

8月经济数据点评

内需有韧性

8月经济数据整体超预期；公共事业工业增加值增速上行幅度较大；基建和制造业当月固投重回两位数；汽车、餐饮、出行需求均表现较好。

- 8月工业增加值同比增长4.2%，从行业分类来看，1-8月采矿业工业增加值累计同比8.7%，制造业2.7%，公用事业6.0%，高技术产业8.4%。除了气候影响公共事业增速上升之外，PPI同比增速大幅下降也减轻了工业企业成本压力。
- 8月社零同比增长5.4%，除汽车以外的消费品零售额增长4.3%。一方面汽车消费仍是带动社零增速回升的重要原因，另一方面居民消费内生恢复动力也较强。但房地产后周期产业链表现依然疲弱。
- 1-8月固定资产投资增速为5.8%，民间固定资产投资增速2.3%。8月基建固投增速当月同比增长14.2%，制造业投资增速10.6%，房地产投资增速同比下降13.8%。
- 8月房地产竣工面积增速和土地成交价款较7月上升，销售面积和销售金额较7月小幅上升，投资资金来源中定金预收及个人按揭的占比和增速有所上升。9月从中央到部分地方已经出台了保交楼的支持政策，预计施工面积和竣工面积增速或将开始回升。
- **8月经济数据超预期。**8月经济数据各项均较7月有不同程度的上行，仅有房地产当月投资增速较7月下降，整体表现超出市场预期。我们维持此前观点，认为外需疲弱、国内疫情反复，经济增速难以恢复至潜在增速水平，但从8月数据看疫情后的经济修复仍有韧性：一是受PPI同比增速大幅下行影响，部分上游和中游工业行业成本压力有所下降，工业增加值同比增速较7月上升，二是基建和制造业固定资产投资都回升至两位数同比增速，在金融加大实体经济中长期贷款和824国常会的19项接续政策影响下，投资增速强劲或可延续，三是在消费刺激政策和疫情后消费场景恢复的共同带动下，汽车消费、餐饮消费、出行需求都表现较好。
- **经济增长或更依赖内需，政策目标的周期拉长。**当前海外经济增长面临高通胀和货币政策收紧压力，外需疲弱已经开始反应在我国8月进出口增速走低上，考虑到欧央行已经将2023年该地区经济增长预期下调至0.9%，未来一段时间内我国经济增长将更加依赖内需。但随着经济逐步修复至新的均衡水平附近，宏观政策的上限也越发明显：货币政策已经在宽松通道当中，且我国输入型通胀压力不减，货币政策虽然难收紧，但进一步放松空间也较小；积极的财政政策今年以来在减税降费、留抵退税等方面加大力度，已经造成了明显的财政收支缺口，除非提高政府杠杆率，后续财政进一步积极的空间已经收窄。从三个角度看，后续政策若有出台，目标周期或在三到五年间：一是美国中期选举过后的两年，或加大对我国经济摩擦力度，二是以欧美央行为代表的本轮快速大幅加息，或在未来两年内导致全球经济衰退，三是二十大之后我国开始进入新一轮政策周期。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《稳扎稳打，见招拆招：3月和一季度经济数据点评》2022.4.18

《疫情的影响超出预期，期待5月环比改善：4月经济数据点评》2022.5.16

《超预期与斜率低并存：5月经济数据点评》2022.6.15

《生产没预期的好，消费比预期的好：6月和二季度经济数据点评》2022.7.15

《从复苏到均衡的拐点比预期来的快：7月经济数据点评》2022.8.15

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

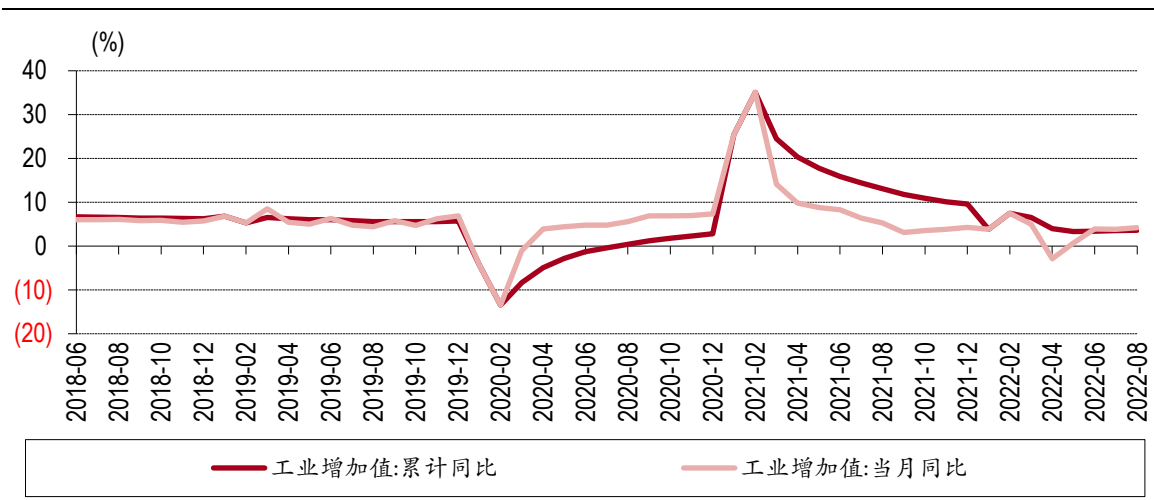
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值同比超预期主要受益于公共事业

8月工业增加值增速同比较7月回升。8月工业增加值同比增长4.2%，较7月上升0.4个百分点，超出市场预期。8月工业增加值同比增速回升，一定程度上来自受气候影响，公共事业行业增加值同比增速大幅上升，环比增速依然低于历史同期增速。

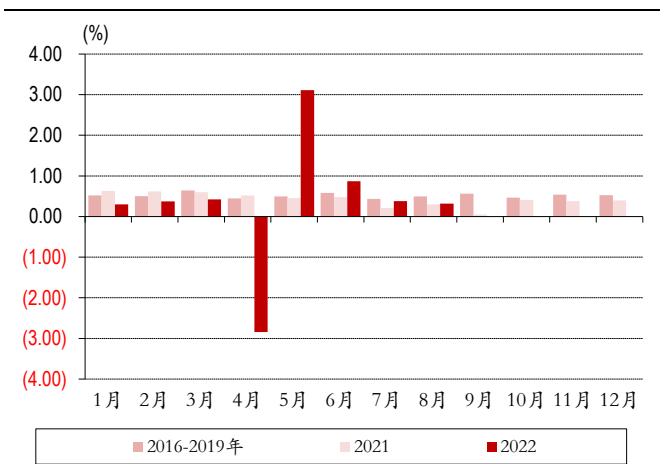
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

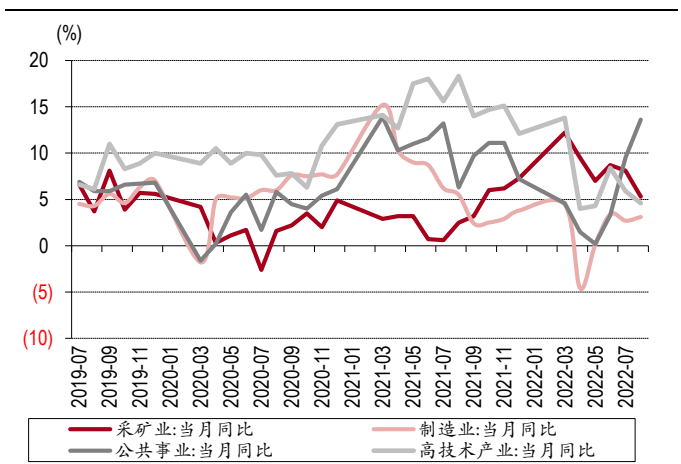
8月环比增速依然低于历史同期平均水平，但略高于2021年同期。从环比增速来看，8月工业增加值环比增长0.32%，虽然略高于2021年同期水平，但从环比增速上低于历史同期平均水平的0.5%，从趋势上较7月下行，也表现偏弱。从行业分类来看，1-8月采矿业工业增加值累计同比增长8.7%，制造业累计同比增长2.7%，公用事业累计同比增长6%，高技术产业累计同比增长8.4%。从当月增速来看，采矿业较7月下降2.8个百分点，高技术产业较7月下降1.3个百分点，但公共事业较7月上升4.1个百分点。从企业类型来看，1-8月私企工业增加值同比增长3.3%，国企工业增加值同比增长3.4%，股份制企业同比增长4.6%，外企下降0.8%，其中外企8月工业增加值同比增长较7月上升2.1个百分点，国企较7月上升0.2个百分点。整体来看，受8月气候影响，公共事业工业增加值同比增速升至13.6%是推动工业增加值同比增速超预期的最大因素，除此之外，工业增加值表现整体依然较为疲弱，外企8月工业增加值同比增长回升可能有补偿性原因，仍需关注外企和外资生产投资变化。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

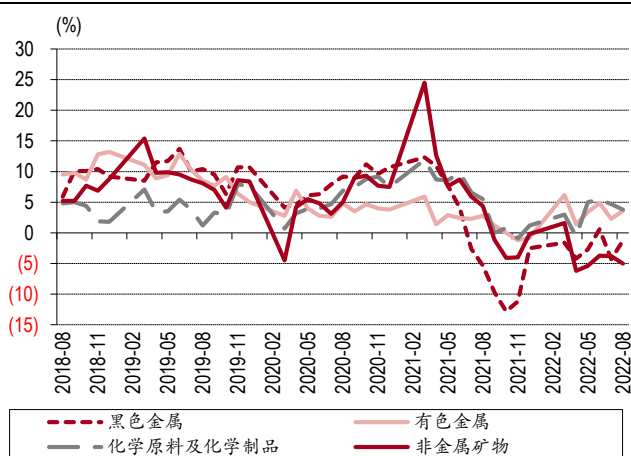
图表 3. 各行业工业增加值当月同比



资料来源：万得，中银证券

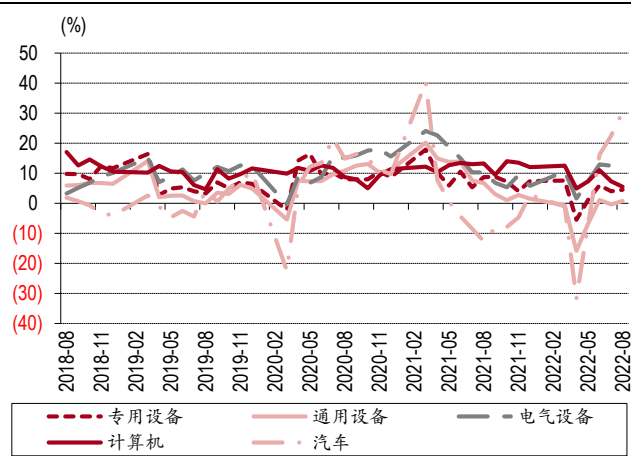
8月中上游行业工业增加值回升或受PPI增速下降影响。上游行业方面，1-8月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长4.1%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降2.9%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比下降2.4%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长3.8%，黑色金属和有色金属工业增加值同比增速较7月有所回升。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比下降1.9%，专用设备制造业增加值累计同比增长4.3%，汽车制造业增加值累计同比增长4.5%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长10.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长9.3%，中游中仅有计算机行业工业增加较7月有所下降，另外汽车行业增加值增速较7月继续大幅上升8个百分点达到30.5%。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长3.6%，纺织业增加值累计同比下降2%，医药制造业增加值累计同比下降3.8%，从当月增速看，除了公共事业增速上行，其他行业均有不同程度下降。8月PPI同比增速回落幅度超预期，上游和中游行业增加值增速上行或受成本影响。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

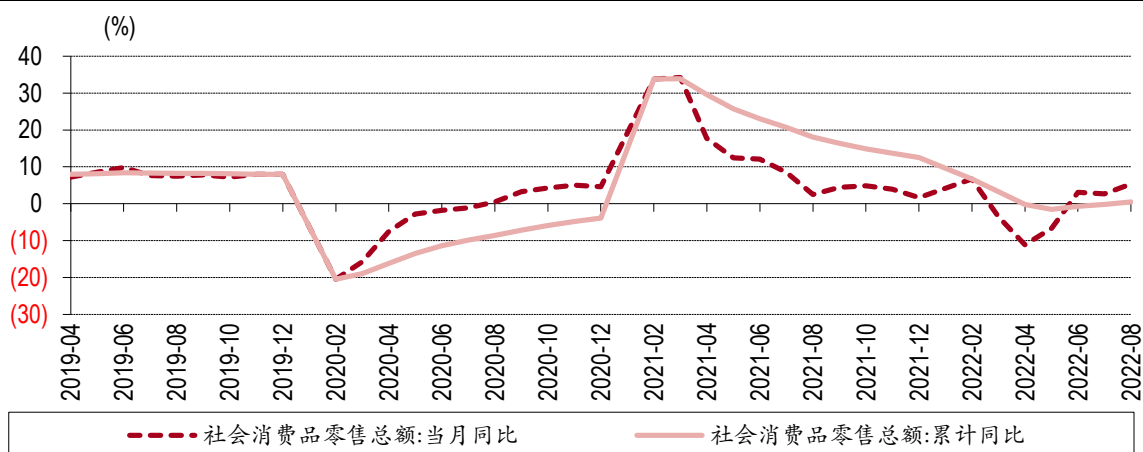


资料来源：万得，中银证券

汽车和餐饮消费带动社零反弹

8月社零同比增速较7月明显上升。8月社零同比增长5.4%，其中，除汽车以外的消费品零售额增长4.3%。8月社零整体增速较7月上升2.7个百分点，除汽车以外的社零同比增速较7月上升2.4个百分点，一方面汽车消费仍是带动社零增速回升的重要原因，另一方面居民消费内生恢复动力也较强。

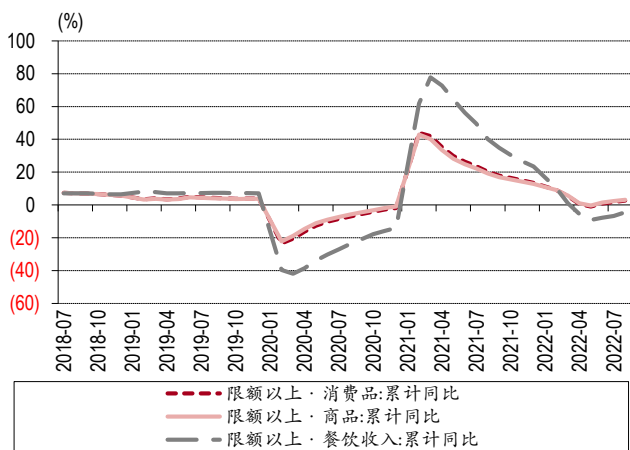
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

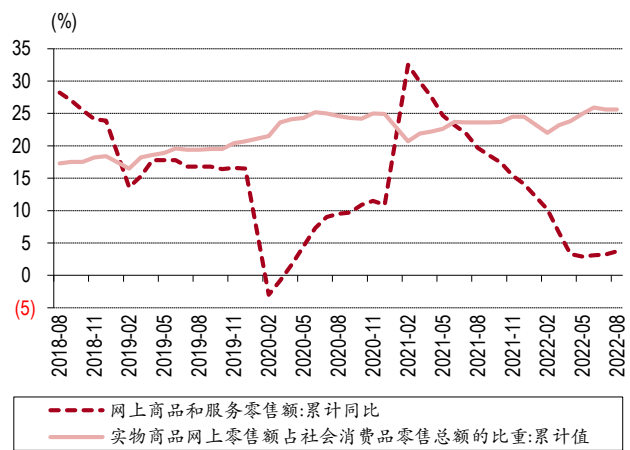
餐饮消费增速大幅回正。1-8月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长2.6%，其中商品零售总额同比增速增长3.1%，餐饮收入总额同比增速下降4.4%，8月餐饮消费增速大幅回正，餐饮消费当月同比增长8.4%，限额以上餐饮消费当月同比增长12.9%，分别较7月上升了9.9个百分点和14.1个百分点，8月商品消费同比增速较7月上升1.9个百分点，限额以上商品消费增速较7月上升1.6个百分点。1-8月网上零售额占比为29.8%，较1-7月上升0.1个百分点，较去年同期上升了0.9个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为3.7%，增速较1-7月上升0.5个百分点，8月虽然仍有疫情的影响，但餐饮消费增速大幅反弹。从城乡消费增速来看，8月乡村的消费增长5%，城镇消费同比增长5.5%，城镇消费增速上升幅度更大。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

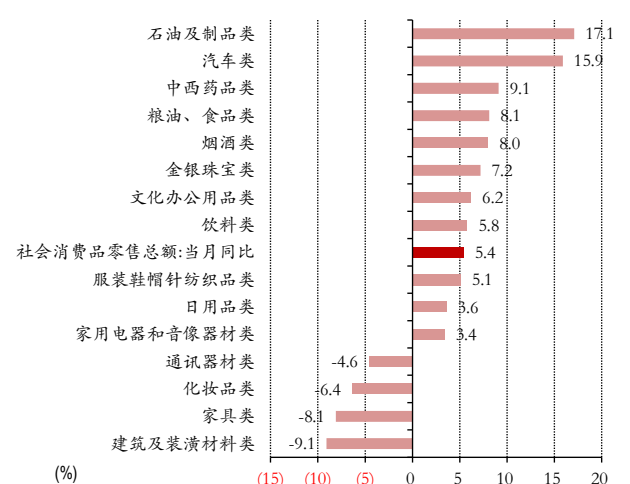
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

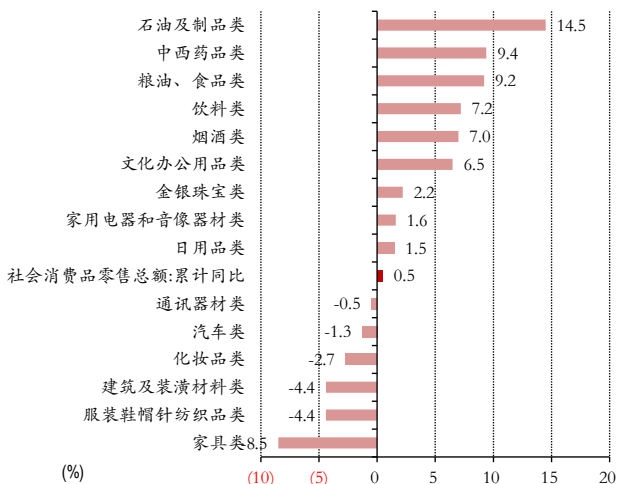
疫情后出行需求增加。从同比增速来看，8月限额以上企业商品零售总额同比增长9.1%，同比增速较高的细分行业包括石油制品、汽车、中西药品等，同比增速仍下降的是建筑装潢和家具。与7月相比，增速下降较多的有金银珠宝、通讯器材和化妆品等，增速上升幅度较大的是汽车、服装鞋帽和石油制品等。从累计同比增速看，1-8月同比增速较高的为石油制品、中西药品和粮油食品，累计同比增速下降较多的则有家具、服装鞋帽、建筑装潢等。1-8月累计同比增速上升较多的是汽车、服装鞋帽和金银珠宝，消费累计增速下降较多的是建筑装潢、化妆品和通讯器材。8月社零受汽车消费政策和出行需求支撑较明显，但房地产后周期产业链表现依然疲弱。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

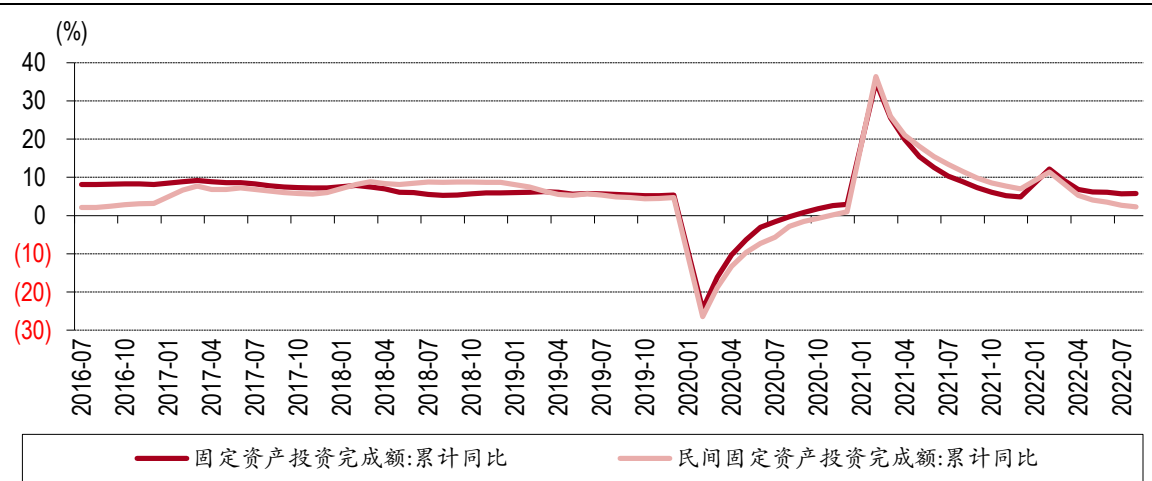


资料来源: 万得, 中银证券

基建和制造业投资增速上升

固定资产投资增速上升。1-8月固定资产投资增速为5.8%，1-8月民间固定资产投资增速2.3%。8月固定资产投资增速较7月上升在市场预期之外，主要是受基建和制造业投资增速上升的带动，但民间固定资产投资增速较7月下行，主要是受房地产行业拖累。

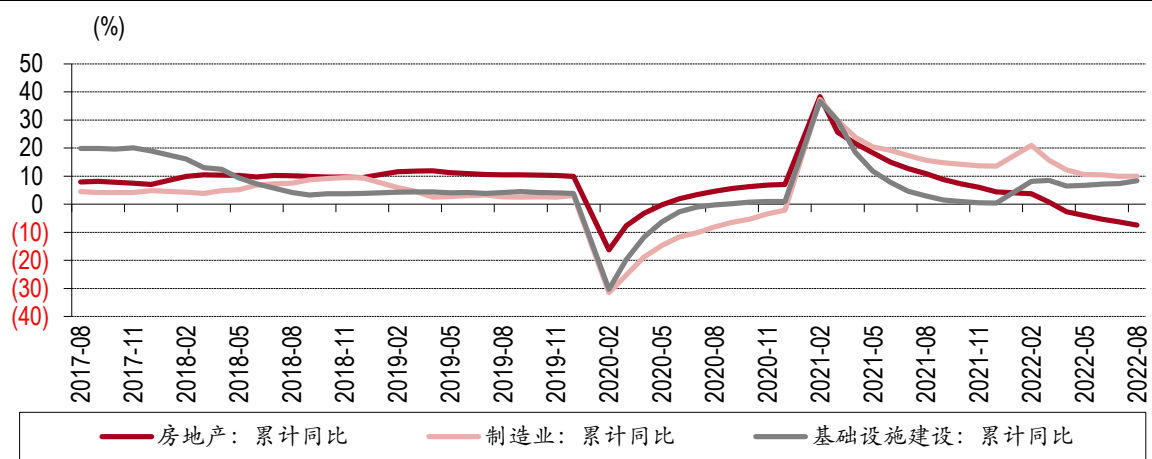
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

基建投资当月增速继续上行, 制造业投资重回两位数增长。分类别看, 制造业投资1-8月累计同比增长10%, 基建投资累计同比增长8.3%, 地产投资累计同比下降7.4%。从产业分类来看, 第一产业累计同比增长2.3%, 第二产业累计同比增长10.4%, 第三产业累计同比增长3.9%; 从地区来看, 东部累计同比增长4.1%, 中部增长9.9%, 西部增长7.3%, 东北增长0.2%; 从企业类型来看, 内资企业累计同比增长6%, 国企同比增长10.1%, 外资企业下降4%。8月基建固投增速当月同比增长14.2%, 较7月上升5.1个百分点, 制造业投资增速10.6%, 较7月上升3.1个百分点, 房地产投资增速同比下降13.8%, 较7月下降1.5个百分点。8月基建投资增速大幅上升, 且824国常会提出再实施19项接续政策, 预计在经济大省的牵头下, 年内基建投资或维持在较高水平增速, 此外制造业投资当月和累计增速都实现两位数增长, 也是固投增速超预期的重要原因。从行业看, 1-8月固投增速表现相对较好的行业包括汽车、化学原料、有色金属、电气设备、食品和医药等。

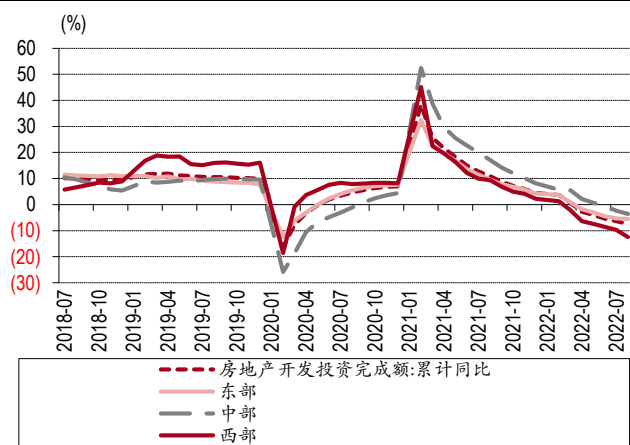
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

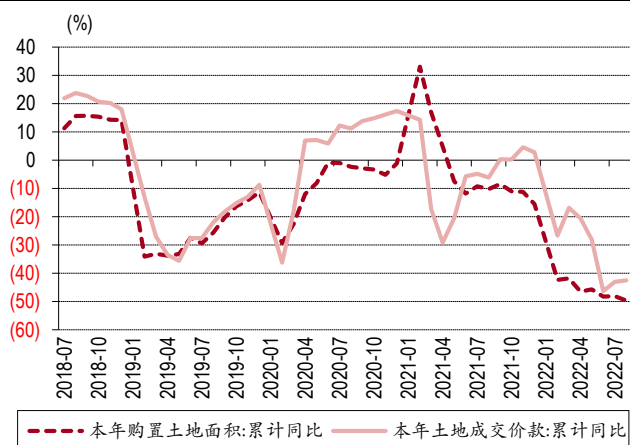
房地产投资增速继续回落。1-8月房地产投资增速下降7.4%，比1-7月下降1个百分点。其中东部地区累计同比下降5.5%、中部地区累计同比下降3.6%、西部地区累计同比下降12.5%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降6.9%，办公楼投资增速下降10.1%，商业地产投资增速下降11.6%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-8月累计同比分别下降49.7%和下降42.5%。1-8月房地产新开工面积累计同比下降37.2%，施工面积同比下降4.5%，竣工面积同比下降21.1%。从当月同比增速看，8月房地产固定资产投资同比下降13.8%，降幅较7月扩大1.5个百分点，投资增速下降的幅度较7月有所减小。8月房地产竣工面积增速和土地成交价款较7月有所上升，但整体仍处下行趋势当中，9月从中央到部分地方已经出台了保交楼的支持政策，预计施工面积和竣工面积增速或将开始回升。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

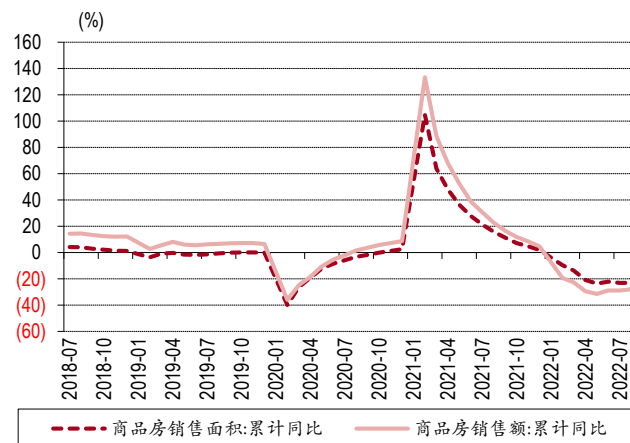
图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

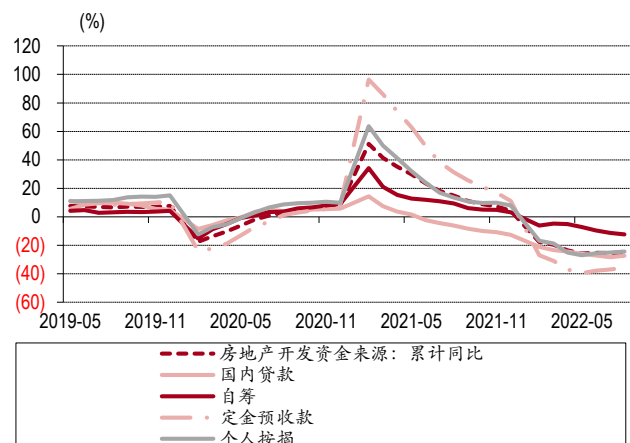
房地产销售出现好转迹象。1-8月商品房销售面积同比下降23%，商品房销售额累计同比下降27.9%。1-8月商品房待售面积同比增长8%，其中住宅面积同比增长15.1%，办公楼累计同比增长6%，商业地产累计同比下降3.6%。从房地产投资资金来源看，1-8月国内贷款占比12.2%，较1-7月下降0.2个百分点，定金和预收款的占比32.5%，较1-7月上升0.3个百分点，个人按揭贷款占比上升0.2个百分点。从增速看，1-8月房地产开发资金来源累计同比增速下降25%，其中国内贷款资金来源增速下降27.4%，定金和预收款增速下降35.8%，按揭贷款资金来源增速下降24.4%。房地产销售好转迹象主要体现在销售面积和销售额较7月小幅上升，以及投资资金来源中定金预收及个人按揭的占比和增速都有所上升，在保交楼的政策影响下，不排除房地产销售增速出现修复式回升。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源: 万得, 中银证券

结论：内需有韧性

8月经济数据超预期。8月经济数据各项均较7月有不同程度的上行，仅有房地产当月投资增速较7月下降，整体表现超出市场预期。我们维持此前观点，认为外需疲弱、国内疫情反复，经济增速难以恢复至潜在增速水平，但从8月数据看疫情后的经济修复仍有韧性：一是受PPI同比增速大幅下行影响，部分上游和中游工业行业成本压力有所下降，工业增加值同比增速较7月上升，二是基建和制造业固定资产投资都回升至两位数同比增速，在金融加大实体经济中长期贷款和824国常会的19项接续政策影响下，投资增速强劲或可延续，三是在消费刺激政策和疫情后消费场景恢复的共同带动下，汽车消费、餐饮消费、出行需求都表现较好。

经济增长或更依赖内需，政策目标的周期拉长。当前海外经济增长面临高通胀和货币政策收紧压力，外需疲弱已经开始反应在我国8月进出口增速走低上，考虑到欧央行已经将2023年该地区经济增长预期下调至0.9%，未来一段时间内我国经济增长将更加依赖内需。但随着经济逐步修复至新的均衡水平附近，宏观政策的上限也越发明显：货币政策已经在宽松通道当中，且我国输入型通胀压力不减，货币政策虽然难收紧，但进一步放松空间也较小；积极的财政政策今年以来在减税降费、留抵退税等方面加大力度，已经造成了明显的财政收支缺口，除非提高政府杠杆率，后续财政进一步积极的空间已经收窄。从三个角度看，后续政策若有出台，目标周期或在三到五年间：一是美国中期选举过后的两年，或加大对我国经济摩擦力度，二是以欧美央行为代表的本轮快速大幅加息，或在未来两年内导致全球经济衰退，三是二十大之后我国开始进入新一轮政策周期。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371