

## 消费回暖 地产“空”多

——宏观经济研究周报



2022年09月17日

## 投资摘要:

每周一谈: 8月经济数据点评

## 固定资产投资增速稳健但结构分化

- ◆ **PPI下行凸显固定资产投资增速提升。**二者增速走势背离弱化“价格”因素，突出固定资产投资快速上“量”。1-8月固定资产投资同比增长5.8%，前值5.7%。8月当月PPI同比增长2.3%，前值4.2%。
- ◆ **基建、制造业提速，地产投资再承压。**1-8月房地产投资完成额同比下降7.4%，降幅较1-7月扩大1个百分点；基建投资、制造业投资完成额分别同比增长10.4%、10%，增速均较1-7月实现提升。

## “利空”围绕地产投资

- ◆ **销售压力与停工扰动施加下行压力。**1-8月房地产销售面积、销售额分别同比下降23%、27.9%。销售不振预计将减弱建筑安装工程的增速贡献。同时8月末停工面积超过施工面积的10%，停工扰动对整体房地产投资的影响不容小觑。
- ◆ **土地购置额势延续。**土地成交面积、成交总价自2021年10月以来持续负增长，由于土地成交款须在一年内结清，预计今年4季度土地购置费增速将延续颓势。

## 制造业投资行业差异显现

- ◆ **下游投资增速企稳体现消费回暖迹象。**出口、基建对中游机械设备投资形成支撑，消费回暖带动下中游制造业投资增速企稳，房地产颓势拖累中游原材料投资，制造业投资增速：中游机械设备>下游>中游原材料。
- ◆ **高/低出口依赖型行业投资增速剪刀差收窄。**一季度出口增速达到高位，出口高/低依赖型行业投资增速的剪刀差走阔。随出口增速的逐步回落以及国内需求端的修复，预计出口高/低依赖型行业投资增速剪刀差将继续收窄甚至逆转。

## 社会消费品零售总额增速延续回升趋势

- ◆ **累计增速扭负为正。**1-8月社零总额同比增长0.5%，增速翻正；当月社零总额同比增长5.4%，增速较7月提升2.7个百分点。
- ◆ **限额以上企业和商品零售贡献突出。**限额以上企业拉动当月社零总额增速4.9个百分点，拉动累计社零总额增速1.8个百分点；商品零售拉动当月社零总额增速4.6个百分点，拉动累计社零总额增速1个百分点。
- ◆ **石油汽车领衔当月涨幅。**
- ◆ **家用电器、家具和家装零售额增速不振反映地产疲软现状。**

## 工业生产提速

- ◆ **工业增加值增速较7月小幅增长。**1-8月工业增加值增速较1-7月提升0.1个百分点；8月当月工业增加值增速较7月提升0.4个百分点。
- ◆ **被动去库存方兴未艾。**目前工业生产在被动去库存周期内运行，如无不利外部冲击影响，下阶段主动补库存将对未来工业增加值提供增长动力。预计后续工业生产仍将偏强运行。

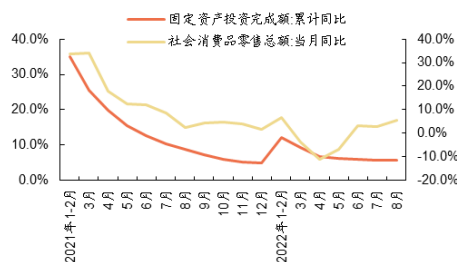
风险提示：政策风险、疫情封控

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 固定资产投资与社会消费品零售总额增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

## 相关报告

1、《出口短期承压 进口有望修复——宏观经济研究周报》2022-09-12

## 内容目录

1. 每周一谈：8月经济数据点评 .....	3
1.1 固定资产投资增速稳健但结构分化 .....	3
1.2 “利空”围绕地产投资 .....	3
1.3 制造业投资行业差异显现 .....	5
1.4 社会消费品零售总额增速延续回升趋势 .....	5
1.5 工业生产提速 .....	6
2. 9月高频数据 .....	7

## 图表目录

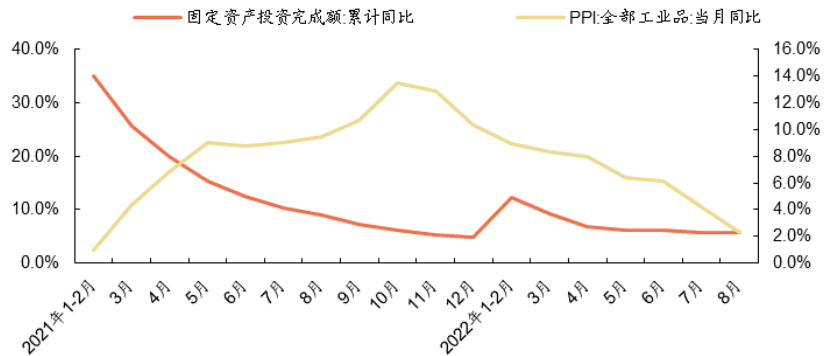
图 1： 1-8 月固定资产投资完成额增速和 PPI .....	3
图 2： 1-8 月固定资产投资分项增速 .....	3
图 3： 商品房销售额与面积增速 .....	4
图 4： 2022 年房地产净停工面积及增速 .....	4
图 5： 100 大中城市成交土地总价和面积 .....	4
图 6： 土地购置费增速与 1 年前土地成交总价增速 .....	4
图 7： 中、下游制造业固定资产投资增速 .....	5
图 8： 高/低出口依赖型行业固定资产投资增速 .....	5
图 9： 社会消费品零售总额累计增速 .....	6
图 10： 社会消费品零售总额当月增速 .....	6
图 11： 石油及制品和汽车社零增速 .....	6
图 12： 家用电器、家具和家装社零增速 .....	6
图 13： 工业增加值增速 .....	7
图 14： 工业增加值与库存增速 .....	7
图 15： 新订单和库存 PMI .....	7
图 16： 食用农产品价格指数与生产资料价格指数 .....	7
图 17： 农产品批发价格 200 指数同比增速 .....	7
图 18： 高炉开工率 .....	8
图 19： 石油沥青装置开工率 .....	8
图 20： 重点企业粗钢日均产量 .....	8
图 21： 水泥价格指数和螺纹钢期货收盘价 .....	8
图 22： 大秦铁路货运量 .....	8
图 23： 30 大中城市商品房成交面积 .....	8
图 24： 二手房出售挂牌价格与数量指数 .....	8
图 25： 汽车半/全钢胎开工率 .....	8
图 26： 乘用车当周日均销量 .....	9
图 27： 波罗的海干散货指数 .....	9
图 28： 出口集装箱运价指数 .....	9
图 29： 韩国旬度出口数据 .....	9

## 1. 每周一谈：8 月经济数据点评

### 1.1 固定资产投资增速稳健但结构分化

**PPI 下行凸显固定资产投资增速提升。**二者增速走势背离弱化“价格”因素，突出固定资产投资快速上“量”。1-8 月固定资产投资 36.7 万亿元，同比增长 5.8%，前值 5.7%。8 月当月 PPI 同比增长 2.3%，前值 4.2%（图 1）。

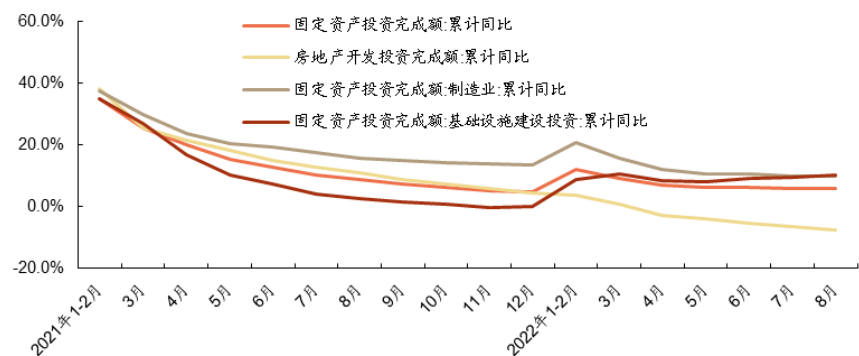
图1：1-8 月固定资产投资完成额增速和 PPI



资料来源：wind，申港证券研究所

**基建、制造业提速，地产投资再承压。**1-8 月房地产投资完成额同比下降 7.4%，降幅较 1-7 月扩大 1 个百分点；基建投资、制造业投资完成额分别同比增长 10.4%、10%，增速均较 1-7 月实现提升（图 2）。

图2：1-8 月固定资产投资分项增速

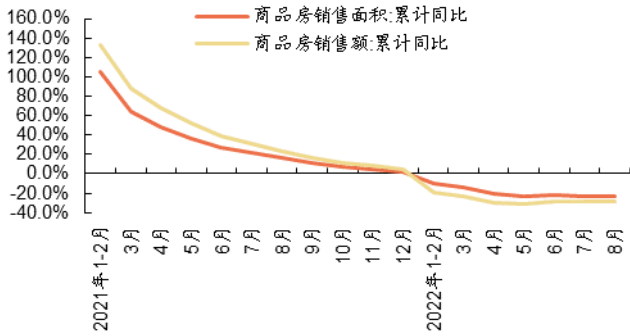


资料来源：wind，申港证券研究所

### 1.2 “利空”围绕地产投资

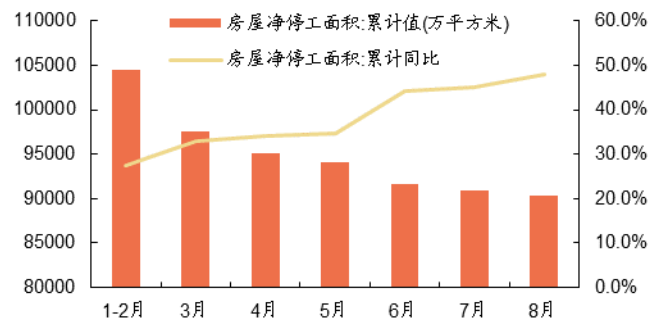
**销售压力与停工扰动施加下行压力。**1-8 月房地产销售面积、销售额分别同比下降 23%、27.9%（图 3）。作为前置指标，销售不振将减弱建筑安装工程的增速贡献（建筑安装工程在房地产投资完成额中占比超 60%，其他项主要为土地购置费）。同时，停工面积虽环比减少但增速仍处于高位（图 4），8 月末停工面积超过施工面积的 10%，停工扰动对整体房地产投资的影响不容小觑。

图3：商品房销售额与面积增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

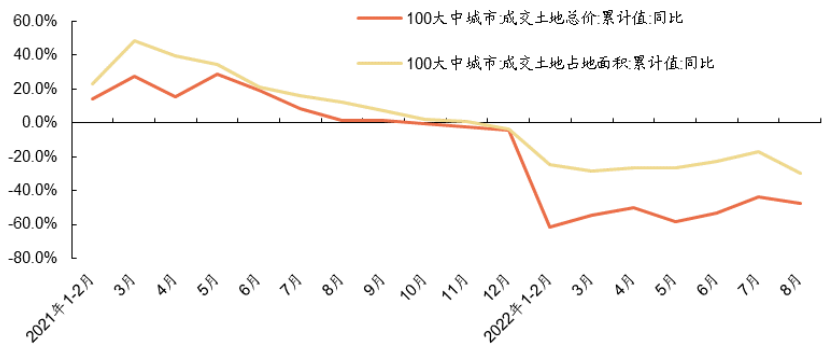
图4：2022年房地产净停工面积及增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

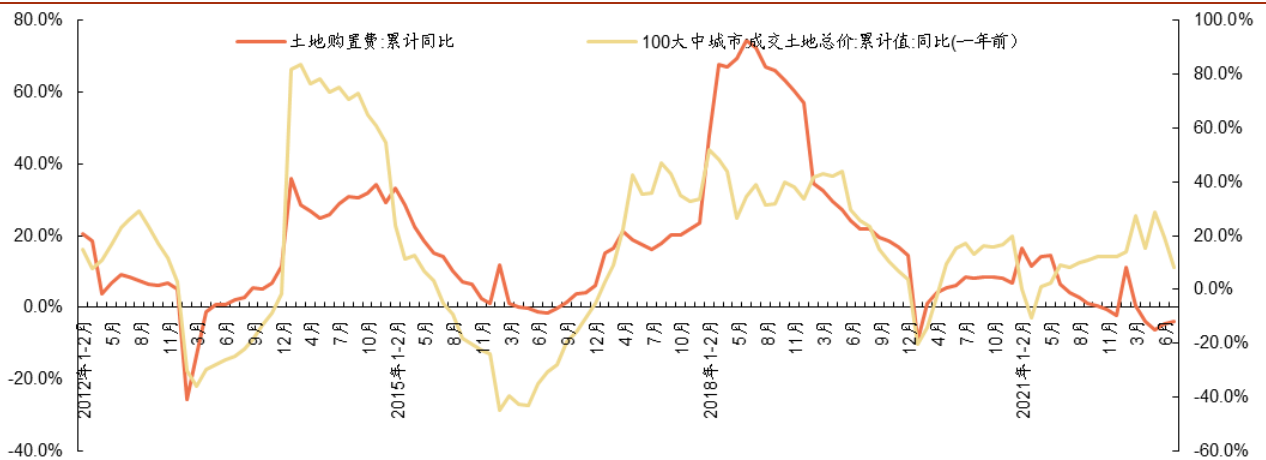
土地成交持续负增长，预计土地购置费将延续颓势。2021年3季度土地成交面积、成交总价保持正增长，但于10月、11月进入负增长阶段（图5）。由于土地成交款须在一年内结清，仅对未来一年内的土地购置费有拉动作用，历史数据也显示土地购置费增长趋势与一年前同期土地成交总价增长趋势基本一致（图6）。2021年4季度以来土地成交持续负增长，因此预计今年4季度土地购置费增速将延续颓势。

图5：100大中城市成交土地总价和面积



资料来源：wind，申港证券研究所

图6：土地购置费增速与1年前土地成交总价增速



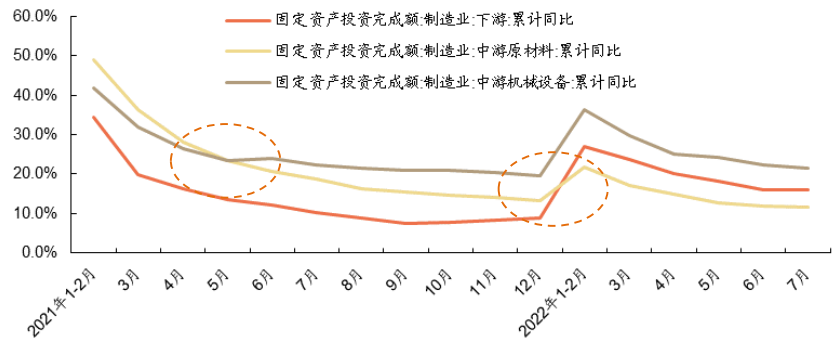
资料来源：Wind，申港证券研究所

### 1.3 制造业投资行业差异显现

下游投资增速企稳体现消费回暖迹象。制造业投资整体稳健增长，但行业差异显现

(8月各行业固定资产投资数据尚未公布，暂根据7月数据分析)，1-7月出口增速保持高位、基建投资稳健增长，对中游机械设备投资形成支撑；同时消费回暖趋势带动下中游制造业投资增速企稳；而房地产行业颓势拖累中游原材料投资增速，使得制造业投资增速：中游机械设备>下游>中游原材料（图7）。

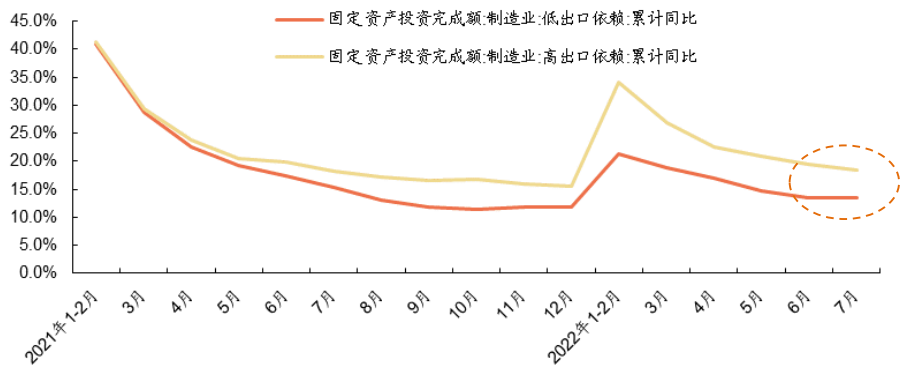
图7：中、下游制造业固定资产投资增速



资料来源：wind，申港证券研究所

高/低出口依赖型行业投资增速剪刀差收窄。根据行业的出口交货值占营业收入比例可以将行业分为高/低出口依赖型行业（出口交货值/营业收入大于10%的为高出口依赖行业）。一季度出口增速达到高位，出口高/低依赖型行业投资增速的剪刀差走阔。随出口增速的逐步回落以及国内需求端的修复，预计出口高/低依赖型行业投资增速剪刀差将继续收窄甚至逆转。

图8：高/低出口依赖型行业固定资产投资增速



资料来源：wind，申港证券研究所

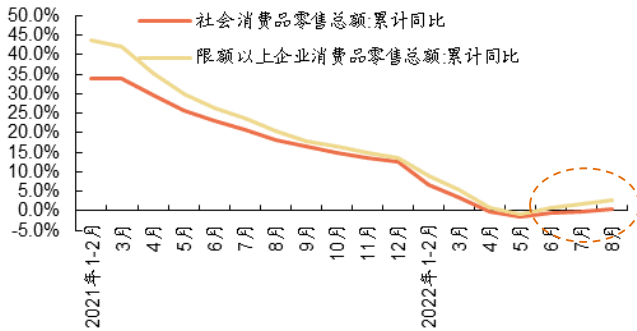
### 1.4 社会消费品零售总额增速延续回升趋势

累计增速扭负为正。1-8月社零总额同比增长0.5%，增速翻正（图9）；当月社零总额同比增长5.4%，增速较7月提升2.7个百分点（图10）。

限额以上企业和商品零售贡献突出。限额以上企业拉动当月社零总额增速4.9个百分点，拉动累计社零总额增速1.8个百分点（限额以下企业累计社零负增长）；商品

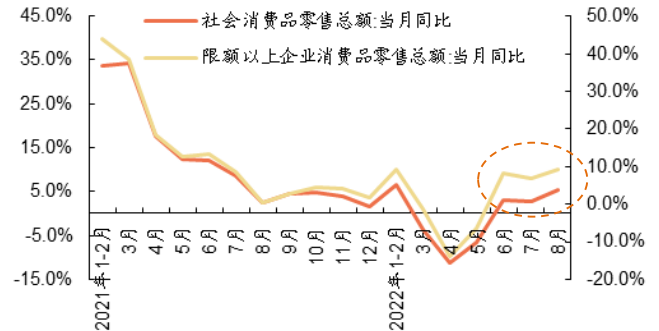
零售拉动当月社零总额增速 4.6 个百分点，拉动累计社零总额增速 1 个百分点（餐饮累计社零负增长）。

图9：社会消费品零售总额累计增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：社会消费品零售总额当月增速

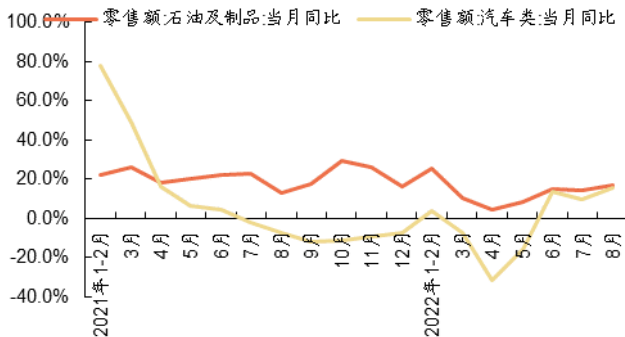


资料来源：Wind，申港证券研究所

石油汽车领衔当月涨幅。8月当月汽车类社零总额同比增长 15.9%，拉动当月社零总额增速 2 个百分点；石油及制品类社零同比增长 17.1%，拉动当月社零总额增速 0.9 个百分点（图 11）。

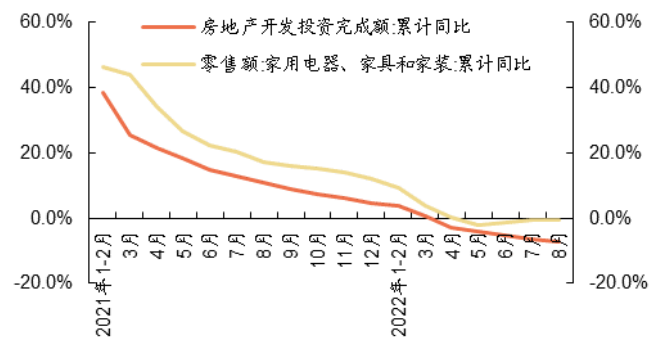
家用电器、家具和家装增速不振反映地产疲软现状。地产需求疲软传递至下游行业，导致家用电器、家具和家装社零增速下降（图 12）。

图11：石油及制品和汽车社零增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图12：家用电器、家具和家装社零增速



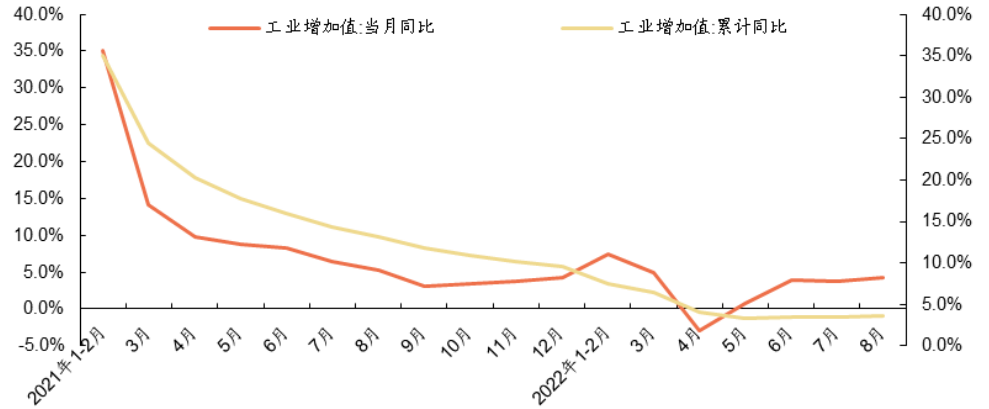
资料来源：Wind，申港证券研究所

## 1.5 工业生产提速

工业增加值增速较 7 月小幅增长。1-8 月工业增加值同比增长 3.6%，增速较 7 月提升 0.1 个百分点；8 月当月工业增加值同比增长 4.2%，增速较 7 月提升 0.4 个百分点（图 13）。

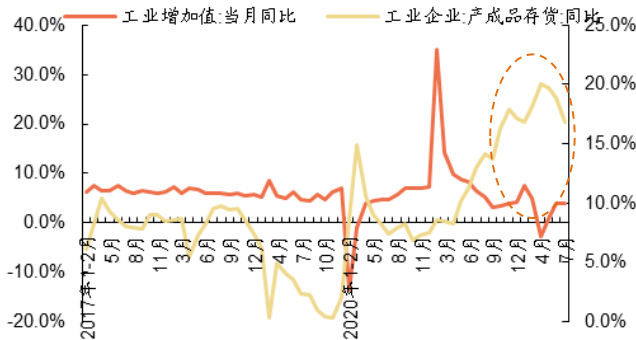
被动去库存方兴未艾。4 月工业增加值增速触底回升，而库存增速于同月下降（图 14），新订单与库存 PMI 数据同时确认了相同的变化趋势（图 15）。从 7 月数据来看（8 月工业企业库存数据尚未发布，暂依据 7 月数据分析），目前工业生产在被动去库存周期内运行，如无不外部冲击影响，下阶段主动补库存将对未来工业增加值提供增长动力。预计后续工业生产仍将偏强运行。

图13: 工业增加值增速



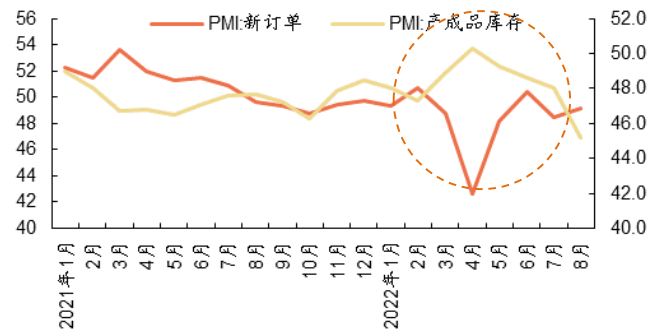
资料来源: wind, 申港证券研究所

图14: 工业增加值与库存增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

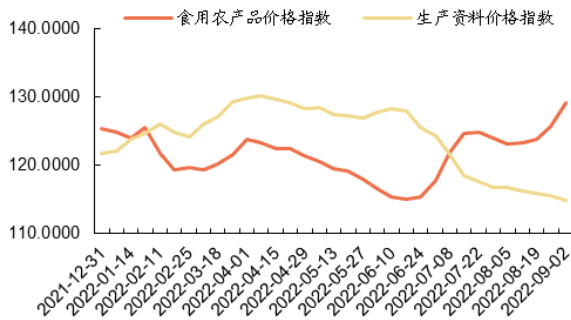
图15: 新订单和库存 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

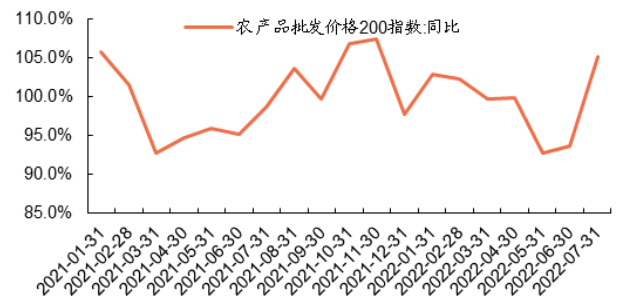
## 2.9 月高频数据

图16: 食用农产品价格指数与生产资料价格指数



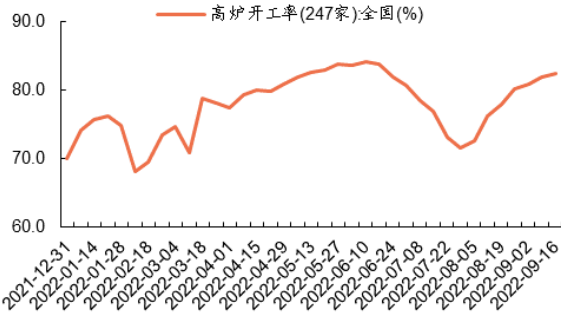
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图17: 农产品批发价格 200 指数同比增速



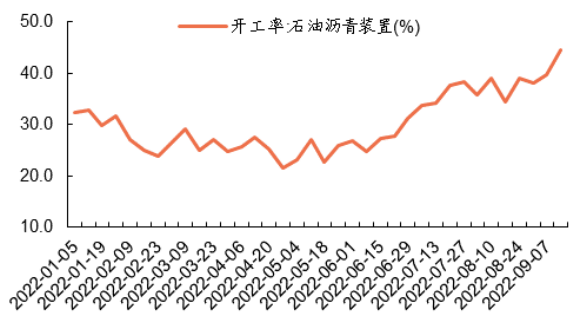
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图18: 高炉开工率



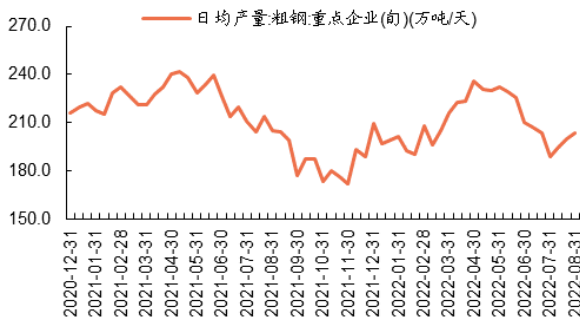
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图19: 石油沥青装置开工率



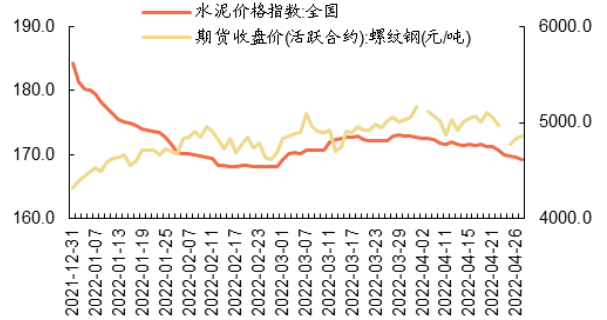
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图20: 重点企业粗钢日均产量



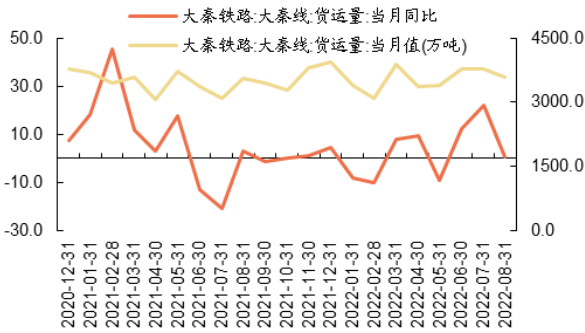
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图21: 水泥价格指数和螺纹钢期货收盘价



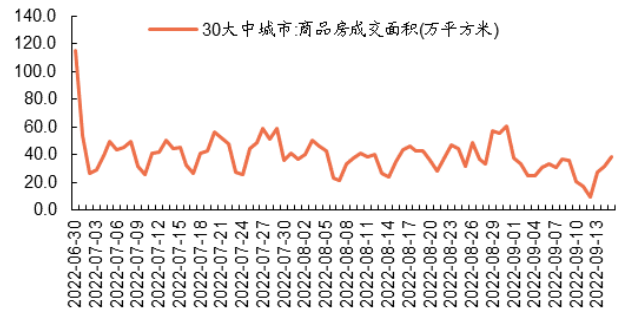
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图22: 大秦铁路货运量



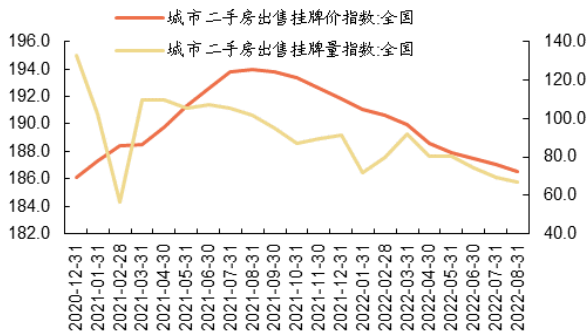
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图23: 30大中城市商品房成交面积



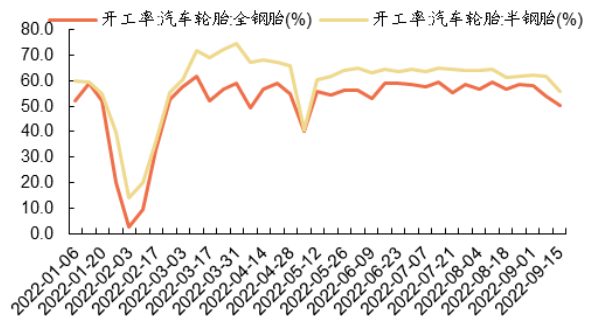
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图24: 二手房出售挂牌价格与数量指数



资料来源: Wind, 申港证券研究所

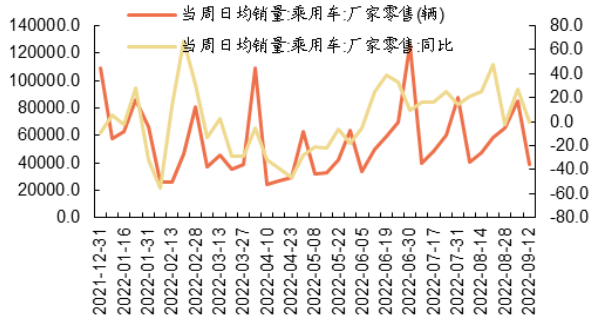
图25: 汽车半/全钢胎开工率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

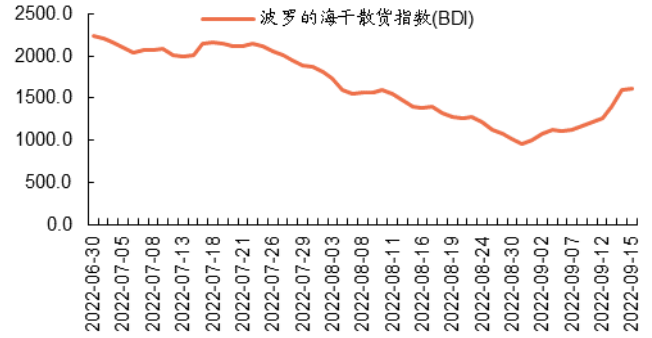


图26：乘用车当周日均销量



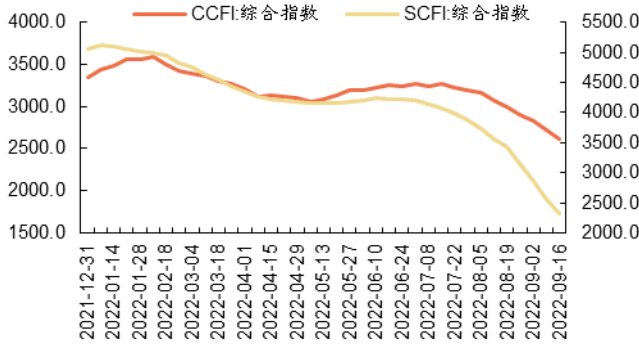
资料来源：Wind，申港证券研究所

图27：波罗的海干散货指数



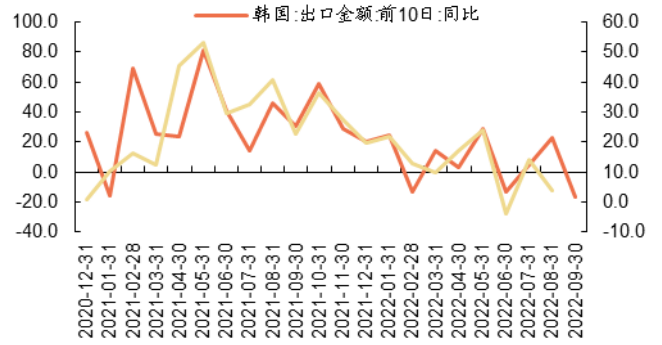
资料来源：Wind，申港证券研究所

图28：出口集装箱运价指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

图29：韩国旬度出口数据



资料来源：Wind，申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上