



宏观研究

【粤开宏观】8 月经济何以超预期，兼论稳增长政策的力量与边界

2022 年 09 月 16 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

近期报告

《【粤开宏观】以改革稳增长，以降低制度性成本稳预期》2022-09-08

《【粤开宏观】“六省一市养全国”的表象与真相》2022-09-09

《【粤开宏观】8 月 CPI 同比略有回落，但结构性通胀压力仍存》2022-09-09

《【粤开宏观】弱复苏背后的隐忧：8 月金融数据点评》2022-09-10

《【粤开宏观】力挽狂澜：地方财政的困境与自救》2022-09-10

摘要

市场原本预期 8 月经济弱复苏，但今天发布的 8 月生产、消费、投资数据均显著超出市场预期。市场预期主要是基于：从外部冲击来看，欧美经济衰退风险上升，国内面临疫情反弹、高温限电等多重考验，经济下行压力增大。从前期公布的数据来看，制造业 PMI 尽管小幅回升，但仍处于收缩区间；CPI 和 PPI 同比超预期回落，虽然有供给因素影响，但也反映了需求不旺；出口增速大幅回落，验证了欧美需求下滑；金融数据在反映财政基建发力的同时，也透露出微观主体信贷需求仍较低迷。从资产价格来看，7-9 月 A 股持续下跌，8 月中旬以来人民币汇率年内二度急贬并最终“破 7”，大宗商品价格自 6 月大幅回调以来低位震荡。

堪称强劲的经济数据与公众感知和前述指标存在背离。市场不禁要问：为何 8 月经济数据如此之强？这反映了当前怎样的经济环境？

一、8 月经济数据何以超预期回升？

1、8 月服务业和消费同比高增，主因基数效应扰动。去年 8 月国内经济在疫情反弹、“能耗双控”、楼市降温的背景下，除出口以外，其他数据几乎全面走弱。去年 8 月服务业生产指数和社会消费品零售总额两年平均增速较前值分别下降 1.2 和 2.1 个百分点，与今年 8 月的上升幅度基本相当。尤其是，去年 8 月餐饮收入两年平均增速为-5.8%，较前值下降 6.7 个百分点，因此今年 8 月的 8.4%并不值得惊讶。

2、8 月实际消费仍较低迷。从环比来看，2012-2021 的 10 年间，8 月社零消费季调环比均值为 0.7%，而今年 8 月仅为-0.05%，为历史同期罕见的负增长。从旅游数据来看，中秋假期旅游人次和收入恢复程度再次回落，考虑到 9 月新增确诊低于 8 月，8 月旅游行业景气度也应不高，且与 CPI 分项中飞机票和交通工具租赁费价格环比分别下降 7.5%和 1.0%相印证。

3、8 月经济数据也有积极的一面，反映政策持续发力生效。

一是汽车产销两旺，得益于车辆购置税优惠政策。8 月汽车零售额同比增长 15.9%，汽车制造业增加值和汽车产量同比分别增长 30.5%和 39.0%，对上下游产业链形成巨大拉动。

二是房地产竣工加快，保交楼稳民生工作扎实推进。8 月房地产投资、新开工、施工面积同比降幅持续扩大，销售面积和销售额同比降幅仍维持在 20%左右，但竣工面积显著改善，同比降幅由 7 月的 36.0%收窄至 8 月的 2.5%。

三是基建投资持续高增，财政金融协同发力。1-8 月基础设施投资同比增长 8.3%，比 1-7 月份加快 0.9 个百分点，增速连续 4 个月回升，专项债和政策性开发性金融工具的杠杆作用逐步显现。

二、稳增长政策明显生效，但也存在作用边界

8月汽车产销两旺和基建投资持续高增，充分反映了稳增长政策的效果和力量；但总体消费和地产销售投资仍较低迷，表明促消费、稳地产政策存在作用边界。在基建投资中，政府、国企、城投等是有关主体，因此财政政策是主要影响因素，并且能有效发挥作用。而在消费、制造业投资、房地产投资领域，相关主体是居民和企业，政策只能起到引导作用，具体能否生效，还要看微观主体的预期和意愿。

同样是刺激需求，为何汽车销售走旺，而地产销售却持续走弱？汽车属于消费品，价格降低能刺激需求，因此车辆购置税减半能提振销售。而房地产兼具居住和投资属性，买涨不买跌，同时当前又存在期房烂尾风险，自然削弱了政策刺激效果。“金九银十”是车市和楼市的传统销售旺季，但从当前形势来看，车市有望实现，而楼市可能面临缺席。

此外，总需求政策对供给冲击作用有限。例如同样是促消费，为何汽车销售火热，而餐饮旅游却持续低迷呢？因为商品消费受疫情影响较小，而线下服务业受疫情严格限制，即使政策刺激了居民消费需求，顺利实现也有一定难度。即使是商品消费，如果遭遇供给冲击，需求政策也可能难以完全生效，比如今年4月供应链产业链受阻时，消费明显下滑。

三、以改革稳增长，以降低制度性成本稳预期

疫情以来，稳经济措施以政策刺激为主，但其边际效应会递减。刺激政策只能管短期，且有副作用；只有推动改革和构建制度才能管长远。通过改革降低制度性交易成本，有助于在短期稳增长，在中长期释放经济增长动能。

一是要正确处理好政府与市场的关系，明确政府的边界，让市场主体有明确的预期，真正发挥出市场配置资源的决定性作用。**二是**全面放开市场准入限制，在市场主体遵守法律法规的情况下，对不同所有制企业一视同仁，尤其要激励民营企业做出更大贡献。**三是**改进对地方政府的考核激励机制，使其敢担当、善作为。**四是**加大对基层的转移支付，落实基层“三保”；加强对地方“乱收费、乱罚款、乱摊派”的监督曝光力度，阻止地方为了“创收”将手伸向企业和居民。

风险提示：疫情反弹超预期、外部冲击超预期



目 录

一、8月经济数据何以超预期回升？	4
1、理性看待服务业和消费数据高增，基数效应扰动	4
2、政策发力生效，汽车产销两旺，地产竣工加快，基建投资持续高增	6
二、稳增长政策明显生效，但也存在作用边界	8
三、以改革稳增长，以降低制度性成本稳预期	9

图表目录

图表 1：8月经济数据超市场预期	4
图表 2：去年8月同比增速下降，今年8月同比增速上升	5
图表 3：8月社零消费环比增速明显弱于往年	5
图表 4：中秋旅游人次和旅游收入恢复程度再次回落	6
图表 5：8月汽车产销两旺	6
图表 6：8月房屋竣工面积同比降幅大幅收窄	7
图表 7：今年以来基建投资持续高增	7
图表 8：9月30城商品房销售明显回落	8
图表 9：4月商品消费和餐饮收入均受疫情严重冲击	9



一、8 月经济数据何以超预期回升？

市场原本预期 8 月经济弱复苏，主要基于：从外部冲击来看，欧美经济衰退风险上升，国内面临疫情反弹、高温限电等多重考验，经济下行压力增大。从前期公布的数据来看，制造业 PMI 尽管小幅回升，但仍处于收缩区间；CPI 和 PPI 同比超预期回落，虽然有供给因素影响，但也反映了需求不旺；出口增速大幅回落，验证了欧美需求下滑；金融数据在反映财政基建发力的同时，也透露出微观主体信贷需求仍较低迷。从资产价格来看，7-9 月 A 股持续下跌，8 月中旬以来人民币汇率年内二度急贬并最终“破 7”，大宗商品价格自 6 月大幅回调以来低位震荡。

但刚公布的 8 月生产、消费、投资数据均显著超出市场预期。工增同比 4.2%，高于预期的 3.9%和前值的 3.8%；社零同比 5.4%，高于预期的 4.2%和前值的 2.7%；固投同比 5.8%，高于预期的 5.3%和前值的 5.7%。堪称强劲的经济数据与公众感知和前述指标存在背离。市场不禁要问：为何 8 月经济数据如此之强？这反映了当前怎样的经济环境？

图表 1：8 月经济数据超市场预期

类别	指标	6 月	7 月	8 月	8 月预期
生产（当月同比）	工业增加值	3.9	3.8	4.2	3.9
	服务业生产指数	1.3	0.6	1.8	
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	3.1	2.7	5.4	4.2
	商品零售	3.9	3.2	5.1	
	餐饮收入	-4.0	-1.5	8.4	
投资（累计同比）	固定资产投资	6.1	5.7	5.8	5.3
	房地产投资	-5.4	-6.4	-7.4	
	制造业投资	10.4	9.9	10.0	
	基建投资（不含电力）	7.1	7.4	8.3	
出口（当月同比）	出口	17.7	18.0	7.1	13.5
房地产（当月同比）	房地产投资	-9.4	-12.3	-13.8	
	商品房销售面积	-18.3	-28.9	-22.6	
	商品房销售额	-20.8	-28.2	-19.9	

资料来源：Wind、粤开证券研究院

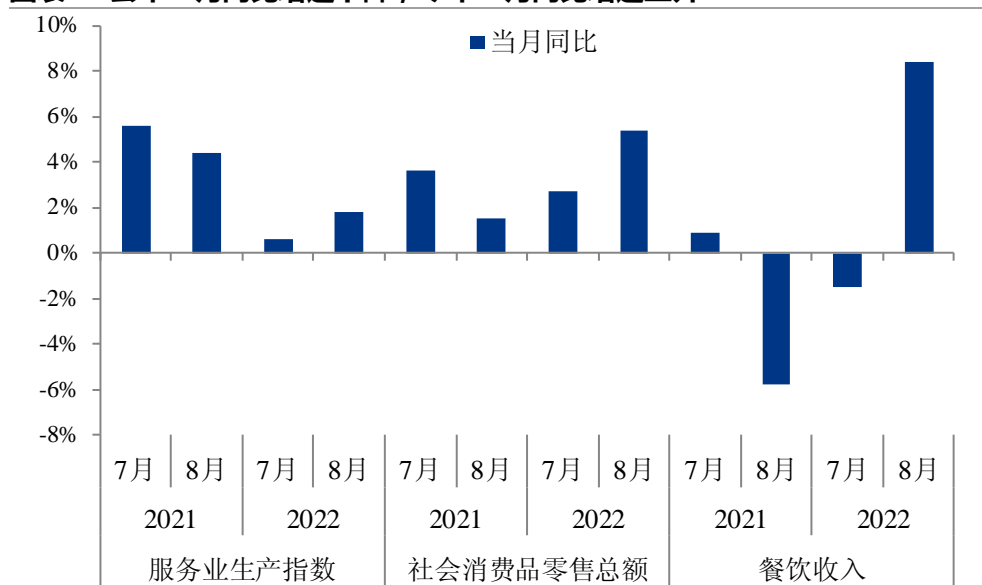
1、理性看待服务业和消费数据高增，基数效应扰动

8 月服务业生产指数同比增长 1.8%，比上月加快 1.2 个百分点，其中住宿和餐饮业增速高达 7.4%；社会消费品零售总额同比增长 5.4%，比上月加快 2.7 个百分点，尤其是餐饮收入增速高达 8.4%。在疫情反弹和高温天气影响下，居民出行半径缩短、消费场景受限，服务业和消费数据理应不强，应如何解释？

同比增速异常强劲主因基数效应扰动。去年 8 月国内经济在疫情反弹、“能耗双控”、楼市降温的背景下，除出口以外，其他数据几乎全面走弱。去年 8 月服务业生产指数和社会消费品零售总额两年平均增速较前值分别下降 1.2 和 2.1 个百分点，与今年 8 月的上升幅度基本相当。尤其是，去年 8 月餐饮收入两年平均增速为-5.8%，较前值下降 6.7 个百分点，因此今年 8 月的 8.4%并不值得惊讶。



图表2：去年8月同比增速下降，今年8月同比增速上升

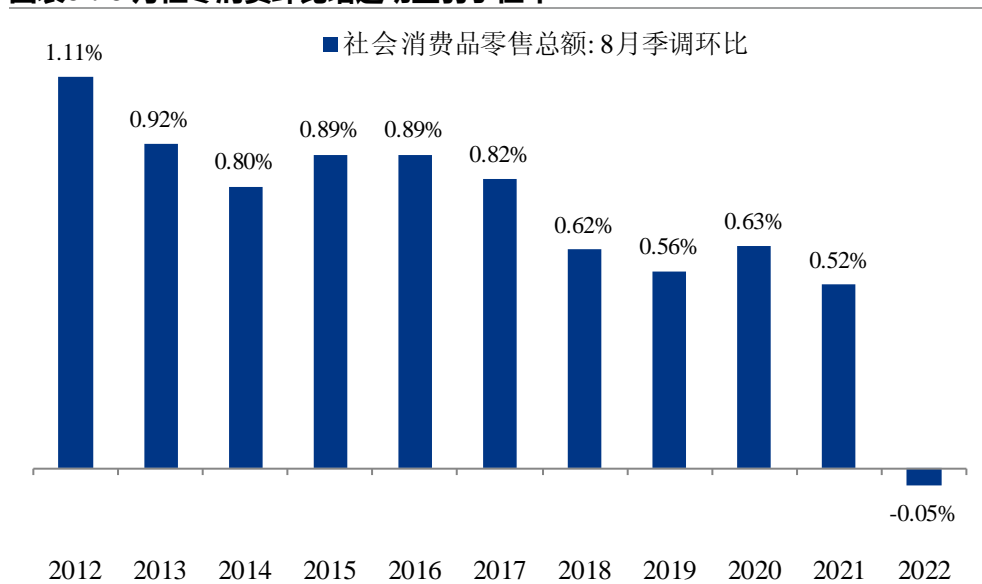


资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

8月实际消费仍较低迷。从环比来看，2012-2021的10年间，8月社零消费季调环比均值为0.78%，而今年8月仅为-0.05%，为历史同期罕见的负增长，并且是在7月环比-0.12%的基础上持续下滑。从旅游数据来看，中秋假期旅游人次和收入恢复程度再次回落，考虑到9月新增确诊低于8月，8月旅游行业景气度也应不高，且与CPI分项中飞机票和交通工具租赁费价格环比分别下降7.5%和1.0%相印证。

此外，生产和投资数据也受到基数效应扰动，但幅度没有服务业和消费这么大。

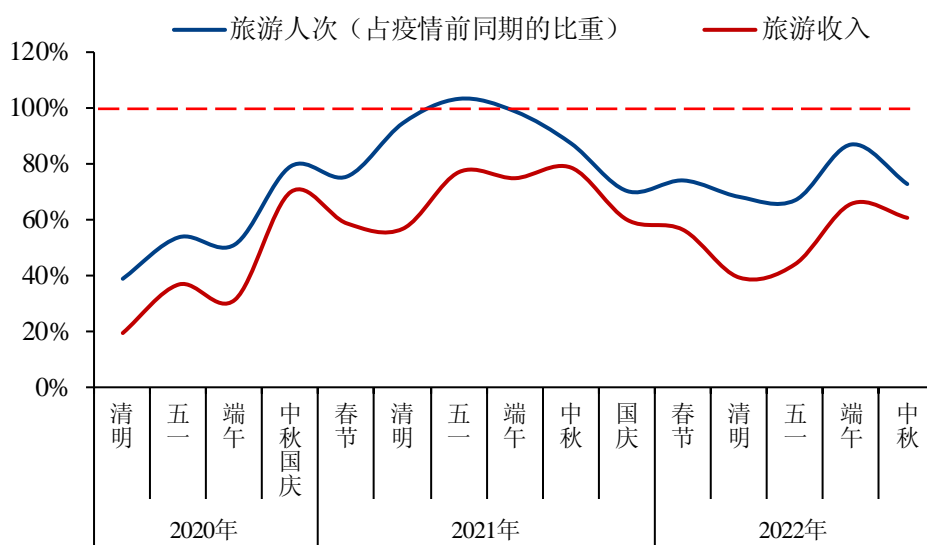
图表3：8月社零消费环比增速明显弱于往年



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表4：中秋旅游人次和旅游收入恢复程度再次回落



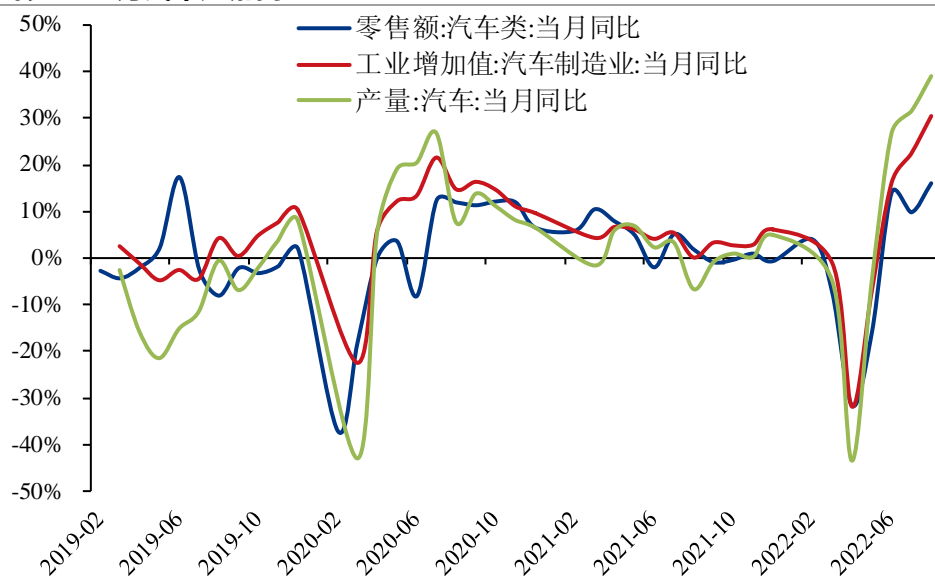
资料来源：文化和旅游部、粤开证券研究院

2、政策发力生效，汽车产销两旺，地产竣工加快，基建投资持续高增

8月经济数据也有积极的一面，反映政策持续发力生效。

一是汽车产销两旺，得益于车辆购置税优惠政策。国家税务总局数据显示，阶段性减征部分乘用车车辆购置税政策实施后，今年6-8月，约355.3万辆车享受了减征政策，累计减征车购税230.4亿元。8月汽车零售额同比增长15.9%，汽车制造业增加值和汽车产量同比分别增长30.5%和39.0%，对上下游产业链形成巨大拉动。而这还是在疫情、高温影响线下展销，南方高温、限电冲击汽车产业链供应链的背景下实现的，更加凸显了政策的促消费、稳增长作用。

图表5：8月汽车产销两旺

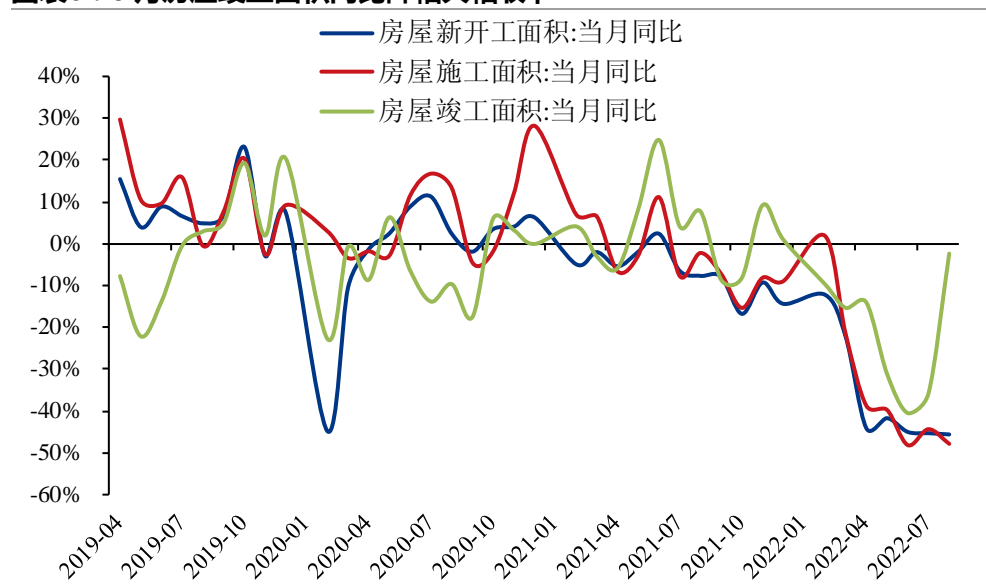


资料来源：Wind、粤开证券研究院 (注：2021年为两年平均增速)



二是房地产竣工加快，保交楼稳民生工作扎实推进。8月房地产投资、新开工、施工面积同比降幅持续扩大，销售面积和销售额同比降幅仍维持在20%左右，但竣工面积显著改善，同比降幅由7月的36.0%收窄至8月的2.5%。中央和地方通过设立纾困基金、政策性银行专项借款、压实地方政府属地责任和房企主体责任等方式盘活问题楼盘、救助困难房企，取得一定成效。

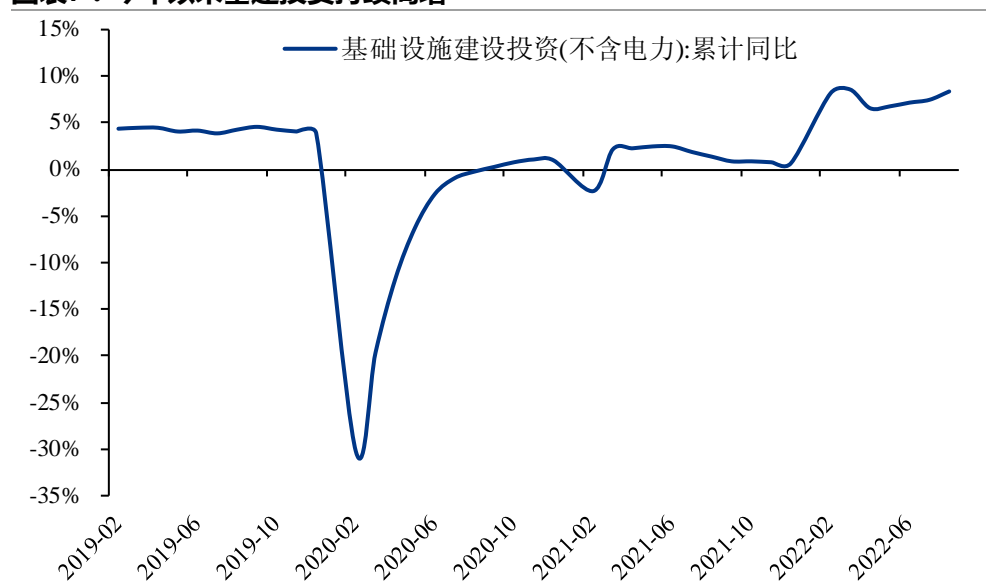
图表6：8月房屋竣工面积同比降幅大幅收窄



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

三是基建投资持续高增，财政金融协同发力。1-8月基础设施投资同比增长8.3%，比1-7月份加快0.9个百分点，增速连续4个月回升，专项债和政策性开发性金融工具的杠杆作用逐步显现。随着新增地方专项债发行使用加快，各地抓紧落实专项债对接项目，有力保障了投资项目的建设资金，基础设施项目陆续开工，投资进度不断加快。1-8月，基础设施投资到位资金同比增长17.4%，新开工项目个数达到5.2万个，比去年同期增加1.2万个。此外，前期已经落实到项目的政策性开发性金融工具投放金额3000亿元，支持投资项目900多个，项目计划总投资超过3万亿元。

图表7：今年以来基建投资持续高增



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）



二、稳增长政策明显生效，但也存在作用边界

从宏观需求视角来看，当前中国经济增长面临“保 5”的压力，消费低迷、房地产销售和投资快速下行，外需在全球经济衰退预期和滞胀风险上升的背景下也将下行，提振基建投资和刺激消费成为重要抓手。8 月汽车产销两旺和基建投资持续高增，充分反映了稳增长政策的效果和力量。

从微观经济运行来看，稳增长实际上是让企业敢投资、有能力投资，让居民敢消费、有能力消费。然而，企业在疫情冲击之下现金流问题突出，收入现金流不足的同时人力、房租、利息等刚性支出仍存，压力巨大；居民在疫情冲击之下失业率上升，消费也受到抑制。8 月总体消费和地产销售投资仍较低迷，说明促消费、稳地产政策存在作用边界。

在基建投资中，政府、国企、城投等是有关主体，因此财政政策是主要影响因素，并且能有效发挥作用。而在消费、制造业投资、房地产投资领域，相关主体是居民和企业，政策只能起到引导作用，具体能否生效，还要看微观主体的预期和意愿。当前银行间流动性非常充裕，但“宽信用”迟迟未至，便是因为信贷需求不足。

同样是刺激需求，为何汽车销售走旺，而地产销售却持续走弱？汽车属于消费品，价格降低能刺激需求，因此车辆购置税减半能提振销售。而房地产兼具居住和投资属性，买涨不买跌，同时当前又存在期房烂尾风险，自然削弱了政策刺激效果。“金九银十”是车市和楼市的传统销售旺季，但从当前形势来看，车市有望实现，而楼市可能面临缺席。

图表8：9 月 30 城商品房销售明显回落

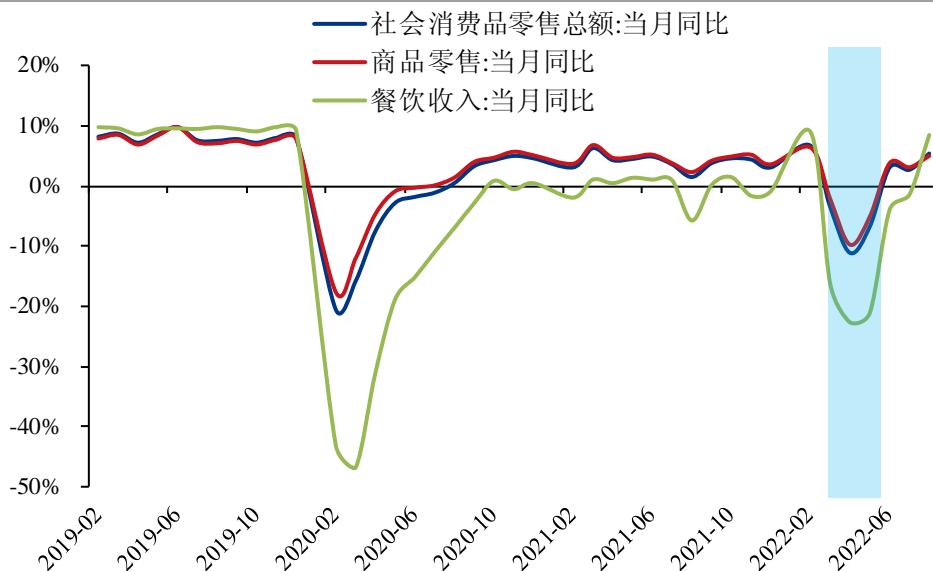


资料来源：Wind、粤开证券研究院

此外，总需求政策对供给冲击作用有限。例如同样是促消费，为何汽车销售火热，而餐饮旅游却持续低迷呢？因为商品消费受疫情影响较小，而线下服务业受疫情严格限制，即使政策刺激了居民消费需求，顺利实现也有一定难度。即使是商品消费，如果遭遇供给冲击，需求政策也可能难以完全生效，比如今年 4 月供应链产业链受阻时，消费明显下滑。



图表9：4月商品消费和餐饮收入均受疫情严重冲击



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、以改革稳增长，以降低制度性成本稳预期

疫情以来，稳经济措施以政策刺激为主，但其边际效应会递减。刺激政策只能管短期，且有副作用；只有推动改革和构建制度才能管长远。通过改革降低制度性交易成本，有助于在短期稳增长，在中长期释放经济增长动能。

回顾历史，中国经济保持 40 余年高速增长的重要原因，是宏观上的改革开放和微观上的企业家精神。只要破除体制机制障碍，减少束缚，人民对美好生活的向往会释放出强大的经济力量，资本会自发寻找市场，人口会自行流动以寻求最能改善生活的行业 and 地区。因此有必要在推出积极的财政政策、适度宽松的货币政策以及相应的产业和社会政策时，着眼长远营造市场化、法治化、国际化的营商环境，降低制度性交易成本，提振预期和信心。

一是要正确处理好政府与市场的关系，明确政府的边界，让市场主体有明确的预期，真正发挥出市场配置资源的决定性作用。我国市场经济建立的时间不长，而且脱胎于计划经济，政府尤其是地方政府职能转变还不够彻底，仍然存在一些阻碍生产要素自由流动的问题。

二是全面放开市场准入限制，在市场主体遵守法律法规的情况下，对不同所有制企业一视同仁，尤其要激励民营企业做出更大贡献。经济下行期以及反垄断和防止资本无序扩张的背景下，叠加疫情反复冲击，企业家的行为呈现出明显的避险和收缩倾向。风险意识上升、现金为王的经营理念成为诸多企业家的行为准则。如果能逐步开放除关系国计民生重大领域以外的一些垄断行业，市场活力将更加凸显。9月15日，国务院办公厅发布《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》，明确全面实施市场准入负面清单管理，要求2022年10月底前，各地区各部门对带有市场准入限制的显性和隐性壁垒开展清理，并建立长效排查机制。

三是改进对地方政府的考核激励机制，使其敢担当、善作为。当前地方政府面临多目标约束，导致行为谨慎，积极性主动性不足，有必要建立起更加包容、尽职尽责的考



核激励机制，避免其不作为，推动地方政府更好统筹疫情防控和经济社会发展。

四是加大对基层的转移支付，落实基层“三保”。当前地方财政形势较为困难，部分区县库款保障水平较低，中央有必要进一步加大对地方、省市有必要进一步加大对区县的转移支付。同时要加强对地方“乱收费、乱罚款、乱摊派”的监督曝光力度，阻止地方为了“创收”将手伸向企业和居民。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com