宏观研究

【粤开宏观】8 月经济何以超预期，兼论稳增长政策的力量与边界

2022 年 09 月 16 日

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

研究助理：马家进

近期报告

《【粤开宏观】以改革稳增长，以降低制度性成本稳预期》2022-09-08

《【粤开宏观】“六省一市养全国”的表象与真相》2022-09-09

《【粤开宏观】8 月 CPI 同比略有回落，但结构性通胀压力仍存》2022-09-09

《【粤开宏观】弱复苏背后的隐忧：8 月金融数据点评》2022-09-10

《【粤开宏观】力挽狂澜：地方财政的困境与自救》2022-09-10

摘要

市场原本预期 8 月经济弱复苏，但今天发布的 8 月生产、消费、投资数据均显著超出市场预期。市场预期主要是基于：从外部冲击来看，欧美经济衰退风险上升，国内面临疫情反弹、高温限电等多重考验，经济下行压力增大。**从前期公布的数据来看，**制造业 PMI 尽管小幅回升，但仍处于收缩区间；CPI 和 PPI 同比超预期回落，虽然有供给因素影响，但也反映了需求不旺；出口增速大幅回落，验证了欧美需求下滑；金融数据在反映财政基建发力的同时，也透露出微观主体信贷需求仍较低迷。**从资产价格来看，**7-9 月 A 股持续下跌，8 月中旬以来人民币汇率年内二度急贬并最终“破 7”，大宗商品价格自 6 月大幅回调以来低位震荡。

堪称强劲的经济数据与公众感知和前述指标存在背离。市场不禁要问：为何 8 月经济数据如此之强？这反映了当前怎样的经济环境？

一、8 月经济数据何以超预期回升？

1、8 月服务业和消费同比高增，主因基数效应扰动。去年 8 月国内经济在疫情反弹、“能耗双控”、楼市降温的背景下，除出口以外，其他数据几乎全面走弱。去年 8 月服务业生产指数和社会消费品零售总额两年平均增速较前值分别下降 1.2 和 2.1 个百分点，与今年 8 月的上升幅度基本相当。尤其是，去年 8 月餐饮收入两年平均增速为-5.8%，较前值下降 6.7 个百分点，因此今年 8 月的 8.4%并不值得惊讶。

2、8 月实际消费仍较低迷。从环比来看，2012-2021 的 10 年间，8 月社零消费季调环比均值为 0.7%，而今年 8 月仅为-0.05%，为历史同期罕见的负增长。**从旅游数据来看，**中秋假期旅游人次和收入恢复程度再次回落，考虑到 9 月新增确诊低于 8 月，8 月旅游行业景气度也应不高，且与 CPI 分项中飞机票和交通工具租赁费价格环比分别下降 7.5%和 1.0%相印证。

3、8 月经济数据也有积极的一面，反映政策持续发力生效。

一是汽车产销两旺，得益于车辆购置税优惠政策。8 月汽车零售额同比增长 15.9%，汽车制造业增加值和汽车产量同比分别增长 30.5%和 39.0%，对上下游产业链形成巨大拉动。

二是房地产竣工加快，保交楼稳民生工作扎实推进。8 月房地产投资、新开工、施工面积同比降幅持续扩大，销售面积和销售额同比降幅仍维持在 20%左右，但竣工面积显著改善，同比降幅由 7 月的 36.0%收窄至 8 月的 2.5%。

三是基建投资持续高增，财政金融协同发力。1-8 月基础设施投资同比增长 8.3%，比 1-7 月份加快 0.9 个百分点，增速连续 4 个月回升，专项债和政策性开发性金融工具的杠杆作用逐步显现。

二、稳增长政策明显生效，但也存在作用边界

8 月汽车产销两旺和基建投资持续高增，充分反映了稳增长政策的效果和力量；但总体消费和地产销售投资仍较低迷，表明促消费、稳地产政策存在作用边界。在基建投资中，政府、国企、城投等是有关主体，因此财政政策是主要影响因素，并且能有效发挥作用。而在消费、制造业投资、房地产投资领域，相关主体是居民和企业，政策只能起到引导作用，具体能否生效，还要看微观主体的预期和意愿。

同样是刺激需求，为何汽车销售走旺，而地产销售却持续走弱？汽车属于消费品，价格降低能刺激需求，因此车辆购置税减半能提振销售。而房地产兼具居住和投资属性，买涨不买跌，同时当前又存在期房烂尾风险，自然削弱了政策刺激效果。“金九银十”是车市和楼市的传统销售旺季，但从当前形势来看，车市有望实现，而楼市可能面临缺席。

此外，总需求政策对供给冲击作用有限。例如同样是促消费，为何汽车销售火热，而餐饮旅游却持续低迷呢？因为商品消费受疫情影响较小，而线下服务业受疫情严格限制，即使政策刺激了居民消费需求，顺利实现也有一定难度。即使是商品消费，如果遭遇供给冲击，需求政策也可能难以完全生效，比如今年 4 月供应链产业链受阻时，消费明显下滑。

三、以改革稳增长，以降低制度性成本稳预期

疫情以来，稳经济措施以政策刺激为主，但其边际效应会递减。刺激政策只能管短期，且有副作用；只有推动改革和构建制度才能管长远。通过改革降低制度性交易成本，有助于在短期稳增长，在中长期释放经济增长动能。

一是要正确处理好政府与市场的关系，明确政府的边界，让市场主体有明确的预期，真正发挥出市场配置资源的决定性作用。**二是**全面放开市场准入限制，在市场主体遵守法律法规的情况下，对不同所有制企业一视同仁，尤其要激励民营企业家做出更大贡献。**三是**改进对地方政府的考核激励机制，使其敢担当、善作为。**四是**加大对基层的转移支付，落实基层“三保”；加强对地方“乱收费、乱罚款、乱摊派”的监督曝光力度，阻止地方为了“创收”将手伸向企业和居民。

风险提示：疫情反弹超预期、外部冲击超预期

目 录

一、8 月经济数据何以超预期回升？ 4
1、理性看待服务业和消费数据高增，基数效应扰动 4
2、政策发力生效，汽车产销两旺，地产竣工加快，基建投资持续高增 6
二、稳增长政策明显生效，但也存在作用边界 8
三、以改革稳增长，以降低制度性成本稳预期 9

图表目录

图表 1： 8 月经济数据超市场预期 4
图表 2： 去年 8 月同比增速下降，今年 8 月同比增速上升 5
图表 3： 8 月社零消费环比增速明显弱于往年 5
图表 4： 中秋旅游人次和旅游收入恢复程度再次回落 6
图表 5： 8 月汽车产销两旺 6
图表 6： 8 月房屋竣工面积同比降幅大幅收窄 7
图表 7： 今年以来基建投资持续高增 7
图表 8： 9 月 30 城商品房销售明显回落 8
图表 9： 4 月商品消费和餐饮收入均受疫情严重冲击 9

一、8 月经济数据何以超预期回升？

市场原本预期 8 月经济弱复苏，主要基于：从外部冲击来看，欧美经济衰退风险上升，国内面临疫情反弹、高温限电等多重考验，经济下行压力增大。**从前期公布的数据来看，**制造业 PMI 尽管小幅回升，但仍处于收缩区间；CPI 和 PPI 同比超预期回落，虽然有供给因素影响，但也反映了需求不旺；出口增速大幅回落，验证了欧美需求下滑；金融数据在反映财政基建发力的同时，也透露出微观主体信贷需求仍较低迷。**从资产价格来看，**7-9 月 A 股持续下跌，8 月中旬以来人民币汇率年内二度急贬并最终“破 7”，大宗商品价格自 6 月大幅回调以来低位震荡。

但刚公布的 8 月生产、消费、投资数据均显著超出市场预期。工增同比 4.2%，高于预期的 3.9%和前值的 3.8%；社零同比 5.4%，高于预期的 4.2%和前值的 2.7%；固投同比 5.8%，高于预期的 5.3%和前值的 5.7%。堪称强劲的经济数据与公众感知和前述指标存在背离。市场不禁要问：为何 8 月经济数据如此之强？这反映了当前怎样的经济环境？

图表1：8 月经济数据超市场预期

类别	指标	6 月	7 月	8 月	8 月预期
生产（当月同比）	工业增加值	3.9	3.8	4.2	3.9
	服务业生产指数	1.3	0.6	1.8	
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	3.1	2.7	5.4	4.2
	商品零售	3.9	3.2	5.1	
	餐饮收入	-4.0	-1.5	8.4	
投资（累计同比）	固定资产投资	6.1	5.7	5.8	5.3
	房地产投资	-5.4	-6.4	-7.4	
	制造业投资	10.4	9.9	10.0	
	基建投资（不含电力）	7.1	7.4	8.3	
出口（当月同比）	出口	17.7	18.0	7.1	13.5
房地产（当月同比）	房地产投资	-9.4	-12.3	-13.8	
	商品房销售面积	-18.3	-28.9	-22.6	
	商品房销售额	-20.8	-28.2	-19.9	

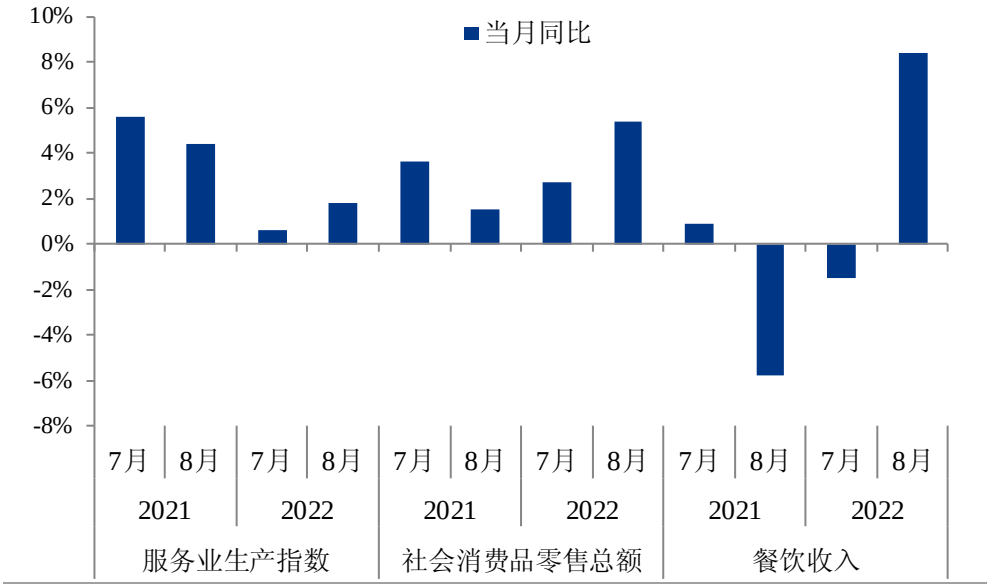
资料来源：Wind、粤开证券研究院

1、理性看待服务业和消费数据高增，基数效应扰动

8 月服务业生产指数同比增长 1.8%，比上月加快 1.2 个百分点，其中住宿和餐饮业增速高达 7.4%；社会消费品零售总额同比增长 5.4%，比上月加快 2.7 个百分点，尤其是餐饮收入增速高达 8.4%。在疫情反弹和高温天气影响下，居民出行半径缩短、消费场景受限，服务业和消费数据理应不强，应如何解释？

同比增速异常强劲主因基数效应扰动。去年 8 月国内经济在疫情反弹、“能耗双控”、楼市降温的背景下，除出口以外，其他数据几乎全面走弱。去年 8 月服务业生产指数和社会消费品零售总额两年平均增速较前值分别下降 1.2 和 2.1 个百分点，与今年 8 月的上升幅度基本相当。尤其是，去年 8 月餐饮收入两年平均增速为-5.8%，较前值下降 6.7 个百分点，因此今年 8 月的 8.4%并不值得惊讶。

图表2：去年 8 月同比增速下降，今年 8 月同比增速上升

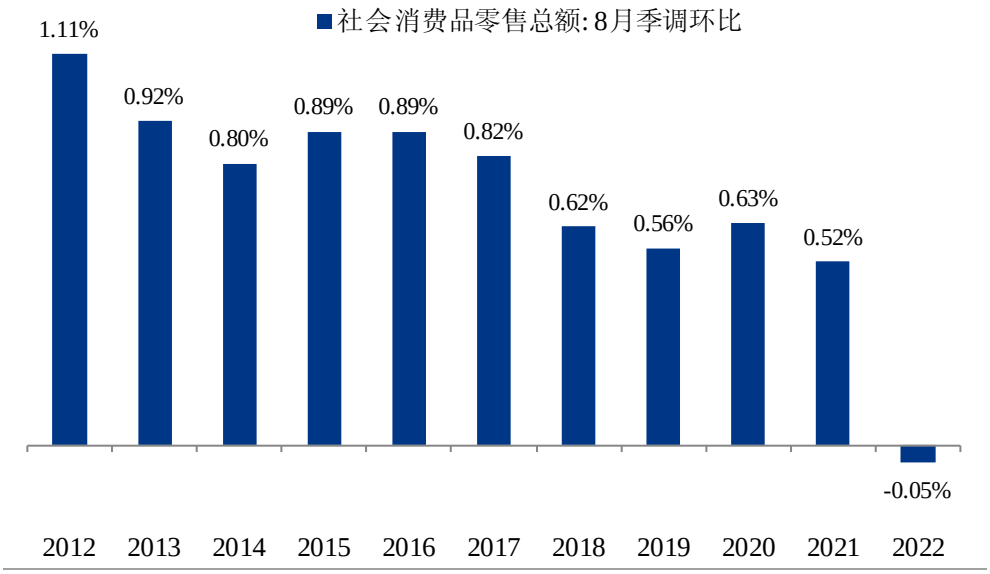


资料来源：Wind、粤开证券研究院　　（注：2021 年为两年平均增速）

8 月实际消费仍较低迷。从环比来看，2012-2021 的 10 年间，8 月社零消费季调环比均值为 0.78%，而今年 8 月仅为-0.05%，为历史同期罕见的负增长，并且是在 7 月环比-0.12%的基础上持续下滑。**从旅游数据来看，**中秋假期旅游人次和收入恢复程度再次回落，考虑到 9 月新增确诊低于 8 月，8 月旅游行业景气度也应不高，且与 CPI 分项中飞机票和交通工具租赁费价格环比分别下降 7.5%和 1.0%相印证。

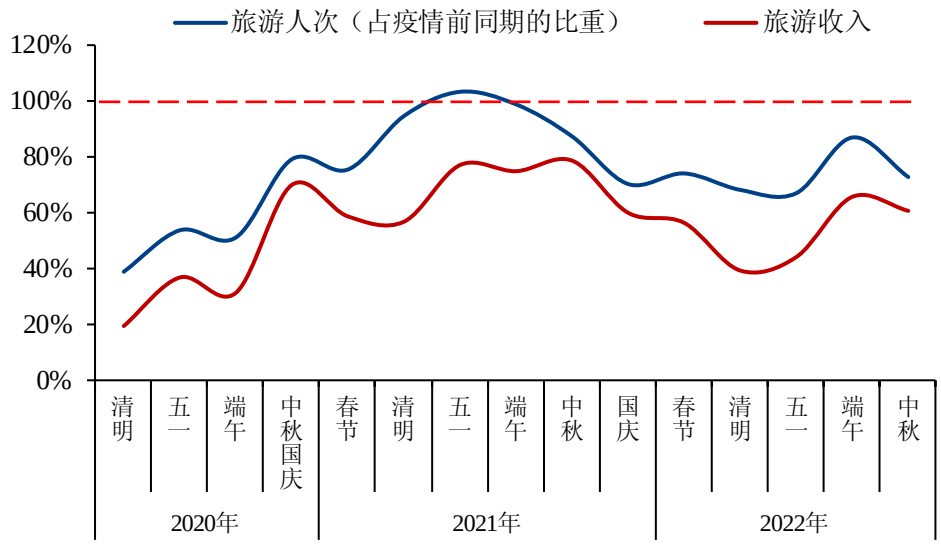
此外，生产和投资数据也受到基数效应扰动，但幅度没有服务业和消费这么大。

图表3：8 月社零消费环比增速明显弱于往年



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：中秋旅游人次和旅游收入恢复程度再次回落



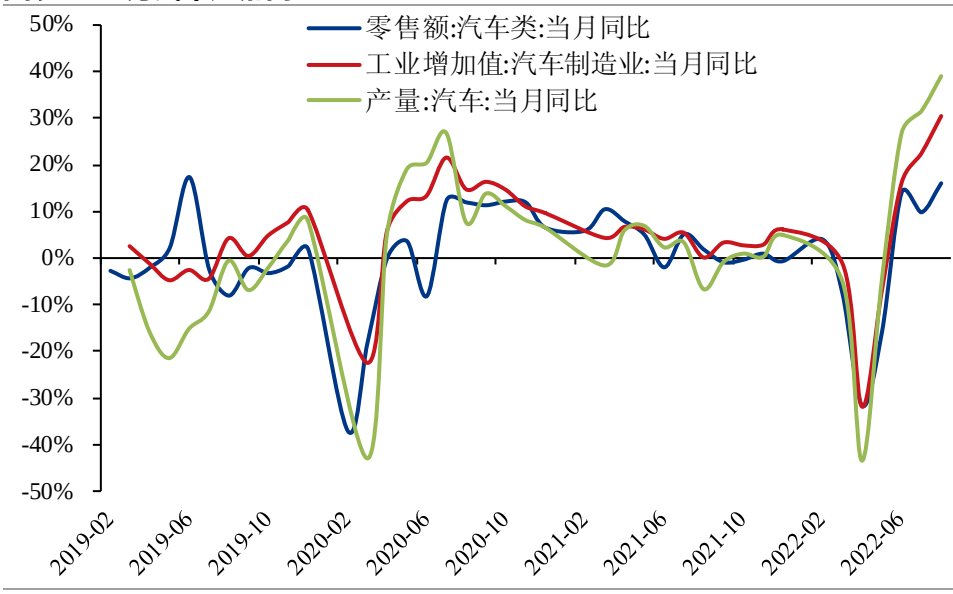
资料来源：文化和旅游部、粤开证券研究院

2、政策发力生效，汽车产销两旺，地产竣工加快，基建投资持续高增

8 月经济数据也有积极的一面，反映政策持续发力生效。

一是汽车产销两旺，得益于车辆购置税优惠政策。国家税务总局数据显示，阶段性减征部分乘用车车辆购置税政策实施后，今年 6-8 月，约 355.3 万辆车享受了减征政策，累计减征车购税 230.4 亿元。8 月汽车零售额同比增长 15.9%，汽车制造业增加值和汽车产量同比分别增长 30.5%和 39.0%，对上下游产业链形成巨大拉动。而这还是在疫情、高温影响线下展销，南方高温、限电冲击汽车产业链供应链的背景下实现的，更加凸显了政策的促消费、稳增长作用。

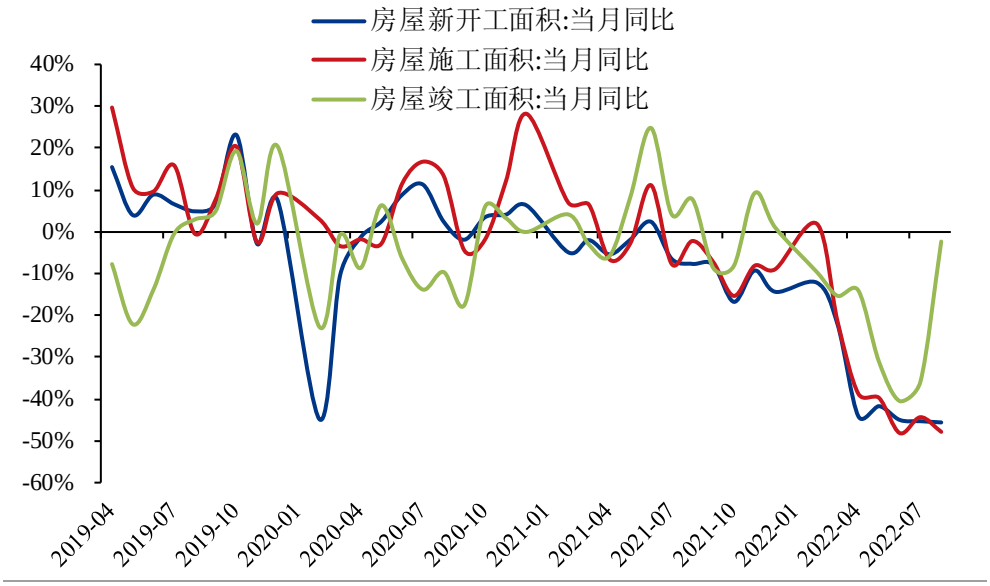
图表5：8 月汽车产销两旺



资料来源：Wind、粤开证券研究院　　（注：2021 年为两年平均增速）

二是房地产竣工加快，保交楼稳民生工作扎实推进。8 月房地产投资、新开工、施工面积同比降幅持续扩大，销售面积和销售额同比降幅仍维持在 20%左右，但竣工面积显著改善，同比降幅由 7 月的 36.0%收窄至 8 月的 2.5%。中央和地方通过设立纾困基金、政策性银行专项借款、压实地方政府属地责任和房企主体责任等方式盘活问题楼盘、救助困难房企，取得一定成效。

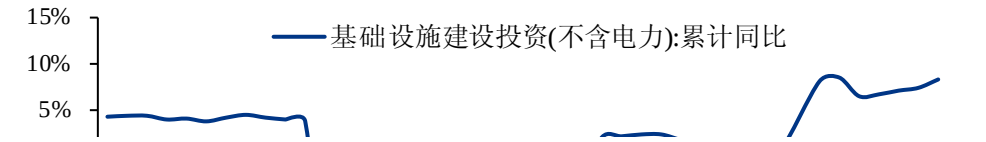
图表6：8 月房屋竣工面积同比降幅大幅收窄



资料来源：Wind、粤开证券研究院　　（注：2021 年为两年平均增速）

三是基建投资持续高增，财政金融协同发力。1-8 月基础设施投资同比增长 8.3%，比 1-7 月份加快 0.9 个百分点，增速连续 4 个月回升，专项债和政策性开发性金融工具的杠杆作用逐步显现。随着新增地方专项债发行使用加快，各地抓紧落实专项债对接项目，有力保障了投资项目的建设资金，基础设施项目陆续开工，投资进度不断加快。1-8 月，基础设施投资到位资金同比增长 17.4%，新开工项目个数达到 5.2 万个，比去年同期增加 1.2 万个。此外，前期已经落实到项目的政策性开发性金融工具投放金额 3000 亿元，支持投资项目 900 多个，项目计划总投资超过 3 万亿元。

图表7：今年以来基建投资持续高增



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46115