

2022年09月16日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 内外需动能的切换

—宏观点评报告

## 事件

分析师：谭倩 S1050521120005  
tanqian@cfsc.com.cn  
分析师：朱珠 S1050521110001  
zhuzhu@cfsc.com.cn  
联系人：杨芹芹 S1050121110002  
yangqq@cfsc.com.cn

9月16日，国家统计局公布8月份经济数据，工业增加值同比增加4.2%；社零同比增加5.4%；固投累计同比增加5.8%；地产投资累计同比减少7.4%；狭义基建投资累计同比增加8.3%；制造业投资累计同比增加10%。经济逐步回暖，但是出现了内外需的切换。

## 最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 投资要点

### ■ 亮点：经济边际回暖，基建韧性，制造强劲

8月份经济数据整体呈现出一定的回暖，社零同比增速回升至了5.4%，主要是汽车和服务消费的拉动。基建依然保持了较高的增速，后续仍会对经济形成支撑。制造业表现亮眼，单月同比10.59%。失业率进一步下行至5.3%。

### ■ 隐忧：出口回落，地产偏弱，消费分化

8月经济数据也出现了一定的分化：社零虽然回暖，但低基数较为明显，且必需强于可选；出口大幅回落，量价逻辑出现转变。地产仅有竣工端修复明显，仍在探底过程中。

### ■ 内外需切换正当时，促内需仍需发力

8月经济数据的一大重要变化是出口回落，下一步重点是做好内外需增长动力的切换，内需成为主要发力点。稳经济需要基建、地产、消费的共同配合，稳增长预期强化，也为阶段性价值占优提供了支撑。

### ■ 风险提示

海外衰退加速到来，地缘政治冲突再起，能源危机再次恶化

## 相关研究

- 1、《核心CPI超预期的背后是通胀螺旋》2022-09-15
- 2、《社融修复，资产仍荒》2022-09-10
- 3、《通胀无虞，宽松可期》2022-09-09

## 正文目录

事件: .....	3
评论: .....	3
1、出口增速回落, 量价逻辑减弱 .....	3
2、服务汽车支撑, 社融增速回暖 .....	5
3、资金接续开工发力, 基建支撑还在 .....	5
4、高温带动电力投资, 汽车贡献突出 .....	6
5、地产修复仍弱, 仍需政策助力 .....	7
6、就业有所改善, 青年失业仍高 .....	8
7、内外需切换正当时, 促内需仍需发力 .....	9
8、风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1: 主要出口贸易伙伴增速下行 .....	4
图表 2: 量跌价涨逻辑出现了减弱 .....	4
图表 3: 必需消费优于可选消费 .....	5
图表 4: 基建制造强地产弱的格局持续 .....	6
图表 5: 高温天气下, 发电行业增长明显 .....	7
图表 6: 8月份竣工出现了明显的改善, 但总体仍弱 .....	8
图表 7: 失业率双双下行, 但青年失业仍处高位 .....	9
图表 8: 8月经济数据一览 .....	10

## 事件：

9月16日，国家统计局公布8月份经济数据，工业增加值同比增加4.2%；社零同比增加5.4%；固投累计同比增加5.8%；地产投资累计同比减少7.4%；狭义基建投资累计同比增加8.3%；制造业投资累计同比增加10%。经济逐步回暖，但是出现了内外需的切换。

## 评论：

8月经济边际回暖，从主要的分项来看，消费在汽车和服务的拉动下进一步修复。生产条件有所改善，制造业投资和产值均有所提升，汽车和高温下的电力行业是主要贡献项。但是地产仅仅是竣工方面出现了一定的回暖，整体仍弱。而出口增速则是快速回落。之后国内经济的主题将是内外需的切换，经济复苏节奏取决于消费修复和地产企稳的进度。

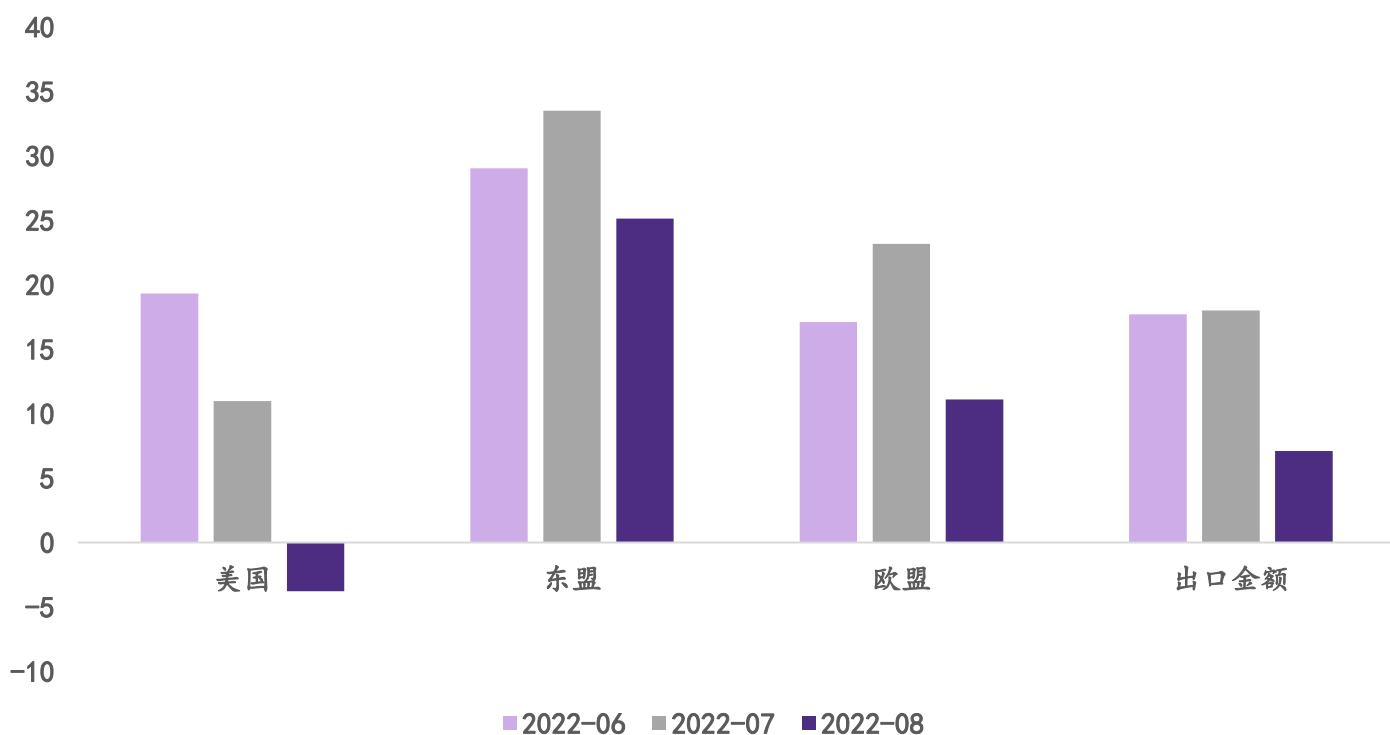
### 1、出口增速回落，量价逻辑减弱

出口出现了增速的下滑，且量价逻辑进一步减弱。8月份出口金额3149亿美元，较去年同期增长7.1%，1-8月累计出口金额2.38万亿美元，较去年同期增长13.5%。从主要出口国来看，三大贸易伙伴仅有东盟仍维持在较高的增速，维持了5月份以来的高光表现，8月份同比增速25.1%。而欧盟在能源危机的压制下对出口的贡献开始逐渐减弱，单月出口额同比增速从上月的20%至9.9%，对美出口也出现了年内的首次负增长，8月份同比减少3.8%。

从主要的出口品来看，大部分商品延续量跌价涨的逻辑，但是出现了量跌的加速和价涨的放缓。从数量来看，大部分的出口品继续延续数量下行的趋势，且量跌加速。8月份12种主要重点出口商品中，仅有成品油、手机以及汽车三项出口数量环比增长。陶瓷、铝材、家用电器以及液晶显示模组四类商品则是出现了数量环比增速的转负，显示出量跌逻辑的加速。从价格的因素来看，12种商品中依然有9种商品保持了价格正增长，但是箱包、鞋靴、汽车以及液晶显示模组这四类商品价格同比增速下行，价涨的逻辑减弱得到印证。

根据我们已发报告《从量价结构拆解出口韧性》，我们认为在外需回落和PPI下行的影响下，出口量跌价涨的逻辑会演变为量价齐跌，下半年出口同比增速预计在7%左右，全年维持在10%。

图表 1: 主要出口贸易伙伴增速下行 (%)



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 2: 量跌价涨逻辑出现了减弱

	数量同比变化		价格同比变化	
	2022年8月	2022年7月	2022年8月	2022年7月
箱包及类似容器	19%	38%	4%	2%
成品油	28%	-26%	83%	89%
鞋靴	5%	22%	11%	13%
陶瓷产品	1%	10%	-2%	2%
钢材	22%	18%	27%	26%
未锻轧铝及铝材	10%	39%	10%	14%
手机	-3%	-15%	25%	6%
家用电器	-19%	-5%	3%	-3%
集成电路	-23%	-13%	8%	9%
汽车包括底盘	47%	59%	13%	3%
船舶	1%	-11%	36%	-22%
液晶平板显示模组	18%	20%	-25%	-21%

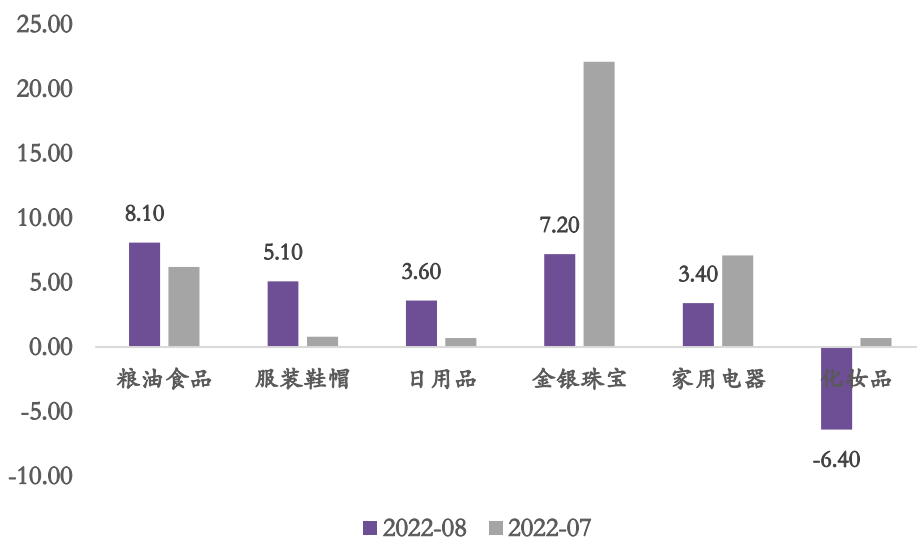
资料来源: wind, 华鑫证券研究

## 2、服务汽车支撑，社融增速回暖

社零在同期低基数和短期影响渐散的推动下，8月社零同比增速5.4%，较7月增加2.7个百分点。具体来看，汽车消费再次承担起消费的大梁，8月汽车零售金额3975亿元，同比增加15.9%，是主要的商品消费拉动项。除汽车以外的消费同比增速出现了较大的恢复，当月同比增速4.3%，较上月上行2.4个百分点，主要是餐饮相关消费的修复，同比增速自今年3月份以来再次回到正增长区间，同比增速8.4%。两项合并共贡献了超过50%的社零增长。

必选继续强于可选，可选消费的增速进一步下行：金银珠宝，化妆品和家用电器等在8月同比增速均出现了比较明显的下行，仅有服装类消费增速较7月份有所回暖。地产相关的消费则是出现了增速进一步的下行，家具8月份同比减少8.1%，较7月多减1.8个百分点，建筑及装潢材料同比减少9.1%，较7月多减1.3个百分点。从PMI和社融数据中也能看出，居民的消费信心依然有待提升，仍需政策继续发力来激发内需的活力，从而减轻外需回落对经济的冲击。

图表3：必需消费优于可选消费（%）

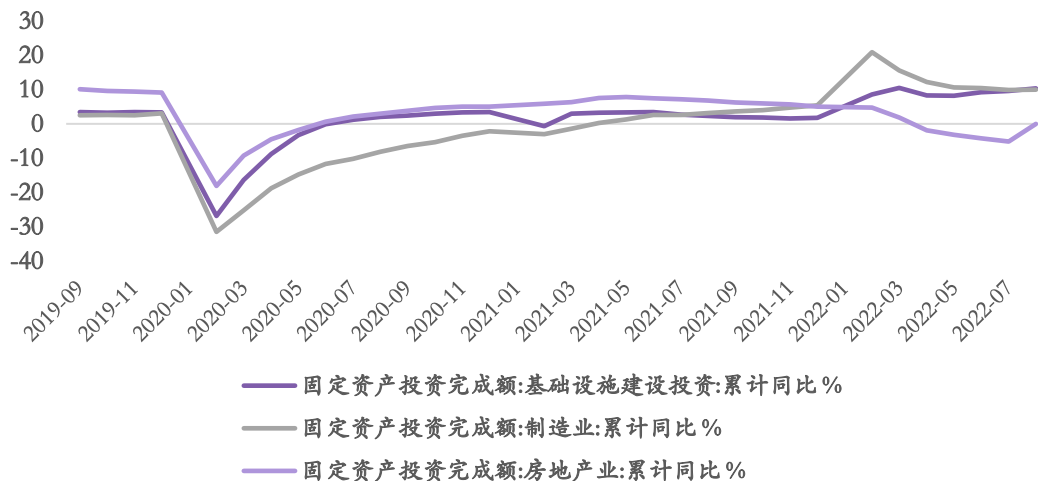


资料来源：wind，华鑫证券研究

## 3、资金接续开工发力，基建支撑还在

固定资产投资增速在8月回升至了6.5%的位置，主要是基建和制造业投资的发力，8月基建投资单月同比增速继续上行至14.2%的位置，较7月上行5.1个百分点。9月7日国务院常务会议指出，要着力以消费和投资拉需求、促进社会投资、以投资带消费。从开工方面，近期水泥沥青的开工率和价格均有所回升，水泥价格已经基本回到了近年的平均水平，挖掘机销量也开始出现销量的同比正增长，基建开工继续发力。从资金的角度来说当前虽然专项债已经发放完毕，但是在专项债限额和开放性金融工具的支持下，后续资金仍足，基建支撑将贯穿全年。

图表 4：基建制造强地产弱的格局持续

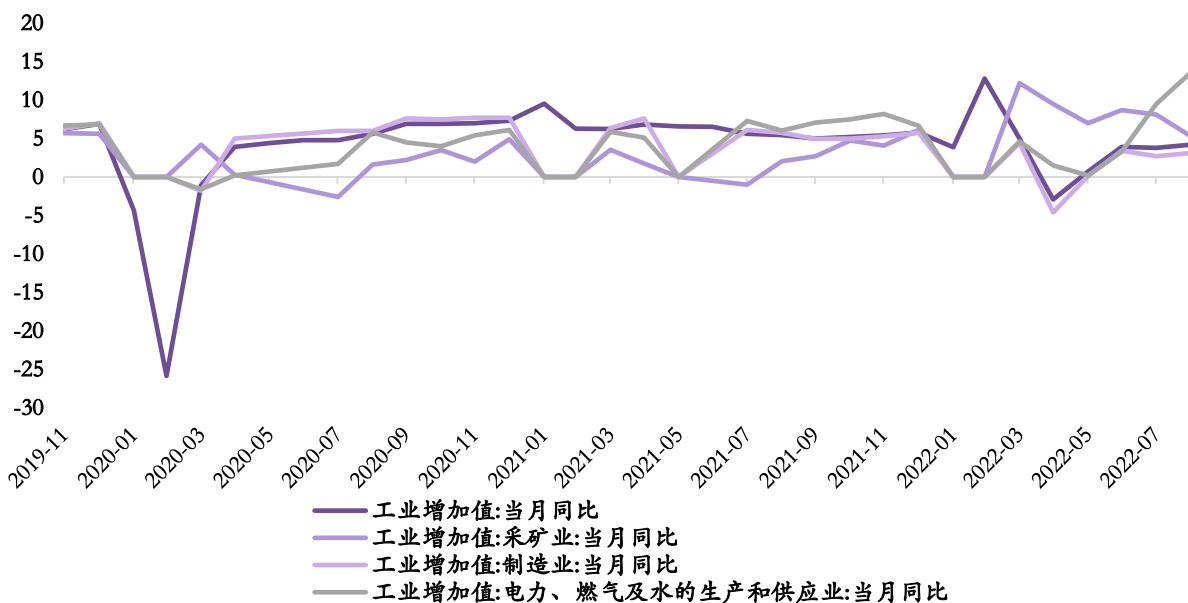


资料来源：wind，华鑫证券研究

## 4、高温带动电力投资，汽车贡献突出

制造业投资也来到了 10.6% 的位置，其中高新技术制造业 1-8 月累计增速来到 23% 的位置，较上月略有所上行。从产值的角度来说，8 月工业增加值同比增速 4.2%，较上月上行 0.4 个百分点，主要是高温天气带来的电力相关行业的增加：8 月电力、热力、燃气以及水生产和供应业同比增长了 15.3%，是 2022 年以来的最高值，同比增速较上月上行了 4.9%。汽车制造业的增加值继续保持高速增长，当月同比增加 30.5%，是主要的贡献项。汽车的支撑主要是外需和内需的共同作用，从内需的角度来看，四季度往往是国内汽车销售的高峰期，依然会有所支撑；从外需的角度来看，当前海外需求普遍回落仍会给汽车出口造成一定的压力。但是从量的角度来说，国内是汽车销售的主要市场：8 月国内汽车销售 238 万辆，出口 30.8 万辆，因此即便下半年外需回落影响汽车出口，但在内需的支持下汽车行业仍会继续给制造业的投资和生产形成支撑。

图表 5: 高温天气下, 发电行业增长明显



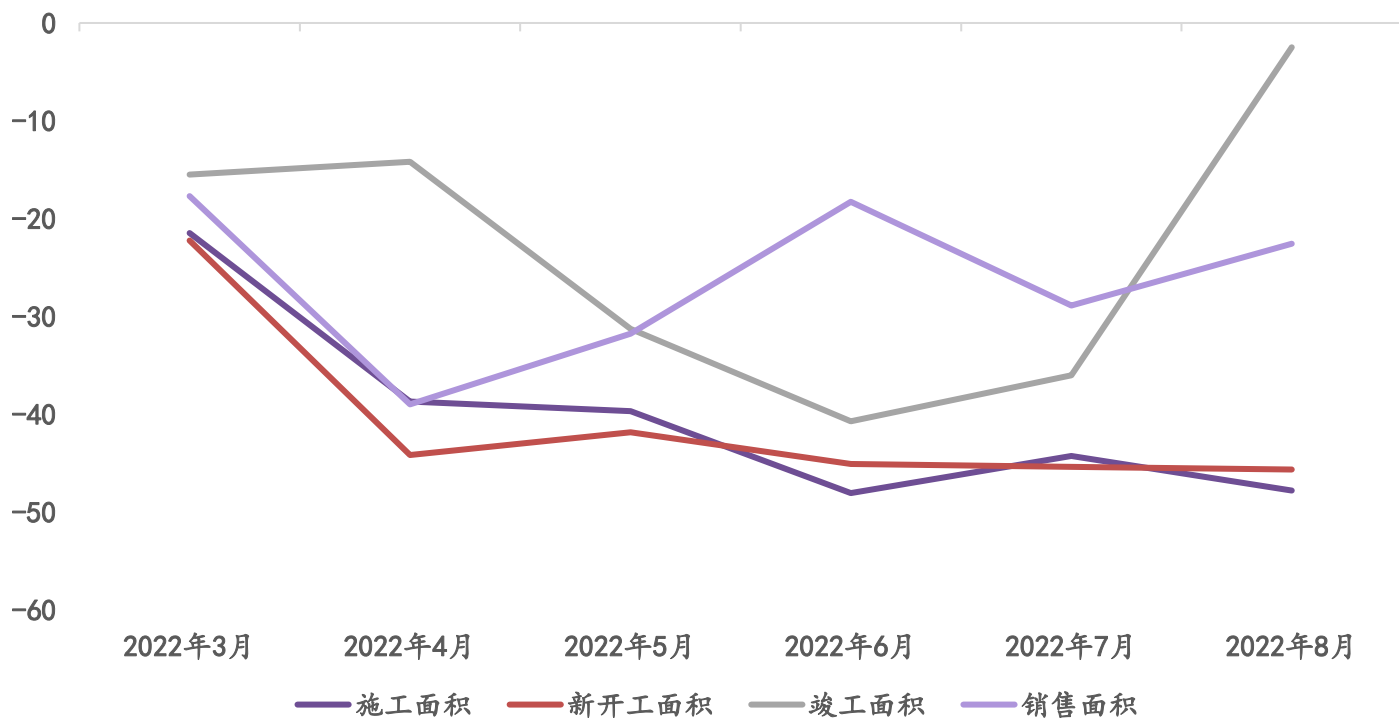
资料来源: wind, 华鑫证券研究

## 5、地产修复仍弱，仍需政策助力

地产投资速度则是继续下滑，当月同比减少 13.8%。从产业链的角度来说，房地产市场在保交楼工作的推动下，已经出现了竣工端的好转，8 月房地产竣工面积同比仅减少了 2.49%，较上月-36%的增速有比较明显的修复。但销售端和开工端则是依然没有见到明显的修复：8 月房地产销售面积同比减少 22.58%，较上月修复了 6.3 个百分点；开工面积同比减少了 45.66%，同比增速与上月基本持平。

往后来看，房地产市场依然是决定今年经济能否企稳的重要因素。8 月份的国常会连续两次提出允许地方城市通过“一城一策”的方式来支持刚需和改善住房需求。但与此同时，苏州和青岛在近期出现了限购政策的“一日游”，政策不确定性犹存。青岛和苏州先后公布了限购政策的放松：苏州取消对外地人的首套房购房限制，青岛不再限制二手房交易。但随后两地均删除了相关信息，我们认为这更多的是政策细节还需打磨，并不是代表各地对于房地产市场放松的结束，后续来看伴随着各地保交楼工作的运行和地方购房政策的进一步放松，房地产市场有望在四季度出现企稳的信号，进一步助力经济回稳。

图表 6: 8 月份竣工出现了明显的改善, 但总体仍弱 (当月同比%)



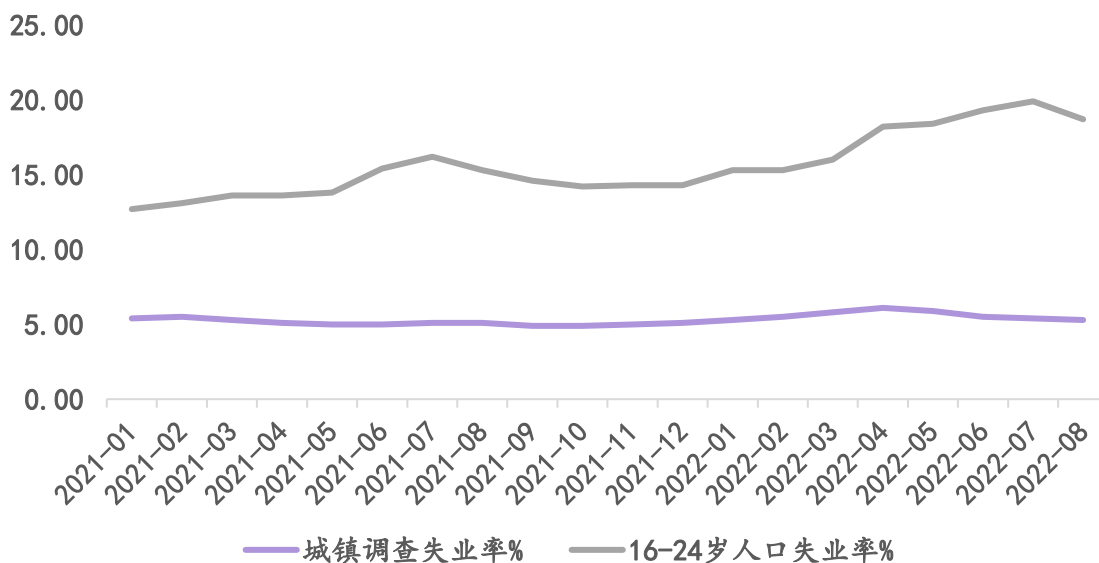
资料来源: wind, 华鑫证券研究

## 6、 就业有所改善, 青年失业仍高

失业率则是继续改善, 8 月份城镇调查失业率 5.3%, 已经连续四个月下滑。青年群体失业率也出现自 2021 年 10 月以来的首次下行, 但依然处在比较高的位置, 8 月录得 18.3%。往后来看, 毕业季对于就业的冲击已经有所减弱, 但仍需继续进行宽信用保主体工作来改善市场主体的经营状况, 从根本上提升雇工需求, 改善就业环境。



图表 7：失业率双双下行，但青年失业仍处高位



资料来源：wind，华鑫证券研究

## 7、内外需切换正当时，促内需仍需发力

在世界局势动荡，黑天鹅事件层出不穷的影响下，全球进入“比烂”逻辑。我们认为下半年两条逻辑是有比较强的确定性，一是海外需求的回落，二是国内需求的修复。8月份的经济数据表明当前内外需的切换已经开始，出口增速出现回落而社零出现了一定的修复。9月份美联储预计加息 75BP，11月份加息预期也抬升至 75BP，加息顶点上升至 4.75%。后续来看，在强加息的预期下，外需的回落得到确认。外需回落主要影响制造业，尤其是消费属性更强的制造业，像是纺织，家用电器，消费电子等等相关行业，均在 8 月的出口数据中显示出了下降的趋势。

下一步重点是做好内外需增长动力的切换，内需成为主要发力点。当前内需的支撑主要是汽车，后续稳经济需要基建、地产、消费的共同配合：一是在下半年基建开工加速的支撑下，相关的水泥沥青钢材等上游行业的需求逐步回暖。二是当前社零消费中比较薄弱的可选消费在经济条件转好的情况下得到一定的修复，进而缓解出口回落给制造业带来的压力。三是地产企稳，对应地产后周期的家具、装修等相关消费拖累减弱。

整体来看，下半年内需确定性比较高的是基建（有资金）和汽车（有销量），可以期盼的是房地产（政策推进）和可选消费（疫情好转）。从投资的角度来看，稳增长预期强化，也为阶段性价值占优提供了支撑。新能源汽车相关的产业链确定性比较强，短期调整不改中期强势格局。

图表 8：8 月经济数据一览（%）

	较上月变化	当月		累计	
		2022年8月	2022年7月	2022年8月	2022年7月
PMI	▲	49.40	49.00	—	—
社融	▼	10.50	10.70	—	—
规模以上工业增加值	▲	4.20	3.80	3.60	3.50
采矿业	▼	5.30	8.10	8.70	9.30
制造业	▲	3.10	2.70	2.70	2.70
电力、燃气及水的生产和供应业	▲	13.60	9.50	6.00	4.80
出口金额	▼	11.80	23.90	14.20	14.70
进口金额	▼	4.60	7.40	5.20	5.30
固定资产投资	—			5.80	5.70
基础设施投资（广义）	▲	15.40	11.48	10.37	9.58
基础设施投资（不含电力）	▲	14.18	9.10	8.30	7.40
制造业投资	▲	10.59	7.55	10.00	9.90
高技术制造业	—	—	—	23.00	22.90
高技术服务业	—	—	—	14.20	14.30
房地产开发投资	▼	-13.81	-12.33	-7.40	-6.40
百城成交土地面积	▼	19.96	20.18	-13.57	-17.32
房屋新开工面积	▼	-45.66	-45.39	-37.20	-36.10
房屋施工面积	▼	-47.80	-44.27	-4.50	-3.70
房屋竣工面积	▲	-2.49	-36.02	-21.10	-23.30
商品房销售面积	▲	-22.58	-28.88	-23.00	-23.10
社会零售品规模	▲	5.40	2.70	0.50	-0.20
商品零售	▲	5.10	3.20	1.10	0.50
餐饮收入	▲	8.40	-1.50	-5.00	-6.80
CPI	▼	2.50	2.70	1.90	1.80
PPI	▼	2.30	4.20	6.60	7.20
PPI-CPI剪刀差	▼	-0.20	1.50	4.70	5.40
全国城镇调查失业率	▼	5.30	5.40	4.30	5.30

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind，华鑫证券研究

## 8、风险提示

海外衰退加速到来，地缘政治冲突再起，能源危机再次恶化。

## ■ 宏观策略组介绍

谭倩：11 年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

周灏：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

张帆：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。