

内需“接力赛”？

事件：

9月16日，国家统计局公布数据显示，8月规模以上工业增加值同比4.2%、前值3.8%。

点评：

■ 除低基数贡献外，工业和服务业生产回升，或反映缺电和疫情反复影响有限制造业和电力生产，推动工业生产显著超预期，或一定程度反映缺电和疫情反复的影响相对有限。8月，工业增加值当月同比4.2%、高于市场预期的3.9%和上月的3.8%，考虑基数影响的两年复合增速较上月略降、三年复合持平。分行业来看，电热燃回升最明显、与火力发电增多有关；制造业工业增加值同比3.1%、较上月回升0.4个百分点，汽车制造、电气机械、铁路船舶等生产较强。

服务业生产回升也有类似特点，但服务业活动预期或仍受到疫情反复压制。8月，服务业产出同比增长1.8%、高于上月的0.6%，考虑基数影响的两年复合和三年复合增速均低于上月值；其中，服务业商务活动指数和预期指数同比分别为51.9%和57.6%，虽较上月分别回落0.9和1.2个百分点，但绝对水平仍明显高于今年上半年和去年底疫情期间水平，或指向疫情反复有压制、但逐步减弱。

■ 出口回落、内需“接棒”，稳增长“加力”效果在加快显现，地产竣工加快恢复稳增长“加力”下，基建和制造业投资推升总投资。出口在8月明显回落、拐点或已出现，内需对经济驱动更加凸显，投资表现亮眼。8月，固定资产投资同比6.4%、较上月回升2.8个百分点，其中，基建投资较上月回升3.9个百分点至15.4%，交运仓储和水利环境均抬升、电燃水保持高位；制造业投资同比10.6%、较上月回升3个百分点，汽车制造、有色冶炼等行业投资回升较明显。

地产投资继续回落、但竣工出现改善迹象，销售能否企稳改善有待观察。8月，房地产投资同比-13.8%、低于上月的-12.3%，其中，新开工和施工进一步恶化、同比降幅继续扩大；但竣工明显加快，竣工面积同比-2.5%、低于前值的-36%。低基数贡献下，商品房销售面积同比-22.6%、低于上月的-28.9%，高频数据显示，9月上旬地产销售明显回落，稳地产措施对地产销售的影响仍需紧密跟踪。

■ 尽管低基数有支撑，社零的超预期回升，也一定程度反映疫情影响趋于减弱

社零显著超预期，商品和餐饮消费均不同程度改善。8月，社零同比5.4%、高于市场预期的4.2%和上月的2.7%，考虑基数影响的两年复合和三年复合增速均低于前值；其中，商品零售同比5.1%、较上月提升1.9个百分点，餐饮收入同比8.4%、高于上月的-1.5%。购置税优惠下，汽车消费延续高增，同比15.9%、对社零的贡献超1个百分点，剔除汽车的社零同比4.3%、高于上月的1.9%。

尽管低基数有支撑，生产和需求指标的回升，均一定程度反映疫情反复影响趋于减弱。8月以来，疫情再度出现反复，但不论是生产、投资还是消费，均未出现边际大幅恶化的情况；高频跟踪也透露类似特征，局部地区疫情反复对当地物流、人流产生阶段性干扰，但全国整体的物流、人流均相对平稳，生产、投资环节受到的影响弱于前几轮疫情阶段，或反映各地疫情防控应对更加优化和成熟。

重申观点：经济或转向内需驱动为主，稳增长“加力”和线下活动修复的支撑或逐步显现。新一轮稳增长“加力”已然开始，资金与项目不匹配问题缓解，加快推动稳增长落地，对需求支撑加快显现；同时，疫情影响减弱下，线下活动或逐渐修复。但宏微观环境等不同，或使得本轮疫后经济修复并非过往简单复制。

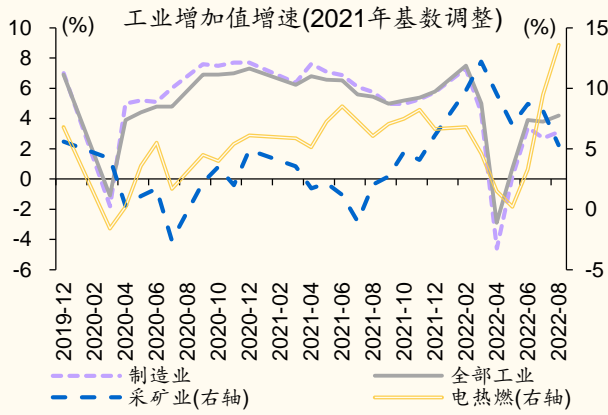
风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

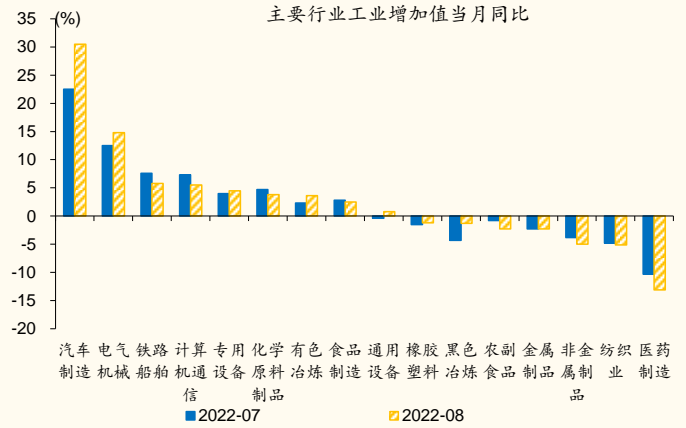
马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 8月, 工业、制造业和电热燃生产均回升



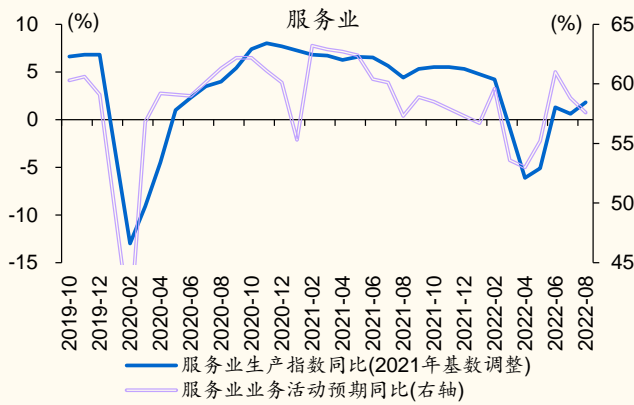
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 汽车、电气机械等工业生产较强



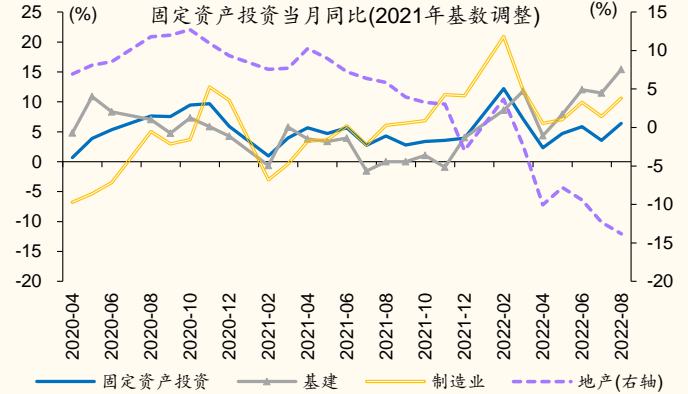
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 服务业生产回升, 但活动预期回落



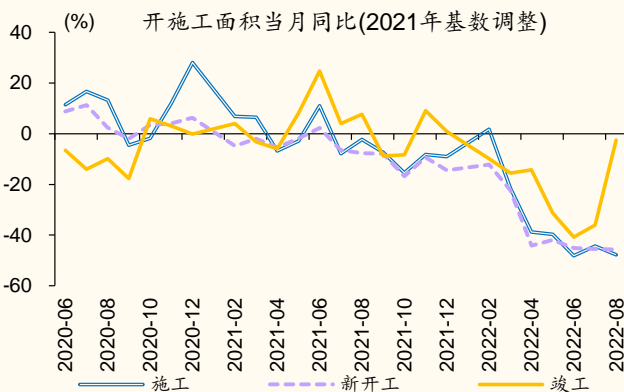
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 基建和制造业投资回升, 地产投资继续下滑



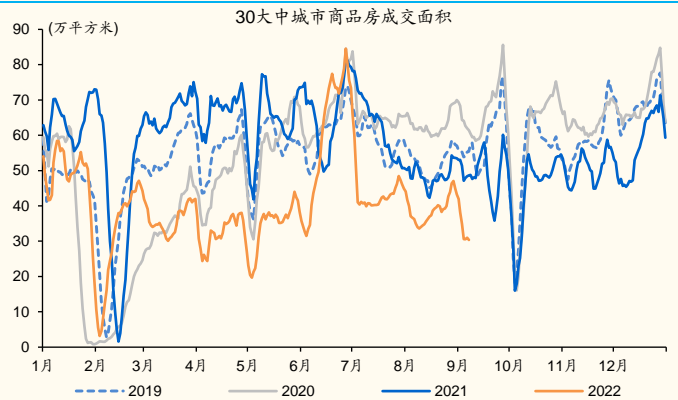
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 地产新开工和施工继续恶化, 竣工趋于改善



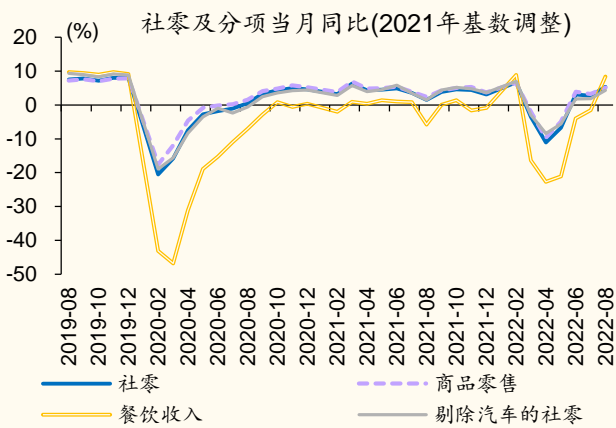
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 9月初以来, 地产销售明显回落



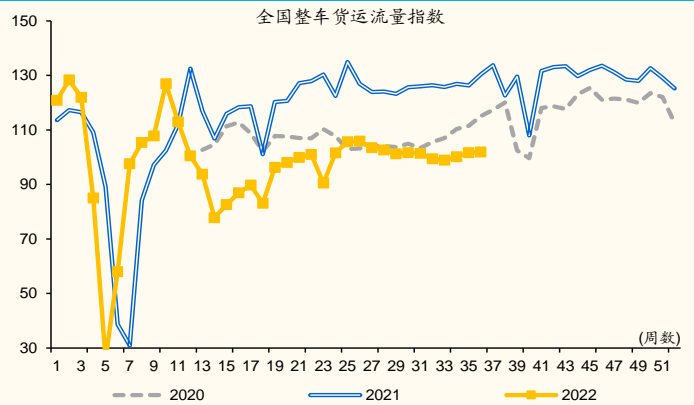
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 8月, 社零明显回升



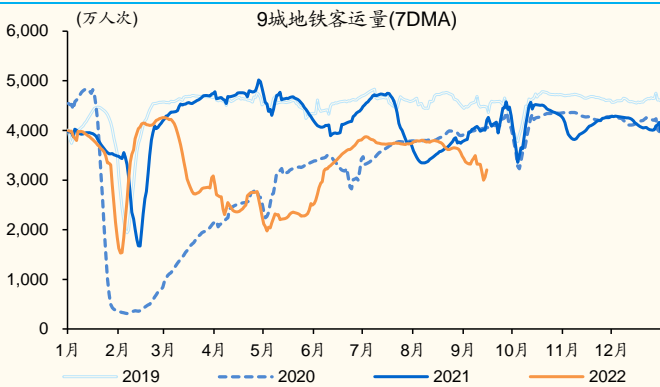
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 疫情反复下, 全国物流仍相对平稳



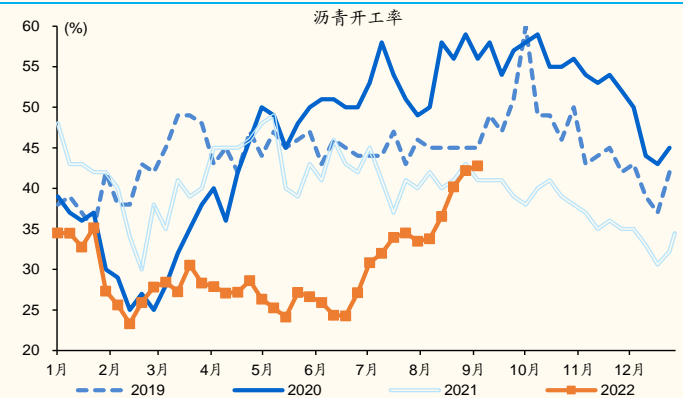
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 地铁客流量仍明显高于3-5月份



来源: G7 物联、国金证券研究所

图表 10: 沥青开工率持续提升



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情潜在反复风险, 对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402