

宏观

证券研究报告

2022年09月17日

8月数据里的中国经济逻辑

8月经济数据在疫情、高温限电等因素的扰动下继续修复。总览数据结构，经济同比超预期的指标：一是制造业投资，8月制造业投资同比+10.6%（前值+7.5%），打断了制造业投资年初以来持续下行的节奏。二是消费，8月社零同比+5.4%（前值+2.7%），其中餐饮同比+8.4%（前值-1.5%）。在消费和制造业之外，政策发力带动基建投资走高；资金链紧张导致地产投资继续下行等则是此前逻辑的延续。

第一，出口的韧性支撑了制造业投资维持高位。在世界进入两个石油体系的情况下，中国不仅受益于供应链的稳定性和庞大的内需市场支撑，还获得了额外的能源成本优势，欧洲制造份额向中国的转移是中国出口保持韧性的原因，这又进而与制造业升级和投资高增长形成正向循环。制造业和出口份额转移正在发生非线性变化，这条逻辑和不断发生的数据验证应当被关注。

第二，对于消费，疫情对消费最大的制约是收入和场景，而不是意愿。在疫情对居民影响逐渐减弱的时候，市场或许低估了消费的韧性。

第三，8月基建扫清了资金、项目和意愿等方面的制约，当月同比增速大幅上行至15.4%。且我们预计9-10月基建会进入新一轮投资、施工共振走强的阶段，加快形成实物工作量。

第四，房地产依然是供给问题大于需求问题。在面临融资端压力的时候，房企依旧采取加快施工和竣工，减少拿地和新开工的策略。而房地产的需求端是市场，目前房地产长周期的下滑只是经历了最快的一段时间，但并未结束。但是经济也在加速“去地产化”，除地产之外的经济分项正在表现出更强的韧性。

风险提示：国内疫情演变超预期；关注房地产的下行节奏；关注后续出口的走势

作者

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

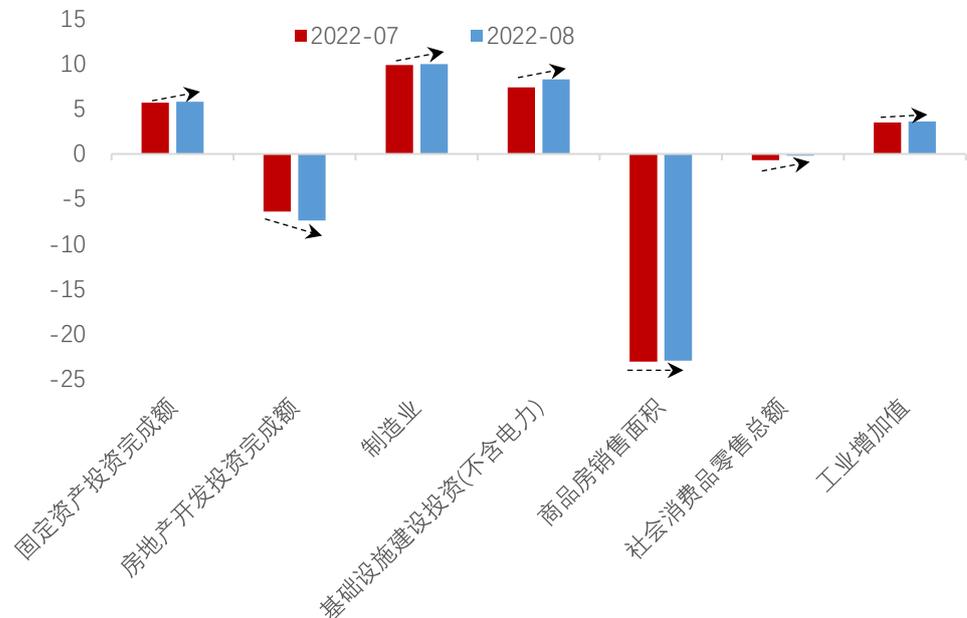
孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：基建的长期问题》
2022-09-12
- 2 《宏观报告：欧洲制造大迁移》
2022-09-09
- 3 《宏观报告：风险定价-市场降温，
大盘价值短期盈亏比高-9月第1周资产配置报告》
2022-09-03

8 月经济数据在疫情、高温限电等因素的扰动下继续修复。总览数据结构，经济指标中同比超预期的：一是制造业投资，8 月制造业投资同比+10.6%（前值+7.5%），打断了年初以来的下行节奏。二是消费，8 月社零同比+5.4%（前值+2.7%），其中餐饮同比+8.4%（前值-1.5%），同比修复高于预期。在消费和制造业之外，政策发力带动基建投资走高；资金链紧张导致地产投资下行等则是此前逻辑的延续。

图 1：经济分项累计同比增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

出口和制造业的非线性变化容易被市场忽视

虽然，工业企业利润、产成品库存等数据显示经济处于主动去库阶段，1-7 月工业企业营收从前值 9.1%下滑至 8.8%，利润从前值 1%下滑到-1.1%，产成品存货从前值 18.9%下滑至 16.8%。但是，8 月制造业投资当月同比 10.6%（前值 7.5%），并带动累计同比回升 0.1 个百分点为 10%。

原因是出口的韧性支撑着制造业投资维持高位。虽然制造业整体主动去库存，但是部分行业受益于出口，营业收入和营业利润指标均大幅好于行业均值。如 1-7 月电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业营业收入增速分别为 21.4%和 18.2%，高于制造业 6.7%的增速。汽车制造业当月营收同比 28%，带动累计营收从前值-4.2%回升至-0.3%。这些行业也正处于被动去库阶段，比如 1-7 月电器机械及器材制造业营业收入从前值 20%上行至 21.4%，利润从前值 17.3%上行至 18.4%，产成品库存则从前值 21.2%下滑至 17.1%。

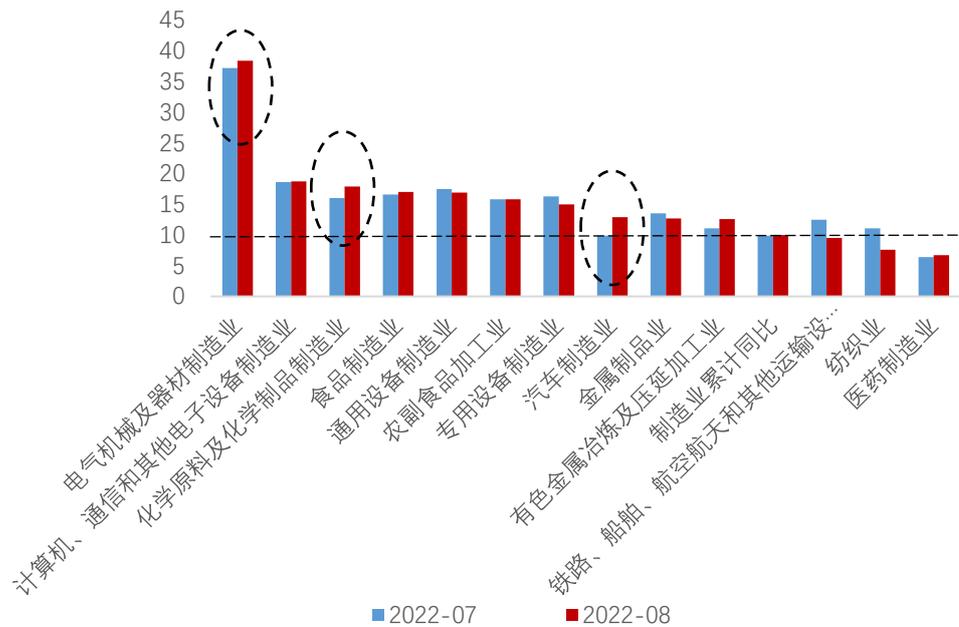
在利润改善、营收位于高位时，相关行业投资意愿旺盛，1-8 月电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业、通用设备制造业和汽车制造业同比分别为 38.4%、17.9%、16.9%和 12.9%，大幅高于制造业投资同比。其中，汽车制造业投资增速相比于 6 月提高 3 个百分点，表现亮眼。

关于这一点，我们在《欧洲制造大迁移》中曾指出：世界进入两个石油体系，中国不仅受益于稳定的供应链和庞大的内需市场，还获得了额外的能源成本优势，中国高耗能（气）制造业对比欧洲的相对优势提升，在供给不确定性越来越高的世界环境下，制造业的全球份额持续提升成为出口的主要逻辑，欧洲制造份额向中国转移是中国出口保持韧性的原因，这又进而与制造业升级和投资高增长形成正向循环。

在《欧洲制造大迁移》中，我们根据二季度中德贸易差额的结构变化，指出德国向中国生产转移幅度最大的产品主要有四大类：分别是有机化学、电气设备、机械设备和汽车及其零部件，如上文所述，以上行业 1-8 月的制造业投资增速也明显高于整体水平。另外，按《地产和实体经济的脱钩》中的方式计算，以上四个行业固定资产投资合计占制造业固定资产投资比重从 2020 年的 25.7% 上升到 2022 年 8 月的 28.8%，1-8 月对制造业投资的贡献率达到 55.1%。

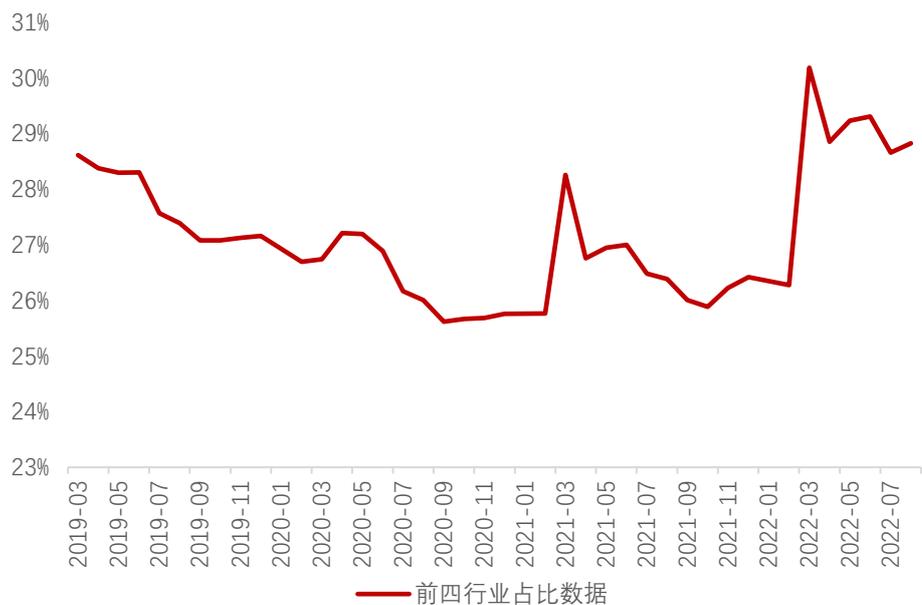
制造业和出口份额转移正在发生非线性变化，这条逻辑和不断发生的数据验证应当被关注。

图 2：制造业投资分项累计同比增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：出口相关性高的行业固定资产投资占比提高



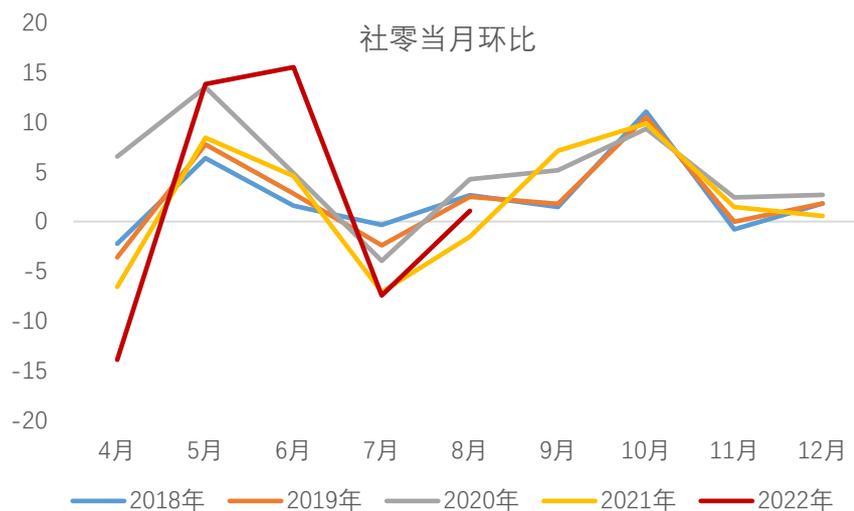
资料来源：wind，天风证券研究所（化学原料及化学制品制造业、汽车制造业、专用设备制造业和电气机械及器材制造业）

疫情对消费的影响在减弱

8月社零同比高(5.4%),主要是因为去年8月疫情导致基数偏低(去年8月环比-1.5%),如果仅看同比,容易高估8月的消费修复情况。如果看8月社零环比,未经季调的增速为1.1%,仅高于2021年8月,低于2018-2020年8月的均值3.1%,其中餐饮环比1.46%,低于2018-2020年8月的均值7%,如果看三年平均增速,8月社零同比为2.3%,也略低于7月。

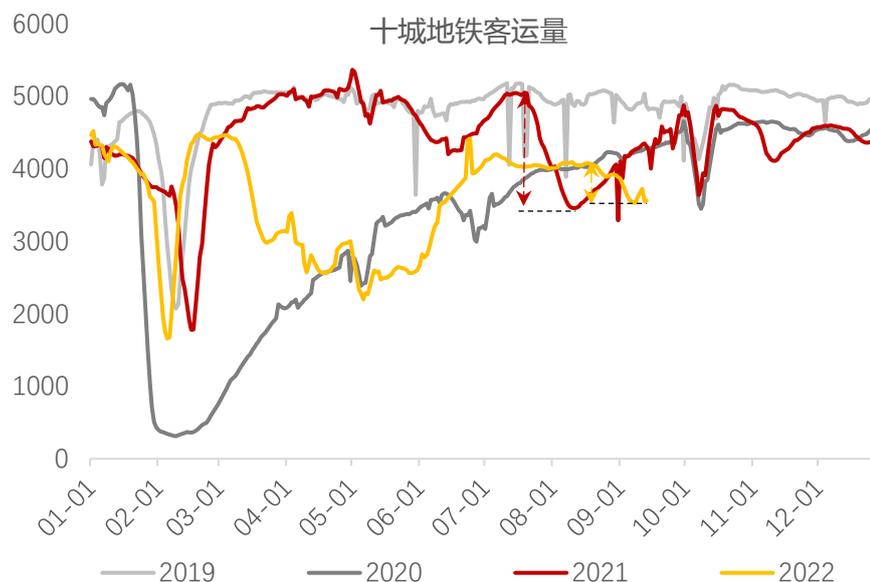
社零数据偏弱的原因容易理解,和8月高温限电、国内疫情反复等短期冲击有关。从高频数据看,8月中下旬受高温、疫情等影响,10大城市地铁客运量略有回落。从餐饮行业上市公司同店数据上看,8月餐饮修复情况相比于7月有所下滑。

图 4: 社零环比低于季节性(单位: %)



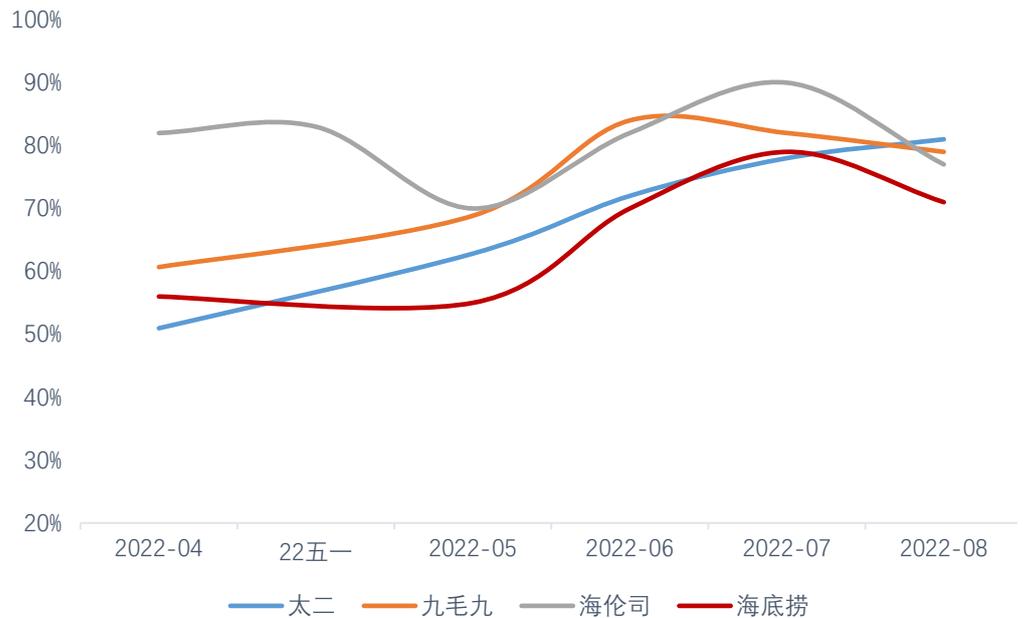
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 疫情对居民出行的影响较弱(万人次)



资料来源: wind, 天风证券研究所

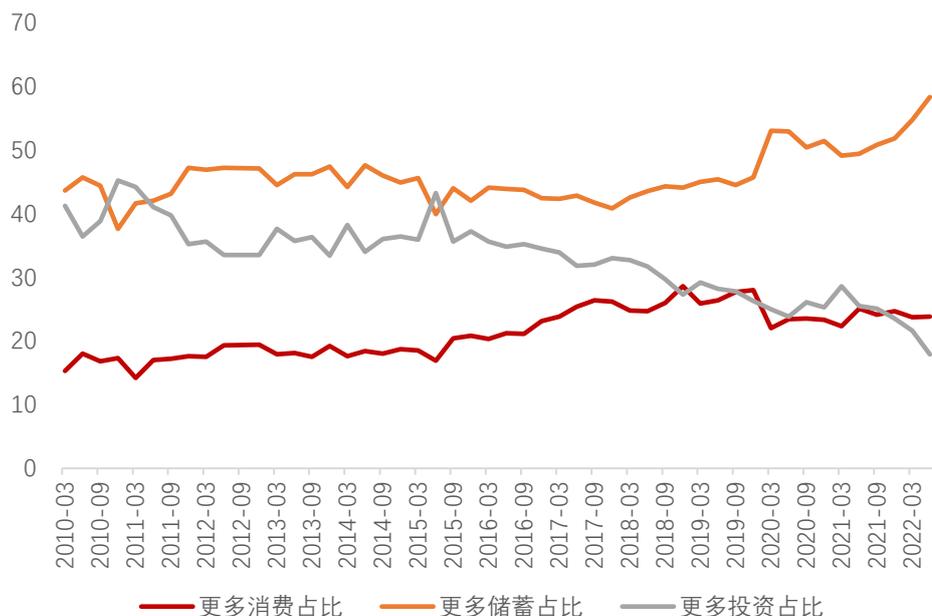
图 6: 上市餐饮公司同店恢复度表现(同比 2019 年)



资料来源: wind, 天风证券研究所

但这里衍生出一个问题,即疫情对消费的影响是在变得更强还是更弱。2021年8月和2022年8月都遇到了疫情冲击,且今年涉疫省份数量和新增人数明显高于去年(2021年8月涉疫省份不到10个,2022年涉疫省份最多达到30个),但从数据上看,疫情对消费的影响明显弱于去年,一是8月环比增速高于去年同期,二是出行等高频数据的下滑幅度明显低于去年。这说明精准化防控下,疫情对居民出行的影响在减弱。即使假设未来疫情冲击持续(这本身是一个强假设),市场对于消费也可以更乐观些。**疫情对消费最大的制约是收入和场景,而不是意愿。**根据央行城镇储户调查数据显示,去年以来居民的消费意愿(更多消费占比)并无明显变化,发生下降的主要是居民的投资意愿(受房地产影响),上升的是居民的储蓄意愿(2022年1-8月居民部门新增人民币存款10.8万亿,同比多增4.4万亿)。

图 7: 央行调查数据显示居民消费意愿并未出现明显下滑 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

收入和就业有关,目前居民失业情况有所好转。8月城镇调查失业率进一步回落至5.3%,且随着季节性因素过去,16-24岁就业人员调查失业率从19.9%下滑至18.7%,且后续有望进一步回落。

疫情对消费场景影响最大的是服务业，但社零数据仅包含服务消费里的餐饮，实际上服务消费或许会比社零增速的表现要好。比如 2022 年 1 季度，社零同比增速仅有 3.3%，但最终消费对 GDP 的拉动率达到了 3.3%，高于市场预期。

图 8：失业率持续回落（单位：%）



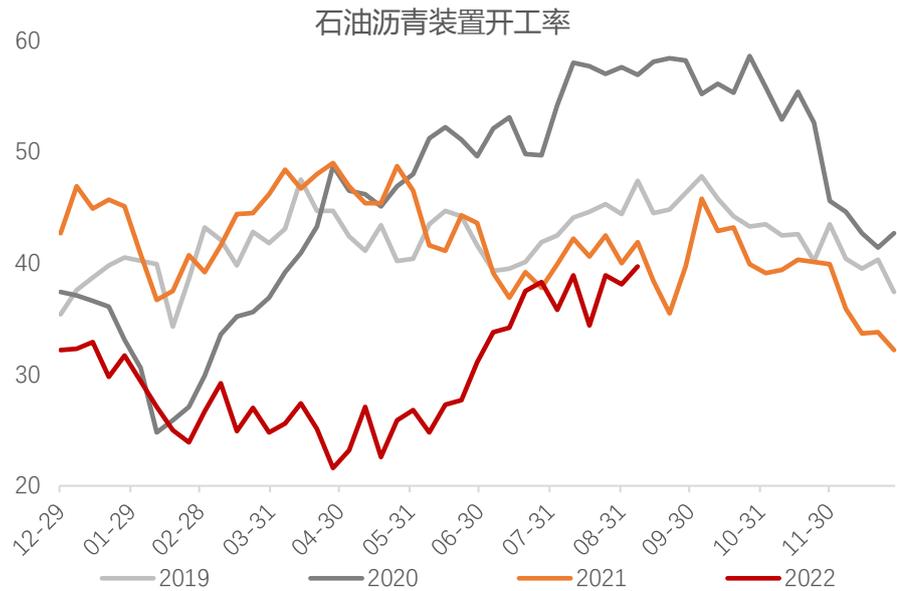
资料来源：wind，天风证券研究所

基建验证了政策逻辑，强势有望持续

8 月基建数据都验证了此前的政策逻辑。我们也在 7 月初发布《3 季度稳增长可能会超预期》后，连续提示基建投资和施工强度会出现上升。8 月广义口径基建投资当月同比增速大幅上行至 15.4%，一方面是在资金端，此前募集的专项债资金在 8 月大规模下发，同时政策性金融工具弥补了基建的资本金缺口，另一方面是地方政府稳增长的意愿强化（详见《响鼓不用重锤》）。8 月高温限电等短期因素对实物工作量的形成有一定影响，基建对上下游行业的拉动偏弱，比如 8 月石油沥青装置开工率等指标并未大幅向上，我们预计 9-10 月基建会进入新一轮投资、施工共振走强的阶段，加快形成实物工作量。且今年政策发力的重点主要集中在南方省份（如 8 月召开的经济大省政府主要负责人经济形势座谈会¹，6 个参会省份中广东、江苏、浙江、四川均为南方省份），相比北方，受寒冬影响较小，基建投资有望能够延续到年底。

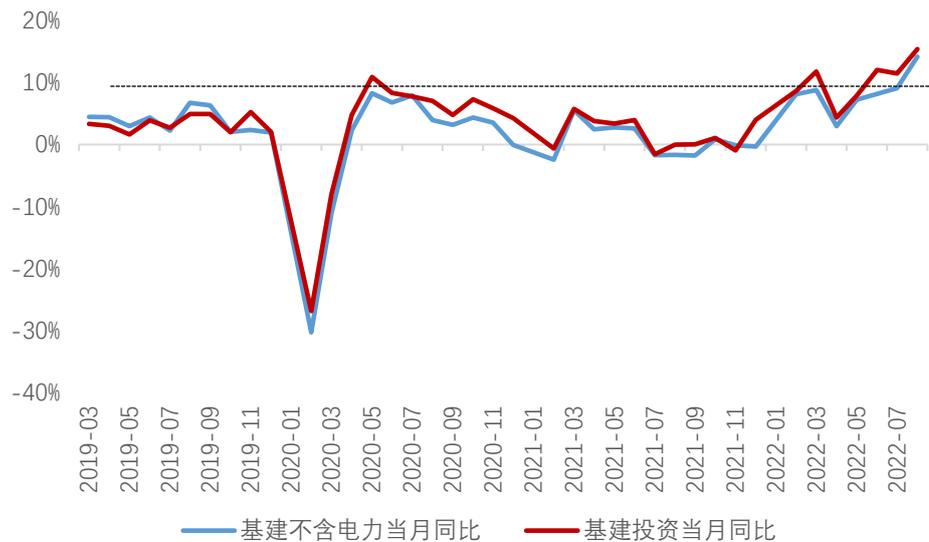
图 9：石油沥青开工率（单位：%）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/FyKl6Xh6PglcISLbC0WIHQ>



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 基建投资大幅上行



资料来源: wind, 天风证券研究所 (2021 年使用两年同比增速)

房地产供给端风险最大的时候过去，经济继续加速去地产化

房地产依然是供给问题大于需求问题。

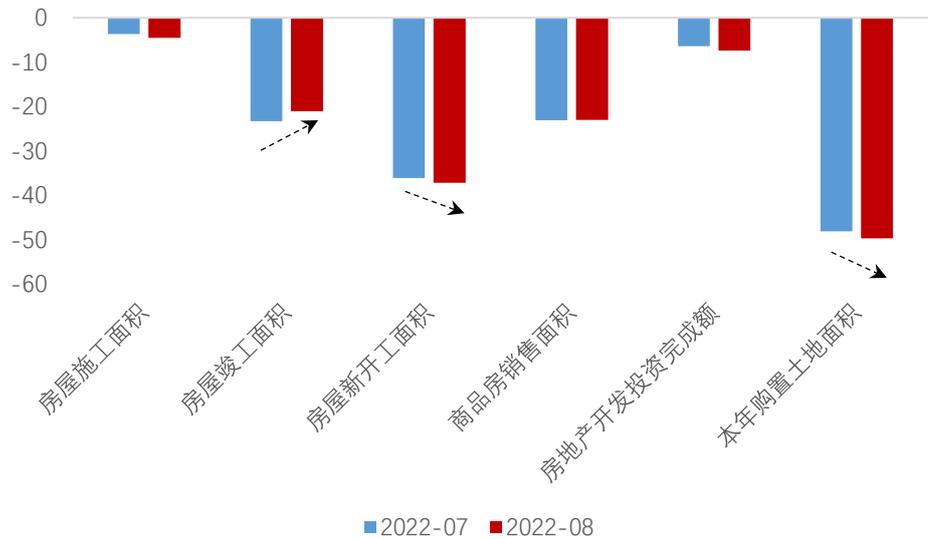
房地产的供给端是房企，房企最大的压力是融资，1-8 月房地产开发企业到位资金同比-25%。在房企资金有限、政策频频强调“保交楼”的背景下，房企优先稳住施工和竣工端（获取销售回款），减少新开工和拿地，体现为 8 月竣工面积增速好转，施工面积增速大幅高于新开工和拿地面积增速。好消息是 8 月房企外部融资渠道和销售回款渠道均有所好转，并带动到位资金同比弱企稳，到位资金降幅相比于 1-7 月收窄了 0.4 个百分点。房企资金端压力的逐步缓解，也验证了我们在《市场在担心什么？》中的判断，地产（供给端）最差的时候已经过去，解决地产问题的速度比想象中要快。

房地产的需求端是市场，对于这一点不要抱太高期望，房地产长周期的下滑只是经历了最

快的一段时间，但并未结束。9月前15日，30大中城市商品房成交面积超季节性下滑，且相比于2021年的差距也在拉大。

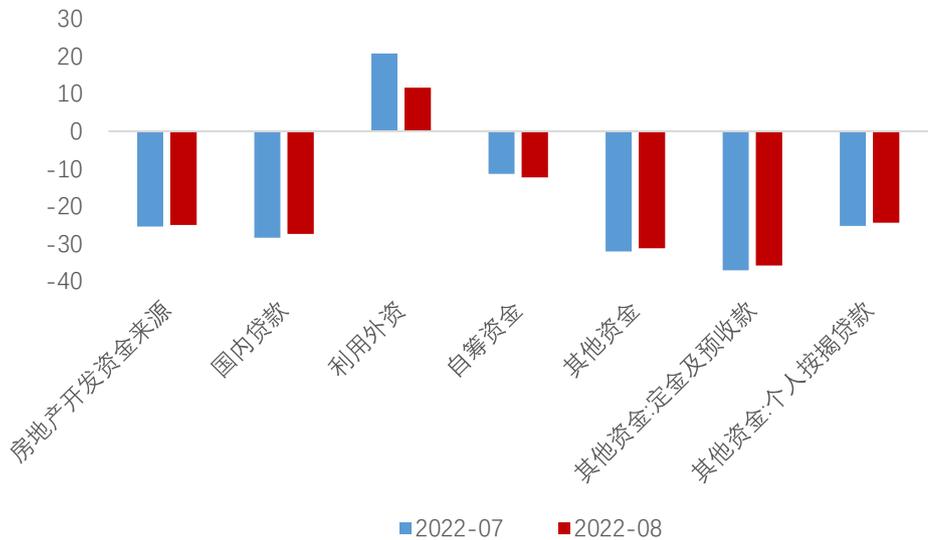
但经济也在加速“去地产化”，最好的例子莫过于8月在房地产投资进一步下行时，通过高增的基建投资和维持韧性的制造业投资，固定资产投资增速反而在企稳回升。另外在8月社零消费中，和地产直接相关的家具建材销售增速继续回落，但以往是“地产销售影子”的汽车销售增速继续高增。同时，出口与制造业投资的正向循环逐渐强化，对地产拖累形成持续对冲，中国经济“去地产化”速度比想象中更快。

图 11：房地产分项指标一览（单位：%）



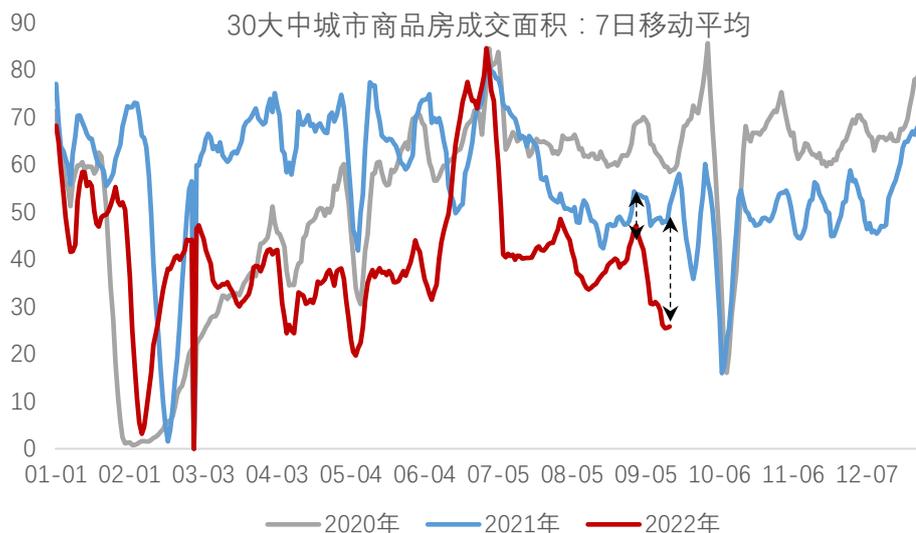
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：房企资金压力略有缓解（单位：%）



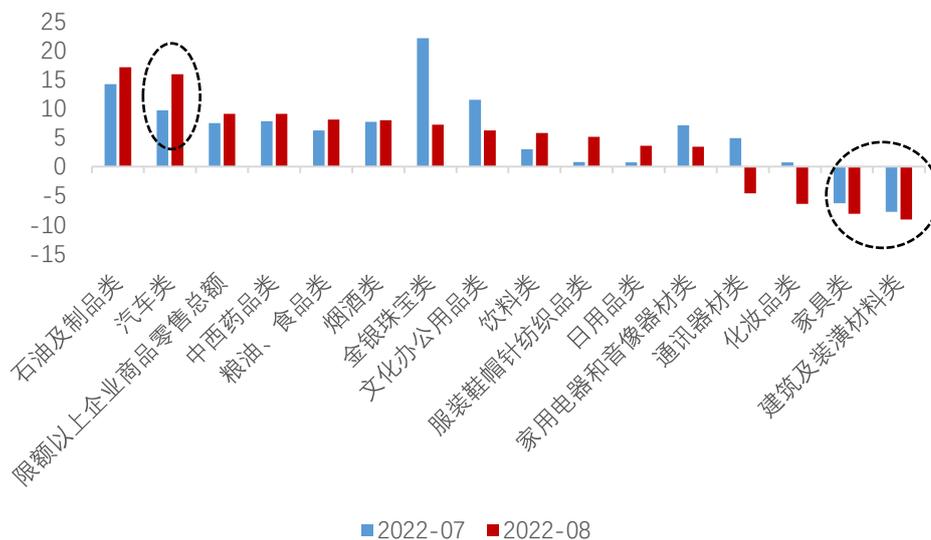
资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：30 大中城市数据显示地产销售在 9 月大幅弱于去年（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：社零的拖累在地产，支撑在汽车（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |