

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

经济复苏好于预期 政策仍需加快落地 —8月经济数据点评

2023年9月18日

分析师:

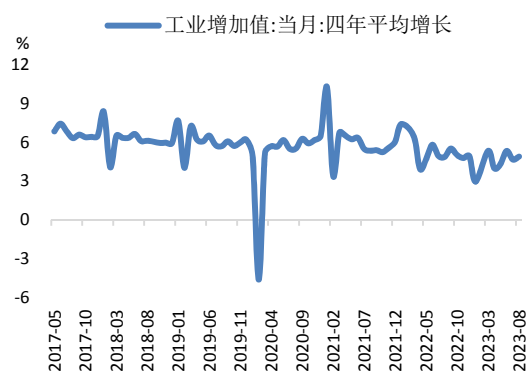
杜征征

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

- 《服务业接棒工业复苏 经济增长向稳态回归》
- 《CPI 转负 PPI 反弹 未来或缓慢上行—7月物价数据点评》
- 《复苏势头有所放缓 政策加码提振信心—7月经济数据点评》

内容提要:

8月工业增加值同比增长4.5%，预期增长4.2%（预期值来源为Wind，下同），前值增长3.7%；1-8月固定资产投资累计同比增长3.2%，预期增长3.0%，前值增长3.4%；8月社会消费品零售总额同比增长4.6%，预期增长3.0%，前值增长2.5%。

多因素推动生产端超预期回暖。一是前期极端天气扰动有所减弱；二是国内需求复苏有所加快；三是出口高基数因素消退叠加年底备货需求上升，出口、出口交货值增速反弹，拉动生产端回升。不过，当前需求虽然回升但总体上仍然复苏偏弱，一定程度上仍制约着生产端。

暑期出行增多、线下服务恢复等推动消费加快复苏，但消费弱复苏并非发生根本性好转，与当前就业压力尚存、收入增速放缓等密切相关。

投资整体增速好于预期，其中制造业投资韧性反弹，基建投资与房地产投资均小幅回落。

8月经济数据好于预期，主因政策加码推出、极端天气扰动消退以及基数走弱等。近期政策频出，8月专项债发行加速，8月15日超预期降息、8月末地产政策再度放松、9月15日年内二次降准等系列政策有助于稳定市场预期以及夯实经济复苏基础。不过，当前国内经济内生动能不强，居民资产负债表修复尚需时日，外需又面临持续回落的风险，政策仍需加快落地。

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，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，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15日公布的数据显示，8月工业增加值同比增长4.5%，预期增长4.2%（预期值来源为Wind，下同），前值增长3.7%；1-8月固定资产投资累计同比增长3.2%，预期增长3.0%，前值增长3.4%；8月社会消费品零售总额同比增长4.6%，预期增长3.0%，前值增长2.5%。

点评：8月经济数据好于预期，主因政策加码推出、极端天气扰动消退以及基数因素走弱等。近期政策频出，8月专项债发行加速，8月15日起超预期降息、8月末地产政策再度放松、9月15日年内二次降准等系列政策有助于稳定市场预期以及夯实经济复苏基础。不过，当前国内经济内生动能不强，居民资产负债表修复尚需时日，外需又面临持续回落的风险，政策仍需加快落地。

一、生产端超预期复苏

需求复苏、极端天气扰动消退等因素推动生产端回暖。8月规模以上工业增加值同比增长4.5%，好于市场预期（4.2%），较7月反弹0.8个百分点；四年平均增速反弹0.2个百分点至4.9%，为4月以来次高。从环比（经季调）看，8月工业增加值增长0.5%，与2015-2019年同期均值一致。生产端回暖的原因，一是前期极端天气扰动有所减弱；二是国内需求复苏有所加快，8月制造业PMI新订单指数环比回升0.7个百分点至50.2%，近5个月来首次站上50%，同时8月社会消费品零售总额同比增速超预期回升；三是出口高基数因素消退叠加年底备货需求上升，出口、出口交货值增速反弹，拉动生产端回升。不过，当前需求虽然回升但总体上仍然复苏偏弱，8月制造业PMI受调查企业中反映市场需求不足的企业占比仍达59%以上，同时库存同比增速虽然向0收敛但四年平均增速仍然偏高，一定程度上仍制约着企业生产积极性。

分三大门类看，8月采矿业增加值同比增长2.3%（7月为1.3%，下同），制造业增长5.4%（1.5%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%（4.1%）。其中，装备制造业保持较快增势，8月增加值同比增长5.4%，高于全部规模以上工业平均水平0.9个百分点，对全部规模以上工业增长贡献率达到38.9%；数字经济发展带动作用明显，8月电子工业专用设备制造、电子器件制造增加值分别增长15.7%和13%。

二、消费修复有所加快但仍是弱复苏

消费修复有所加快。8月社会消费品零售总额同比增长4.6%，强于市场预期（3.0%），较7月反弹2.1个百分点；四年平均增速为3.2%，较7月回升0.1个百分点，为年内次低；环比变化（0.31%）弱于2015-2019年

均值(0.76%)。其中,1-8月服务零售额同比增长19.4%,继续保持较快增长。扣除价格因素后社会消费品零售总额实际增长5%,比7月加快1.5个百分点。总的来看,暑期出行增多、线下服务恢复等推动消费加快复苏,但消费弱复苏并非发生根本性好转,与当前就业压力尚存、收入增速放缓等密切相关。

分类来看,多数商品消费同比增速反弹。从同比看,粮油食品类(同比增长4.5%,下同)、通讯器材类(8.5%)、服装类(2.6%)等保持正增长,金银珠宝类(7.2%)、化妆品类(9.7%)、汽车(1.1%)、石油及制品类(6%)等由负转正。从四年平均增速看,多数商品增速趋于放缓。其中,金银珠宝类(9.2%)、体育娱乐用品类(8.3%)保持较快增长,汽车(4.9%)、石油及制品(4.7%)类小幅加速,建筑及装潢材料类(-2.9%)、家具类(-0.4%)、家用电器和音像器材类(-1.9%)等地产链条类消费依然低迷。此外,8月餐饮收入同比增长12.4%,较7月下降3.4个百分点,四年平均增速(2.0%)较7月回落1.8个百分点。

暑期居民出游意愿较强带动住宿、餐饮、交通、文娱等消费快速增长。据统计局转引相关部门数据显示,7-8月全国铁路累计发送旅客8.3亿人次,创暑运旅客发送量历史新高;暑期旅游演艺场次、票房收入、观影人数同比分别增长两倍、五倍和七倍左右。

就业有所企稳。8月全国城镇调查失业率(5.2%)较7月下降0.1个百分点。其中,外来农业户籍劳动力失业率为4.4%,比上月下降0.4个百分点。

三、投资整体好于预期,制造业投资韧性反弹

1-8月固定资产投资(不含农户)同比增长3.2%,好于预期(3.0%),较1-7月(3.4%)回落0.2个百分点;四年平均增长(4.4%)与1-7月持平。从环比看,8月固定资产投资(不含农户)增长0.26%,弱于2017-2019年同期均值(0.43%)。整体投资回落,主要受地产投资拖累较多。此外,1-8月民间固定资产投资同比下降0.7%,较1-7月回落0.2个百分点;四年平均增速(2.4%)较1-7月回升0.2个百分点,为年内首次。

基建投资小幅回落。1-8月广义、狭义基建投资同比分别增长9.0%、6.4%,均较1-7月回落0.4个百分点;四年平均增速分别为5.9%、4.3%,均较1-7月回落0.1个百分点。根据我们的测算,8月当月广义、狭义基建投资同比分别增长6.2%、3.9%,较7月当月变化0.9、-0.6个百分点。从中观高频数据看,8月石油沥青装置开工率周均值(45.6%)较7月上行

8.6个百分点,基建直供水泥周环比连续增长(根据百年建筑调研数据),但整体基建实物工作量落地情况并不显著,后续仍需观察。展望未来,8月以来专项债发行提速,9月前2周石油沥青装置开工率周均值(47.3%)较8月进一步上行,未来基建投资仍有可能企稳回升。

房地产投资继续下行,销售跌幅扩大,资金到位情况未有改善。1-8月房地产开发投资同比下降8.8%,较1-7月回落0.3个百分点;四年平均增速为-0.5%,较1-7月回落0.5个百分点。根据我们的测算,8月当月房地产投资同比下降11.0%,较7月反弹1.2个百分点。8月当月新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-23.0%、-28.8%、10.1%,仅新开工增速较7月反弹;三者四年平均增速分别为-22.7%、-22.8%、5.6%,新开工与竣工增速好于7月,而且竣工增速为2022年新高,保交楼政策发挥一定效用。销售方面,1-8月商品房销售面积同比下降6.5%,降幅较1-7月扩大0.6个百分点。从高频的30个大中城市商品房成交情况看,8月政策出台后仅8月30日、31日两天成交高涨(主要是一、二线城市),9月后则降至8月均值水平,9月前17天总成交面积分别相当于2019年、2021年同期的46.9%、47.4%(一线城市表现相对较好)且日均值较8月同期下降6.2%,销售端仍存较大压力。从房地产开发资金到位情况看,1-8月累计增速(-12.9%)及其四年平均增速(-6.3%)均继续下行,分项中国内贷款、自筹资金、定金及预收均较1-7月回落,个人按揭贷款累计增速连续第2个月负增长。

制造业投资韧性反弹。1-8月制造业投资同比增长5.9%,比1-7月反弹0.2个百分点,为2022年10月以来首次;四年平均增长5.5%,较1-7月反弹0.3个百分点,为2022年以来次高。根据我们的测算,8月制造业投资当月同比7.1%,较7月反弹2.7个百分点。高技术与新兴行业发展向好,投资增长动力较强,对制造业投资的支撑作用明显。1-8月高技术产业投资同比增长11.3%,科学研究和技术服务业投资增长22.3%。其中,装备制造业投资增长14.3%。在新能源汽车发展向好的带动下,1-8月汽车制造业投资增长19.1%。

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,经济复苏不及预期,国内外疫情超预期变化,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转发、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