宏观数据点评

经济温和修复——8月经济增长数据点评

2023 年 09 月 18 日

【事项】

◆ 据国家统计局发布数据，2023 年 8 月工业增加值同比增长 4.5%，较 7 月提高 0.8 个百分点；2023 年 1-8 月全国固定资产投资同比增长 3.2%，较 1-7 月降低 0.2 个百分点；2023 年 8 月社会消费品零售总额同比增长 4.6%，较 7 月份提高 2.1 个百分点。

【评论】

◆ **国内经济仍在修复途中。**8 月份，除固定资产投资受到房地产下行周期拖累，增速进一步回落外，其余工业增加值、社会消费品零售、出口等主要动能同比增速均有所回升，反映国内经济稳步修复。其中，消费边际改善较为明显，或主要与近期政策重心聚焦于提振消费有关，消费对经济发展的基础性作用地位明确。**往后看，预计“着力扩大有收入支撑的消费需求”仍为政策主要发力方面，随着宏观政策措施逐步显效，叠加工业生产回暖、投资企稳、出口降幅收窄等有利因素，经济温和复苏格局有望延续。**但考虑到消费是“慢变量”，其企稳回升有待居民“就业-收入-消费”良性循环形成，而当前就业压力依然存在，尤其是结构性矛盾较为突出，因此年内经济修复斜率大概率偏缓。

◆ **制造业结构持续优化，汽车、新能源、高端制造增加值高增长，推动工业增加值回升。**8 月份装备制造业、高技术制造业工业增加值快速增长，同时新能源产业链保持高景气。

◆ **制造业、基建投资进入发力期，地产仍处于磨底阶段。**制造业投资方面，高技术制造业拉动作用增强，往后看，工业企业去库存周期接近尾声，制造业投资拐点或已至。基建投资方面，下半年专项债进入发行高峰期，资金面对基建投资的支持力度加大，当前基建逐步形成实物工作量，预计增速企稳回升在即。房地产投资方面，短期下行压力仍在，但近期政策全面发力，托底态度明确，预计失速风险可控。

◆ **消费弱复苏。**一是受暑期效应影响，服务消费、餐饮消费等出行相关消费取得高增长；二是低基数效应和居民消费潜力释放共致可选消费边际回暖；三是地产链、汽车等大宗消费提振遭遇瓶颈，政策效果有待进一步观察。往后看，促消费在稳增长中的基础性地位明确，预计随着前期政策落地生效，加上居民消费潜力不断释放，社零增速趋于回升，但修复斜率不宜高估。

【风险提示】

◆ 地缘政治冲突恶化风险

◆ 海外经济体衰退风险外溢

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：021-23586458

相关研究

《政府债券支撑社融回暖——8月货币数据点评》 2023.09.12

《新订单重返扩张区间，国内复苏持续——8月 PMI 数据点评》 2023.09.04

《经济恢复基础待加固，预计政策由观察期进入发力期——7月经济增长数据点评》 2023.08.21

《如何看待近期汇率波动，后续怎么看？》 2023.08.14

正文目录

1. 消费拉动作用增强，经济温和复苏态势有望延续 3
2. 工业增加值：制造业升级转型扎实推进，汽车、新能源、高端制造增加值高增长 3
3. 投资：制造业、基建投资进入发力期，地产仍处于磨底阶段 4
3.1 制造业投资拐点或已至 5
3.2 基建逐步形成实物工作量，预计增速企稳回升在即 6
3.3 房地产政策全面发力，下行压力仍在，但失速风险可控 6
4. 消费：静待前期政策显效 8

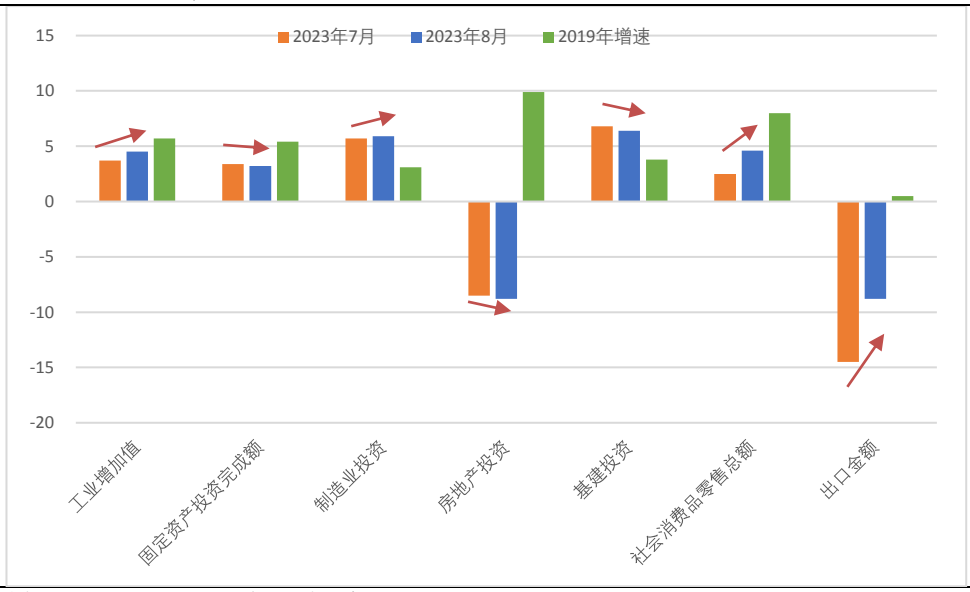
图表目录

图表 1：主要经济动能变化情况 3
图表 2：工业增加值同比增速回升 4
图表 3：8 月主要工业产品产量同比增速（%） 4
图表 4：固定资产投资三大类 5
图表 5：1-8 月细分行业制造业投资累计同比增速（%） 5
图表 6：2023 年下半年专项债发行提速 6
图表 7：石油沥青装置开工率提升 6
图表 8：竣工面积与新开工面积分化 7
图表 9：商品房库存升至高位 7
图表 10：领先指标预示房地产投资仍有下行压力 7
图表 11：各线城市二手房价格全面下行 7
图表 12：消费增速有所回落 8
图表 13：可选消费品零售额普遍回落 8

1. 消费拉动作用增强，经济温和复苏态势有望延续

国内经济仍在修复途中。8 月份，除固定资产投资受到房地产下行周期拖累，增速进一步回落外，其余工业增加值、社会消费品零售、出口等主要动能同比增速均有所回升，反映国内经济稳步修复。其中，消费边际改善较为明显，或主要与近期政策重心聚焦于提振消费有关，**消费对经济发展的基础性作用地位明确。**

图表 1：主要经济动能变化情况



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

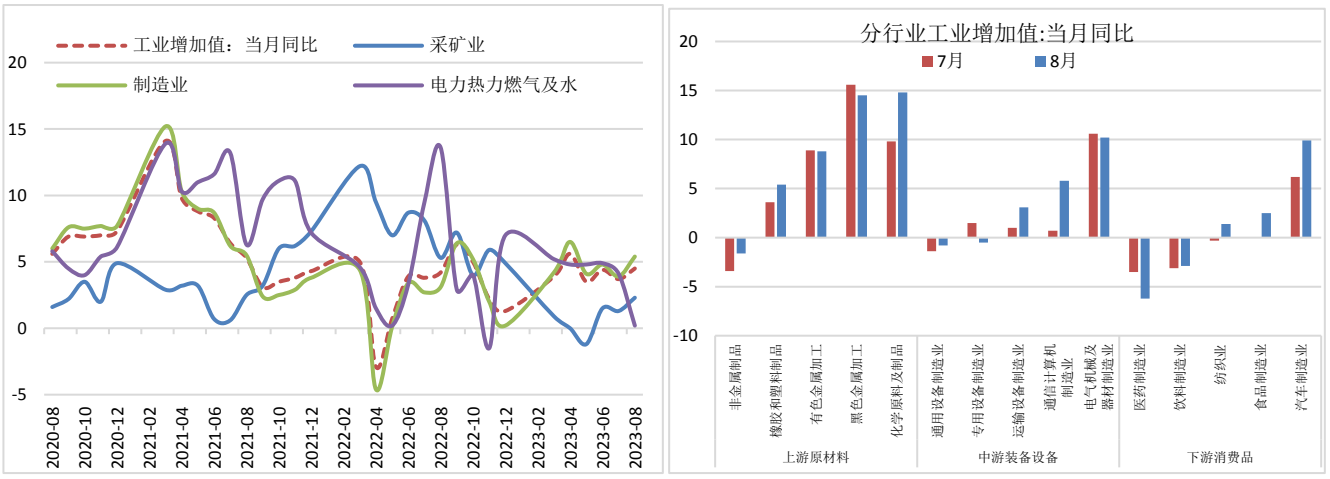
往后看，预计“着力扩大有收入支撑的消费需求”仍为政策主要发力方面，随着宏观政策措施逐步显效，叠加工业生产回暖、投资企稳、出口降幅收窄等有利因素，经济温和复苏格局有望延续。但考虑到消费是“慢变量”，其企稳回升有待居民“就业-收入-消费”良性循环形成，而当前就业压力依然存在，尤其是结构性矛盾较为突出，因此年内经济修复斜率大概率偏缓。

2. 工业增加值：制造业升级转型扎实推进，汽车、新能源、高端制造增加值高增长

8 月份工业增加值同比增速较上月提高 0.8 个百分点至 4.5%。分三大门类看，采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业增加值分别同比增长 2.3%、5.4%、0.2%，较 7 月份变化+1.0、+1.5、-3.9 个百分点。分企业类型看，国有控股企业增加值同比增长 5.2%，股份制企业增长 5.7%，外商及港澳台商投资企业增长 0.8%，私营企业增长 3.4%。

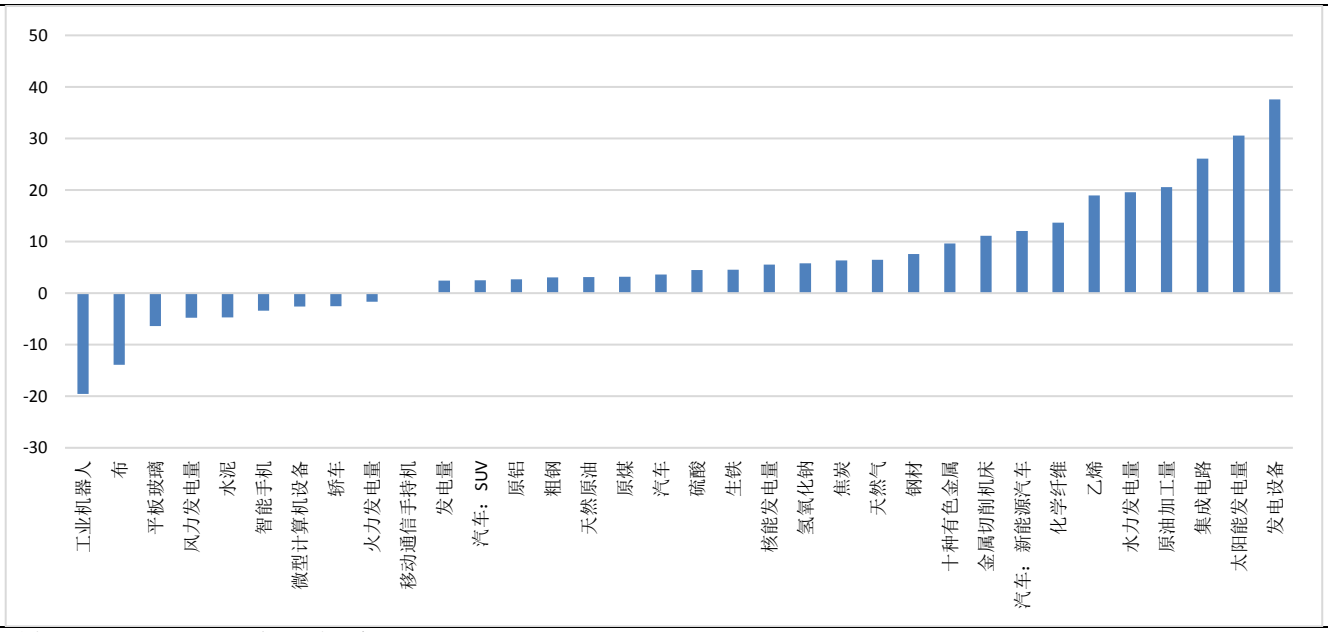
制造业结构持续优化。一是高附加值的高端制造业保持较快增长，如装备制造业增加值同比增长 5.4%，比上月加快 2.1 个百分点；高技术制造业增加值增长 2.9%，加快 2.2 个百分点，其中航空航天器及设备制造业同比增长 16.2%。**二是新能源产业发展向好，**如新能源汽车产量同比增长 13.8%，充电桩产量增长 17.4%，太阳能电池产量增长 77.8%。

图表 2：工业增加值同比增速回升



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 8 月

图表 3：8 月主要工业产品产量同比增速（%）

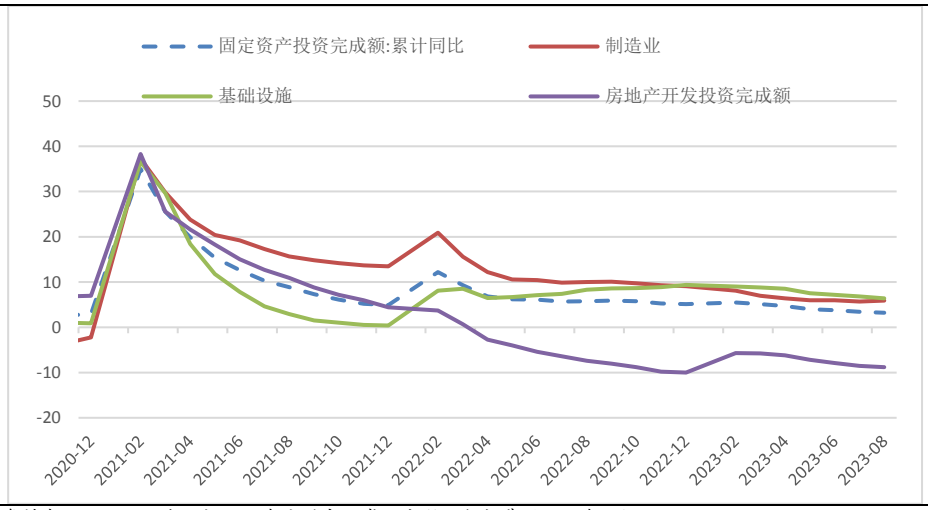


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

3. 投资：制造业、基建投资进入发力期，地产仍处于磨底阶段

制造业投资企稳回升，基建蓄势待发，房地产投资继续承压。1-8 月固定资产投资三大支柱中，制造业投资同比增长 5.9%，增速较 1-7 月份提高 0.2 个百分点；不含电力的基础设施投资同比增 6.4%，增速较 1-7 月份降低 0.4 个百分点；房地产投资同比下降 8.8%，降幅较 1-7 月扩大 0.3 个百分点。

图表 4：固定资产投资三大类



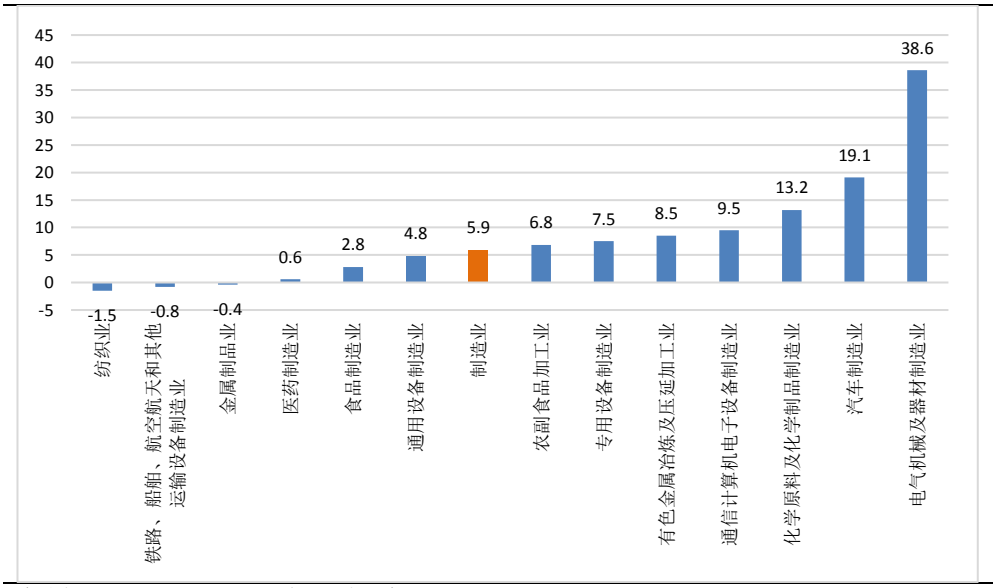
资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

3.1 制造业投资拐点或已至

高技术制造业对制造业投资的支撑增强。1-8 月，高技术制造业投资同比增长 11.3%，显著高于制造业投资总体增速。其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 17.5%、12.8%。此外，**新能源汽车产业链继续保持高增长。**1-8 月，电气机械及器材制造业（主要为新能源设备、电池）同比增长 38.6%，汽车制造业同比增长 19.1%，增速在各行业中领先。

往后看，工业企业去库存周期接近尾声，制造业投资拐点或已至。2023 年下半年以来，国内工业品价格明显回升，PPI 同比降幅连续两个月收窄，环比增速在 8 月份由负转正，价格底基本确认。受此影响，企业利润空间持续改善，制造业投资意愿增强，我们预计年内制造业投资增速将呈回升趋势。

图表 5：1-8 月细分行业制造业投资累计同比增速（%）



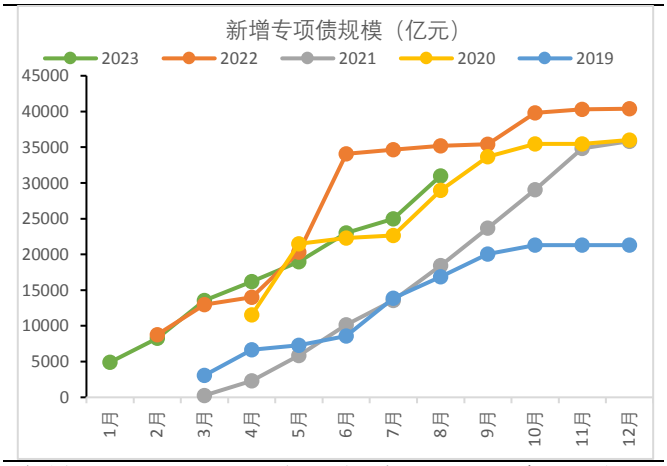
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

3.2 基建逐步形成实物工作量，预计增速企稳回升在即

专项债发行进度低于去年同期，拖累基建增速。基建项目受到地方专项债的影响较大，2023 年 1-8 月，全国地方政府专项债券累计新增约 3.1 万亿元，低于 2022 年同期水平，反映今年基建项目发力靠后特征。但 2023 年下半年以来，专项债发行明显提升，8 月份新增地方专项债近 6000 亿元。往后看，2023 年新增专项债还有约 0.7 万亿额度待发行，按《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》安排，今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕，**预示着未来两个月将进入专项债发行高峰期，资金面对基建投资的支持力度加大。**

基建形成实物工作量进展显著。下半年以来，石油沥青装置开工率快速提升，反映当前基建项目建设进程已加速，预计 9 月份基建投资增速大概率企稳回升。

图表 6：2023 年下半年专项债发行提速



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

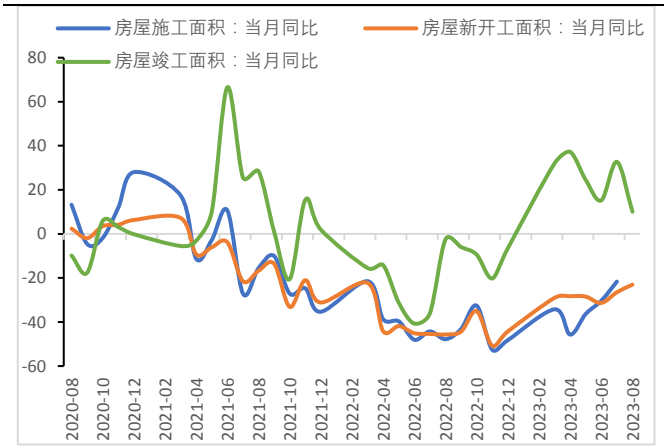
图表 7：石油沥青装置开工率提升

资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-9

3.3 房地产政策全面发力，下行压力仍在，但失速风险可控

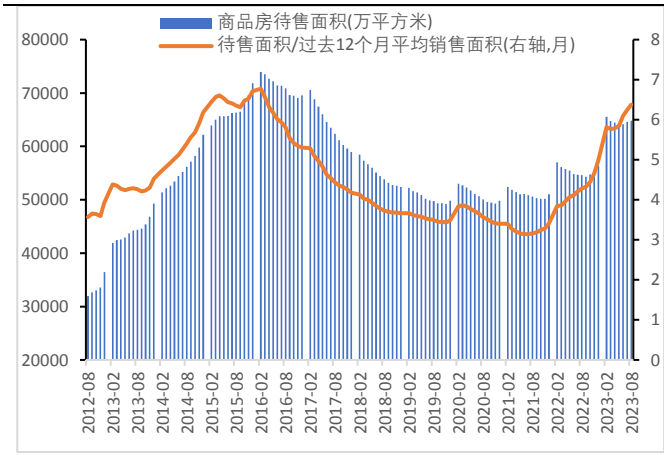
从供需角度看，楼市“强供给、弱需求”格局未变，库存去化还需时日。8 月份房屋施工、新开工、竣工面积同比增速分别为-28.78%、-23.05%、10.08%，竣工面积增速远高于施工面积和新开工面积，反映当前房地产投资主要为存量项目贡献，增量需求有限。存量项目建成后转化为库存，商品房市场供需关系失衡加剧。8 月份商品房待售面积 64564 万平方米，较去年同期提高 10190 万平方米，按过去 12 个月的平均销售速度，库存去化周期为 6.4 个月，创 2016 年 Q2 以来新高。

图表 8：竣工面积与新开工面积分化



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

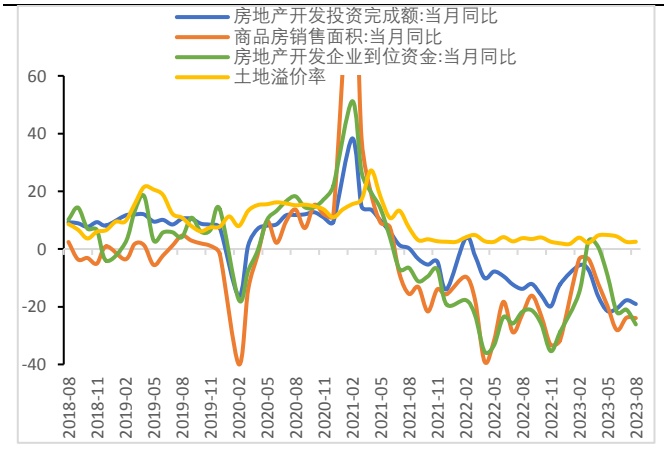
图表 9：商品房库存升至高位



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

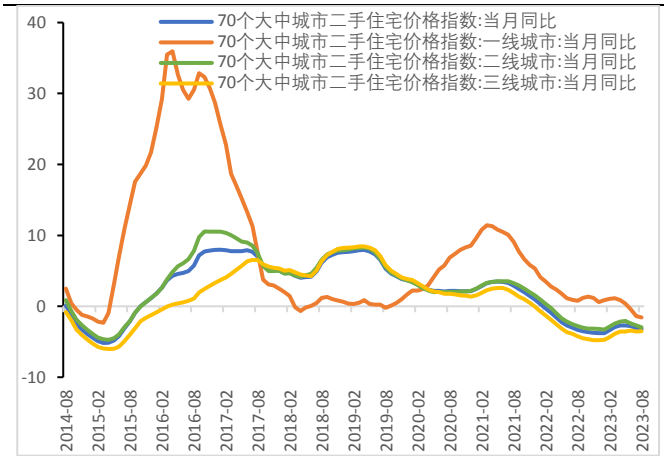
从领先指标看，房地产投资拐点未至，短期仍有下行压力。一是商品房市场量价齐跌，8 月当月，商品房销售面积、销售额同比减少 24.0%、23.7%；70 大中城市二手住宅价格指数同比下降 3.2%，一线、二线、三线城市二手房价格不同程度下行。**二是土地交易市场继续低迷，**8 月份 100 大中城市成交土地溢价率为 2.5%，处于历史较低水平。**三是房地产开发企业信贷需求偏弱，**8 月份房地产开发企业到位资金同比降低 26.1%，较前值低 5.1 个百分点。根据历史经验，楼市、土地市场、房企信贷领先于房地产投资，其相关指标读数偏低，表明房地产投资拐点未至。

图表 10：领先指标预示房地产投资仍有下行压力



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

图表 11：各线城市二手房价格全面下行



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

房地产领域降首付、降利率、落地“认房不用认贷”三大优化方向齐发力，政策托底态度明确。一是统一最低首付款比例政策下限，国家金融监督管理总局 8 月 31 日联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，明确提出“不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于 20%和 30%”。**二是房贷利率明显下调，**如 8 月 20 日央行、金融监管总局中国证监会联合电视会议中指出，截至 6 月末，343 个地级及以上城市中，100 个城市下调或取消了首套房贷利率下限，6 月新发放个人房贷利率 4.11%，同比下降 0.51 个百分点。**三是“认房不认贷”持续推进，**当前四个一线城市均已官宣认房不认贷。我们预计在政策托底下，房地产投资有望在充分调整到位后有望逐步回到合理水平。

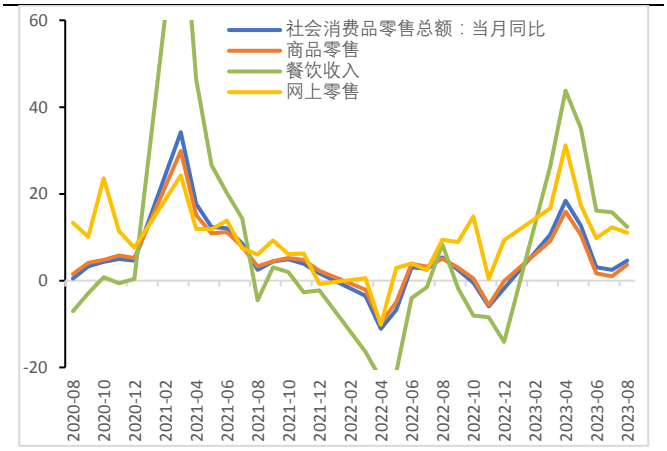
4. 消费：静待前期政策显效

出行旅游相关行业引领消费复苏。8 月份受暑期效应影响，居民出行旅游增多，餐饮、住宿、交通等服务消费持续扩大，其中，全国餐饮收入同比增长 12.4%，服务零售额增长 19.4%。

低基数效应和居民消费潜力释放共致可选消费边际回暖。8 月份化妆品类、金银珠宝类、通讯器材类的零售额分别增长 9.7%、7.2%、8.5%，增速在重点统计的商品中居前三。主要原因一方面是受去年低基数效应影响，另一方面则反映随着经济社会全面恢复常态化运行，居民消费潜力总体得到释放。

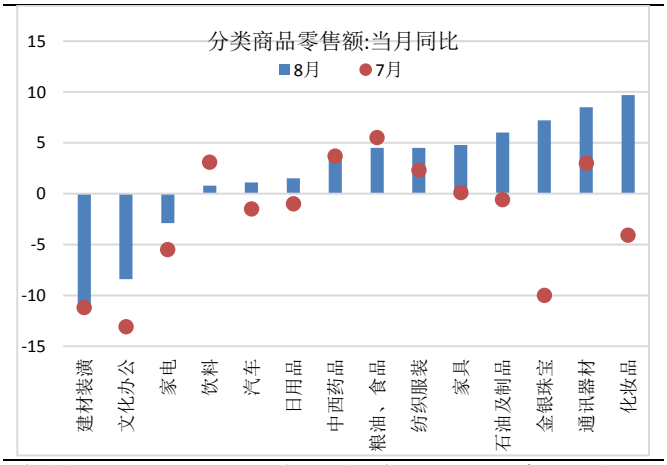
大宗消费提振遭遇瓶颈，政策效果有待进一步观察。近期政策对稳定大宗消费方面支持力度加大，但效果暂未显现。一方面，地产行业持续低迷，地产链相关消费偏弱，如建材装潢、家电零售额同比下降 11.4%、2.9%。另一方面，汽车领域促消费政策持续发力时间较长，需求已部分透支，增速进一步提升难度较大，8 月份汽车零售额同比增长 1.1%，在主要商品中增速靠后。

图表 12：消费增速有所回落



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

图表 13：可选消费品零售额普遍回落



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

往后看，促消费在稳增长中的基础性地位明确，预计随着前期政策落地生效，加上居民消费潜力不断释放，社零增速趋于回升，但修复斜率不宜高估。

【风险提示】

地缘政治冲突恶化风险
海外经济体衰退风险外溢

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%～-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。
本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。
在任何情况下，本公司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。
本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。
如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。