



供需边际改善，动能仍需夯实

——2023 年 8 月经济数据点评

8 月规模以上工业增加值当月同比 4.5%，两年复合 4.3%；社会消费品零售总额当月同比 4.6%，两年复合 5.0%；城镇固定资产投资额累计同比 3.2%，两年复合 4.5%。其中，房地产投资累计同比-8.8%，两年复合-11.4%；全口径基建投资累计同比 9.0%，两年复合 9.7%；制造业投资累计同比 5.9%，两年复合 7.9%。

8 月主要经济数据累计同比增速进一步下行，剔除基数效应，供需两端增长动能在 7 月大幅放缓后边际好转，物价、就业等指标同步改善。经济动能筑底回升，主要受 8 月以来政策持续落地发力托举，也存在极端天气影响减弱的因素。不过，由于仍处年中经济淡季，且预期改善较为缓慢，部分部门仍存拖累，整体修复幅度较为温和。在需求端，外需降幅边际收窄，内需除房地产投资外动能整体小幅回升。社会消费品零售总额季调环比 0.31%，商品消费动能有所改善，服务消费保持较好增势；固定资产投资季调环比 0.26%，扭转了连月下跌的趋势，累计同比增速边际下行 0.2pct 至 3.2%，其中，基建投资动能小幅增强，制造业投资动能保持稳健；房地产投资降幅进一步扩张，受其拖累民间投资也连续收缩。在供给端，工业和服务业生产动能双双反弹，工业增加值季调环比 0.5%，主要受中游制造业带动，服务业生产也有所提速。

一、供给：生产改善，失业率下行

8 月工业生产增长提速，规上工业增加值同比增速较 7 月上升 0.8pct 至 4.5%；生产动能增强，两年复合增速上升 0.6pct 至 4.3%，季调环比增速上升 0.49pct 至 0.5%。供需两端积极因素显现，推动企业生产修复加快。需求端边际回暖，PMI 新订单指数自 4 月以来，时隔 5 个月重返扩张区间。在供给端，产业升级和绿色转型对生产带动增强。集成电路、光电子器件等高技术产品和充电桩、太阳能电池等新能源产品生产高速增长。此外，季节性及高温多雨天气影响减弱，带动生产企稳。



分三大门类看，观察两年复合增速，上游采矿业生产放缓，增速较上月下降 0.8pct 至 3.8%；中游制造业是工业生产提速的重要支撑，增速上升 0.9pct 至 4.2%；受电力行业生产加快带动，下游电热燃水业生产维持较高增速，增速小幅下降 0.1pct 至 6.7%。分行业看，高技术产业和装备制造业生产动能增强。高技术产业生产增速提升 0.4pct 至 3.7%，光伏、芯片等产品增长较快。装备制造业各行业生产均有不同程度加快，其中受新能源汽车出口及消费支撑政策带动下，汽车制造业生产高速增长，增速上升 5.7pct 至 19.8%。

8 月服务业生产修复加快，服务业生产指数同比增速上升 1.1pct 至 6.8%，两年复合增速上升 1.2pct 至 4.3%。一方面，接触型、聚集型服务业保持较快增长。在暑期消费和居民旅游带动下，住宿餐饮、交通运输和仓储邮政业增速较高。另一方面，现代服务业持续向好。信息技术服务业增速提升 0.3pct 至 11.5%，金融业生产稳定增长，增速下降 0.4pct 至 7.2%。中高端服务业发展向好。

前瞻地看，政策托举叠加需求回暖，9 月工业生产有望进一步提速。

8 月全国城镇调查失业率顺季节性下行 0.1pct 至 5.2%。其中外来户籍人口失业率大幅下行至 4.8%，外来农业户籍人口失业率大幅下行至 4.4%，相较本地户籍人口失业率的劣势进一步扩大。前瞻地看，9-10 月失业率或继续保持稳中有降。

二、固定资产投资：环比改善，动能分化

8 月城镇固定资产投资动能总体企稳，季调环比由负转正至 0.26%，按可比口径计算，单月同比增速反弹 0.6pct 至 1.8%，累计同比增速下行 0.2pct 至 3.2%，两年复合累计同比增速持平于前月的 4.5%。其中，房地产投资单月降幅收窄，累计同比增速下行速度放缓，基建投资与制造业投资整体保持中高速增长，且动能边际上行。民间投资持续收缩，与国有控股单位投资之间增速差未见收窄。按可比口径计算，民间投资单月同比降幅小幅收窄 0.1pct 至 -2.2%，累计同比增速下行 0.2pct 至 -0.7%，两年复合累计同比增速下行 0.3pct 至 0.8%，或仍主要受房地产相关的第一、三产业拖累，第二产业保持较高速增长。



（1）房地产：销售、投资降幅收窄

8 月房地产销售收缩略有放缓，区域降幅向下收敛。商品房销售面积和金额同比增速仍深陷收缩区间，分别较 7 月上行 3.3pct、2.9pct 至 -12.2%、-16.4%，两年复合增速分别较 7 月上行 3.1pct、4.4pct 至 -23.3%、-21.8%。30 个大中城市商品房成交面积降幅收窄，两年复合增速较 7 月反弹 9.1pct 至 -20.8%，二三线城市降幅略有收窄，但一线城市降幅大幅扩张。

房地产投资降幅收窄。8 月同比增速较 7 月小幅上行 1.2pct 至 -11%，累计同比增速下行 0.3pct 至 -8.8%；单月两年复合增速较 7 月下行 1.4pct 至 -16.5%。一方面，**建安投资降幅或边际收窄。**8 月增量和存量施工项目降幅分化，延续“低开工、高竣工”的局面。新开工和施工面积仍处大幅收缩，两年复合增速分别上行 1.3pct、下行 5.1pct 至 -35.3%、-39%。竣工面积两年复合增速大幅上行 11.5pct 至 3.6%，“保交楼”政策持续发力，支撑其动能时隔 4 个月再度增强。另一方面，**土地购置费收缩或略有放缓**，8 月 100 大中城市土地成交面积两年复合增速小幅上行 3.4pct 至 -17.7%。

由于销售持续低迷拖累住户端资金来源，叠加信用持续收缩，房企到位资金降幅继续走阔。8 月房企到位资金同比增速较 7 月大幅下行 5.2pct 至 -25.4%，两年复合增速下行 0.6pct 至 -24%。一方面，商品房销售端未见明显起色，住户端资金来源单月金额连续第三个月环比收缩，拖累房企到位资金两年复合增速 -12.9pct。另一方面，部分房企陷入流动性危机，信用压力持续上升，国内贷款和自筹资金延续大幅收缩，单月两年复合增速分别为 -21.3%、-20.9%。

前瞻地看，9 月房地产相关指标同比增速下行幅度或进一步放缓。近期房贷利率相关政策对房地产销售“金九银十”的提振效果仍然有待观察，从高频数据看，持续低迷的态势无法即刻扭转，但收缩幅度或边际收敛。销售端受政策托举的效果传导至前端投资行为存在时滞，短期内房企土地购置、新开工等前端增量行为仍将深陷收缩，后端存量投资增速转正或难持续。



（2）基建：增速回升，稳健增长

8 月基建投资增速回升，在去年同期基数抬升的基础上，全口径当月同比增速上升 0.9pct 至 6.2%，两年复合增速小幅上升 0.2pct 至 9.7%；但 6.2% 的增速为 2022 年 4 月以来的单月次低增速，拖累累计增速下降 0.4pct 至 9.0%。狭义口径基建（不含电力）投资同比增速同样受基数抬升的影响，当月同比增速小幅下降 0.6pct 至 3.9%，累计增速下降 0.4pct 至 6.4%；而实际增长动能有所增强，两年复合增速小幅上升 0.2pct 至 7.3%。

从结构上看，三大行业投资动能分化。观察两年复合累计同比增速，电热燃水业投资保持高增，增速上升 0.5pct 至 20.6%；交运仓邮业投资动能有所增强，增速小幅上升 0.2pct 至 8.1%；水环公共业投资维持韧性，增速小幅下降 0.1pct 至 6.5%。

新增专项债发行使用提速推升了基建投资增速。8 月新增专项债发行 5,946 亿，较去年同期多发 5,430 亿。新增专项债投向领域和用作资本金的范围逐步扩大，带动水利、交通、充电设施、数据中心等新老基建投资建设。高温多雨天气对基建施工进度的拖累减弱，水泥发运率、磨机运转率和石油沥青装置开工率等高频数据显示 8 月动工加快。

前瞻地看，9 月仍将有近 7,000 亿新增专项债待发行，或支撑基建投资继续稳健增长。四季度增量工具或继续发力支持基建投资，一是“一揽子化债方案”落地缓解地方政府债务负担，二是四季度或新投放“金融工具”衔接专项债资金，三是促进民间投资的政策措施落地。

（3）制造业：增速反弹，结构分化

内外需求回暖带动 8 月制造业投资增速反弹，较上月上升 2.8pct 至 7.1%，为今年以来的次高增速，带动累计同比增速上升 0.2pct 至 5.9%，两年复合累计增速小幅上升 0.1pct 至 7.9%。

制造业投资结构性特征凸显。一方面，受产业升级、设备更新、绿色转型等政策支持，高技术制造业和装备制造业投资持续高增长。1-8 月高技术制造业累计增长 11.2%，其中医疗仪器设备制造、电子及通讯



设备制造业分别增长 17.5%和 12.8%。装备制造业中，受新能源汽车带动，汽车制造、电气机械制造分别增长 19.1%和 38.6%；专用设备和通用设备制造投资增速也有所提升。另一方面，部分行业面临产能调整，出口及房地产产业链相关行业投资承压，如原材料加工、黑色金属冶炼、家具制造业等。

前瞻地看，9 月制造业投资增长动能或维持韧性，受需求回暖、预期改善叠加盈利修复的支撑。

三、消费：动能仍待巩固

暑期出行社交类消费需求保持旺盛，叠加极端天气的影响消退，8 月社会消费品零售总额当月同比增速较上月回升 2.1pct 至 4.6%；实际动能反弹至年内次高点，低基数效应下两年复合增速较 7 月大幅回升 2.4pct 至 5%，环比增速转正，复苏动能增强。

从消费主体看，8 月限额以上单位社零两年复合增速上升 0.5pct 至 5.7%，高于整体水平，反映限额以上单位消费修复动能保持较强。按消费类型看，商品和服务消费修复动能较上月均有所增强。商品方面，8 月复苏进程加快，两年复合增速上行 2.3pct 至 4.4%。分商品类别看，多数品类修复动能均较上月回升。其中汽车消费动能增强是 8 月社零修复的最大支撑项。受降价促销活动提振，汽车类消费两年复合增速较 7 月上行 4.3pct 至 8.2%。地产周期类和通讯器材类消费修复动能再度放缓，为 8 月社零的拖累项。其中，通讯器材类和家电类消费两年复合增速较 7 月分别下降 2.2pct、0.4pct 至 1.7%、0.2%，建材、家具类消费仍陷收缩。服务方面，餐饮服务消费复苏动能保持强劲，8 月两年复合增速连续第三个月回升 3.8pct 至 10.4%，但环比相较疫前反季节性回落 1.5%，修复仍待巩固。

前瞻地看，9 月社零同比增速及实际动能或略有回落。暑期出行社交类消费需求渐退，居民消费能力仍受收入修复偏弱压制，地产周期类消费或保持收缩，叠加同期基数走高，或拖累社零增速修复斜率。

四、前瞻：修复动能仍需巩固



总体上看，8 月经济阶段性触底反弹，但复苏较为温和，动能仍需巩固。前瞻地看，由于预期改善较为缓慢，预计 9 月经济将延续温和修复，三季度经济动能将较二季度有所改善，但低于一季度。由于去年二、三季度 GDP 基数由低转高，今年三季度 GDP 同比增速或较二季度大幅回落，位于 4% 附近。后续政策或相机抉择继续加码，托底经济实现全年 5% 左右的增长目标。

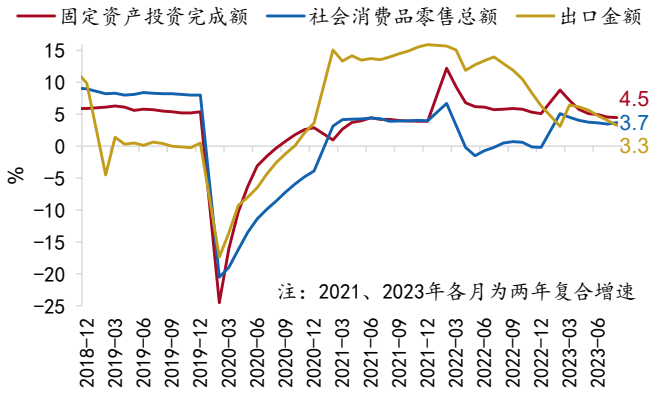
（评论员：谭卓 王欣恬 刘阳 张冰莹）



附录:

图 1: 内需动能企稳

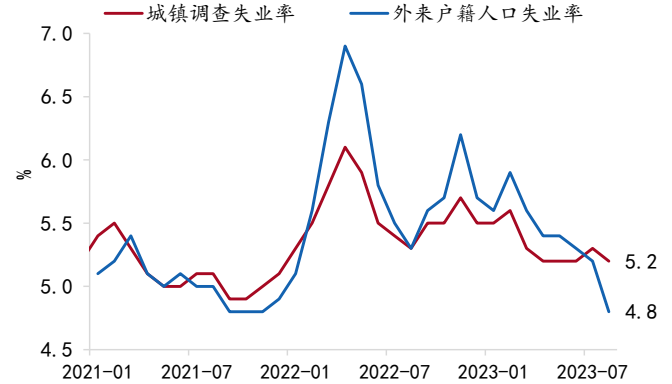
投资、消费和出口累计同比增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 2: 失业率边际下行, 外来人口失业率明显改善

城镇调查失业率



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 3: 工业生产增速提升

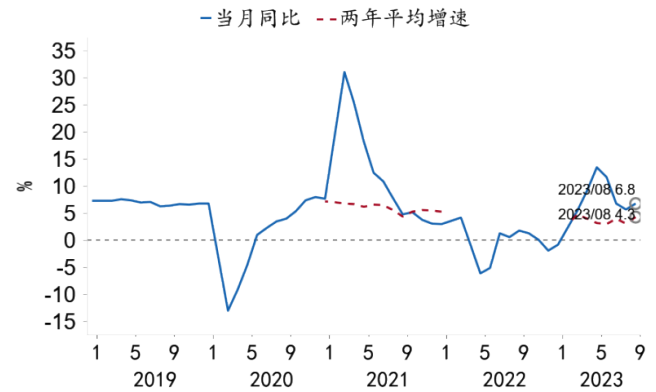
工业增加值增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 4: 服务业生产修复提速

服务业生产增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 5: 房地产投资降幅持续走阔

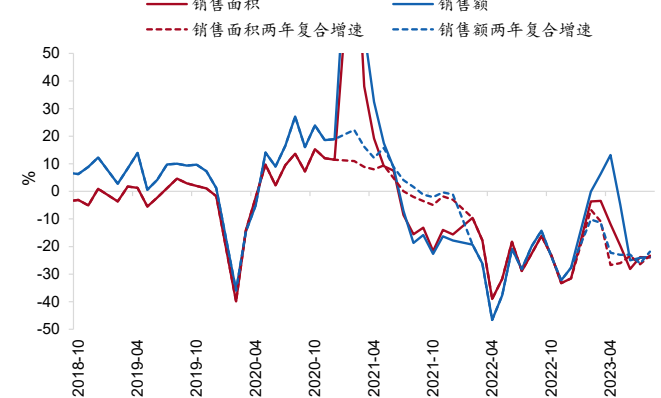
房地产投资累计同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 6: 房地产销售动能降幅略有收窄

商品房销售同比增速

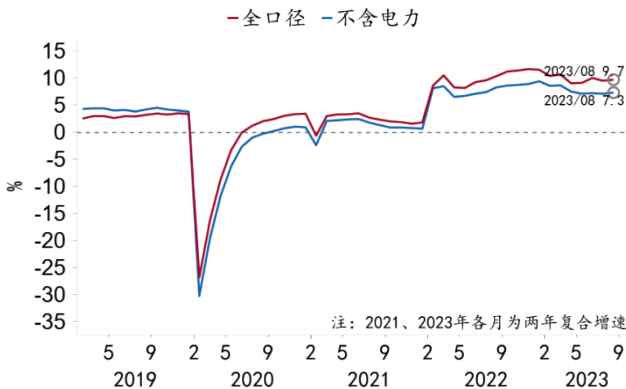


资料来源: Wind, 招商银行研究院



图 7: 基建投资稳健增长

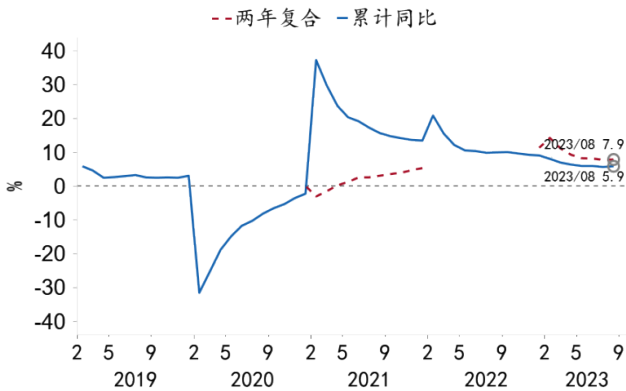
基建投资累计同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 9: 制造业投资增速反弹

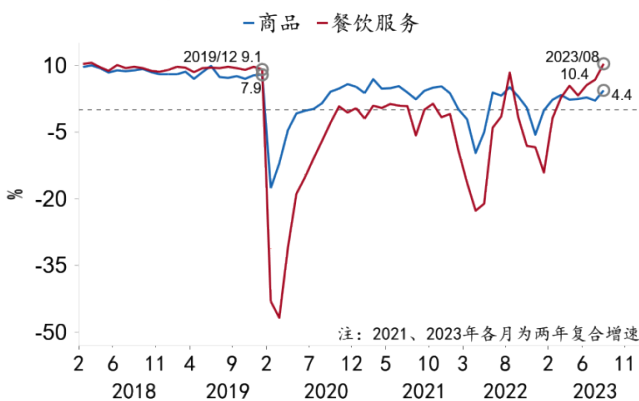
制造业投资增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 11: 商品和餐饮消费修复动能再度增强

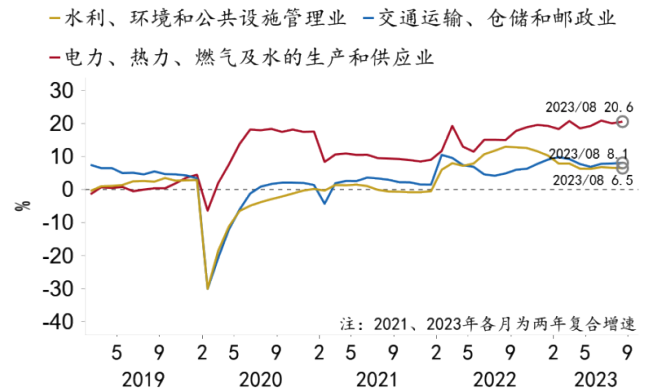
商品和餐饮消费当月同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 8: 基建三大行业投资动能有所分化

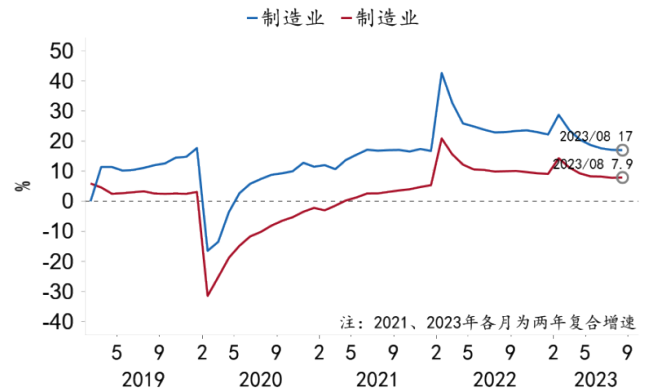
基建投资相关行业累计同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 10: 高技术制造业投资维持韧性

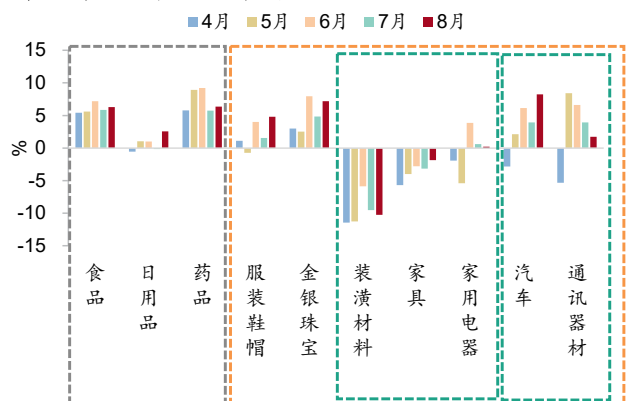
制造业与高技术制造业投资累计同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 12: 商品消费动能分化

部分商品销售额两年复合增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院