

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 经济持续复苏 力度稍显不足

— 8月经济数据点评

2022年9月19日

### 分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

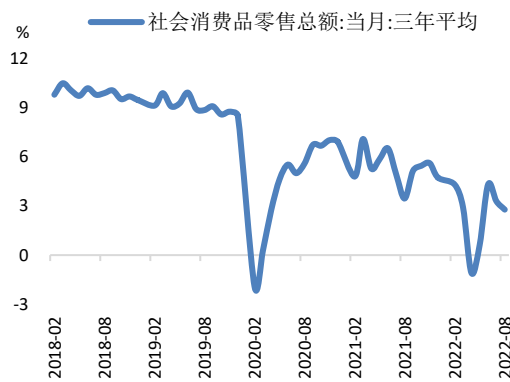
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

### 工业增加值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

1. 《政策效果显现 基础仍需夯实—6月及二季度经济数据点评》
2. 《复苏存在反复 信心仍需稳定—7月经济数据点评》
3. 《复苏基础仍需夯实 政策注重落地见效》

### 内容提要:

8月工业增加值同比增长4.2%，预期增长3.9%，前值增长3.8%；1-8月固定资产投资累计同比增长5.8%，预期增长5.3%，前值增长5.17%；8月社会消费品零售总额同比增长5.4%，预期增长4.2%，前值增长2.7%。

生产端持续修复，但疫情与高温天气等因素持续影响工业生产，同时需求弱复苏导致8月供给修复并不强劲。

消费端复苏好于预期但亦非强劲。基数原因为8月同比增速提供支撑，但三年增速降至近3个月最低。分类来看，多数商品消费较7月放缓，汽车、金银珠宝等表现较好。

投资好于预期，基建与制造业投资发力对冲地产投资的下滑压力。其中，基建投资同比续升但三年平均增速小幅回落；房地产投资增速继续探底，但短期保交楼推动下的竣工增速大幅好转；高技术制造业投资与技改投资共同推动整体制造业投资超预期回升。

总的来看，8月经济数据同比增速好于预期，既有低基数因素影响，又受稳增长政策加快落地见效的影响。展望未来，地产投资或将持续底部徘徊，外需大概率下滑，散发疫情或持续扰动消费及生产，但政策持续发力下，后续经济的修复仍有支撑，包括基建实物工作量逐步落地、制造业持续受政策提振以及防疫政策优化下的消费修复等。

**风险提示:** 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

**事件：**国家统计局9月16日公布的数据显示，8月工业增加值同比增长4.2%，预期增长3.9%（预期值来源为Wind，下同），前值增长3.8%；1-8月固定资产投资累计同比增长5.8%，预期增长5.3%，前值增长5.17%；8月社会消费品零售总额同比增长5.4%，预期增长4.2%，前值增长2.7%。

**点评：**8月经济数据同比增速好于预期，既有低基数因素影响，又受稳增长政策加快落地见效的影响。展望未来，地产投资或将持续底部徘徊，外需大概率下滑，散发疫情或持续扰动消费及生产，但政策持续发力下，后续经济的修复仍有支撑，包括基建实物工作量逐步落地、制造业持续受政策提振以及防疫政策优化下的消费修复等。

### 一、工业生产有所修复但动力并不强劲

生产端持续修复。8月规模以上工业增加值同比增长4.2%，高于市场预期（3.9%）；三年平均增长5.0%，持平于7月。从环比看，7月工业增加值增长0.32%，低于7月的0.38%。

从三大门类看，采矿业增加值同比增长5.3%，增速较7月回落2.8个百分点；制造业增长3.1%，加快0.4个百分点；电力热力燃气及水生产和供应业增长13.6%，加快4.1个百分点。

疫情与高温天气等因素持续影响工业生产。根据Wind数据，8月国内新冠确诊病例、无症状感染者日均新增数，分别是7月的3.5倍、2.9倍。此外，据中国气象局数据，8月全国平均气温为1961年以来历史同期最高，全国共有500个国家气象站日最高气温突破8月历史极值，有267站日最高气温持平或突破历史极值。与此相对应，8月电力热力生产和供应业增加值同比增长15.3%，增速较7月加快4.9个百分点，连续3个月加快，全力保障极端高温情况下全社会用电需求。

需求弱复苏导致8月供给修复并不强劲。8月PMI生产指数（49.8%）与7月持平，近6个月里仅有1个月超过50%，与2020-2021年普遍在51%-54%的形成反差。8月出口同比增速（7.1%）较7月回落10.8个百分点，出口交货值回落4.3个百分点，拖累工业生产。从8月至今中观行业高频数据看，部分行业开工率反弹，但仍有部分行业（PTA等）趋于回落。随着前期政策逐步落地，近期部分行业（钢铁）去库存加快，有助于工业生产修复，但目前工业企业产成品存货累计同比增速仍在高位，未来需要需求端的加速修复消化。

分行业看，8月41个大类行业中有24个行业增加值保持同比增长，比7月减少1个。其中，汽车制造业(30.5%)、电力热力生产和供应业(15.3%)、电气机械和器材制造业(14.8%)继续保持较快增长。在汽车制造业带动下，8月装备制造业增加值同比增长9.5%，较7月加快1.1个百分点。

## 二、消费端复苏好于预期但亦非强劲

消费复苏总体偏弱，仍然是受疫情冲击、消费者信心较弱以及高温天气等因素影响。8月社会消费品零售总额同比增长5.4%，好于预期(4.2%)，较7月加快2.7个百分点；但三年平均增速仅为2.8%，较7月进一步回落0.5个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.3%。

基数原因为8月同比增速提供支撑。2021年8月社零同比增速仅为2.5%，较7月大幅回落6个百分点，因此今年8月剔除了同比基数影响后的三年增速降至近3个月最低。

分类来看，多数商品消费较7月放缓，汽车、金银珠宝等表现较好。从同比增速看，石油及制品(17.1%)、汽车(15.9%)、粮油食品(8.1%)、金银珠宝(7.2%)与文化办公用品(6.2%)等保持较快增长；从三年平均增速看，文化办公用品(11.8%)、金银珠宝(9.9%)、粮油食品(7.2%)与汽车(6.3%)等增速居前。地产后周期类商品消费仍在低位，8月家具类、建筑及装潢材料类消费同比分别下滑8.1%、9.1%，均较7月进一步下降；三年平均增速分别为-2.1%、0.1%。此外，餐饮消费再度回落，虽然8月同比增长8.4%，但是在2021年8月萎缩4.5%的低基数情况下取得，剔除基数影响的三年平均增速(-1.3%)降至近3个月最低。

稳就业效果显现但仍有压力。8月全国城镇调查失业率5.3%，比7月下降0.1个百分点，但仍比2021年同期高出0.2个百分点。其中，代表新生就业状况的16-24岁年轻人的失业率达到18.7%，比7月回落1.2个百分点，为近10个月首降。1-8月全国城镇新增就业898万人(2021年同期为938万人)，完成全年新增就业目标的81.6%(2021年同期为85.3%)。

## 三、投资好于预期，基建与制造业投资发力对冲地产投资的下滑压力

1-8月固定资产投资(不含农户)同比增长5.8%，好于预期(5.3%)，为6个月以来首次回升；三年平均增速为4.73%，较7月小幅上行0.05个百分点。从环比看，8月固定资产投资(不含农户)增长0.36%，接近2017-2019年同期均值(0.43%)。

**基建投资同比续升但三年平均增速小幅回落。**1-8月基础设施投资（不含电力）同比增长8.3%，较7月提高0.9个百分点；三年平均增长3.5%，较7月回落0.1个百分点，低于3-7月均值（3.8%）。8月当月基建投资同比增长15.4%，为近16个月最高；三年平均增长4.9%，增速与5月相当，但弱于集中释放期的6月（6.6%）。二季度以来，稳投资政策持续加码，年中调增政策性银行8000亿元信贷额，6月与8月新增累计超过6000亿元政策性金融工具投放，8月新增5000亿元地方专项债结存限额运用，均有利于稳定基建投资。与此相对应，8月至今石油沥青装置开工率趋势性上行并在9月中旬突破至44.5%，超出2021年同期6.1个百分点，为2021年6月以来次高。不过，就目前基建投资增长情况来看，上述政策实质性落地并形成更大更具规模性实物工作量的时间节点仍有待观察。

**房地产投资增速继续探底，短期保交楼推动竣工增速大幅好转。**1-8月房地产开发投资同比下降7.4%，降幅较7月扩大1个百分点。8月当月房地产开发投资同比下降13.8%，降幅较7月扩大1.5个百分点；三年平均增速为-1.1%，降幅较7月扩大0.8个百分点，继7月有数据以来首次为负后再度负增长。8月当月新开工面积与施工面积增速仍在底部徘徊，但保交楼政策推动下的竣工增速大幅好转。上述三者同比增速分别为-45.7%、-47.8%、-2.5%，三年平均增速则分别为-22.6%、-20.7%、4.1%。销售有所改善但未见明显起色。1-8月商品房销售额累计同比下滑27.9%，较7月回升0.9个百分点。8月当月商品房销售额同比下滑22.6%；三年平均增速为-6.2%，虽然较7月有所改善但整体仍在近几个月的低位。从高频数据看，9月前18天30个大中城市商品房成交面积同比增速再度下探至-42%，其中一线城市（-0.5%）接近2021年同期水平，二线城市（-59.8%）或受部分地区疫情因素影响，三线城市（-28.7%）亦弱于8月。销售低迷拖累房企到位资金，1-8月到位资金累计同比下滑25.0%，虽然较7月反弹0.8个百分点，但国内贷款与房企自筹2项资金的三年平均增速下滑，尤其是后者是近27个月以来首度为负。

**制造业投资超预期回升。**1-8月制造业投资同比增长10.0%，较7月回升0.1个百分点，近6个月以来首次反弹；三年平均增长5.4%，较7月回升0.4个百分点，为2019年以来最高。8月当月制造业投资同比增长10.6%；三年平均增长5.6%，年内仅次于集中释放期的6月（7.0%）。高技术产业投资继续引领投资增长。1-8月高技术产业投资同比增长20.2%，年内增速持续保持在20%以上；高技术制造业投资同比增长23.0%，其中

电子及通信设备制造业投资增长 28.0%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 27.4%，航空、航天器及设备制造业投资增长 15.6%。此外，1-8 月制造业技改投资同比增长 12.1%，增速高于全部制造业投资 2.1 个百分点；技改投资占全部制造业投资的比重为 41.3%，比 2021 年同期提高 0.7 个百分点。虽然整体制造业投资在高技术制造业以及技改投资的拉动下稳步改善，但市场主体信心不足的问题并未显著缓和。8 月 BCI 企业投资前瞻指数（52.5%）较 7 月回落 1.5 个百分点，有数据以来仅高于 2020 年 2 月、4 月以及今年 5 月。8 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数较 7 月回升 0.3 个百分点，但仍是 2016 年 2 月以来的绝对低位。相对应的，1-8 月民间固定资产投资同比增长 2.8%，与全部固定资产投资增速的差距持续拉大。

对此，近期政策端继续加大呵护，未来制造业投资仍有支撑。9 月 7 日国常会提出，对部分主体与领域设备购置和更新改造有针对性扶持，新增贷款实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息 2.5 个百分点，期限 2 年。9 月 13 日国常会追加了支持政策，对制造业、服务业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等在第四季度更新改造设备，支持全国性商业银行以不高于 3.2% 的利率积极投放中长期贷款。人民银行按贷款本金的 100% 对商业银行予以专项再贷款支持。专项再贷款额度 2000 亿元以上，尽量满足实际需求，期限 1 年、可展期两次。同时落实已定政策，中央财政为贷款主体贴息 2.5%，今年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于 0.7%。发改委 9 月 19 日表示，抓紧推动出台《鼓励外商投资产业目录（2022 年版）》，引导外资投向先进制造、高新技术、现代服务等领域及中西部和东北地区。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层