, 主要产品对限额以上社零增速的贡献



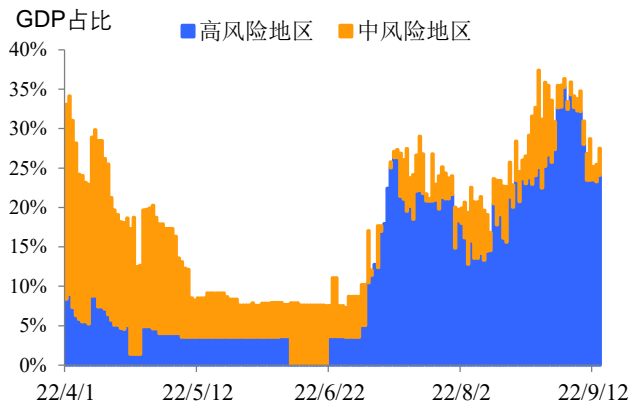
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022年8月, 石油制品和汽车类产品领涨



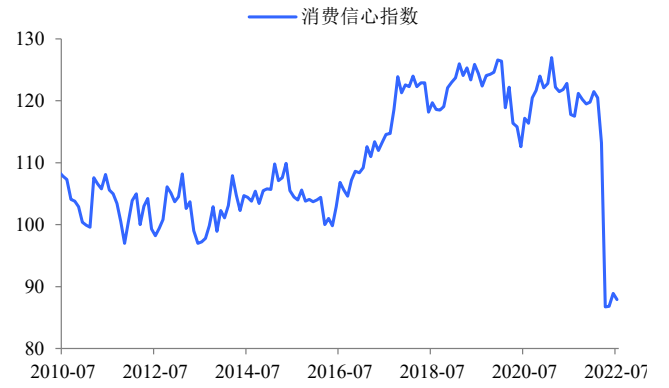
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 中高风险地区涉及地级市 GDP 占比



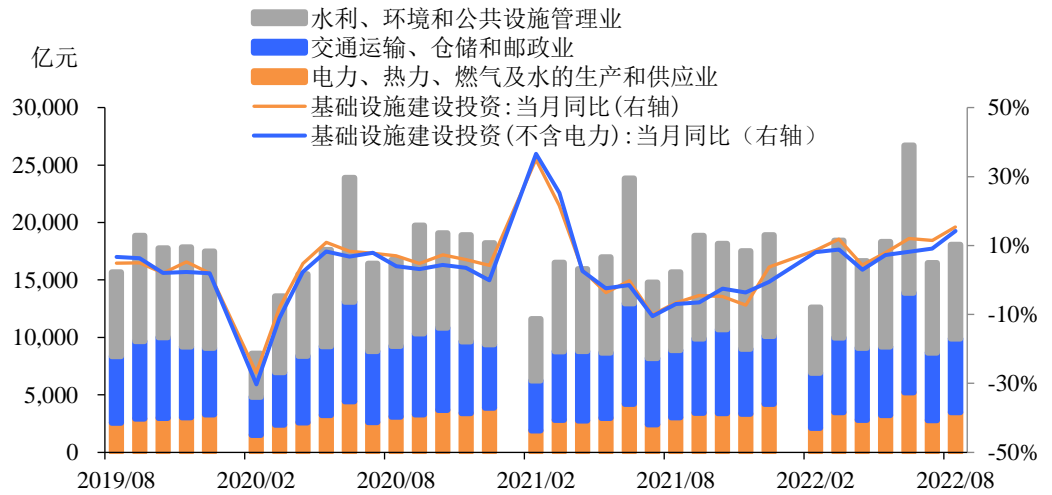
数据来源: 各地本地宝网站, Wind, 东吴证券研究所

图13: 居民消费信心的修复需要时间



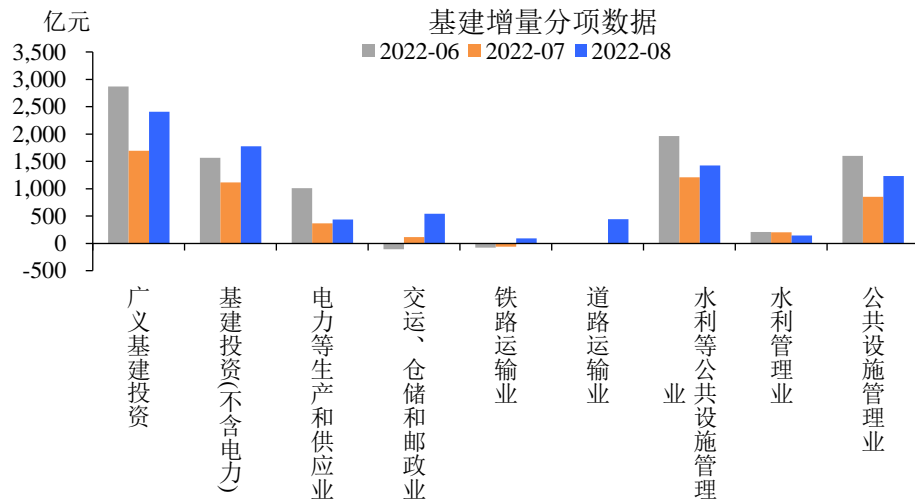
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 8月基础设施投资规模回升, 累计增速回归双位数增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 8月各领域投资均呈同比多增, 道路运输及公共设施管理业为主要拉动因素



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>

