

8月宏观数据超预期回升，稳增长政策有望持续加力

——2023年8月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局9月15日公布的数据，8月规模以上工业增加值同比实际增长4.5%，7月为3.7%；8月社会消费品零售总额同比增长4.6%，7月为2.5%；1-8月全国固定资产投资同比增长3.2%，1-7月为3.4%。

基本观点：整体上看，在稳增长政策全面发力推动下，8月宏观经济复苏势头转强。不过，8月消费、投资、工业生产等宏观数据显示，当前经济复苏力度仍然偏弱，还有较大改善空间。我们预计，继全面降准落地后，接下来稳增长政策会持续加码，其中财政政策发力空间较大，房地产支持政策将加快落实。9月消费、工业生产增速将延续改善势头，固定资产投资增速也将“由降转升”。初步预计三季度GDP同比增速有可能达到4.5%左右，剔除上年同期基数影响，体现实际经济复苏强度的两年平均增速有望升至4.2%，高于二季度3.3%的增长水平。

具体解读如下：

一、8月工业生产提速，表现略超出预期，背后是随着政策面释放明确稳增长信号，市场信心修复，企业开始补库存过程，市场需求总体改善；另外，8月出口降幅收窄，以及极端天气影响减弱等，也有利于工业生产活动的增加。

8月工业增加值同比实际增长4.5%，增速较上月较快0.8个百分点，表现好于预期。三大门类中，制造业和采矿业增加值增速均有所加快，其中，制造业增加值同比增长5.4%，增速较上月回升1.5个百分点。主要原因在于，伴随政策面释放明确的稳增长信号，市场信心得到修复，企业开始补库存过程，市场需求总体改善；另外，8月出口降幅收窄，以及极端天气影响减弱等，也有利于工业生产活动的增加。

实际上，8月官方制造业PMI指数中的生产指数从上月的50.2%大幅上升至51.9%，钢铁、汽车、化工等行业开工率升多降少，PPI同比降幅收窄，以及全社会用电量同比增速加快至6.5%（上月为3.9%）等数据表现，已经预示了当月工业和制造业生产的提速。从制造业细分行业来看，8月汽车、化工、电子设备等行业增加值增速明显加快，其中，8月汽车产销两旺，汽车制造业增加值同比增速较上月加快3.7个百分点至9.9%；同时，8月钢铁、有色金属行业增加值保持较强增长势头，背后是财政发力稳增长对

基建产业链的支撑作用。

展望后续，随着稳增长政策逐步落地见效，工业生产还有提速空间。不过，去年9月工业生产走强，今年9月工业增加值同比表现将受到高基数拖累，同比增速改善幅度或低于8月。再往后看，工业生产能否保持改善势头，将主要取决于稳增长政策力度，以及居民消费修复和房地产市场的走向。

二、8月社零增速超出预期，显示消费企稳回升，这主要源于近期促消费政策力度明显加大，重点是促进汽车、家电、家居等大宗消费，带动相关品类商品零售额增速加快。

8月社零同比增长4.6%，增速较上月加快2.1个百分点；两年平均增速为5.0%，也比上月加快2.4个百分点，表现超出预期。这主要源于近期以国务院办公厅转发国家发改委关于《恢复和扩大消费措施》（20条）的通知为代表，促消费政策力度明显加大，重点是促进汽车、家电、家居等大宗消费。

可以看到，8月商品零售额同比增长3.7%，增速较上月加快2.7个百分点。其中，在促消费政策及车企优惠促销驱动下，8月车市“淡季不淡”，汽车零售额同比增长1.1%，增速较上月回升2.6个百分点；同时，尽管房地产市场持续低迷，但在促进家居消费政策发力下，8月涉房消费中的家电和家具零售额同比表现也有不同程度改善。值得一提的是，8月化妆品、金银珠宝、通讯器材等可选消费品零售额增速也均有所加快，整体消费结构出现积极改善迹象，但这在很大程度上受相关品类去年同期低基数拉动，可持续性有待观察。

另外，8月仍为暑期出行旺季，服务业需求保持旺盛。1-8月，服务销售额同比增长19.4%，虽较1-7月的20.3%略有放缓，但仍大幅高于商品消费。从社零角度看，受益于居民暑期出行需求，社零中的餐饮收入继续保持两位数增长，但因去年同期基数大幅抬升，同比增速从上月的15.8%放缓至12.4%。

整体上看，8月社零增速超出预期，显示消费企稳回升。但当前的社零增速仍然偏低，仅相当于疫情前8%-9%的常态增长水平的一半，且8月社零相较2019年同期的四年平均增速仅为2.8%（上月为2.7%）。这表明，居民收入和消费信心都有待进一步改善。其中，楼市偏弱带来的资产缩水效应对居民消费心理的冲击不容低估。8月已公布的CPI等宏观数据显示，当前整体消费需求不足的现象还比较突出。

因此，着眼于强化逆周期调节，当前宏观政策仍有必要继续发力刺激居民消费。我们判断，接下来除了各地各部门着力拓展消费场景、优化消费环境外，还会更大规模发放消费券和消费补贴，进一步减免汽车、电子、家居等大宗消费相关税费等。同时，除促消费、稳就业政策“组合拳”的集中发力、加快落地外，还需要进一步加大房地产行业支持力度，推动楼市尽快企稳回升，这也是当前促消费的一个重要发力点。

三、投资：1-8月固定资产投资增速小幅下行，主要原因是上年同期基数抬高、PPI持续同比负增，以及当月房地产投资降幅扩大等，当月制造业投资增速反弹，基建投资仍延续较快增长势头，显示宏观政策保持稳增长取向；8月当月房地产投资同比连续四个月达到两位数降幅，背后是二季度以来楼市持续下行，近期稳楼市政策传导到投资端还需要一段时间。

1-8月固定资产投资累计同比增速为3.2%，较前值小幅放缓0.2个百分点，主要原因是上年同期基数抬高、PPI持续同比负增，以及当月房地产投资降幅扩大等。据我们测算，8月当月固定资产投资同比增速为1.8%，较上月回升0.6个百分点。背后是7月政治局会议部署加大宏观政策调控力度，近期稳增长政策加码。需要指出的是，投资数据统计的是名义值，1-8月PPI累计同比为-3.2%，这意味着当前固定资产投资实际增速会明显高于名义增长水平，对GDP增速的拉动作用依然较强。

展望未来，7月中央政治局会议提出“要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。要制定出台促进民间投资的政策措施”。这意味着接下来扩投资将在稳增长中发挥更大作用。我们判断，基建投资有可能转向提速、制造业投资增速持续向上，以及房地产投资降幅有可能趋缓，以及在PPI通缩收敛等因素带动下，1-9月固定资产投资增速有望出现上行拐点。

具体从投资的三大板块来看，8月投资增速走势分化。首先，1-8月基建投资（不含电力）累计同比为6.4%，较1-7月回落0.4个百分点；据我们测算，8月当月基建投资（不含电力）有所下滑，降至3.9%，增速较上月下行0.7个百分点，主要是受上年同期增速基数大幅抬高影响，也与4月至7月专项债发行进度放缓直接相关。不过，当前基建投资增速总体上仍在三大投资板块中处于领跑状态，背后是在以居民消费、民间投资为代表的经济内生增长动力还有待进一步增强的背景下，当前以重大项目建设为核心的基建投资需要保持较高增长水平。这是现阶段推动宏观政策逆周期调节一个主要发力点。

展望未来，财政部已经明确，今年新增地方政府专项债要在9月基本发完，特别是用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕。受此影响，8月和9月专项债发行量大幅上升，银行配套资金也在大规模跟进。这意味着接下来基建投资有可能转入一个阶段性提速过程。在项目审批和资金供给都会得到有效保证的预期下，接下来基建投资增速有望“由降转升”，进而成为推动经济复苏动能转强的一个重要发力点。

1-8月制造业投资同比增速为5.9%，较前值小幅回升0.2个百分点；据测算，当月同比为7.1%，较上月大幅回升2.8个百分点。在上年同期增速基数抬高的背景下，8月制造业投资增速回升，是当月投资数据中的一个主要亮点，显示稳增长政策在制造业投资领域率先取得效果。另外，近期国内工业品价格通缩势头正在明显缓解，制造业利润较快下滑速度也在收窄，这些因素都会对制造业投资形成一定支撑。事实上，8月企业中长期贷款数据走强，已在一定程度上预示当月制造业投资增速或将有所反弹。

整体上看，今年在经济下行压力较大背景下，制造业投资仍然保持较强韧性，主要原因在于年初以来企业中长期贷款大幅增加，政策面积极推动制造业转型升级（1-8月高技术制造业投资继续处于11.3%的快速增长水平）。展望未来，当前政策面对民营经济、民间投资的支持力度显著增强，重点支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。从过往的历史经验来看，这些措施都会有效提振制造业投资信心。我们判断，短期内制造业投资增速有望延续回升过程。下一步影响制造业投资增速走向的一个关键是各地对《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》和国家发改委近期支持民间投资系列政策的落实进度。

1-8月房地产投资同比降幅为8.8%，较前值扩大0.3个百分点。据测算，8月当月房地产投资同比为-11.0%，降幅较上月收窄1.2个百分点，但连续四个月处于两位数下降区间，与近期楼市持续低位运行相印证。我们分析，8月房地产投资下滑加快，一方面是由于近期商品房新开工面积、施工面积处于大幅同比负增长状态，抵消了“保交楼”带动的商品房竣工面积同比大幅正增长的影响，导致房地产建筑安装投资降幅扩大；另一方面，这也可能与3月以来计入房地产投资的土地购置费同比正增长的幅度收窄相关，背后是土地市场持续偏冷，去年底前后土地购置费同比正增长的势头难以持续。

展望未来，8月中下旬以来房地产支持政策明显发力，认房不认贷、降低首付成数、下调二套房贷利率、下调存量首套房贷利率等政策密集出台，重点指向需求端。下一步政策“工具箱”在放松限购、下调新发放房贷利率、税费减免及发放购房补贴等方面还有较大潜力可挖。我们判断，行业上行拐点即将到来，未来房地产投资同比降幅有望逐步收窄。

值得注意的是，1-8月民间固定资产投资同比增速降至-0.7%，较前值回落0.2个百分点；我们测算，8月当月民间固定资产投资同比下降2.2%，降幅较上月收窄0.1个百分点。近期民间投资持续同比负增长，主要是受房地产投资降幅扩大，以及此前制造业投资增速放缓的双重影响。这是当前经济内生增长动力不强的一个突出体现，也将近期促进民营经济发展壮大、提振民间投资政策频出的直接原因。

整体上看，在稳增长政策全面发力推动下，8月宏观经济复苏势头转强。8月城镇调查失业率为5.2%，较上月回落0.1个百分点，也印证当月宏观经济复苏动能回升，带动就业状况好转。不过，8月消费、投资、工业生产等宏观数据显示，当前经济复苏力度仍然偏弱，还有较大改善空间。我们判断，继连续两次政策性降息、全面降准落地后，接下来新增信贷、社融还会保持同比多增。财政政策方面，四季度进入专项债发行“空窗期”，有可能出台两项增量措施：灵活运用专项债限额空间，加发3000亿左右专项债；上调政策性开发性金融工具额度3000亿左右，重点支持基建投资。另外，各类房地产支持政策将加快落实，各地在税费减免、放松限购、提供购房补贴等方面的“自选动作”也会进一步加码。这将在逆周期调控过程中有效增加宏观政策的协同性，提振市场信心。

我们预计，9月消费、投资、工业生产增速等关键宏观数据有望全面改善，三季度GDP同比增速有可能达到4.5%左右，剔除上年同期基数影响，体现实际经济复苏强度的两年平均增速有望升至4.2%，高于二季度3.3%的增长水平。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。