

8月宏观数据好转，经济修复基础有望进一步夯实

——2022年8月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：8月规模以上工业增加值同比实际增长4.2%，增速较上月回升0.4个百分点；8月社会消费品零售总额同比增长5.4%，增速较上月加快2.7个百分点；1-8月全国固定资产投资同比增长5.8%，增速较前值加快0.1个百分点。

基本观点：

在稳增长政策发力、疫情影响减弱，以及上年同期基数走低等因素综合作用下，8月宏观数据普遍回暖。其中，8月工业增加值同比提速，好于市场预期，主要源于去年同期基数走低、高温气候导致用电量大幅增长，基建投资提速带动部分工业品需求，以及车市刺激政策拉动汽车产量高增等。整体上看，8月工业生产在供需两端仍面临一定制约，后期有望逐步修复。在上年同期基数明显下行，汽车销售大增，以及疫情对餐饮业影响减弱等因素带动下，8月社零增速显著改善，但不同商品零售表现分化明显；整体而言，宏观经济“生产强、消费弱”的格局尚待改善。投资方面，8月基建投资大幅提速，有效对冲房地产投资下滑影响，带动整体投资增速上行，对经济修复的引领作用增强。

8月中下旬以来，政策性降息、稳增长接续政策陆续落地，有望持续提振内需，9月宏观数据总体上将延续回暖势头。我们判断，三季度GDP增速将大幅回升至3.8%左右（二季度为0.4%）。不过，接下来外需对经济增长的拉动作用将会弱化，房地产低迷还会对投资和消费形成一定拖累，加之还可能出现疫情扰动因素，宏观政策将延续稳增长取向。其中，基建投资将保持两位数增长势头，小微企业、居民消费等薄弱环节将是定向支持政策的主要发力点，也不排除进一步降息、扩大政府债券发行规模的可能。这将有效夯实经济修复基础，带动四季度经济增速向5.0%至5.5%的正常增长水平靠拢，稳定就业大局。

具体解读如下：

一、工业生产：8月工业增加值同比提速，好于市场预期，主要源于去年同期基数走低、高温气候导致用电量大幅增长，基建投资提速带动部分工业品需求，以及车市刺激政策拉动汽车产量高增等。整体上看，撇除低基数因素，在供需两端约束下，8月工业生产表现依然偏弱。不过，随着提振总需求政

策发力，部分行业生产已经得到改善，工业生产整体上处在逐步修复的过程中。

8月全国规模以上工业增加值同比增长4.2%，增速较前值回升0.4个百分点，好于市场预期。主要原因有三个：一是去年同期能耗双控导致同比基数偏低——无论是以月度增速还是以两年平均增速衡量，去年8月工业增加值增速数据都下沉0.2至0.4个百分点，这会推高今年8月同比增速。二是8月川渝等部分区域高温缺电现象对整体工业生产的影响较为有限，加之当前基建投资大幅提速（这在较大程度上对冲了房地产投资下滑加剧带来的影响），以及政策面强调上游原材料工业保供稳价，8月主要工业品产能数据普遍呈现同比改善趋势。三是受近期汽车销售高增提振，8月汽车制造业增加值同比增速较上月加快8.0个百分点至30.5%，在各细分行业中表现最为亮眼，对整体工业生产增速的改善起到不可忽视的拉动作用。

三大分项中，受今年夏季各地气温普遍偏高、居民空调用电大增影响，8月全社会用电量同比增速达到10.7%，带动电力、热力的生产和供应业增加值增速升至13.6%，较上月加快4.1个百分点，是拉动当月工业生产提速的主力。值得注意的是，8月采矿业增加值同比为5.3%，增速较上月回落2.8个百分点。除上年同期增速基数抬升1.9个百分点外，也与近期国际大宗商品价格回落、国内PPI增速较快下滑相印证，表明上游原材料涨价因素对采矿业生产的刺激效应减弱。8月制造业增加值较上月回升0.4个百分点，为3.1%，是上年同期基数回落与基建投资提速支撑工业品需求等因素综合作用的结果。

我们认为，撇除低基数影响，8月工业生产，特别是制造业生产表现仍然较弱。这也与当月官方制造业PMI虽有所回升，但仍处收缩区间相印证。我们认为主要有以下原因：

首先，8月疫情反弹对交通物流和工业生产仍有扰动，当月全国整车货运指数整体低于7月，运输生产指数同比从上月的增长0.7%回落至下降2.4%。同时，长江流域部分地区高温干旱天气导致缺电，工业需让电于民，也给工业生产造成一定负面影响。不过，与去年能耗双控相比，今年工业限电范围和力度较小，因而并未引发工业生产的大幅减速。

其次，本轮经济反弹过程中，始终面临需求不足问题，这一现象在8月未现缓解。调查结果显示，8月反映市场需求不足的企业占比达54%，连续5个月上升。值得一提的是，需求端基建投资发力而地产投资持续收缩背景下，建筑产业链相关制造业表现分化。8月钢材、有色金属生产提速，钢材产量同比降幅收窄至1.5%，十种有色金属产量同比增速加快，而水泥产量同比降幅扩大至两位数，平板玻璃产量同比降幅与上月持平。最后，当前全球经济增长前景减弱，纺织等低端制造业出口订单外流现象显现，我国出口下行压力加大，8月出口增速超预期下滑，这会制约相关行业企业加快生产的积极性。

整体上看，8月工业生产供需两端仍面临约束，但在提振总需求政策发力刺激下，部分行业生产已经得到改善，工业生产继续处在缓步修复的过程中。我们认为，随着高温限电情况缓解，在疫情不再出现大幅反弹的前景下，工业生产表现将主要由需求端决定。伴随8月降息落地，国常会再次推出19项稳增长接续政策措施，宏观政策逆周期调节力度正在显著加大，这将进一步刺激市场需求；加之上年同期基数下行，9月工业增加值同比有望继续加速。但在地产投资羸弱以及出口可能较为明显减速拖累下，9月工业生产提速幅度料有限，预计将在4.5%左右。接下来的重点依然是关注房地产投资是否仍会延续较大降幅，以及能否为基建投资提速完全对冲。这是决定市场需求走势的关键。

二、受上年同期基数明显下行，汽车销售大增以及疫情对餐饮业影响减弱等因素带动，8月消费增速显著改善，但不同商品零售表现分化明显。整体而言，宏观经济“生产强、消费弱”格局尚待改善。

8月社零同比增长5.4%，增速较上月加快2.7个百分点。主要原因是去年同期疫情反弹导致同比基数大幅下沉，而今年8月疫情虽也有所反复，但因防控更加灵活，对消费的边际影响不大。这一点可体现于8月18个主要城市的地铁客流量同比增长9%，而7月为同比下降13%；以及8月餐饮收入同比增速较上月大幅加快9.9个百分点至8.4%，商品零售增速则仅加快1.9个百分点至5.1%。

8月不同商品零售表现分化显著。从限额以上商品零售额来看，在车购税减半政策和基数走低提振下，8月汽车零售额同比增速较上月加快6.2个百分点至15.9%，由于汽车零售额在社零中的占比达到10%左右，因而对社零整体增速拉动明显。这也表明，当前宏观政策在刺激消费方面的潜力很大。8月成品油价格虽有所下调，但去年8月下调幅度更大，当月石油及制品类零售额同比增速仍较上月加快2.9个百分点。受基数走低影响，8月粮油食品、饮料、服装鞋帽、日用品等类别零售额同比增速均有所加快。不过，尽管去年同期基数也有较为明显的下沉，8月化妆品、金银珠宝、通讯器材等耐用消费品零售额增速仍有不同程度放缓，其中，化妆品和通讯器材零售额同比均转为负增。最后，近期商品房销售持续低迷，8月家电、家具、建筑装潢材料等涉房消费在基数走低的情况下，其零售额同比增速还在下滑（或降幅走阔），对社零拖累较为明显。

整体上看，8月社零同比提速主要受基数走低影响，耐用品消费表现不振显示消费需求并未实质性改善。另外，扣除价格因素，8月社零实际同比增长2.2%，尽管较上月改善约3个百分点，但仍明显低于工业增速（工业增加值按实际同比统计）。这表明当前宏观经济依然存在较为明显“生产强、消费弱”现象。后期伴随外需减速，国内消费需要及时顶上来。

从高频数据来看，9月以来车市有所降温，楼市未见回暖，加之上年同期社零增速基数抬高，预计9月社零同比增速将回落至4.0-4.5%左右。接下来为促进消费修复，政策面有可能在两方面发力：一是适

度扩大消费券、消费补贴发放范围和力度，填补居民购买力缺口，刺激消费需求。从汽车购置税减半对车市的提振效果来看，这方面的政策发力空间很大。二是继续加强防疫措施的精准确性，更为有效地控制疫情对居民消费的影响。

三、投资方面，8月基建投资大幅提速，有效对冲房地产投资下滑影响，带动整体投资增速上行，对经济修复的引领作用增强。

据我们测算，8月当月固定资产投资增速达到6.4%，较上月明显加快。三大投资板块中，基建投资保持加速势头，1-8月基建投资增速（不含电力）达到8.3%，较前值大幅加快0.9个百分点，连续三个月走高。据我们测算，8月当月全口径基建投资同比增速达到15.5%，连续三个月保持两位数高增；8月当月不含电力的基建投资增速升至11.0%，较上月加快2.1个百分点，年内首次站上两位数。二季度专项债发行规模高达2.1万亿，正在对三季度基建投资形成有力支撑；另外，近期基建相关提振政策多箭齐发，其中政策性金融明显发力，也会在较大程度上对冲地方政府土地出让金收入下滑对基建投资带来的不利影响，及时发挥补位作用。展望未来，伴随政策性金融工具持续加力，专项债资金支持项目逐步形成实物工作量，9月基建投资将延续提速态势。

据我们测算，8月当月房地产投资同比下滑13.8%，降幅较上月扩大1.7个百分点。这与下半年以来楼市持续低迷相印证，背后是近期房企风险仍在暴露，房地产施工数据持续下滑。不过，8月各地保交楼措施发力，带动商品房竣工面积环比超季节性大幅改善，同比降幅显著收窄。当前抑制房地产投资的主要原因仍是楼市销售低迷。预计后期政策面将在引导房贷利率下行方面进一步发力。我们判断，在存款利率下行驱动下，未来即使政策利率（MLF利率）不动，5年期LPR报价也还有一定下调空间。这是扭转楼市预期、带动楼市尽快企稳回暖的关键。预计在各项政策调整到位支持下，四季度楼市销量有望转入趋势性回升过程，随后房地产投资下行压力将逐步缓解。

1-8月制造业投资同比增速为10.0%，较前值加快0.1个百分点，继续处于高位增长状态。据我们测算，8月当月制造业固定资产投资同比增速为10.6%，较上月加快3.1个百分点。背后是为了推动经济转型升级、着力缓解“卡脖子”问题，政策面对制造业投资的支持力度较强，制造业中长期贷款近两年多来持续高增；另外，前期海外对“中国制造”需求较强，也对以民间投资为主的制造业投资起到了推动作用。我们预计，主要受全球经济增速放缓预期影响，1-9月国内制造业投资增速或将小幅回落至9.6%左右。展望未来，从近期发布的稳增长接续政策来看，对制造业投资的支持力度正在进一步加大，其中包括财政贴息支持制造业设备更新改造等。这样来看，制造业投资仍有望保持较强韧性。我们判断，尽管上年同期基数较高，但短期内制造业投资同比增速较快下滑的可能性不大，全年有望保持7.5%左右的

较快增长水平，将继续为促投资发挥重要支撑作用。

整体上看，在政策发力推动下，基建投资有望持续高增，并有效对冲房地产投资下滑带来的影响，加之制造业投资仍将保持较快增长，1-9月固定资产投资同比增速有望稳中有升，投资将继续在经济修复中发挥引领作用。

四、8月城镇调查失业率继续小幅下降，但青年失业率仍然明显偏高。

8月城镇调查失业率为5.3%，较上月下降0.1个百分点，已连续两个月处于5.5%的目标区间之下。在宏观经济修复叠加稳就业政策持续加码背景下，8月就业数据整体改善，符合市场预期。不过，8月16-24岁青年失业率为18.7%，尽管毕业季后下降1.2个百分点，但仍处于明显偏高水平。这表明当前结构性失业现象比较严重，后期针对青年农民工、大学生的就业支持政策还有很大发力空间。

整体上看，在稳增长政策发力、疫情影响减弱，以及上年同期基数走低等因素综合作用下，8月宏观数据普遍回暖。8月中下旬以来，政策性降息、稳增长接续政策陆续落地，有望持续提振内需，9月宏观数据整体上将延续回暖势头。我们判断，三季度GDP增速将大幅回升至3.8%左右（二季度为0.4%）。不过，接下来外需对经济增长的拉动作用将会弱化，房地产低迷还会对投资和消费形成一定拖累，加之还可能出现疫情扰动因素，我们判断宏观政策将延续稳增长取向。其中，基建投资将保持两位增长势头，小微企业、居民消费等薄弱环节将是定向支持政策的主要发力点，也不排除进一步降息、扩大专项债发行规模的可能。这将有效夯实经济修复基础，带动四季度经济增速向5.0%至5.5%的正常增长水平靠拢，稳定就业大局。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。