



Research and
Development Center

基建虽强但不是经济的主角

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

基建虽强但不是经济的主角

2022年9月18日

摘要：受地产投资持续下行的拖累，基建再强势固投也不会有太高的增速。加之外需收缩下出口增速大幅回落，我国经济发展更多地要依靠内需支撑，消费才是经济的主角。金九银十期间消费有望加快恢复，但要警惕可能突发的风险事件。

- **我国经济的短板出现了变化。**5-7月我国出口额呈现出高达15%以上的增长，而这段时间内需相对乏力，彼时经济的短板是地产下行和消费不振。随着外需趋于疲软，8月出口增速从7月的18%下滑到了当月的7.1%，出现了较大的回落，但国内消费明显回暖，经济的短板转变成了地产下行和出口走弱。我们认为这两个短板会至少持续到今年年底。
- **增量政策加持下，基建强势扩张，但对整体经济的拉动力有限。**8月基建投资同比增长15.4%，较7月加快了3.9个百分点，不含电力的基建更是比7月加快了5.1个百分点，但受地产投资持续下行的拖累，整体的固投仅仅略有提升。换句话说，基建的强势被地产的颓势在客观上抵消了很多。后续在专项债结存限额及追加的政策性开发性金融工具的支持下，基建有望持续发力，而地产投资短期内却难有明显改善，固投大概率还会保持在一个不高不低的增速之内。值此关口，消费的加快恢复就显得异常重要。
- **消费恢复加快，但程度还不够，后续还有很大的恢复空间。**8月社零同比增长5.4%，较7月加快了2.7个百分点，创下了年内单月的最大增幅。服务业生产指数和社零的变化趋势非常相似，8月同比增长1.8%，较7月加快了1.2个百分点，也创下了年内单月的最大增幅。不过1-8月社零和服务业生产指数仅增长0.5%和0%，内需亟待加快恢复。中秋节假日的旅客人次和旅游收入恢复到了2019年的六七成，后续消费的提升空间依然很大。进入四季度后，随着气温下降，要警惕可能的疫情爆发对消费的冲击。
- **7月GDP增速约为2.4%，8月约为3.2%，9月预计会更高，全年可能在3.4%附近。**我们下调了经济增速预期，三季度已不太可能实现5%的增速，如果四季度能实现5%，全年也仅仅在3.4%附近，距离年初目标差了约2个百分点。原因在于今年超预期的负面因素“有点多”，内部有年初的东北疫情、上海疫情，年中的地产暴雷、限产限电。外部有俄乌冲突、全球能源大通胀和充满不确定性的大国双边关系等。明年，国内防疫的严格程度会不会变化以及地产会不会明显回暖是两个首要的关注点。
- **风险因素：**气温下降后疫情出现严重爆发、不确定的大国双边关系冲击出口

目录

一、8月内外需趋势发生转换.....	3
1.1 内需的恢复加快但程度不够.....	3
1.2 出口下行压力大.....	5
二、固投的三大领域趋势分化.....	6
2.1 基建投资大概率会继续扩张.....	6
2.2 地产市场大概率会持续下行.....	8
三、全年经济增速展望.....	9
风险因素.....	11

图目录

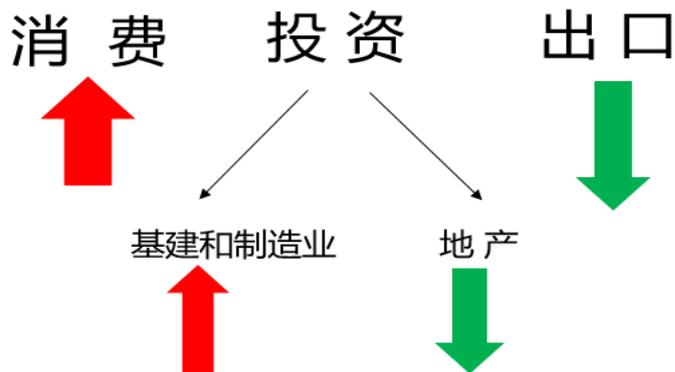
图 1: 消费才是经济的主角.....	3
图 2: 社零和服务业加快恢复但程度还不够.....	4
图 3: 7月增速放缓的汽车和石油制品类商品零售额在8月明显回升.....	4
图 4: 7月以来我国防疫严格程度有所下降.....	5
图 5: 出口大概率会继续回落.....	5
图 6: 固投内部趋势性分化.....	6
图 7: 基建大概率会继续扩张.....	7
图 8: 专项债结存限额主要集中在10月使用.....	7
图 9: 截至9月20日的新增专项债投向.....	8
图 10: 房地产市场持续下行.....	8
图 11: 8月二三线城市房价降幅扩大, 一线城市增速收窄.....	9
图 12: 8月GDP增速约为3.2%.....	10
图 13: 全年GDP增速可能在3.4%附近.....	10

一、8月内外需趋势发生转换

8月，我国经济的两大短板其中一个出现了变化，不变的是地产市场仍然持续下行，变化的是社零出现了明显的回升，而出口增速却大幅回落，即消费不振的短板转化成了出口走弱。

我们认为上述情况大概率是会持续的，因为进入金九银十后，内需的恢复有望进一步加快，而出口在外需收缩以及存在不确定性的大国双边关系下，后续呈现趋势性甚至更大幅度回落的可能性较大。走到这样的节点，未来重点依靠内需的经济增长模式就显得至关重要。

图 1：消费才是经济的主角



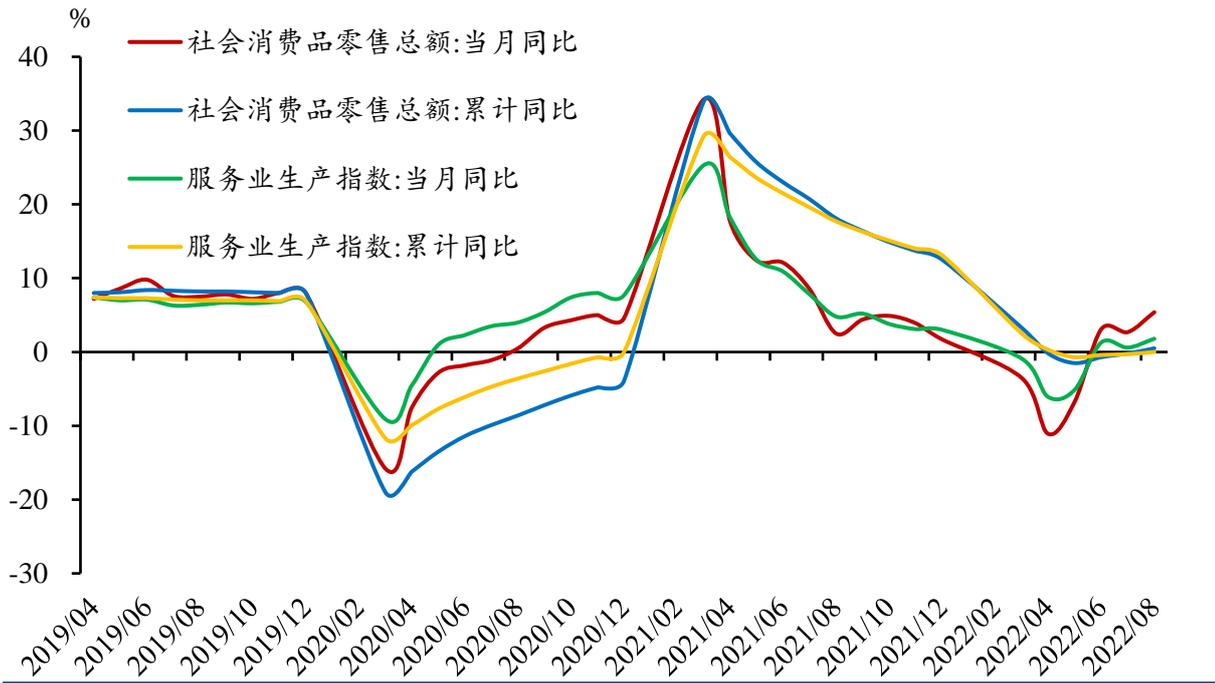
资料来源：信达证券研发中心

1.1 内需的恢复加快但程度不够

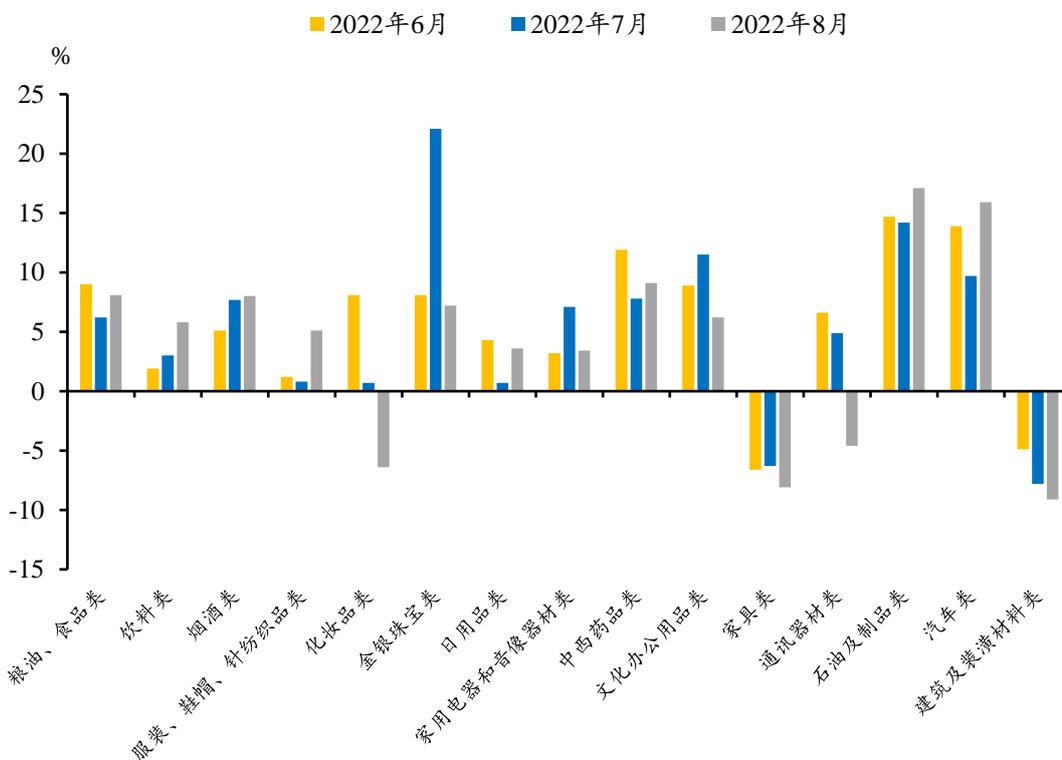
社零在经历了 1-3 月的疲弱、4-5 月的低谷、6 月的恢复和 7 月的震荡后，8 月表现亮眼，当月同比增长 5.4%，增速比 7 月加快了 2.7 个百分点，同时创下了年内最大增幅。这主要得益于两个方面，一方面是我国进入 7 月后，虽然疫情多点频发，但防疫的严格程度已有所下降，居民消费的方便程度有所提升，央地促消费政策的效应得以释放；另一方面是社零中占比较大的汽车和石油制品类的零售在 7 月增速放缓，但在 8 月的增速出现了明显回升。

服务业生产指数和社零的变化趋势是非常相似的，8 月同比增长 1.8%，较 7 月加快了 1.2 个百分点，同样创下了年内单月的最大增幅。据文旅部测算，9 月中秋节假期，全国国内旅游出游人次同比下降 16.7%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 72.6%；实现国内旅游收入同比下降 22.8%，恢复至 2019 年同期的 60.6%。

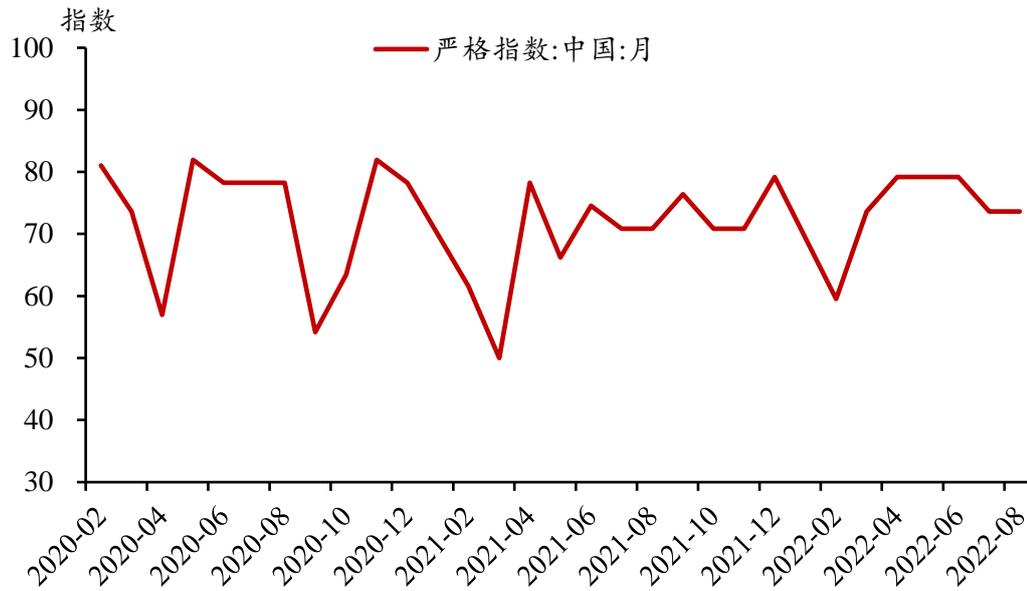
未来内需的恢复空间仍然很大。由于二季度疫情对消费的拖累太大，1-8 月服务业生产指数和社零增速分别是 0% 和 0.5%，这表明当前内需的恢复程度是远远不够的，后面 4 个月更需加快恢复。我们认为影响四季度内需恢复最大的变数还是在于气温下降后疫情会不会出现严重的反弹。后续国庆假期的旅游收入和“双十一”零售额的表现值得关注。

图 2：社零和服务业加快恢复但程度还不够


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：7月增速放缓的汽车和石油制品类商品零售额在8月明显回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

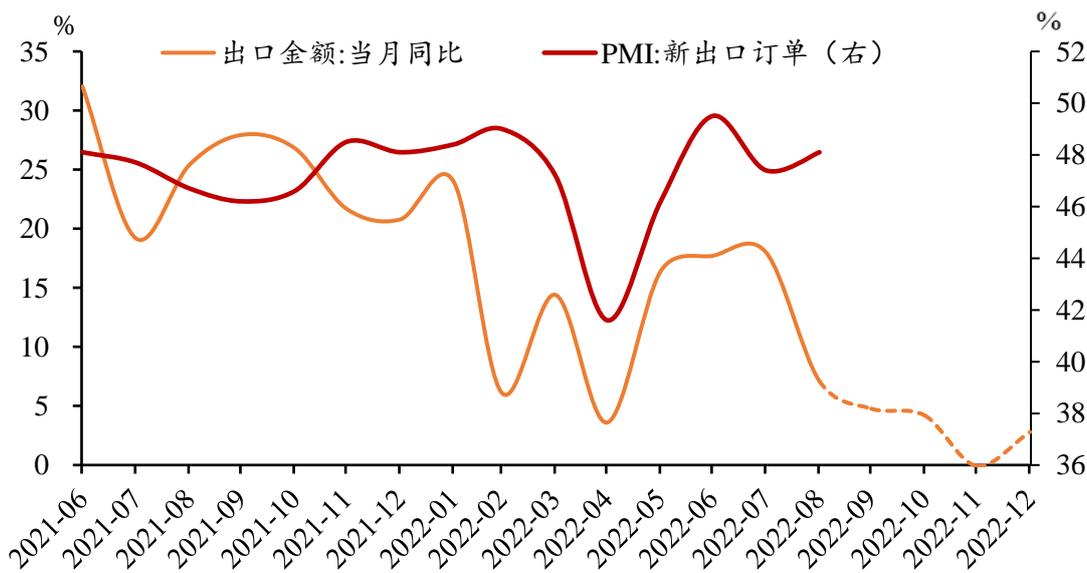
图 4：7 月以来我国防疫严格程度有所下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 出口下行压力大

8 月出口同比增长 7.1%，较 7 月大幅回落了 10.9 个百分点。当月 PMI 新订单指数为 48.1%，处于收缩区间。

9 月 15 日和 16 日，美元兑离岸人民币和在岸人民币双双破 7。基于国际经济学的基本逻辑，人民币贬值有利于本国出口。但我们先前在《外需走弱拖累出口的逻辑不变》一文中已表明汇率的短期贬值可能不足以扭转出口的趋势性回落，而仅会影响出口增速回落的斜率。我们依然认为未来出口增速大概率还会回落，核心逻辑就是外国用加息对抗高通胀，景气度逐步回落引起对我国商品需求下滑。

图 5：出口大概率会继续回落


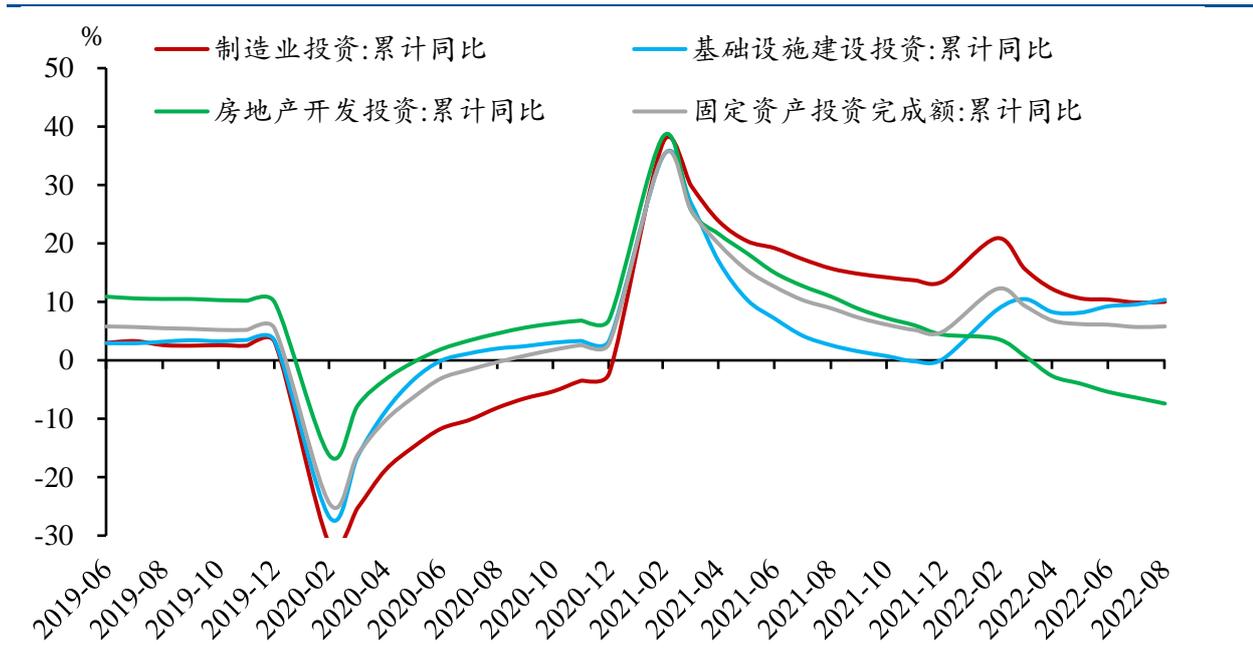
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为预测值

一旦出口对 GDP 的拉动降低，消费的重要性将更被凸显。我们始终认为消费是决定经济好坏的最重要指标。至于固定资产投资，虽然基建和制造业投资强势扩张，但地产的拖累是显而易见的，固投在内部基建、制造业强势和地产颓势的对冲下，维持在稳定的 6% 附近的增长，增速有明显的瓶颈。

二、固投的三大领域趋势分化

1-8 月固定资产投资分领域看，基础设施建设投资同比增长 10.37%，制造业投资同比增长 10%，分别较 1-7 月加快了 0.79 和 0.1 个百分点；房地产开发投资同比下降 7.4%，降幅较 1-7 月扩大了 1 个百分点。在内部“激烈”的对冲下，整体固投同比增长 5.8%，比 1-7 月仅加快了 0.1 个百分点。

图 6：固投内部趋势性分化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.1 基建投资大概率会继续扩张

8 月基建投资同比增长 15.4%，不含电力的基建投资同比增长 14.2%，分别较 7 月加快了 3.9 和 5.1 个百分点。1-8 月基建投资占固投占比约为 34.7%。

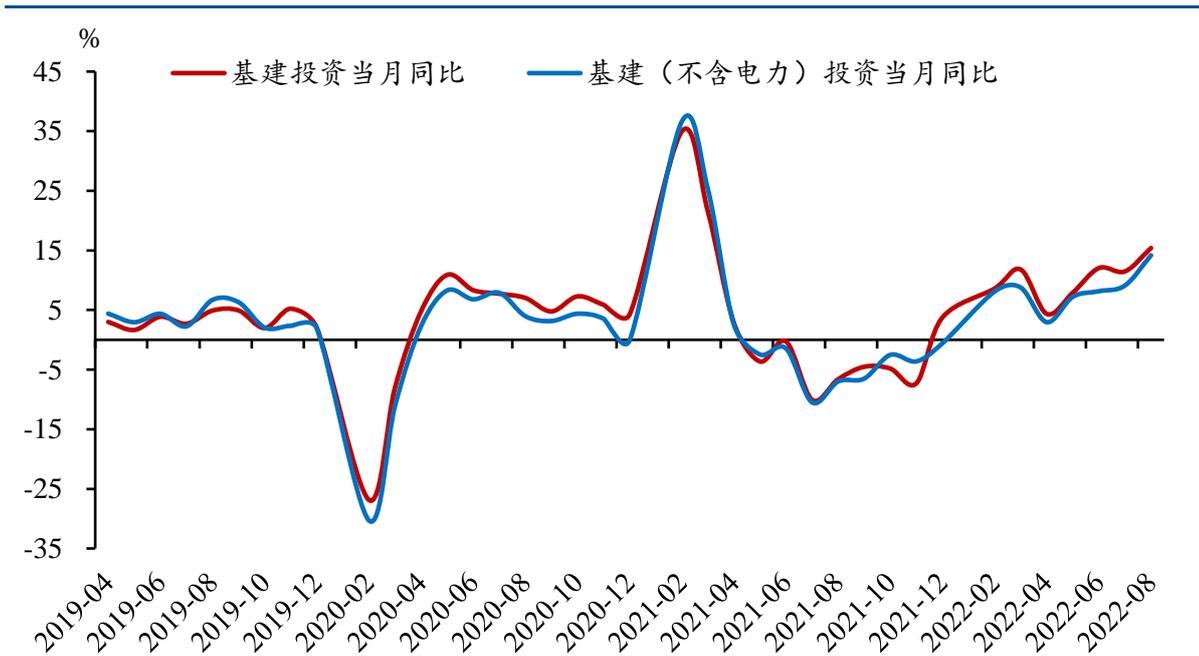
基建投资在今年前前后后有各类增量政策工具的支持，比如不少于 6000 亿元的政策性开发性金融工具以及 5000 多亿元的专项债地方结存限额。其中 6000 多亿元里面前期的 3000 亿已经落实到项目中，近日国家统计局新闻发言人付凌晖表示这笔投放的资金“支持投资项目 900 多个，项目计划总投资超过 3 万亿元，投资撬动作用比较明显”。据农发行投放资金的信息披露，主要支持“市政和产业园区基础设施、交通基础设施、农业农村基础设施和能源基础设施等”，剩下的 3000 多亿元如果能实现类似的效果，总体撬动投资就有望超过 6 万亿元。

至于专项债结存限额，我们认为会集中在 10 月使用，因为政策指示这轮债券需要在 10 月底前发行完毕，且 9 月大部分省没有发行新增专项债的计划，9 月 5 日国务院例行吹风会上国家发展改革委副秘书长杨荫凯指出为了满足 5000 多亿元限额存量的发行需求，地方还在进行前期项目的报建审批。截至 9 月 20 日，本月份发行了新增专项债 160.74 亿元，来自海南和上海两地。

这里需要注意的是5000多亿元的结存限额是新增专项债（用于项目建设的专项债品种）的结存限额，关于专项债发行和使用可参考《详解地方政府专项债券——发行篇》一文。后续的5000亿元相比年内已发行的债券，可能会扩大新基建和新能源的投向比例，项目资本金的比例大概率也会扩大（截至9月20日，新基建的投向占比只有0.23%；项目资本金具有撬动社会投资的作用，但年内作为项目资本金的新增专项债约为2455亿元，仅占发行量的7%，上限是25%）。

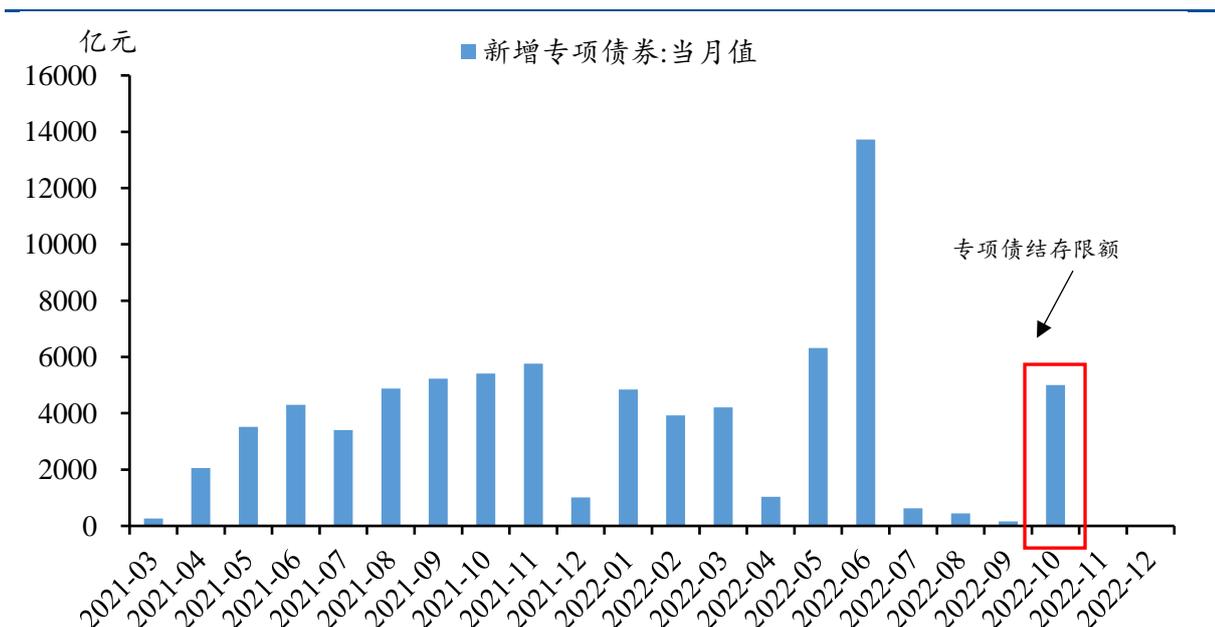
综上，今年基建投资在一系列增量政策工具的加持下，在1-8月累计增长10%以上的基础上，全年有望实现15%以上的扩张。

图7：基建大概率会继续扩张

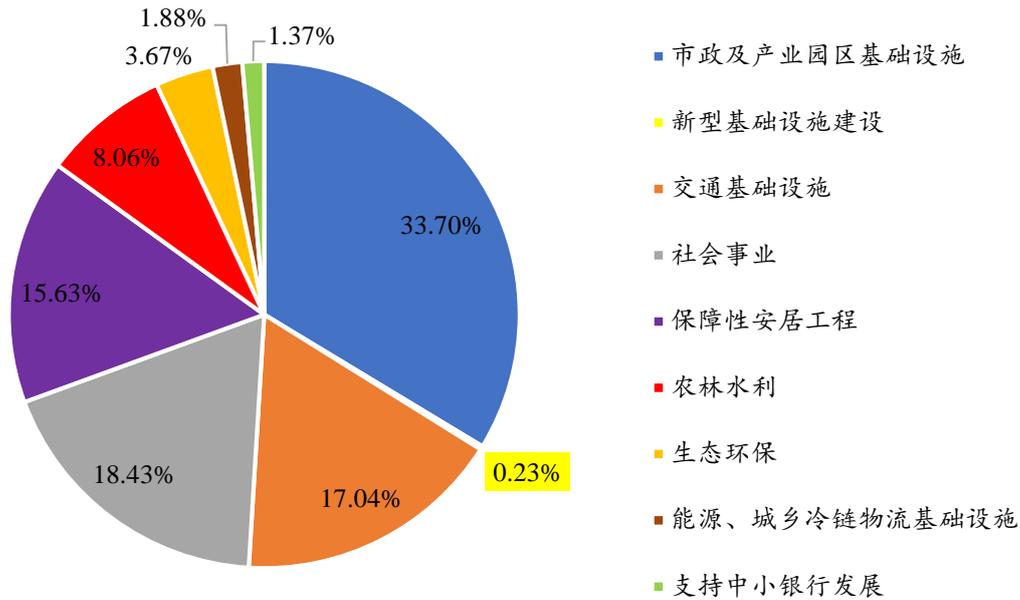


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图8：专项债结存限额主要集中在10月使用



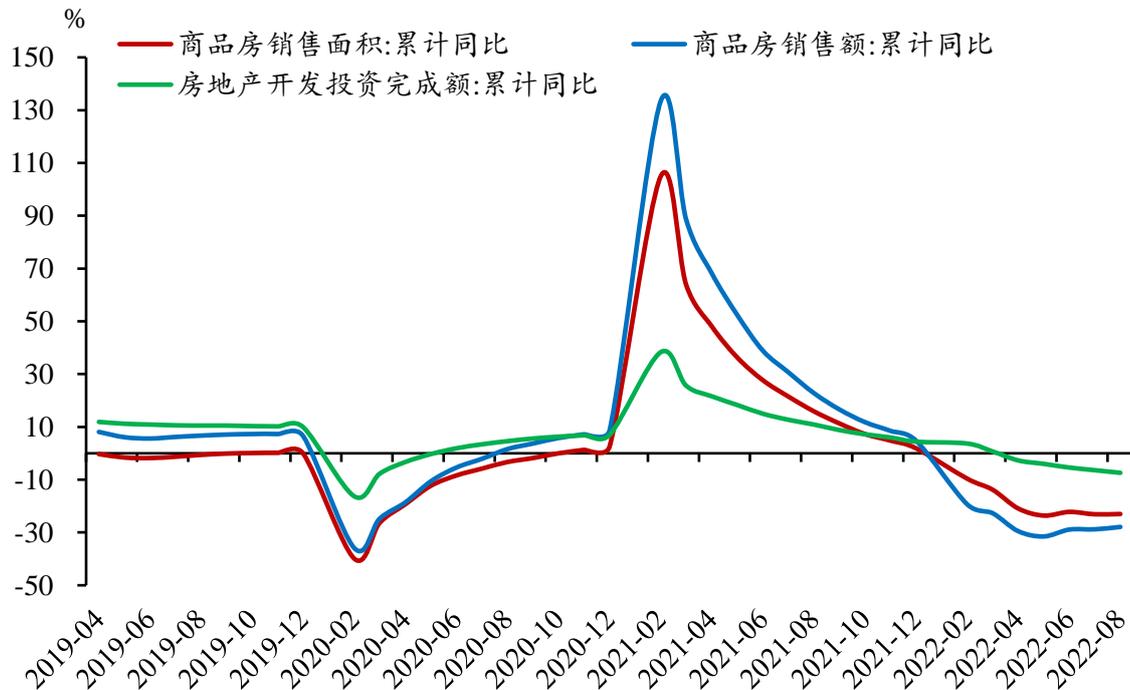
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：截至 9 月 20 日的新增专项债投向


资料来源:中国债券信息网, 信达证券研发中心

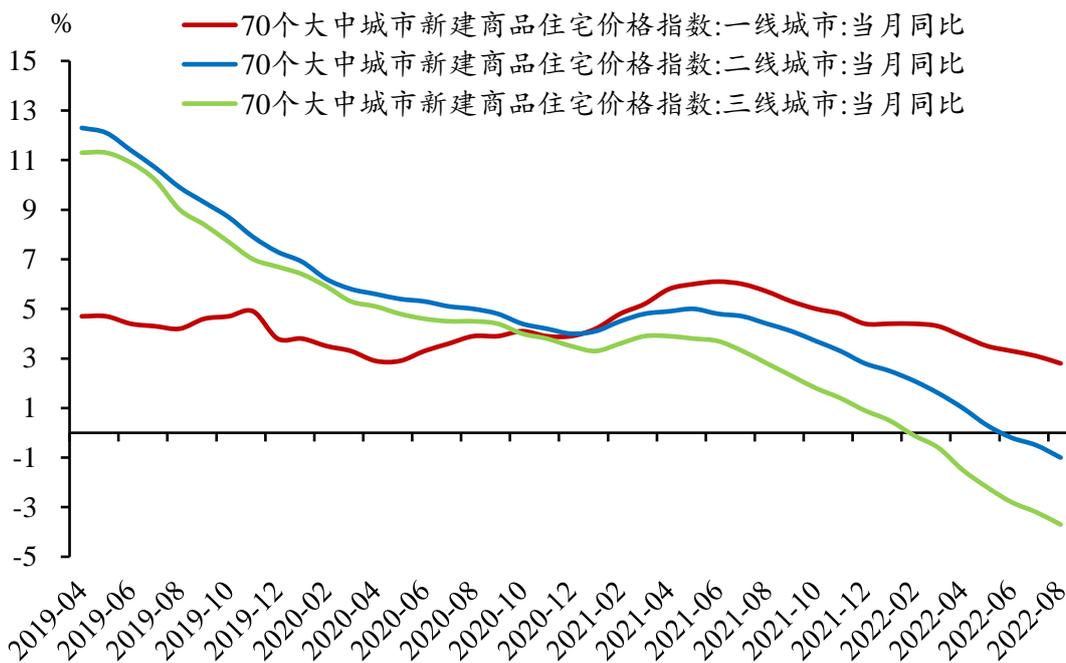
2.2 房地产市场大概率会持续下行

1-8 月商品房销售面积和销售额同比下降 23%和 27.9%，降幅较 1-7 月略有收窄，但依然处于下行过程中。8 月一二三线城市房价增速均下降，其中一线城市房价增幅收窄，二三线城市房价降幅继续扩大。

图 10：房地产市场持续下行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：8 月二三线城市房价降幅扩大，一线城市增速收窄



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

由于居民中长期贷款有长期稳定领先商品房销售面积的关系，在前者降幅进一步扩大（8月新增居民中长期贷款12月移动平均的降幅较7月扩大了1.26个百分点）的情况下，我们认为后续地产销售还会下行。至于多地出台的房地产销售的支持性措施，可能仅能让全国地产销售不会下降过快。我们还是坚持短期保交楼，中长期要稳收入，促需求的观点。需要强调的是真正促需求的是居民收入的提高，地方的促销政策大概率只能扬汤止沸，而不能釜底抽薪。

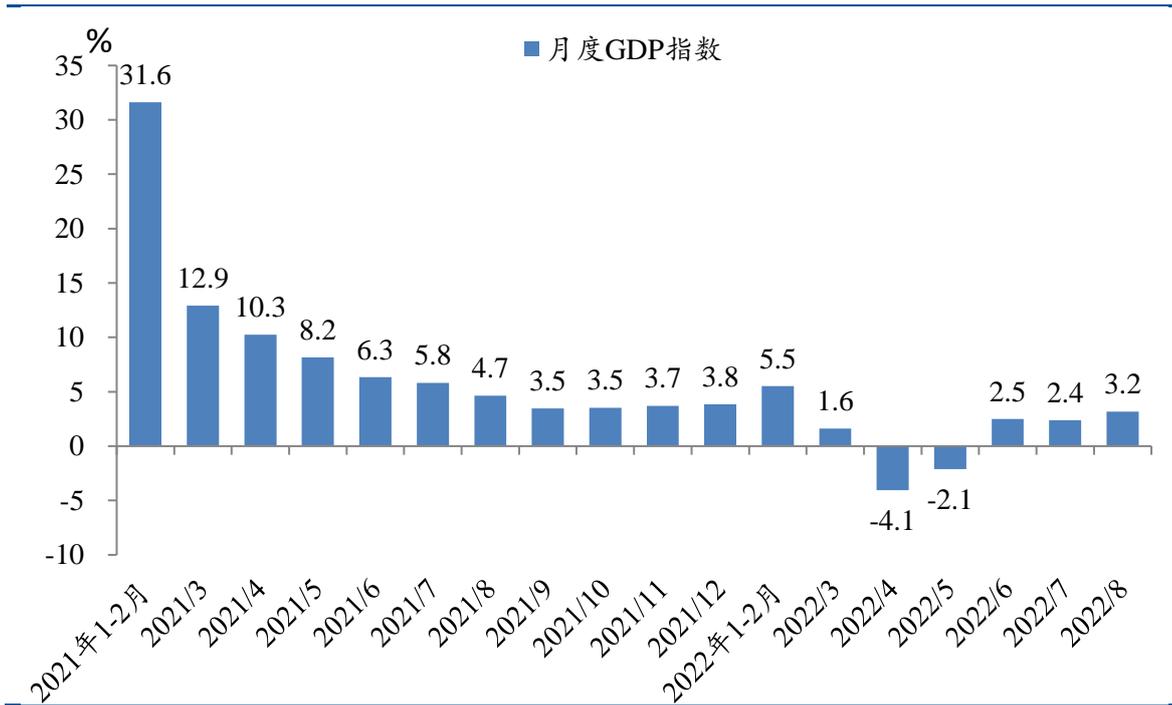
结合上述分析，可以得出：虽然基建和制造业投资扩张较快，尤其是基建发展强势，但由于地产端的拖累，整体固投并未显现出太高的增速。经济的风向标还是消费。

三、全年经济增速展望

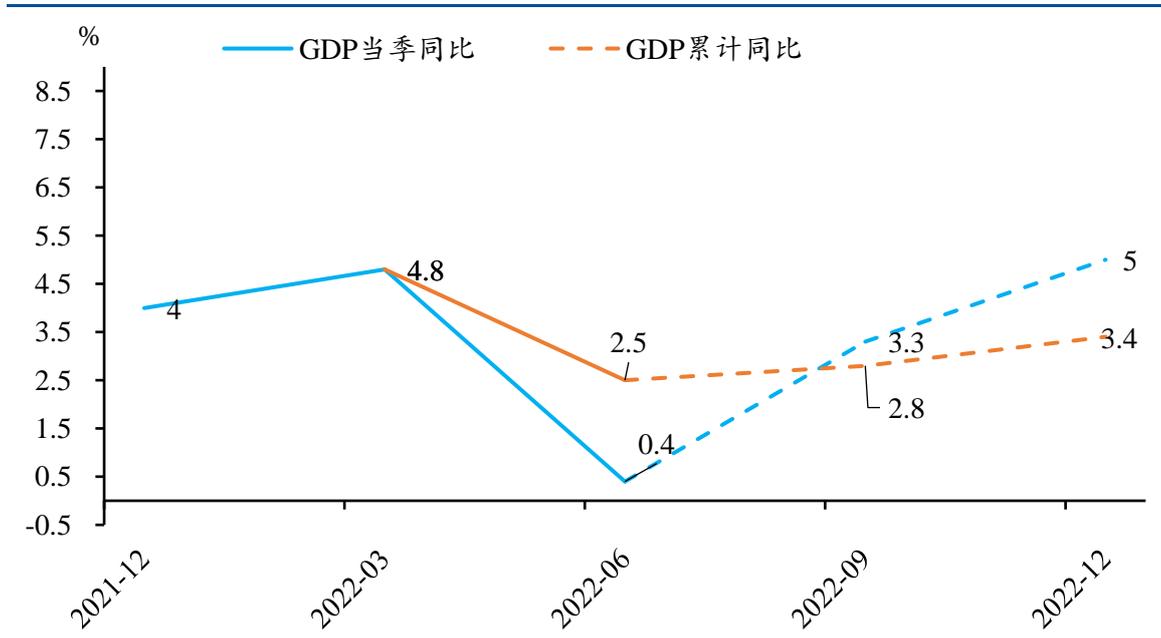
近期我们调低了全年经济增速的预期。

8月经济数据出来后，我们及时更新了信达宏观月度GDP指数，得出8月GDP增速约为3.2%。结合7月2.4%左右的增速，以及9月作为消费旺季的乐观预期，我们认为第三季度的GDP增速可能在3.3%附近。至于四季度，我们只能给出一个假想情况对应的假设值，即相对理想状态（包括疫情不再反复，国际关系良性发展等）下，四季度能实现5%，那么全年GDP增长约3.4%。

但需要提醒的是，后续如果气温下降，疫情再次出现严重的爆发，以及不确定的大国双边关系对我国出口和吸引外资的冲击，8月经济数据的良好趋势可能会迅即中断。

图 12：8 月 GDP 增速约为 3.2%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13：全年 GDP 增速可能在 3.4%附近


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为预测值

风险因素

气温下降疫情出现严重爆发、不确定的大国双边关系冲击出口。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。