

债券市场专题研究

报告日期: 2022 年 09 月 17 日

强政策、小基数、弱复苏

——8 月经济数据点评

核心观点

三个词概括 8 月经济就是——强政策、小基数、弱复苏。

除了地产和出口，8 月其他经济数据基本都是超预期的。其中基建受政策推动高速增长可能保持惯性、制造业产业升级的内生动力确实不弱。

但是，我们也要意识到经济复苏程度并没有同比数据提示的那么强：（1）地产投资唯一的亮点在于竣工提速，但这主要得益于保交楼政策，新开工未见“开源”，地产投资本质上还在探底。（2）消费景气度和疫情扰动的绑定程度很高，本月消费超预期主因是去年小基数，刨除基数效应看消费基本没有展现出强劲的暑期季节性。（3）出口回落、消费不旺，制造业增速有下行的隐忧。因此，当前经济修复的主旋律还是弱复苏。

分析师: 高宇

执业证书号: S1230522020003

gaoyu@stocke.com.cn

相关报告

1 《二次稳增长下的数据新特征——8 月金融数据点评》

2022.09.13

2 《8 月经济数据前瞻》

2022.09.06

	指标	口径	8月	预测	7月	6月	5月
经济	GDP	不变价					
		当季同比%				0.4	
投资	基建投资(不含电力)	当月同比%	↑ 14.2	10.0	9.1	8.2	7.2
		累计同比%	↑ 8.3	7.7	7.4	7.1	6.7
	地产投资	当月同比%	↓ -13.8	-12.0	-12.3	-9.4	-7.8
		累计同比%	↓ -7.4	-7.2	-6.4	-5.4	-4.0
	商品房销售面积	当月同比%	↑ -22.6	-30.0	-28.9	-18.3	-31.8
		累计同比%	↑ -23.0	-23.8	-23.1	-22.2	-23.6
	制造业投资	当月同比%	↑ 10.6	7.0	7.5	9.9	7.1
		累计同比%	↑ 10.0	9.5	9.9	10.4	10.6
消费	社零	当月同比%	↑ 5.4	4.0	2.7	3.1	-6.7
		累计同比%	↑ 0.5	0.3	-0.2	-0.7	-1.5
出口	出口(美元计价)	当月同比%	↓ 7.1	13.0	18.0	17.7	16.4
	进口(美元计价)	当月同比%	↓ 0.3	1.0	2.3	1.0	4.0
通胀	CPI	当月同比%	↓ 2.5	2.7	2.7	2.5	2.1
	PPI	当月同比%	↓ 2.3	2.9	4.2	6.1	6.4
金融	社融	新增(万亿)	↑ 2.4	2.6	0.8	5.2	2.8
		存量同比%	↓ 10.5	10.6	10.7	10.8	10.5
	信贷	新增(万亿)	↑ 1.3	1.7	0.7	2.8	1.9
		累计同比%	↓ 10.8	11.0	10.9	11.1	10.9
就业	城镇调查失业率	同比%	↓ 5.3	/	5.4	5.5	5.9
	16-24岁调查失业率	同比%	↓ 18.7	/	19.9	19.3	18.4

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

□ 7 月经济数据: 多项数据超市场预期

9 月 16 日,统计局公布 8 月经济数据: 社会消费品零售总额当月同比增长 5.4%, 增速提高 2.7%; 固定资产投资累计同比增长 5.8%, 增速提升 0.1%; 其中, 基础设施投资累计同比增长 8.3%; 制造业投资(不含电力)增长 10.0%, 增速提升 0.1%; 房地产开发投资下降 7.4%, 增速回落 1%。城镇调查失业率回落为 5.3%, 青年群体失业率回落至 18.7%, 结构性就业压力小幅缓解。

□ 地产投资: 保交楼政策支持竣工提速, 地产投资前端弱后端强

8 月地产投资持续探底, 当月同比录得-13.8%, 累计同比降低-7.4%; 地产销售当月同比再度回升, 录得-22.58%, 累计同比录得-23.03%。销售数据略强于我

们的预测，主因基数效应影响明显；地产投资仍然偏弱，环比变动持续低于历史季节性规律，基本在我们的预期之内。

在基数效应和保交楼政策加持下，本月地产出现三个边际亮点“销售提速、竣工提速、和贷款提速”。第一，8月地产销售再度转向修复，7月底断供风波影响逐渐消退。第二，地产投资前端弱后端强，保交楼支持竣工提速。第三，开发商资金来源边际修复，但市场不宜对增速过度解读。一方面是基数效应，去年下半年开始开发商资金来源尤其是银行贷款回落明显，本月贷款绝对值小幅优化、但同比增速大幅提升，不宜对此过度解读，主因仍是基数效应。

展望后续，亮点藏隐忧，难持续是关键。虽然销售回暖有基本面逻辑，但是投资回暖只有政策面逻辑。保交楼政策对竣工的提振难以持续，后端投资的改善难以向前端传递，从竣工端优化传递到施工端整体优化的逻辑链很长：“竣工改善→居民保交楼信心提升→商品房销售改善→开发商销售资金来源优化→投资意愿增强”，目前看逻辑链条的第一个节点就未必通畅。竣工提速的保民生意义强于数据意义。市场对于地产投资的关注重点不应该放在短期保交楼政策的刺激上，而应该放在销售底部的稳定性上。预计9月地产投资当月同比小幅止跌。

□ 制造业投资：出口拖累有限，产业升级和汽车制造助力增长

8月制造业投资改善，当月同比增长10.6%，相较于上月抬升3.1pct；累计同比增长10%，整体高于市场预期。

外需不佳、内需助力，汽车和新能源产业链及上游原材料行业是本月制造业投资超预期抬升的关键。第一，本月出口对于制造业投资的拖累有限。计算机以及下游消费类制造业中的纺织服装和家具对出口的依赖性较高，本月纺织业投资同比增速大幅回落至-9.1%，但是计算机、通信和其他电子设备制造业投资继续抬升至19.6%。第二，汽车和新能源产业链内需强劲是制造业投资超预期的关键。一方面，新能源产业链升级带动电气制造业投资持续高增；另一方面，结合消费来看，汽车是三季度零售最大的亮点，本月汽车制造业增速抬升显著。

展望后续，基本面仍是制约、政策面构筑亮点。随着高温限电影响结束、地产保交付下竣工提速、以及缓税和再贷款政策支持落地。首先，仍需警惕外需不足导致制造业增速下行的风险。外需对于劳动密集型下游制造业的拖累已有体现，但是对计算机制造业投资影响还未展现。其次，地产对于制造业投资的拖累收敛。当前地产投资仍在持续探底，新开工仍然较弱，中期对地产后周期的家具制造业等、地产上游的黑色金属及非金属制造业主旋律仍是拖累项；但是一方面竣工提速形成对地产上游黑金和非金形成短期利好，另一方面商品房销售在震荡筑底中，地产后周期制造业的拖累可能缓解。此外，货币财政政策双支持是后续制造业持续回升的核心，制造业设备更新有空间。9月13日国常会提出延长4400亿缓税期限和新增2000亿再贷款两项措施助企纾困，我们预计9月制造业投资增速继续上行。

□ 基建投资：资金来源充裕，仍是基本面确定性最高的拉动项

基建继续发挥逆周期调节功能，8月当月同比录得14.2%、1-8月累计同比录得8.3%，基建增速相较于上月份抬升明显。

8月基建的主基调是“资金充裕+高温扰动”。结合8月社融信贷结构出现新特征“政策加码下基建企业中长贷、非标占比短期提升”，资金充裕很大程度上克服了高温扰动的不利影响，导致本月基建增速超预期。

展望后续，我们对基建的预测维持不变，是基本面确定性最高的拉动项。基建投资项目资本金是影响后续基建投资增速的核心项，政策性金融工具有助于疏通货币渠道和稳定经济大盘。随着高温扰动的消退，以及“调增3000亿政策性开发性金融工具额度+用好5000多亿专项债限额”政策的接续发力，预计9月基建增速会进一步提高。

□ 消费：疫情扰动、旺季不旺，小基数下的弱修复

8月社零当月同比增长5.4%，累计同比上行0.5%，同比数据超预期明显。

刨除去年8月的低基数效应，今年8月社零其实是偏弱的，主因还是疫情扰动。
首先，政策支持下，汽车消费对社零支撑仍然明显。8月地产后周期和可选消费表现仍然不佳，必选消费和社交项增速小幅抬升，汽车零售仍是社零增速的主要拉动项。其次，受疫情反复的影响，线下消费受阻明显。刨除同比增速中的基数干扰，社零当月值总额小幅回升，餐饮当月值基本持平；对比2019年和2020年，暑期的季节性旺季效应并没有充分展现。

展望后续，弱修复是主旋律，预计9月社零当月同比可能小幅回落。第一，汽车对消费的支撑仍在，但随着2021年9月份汽车零售基数的抬升，汽车的同比拉动优势可能弱化。第二，9月上旬深圳和成都等地疫情影响明显，线下消费场景可能受阻明显，9月下旬随着疫情影响的消退，社零可能再度步入复苏通道。

□ 风险提示

基本面超预期变动；政策力度超预期；

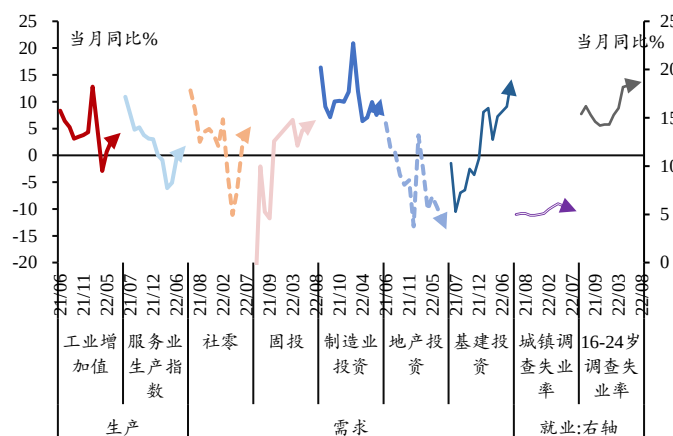
正文目录

1 地产：保交楼政策支持竣工提速，地产投资前端弱后端强	5
2 制造业：出口拖累有限，产业升级和汽车制造助力增长	8
3 基建：资金来源充裕，仍是基本面确定性最高的拉动项	9
4 消费：疫情扰动、旺季不旺，小基数下的弱修复	10
5 风险提示	12

图表目录

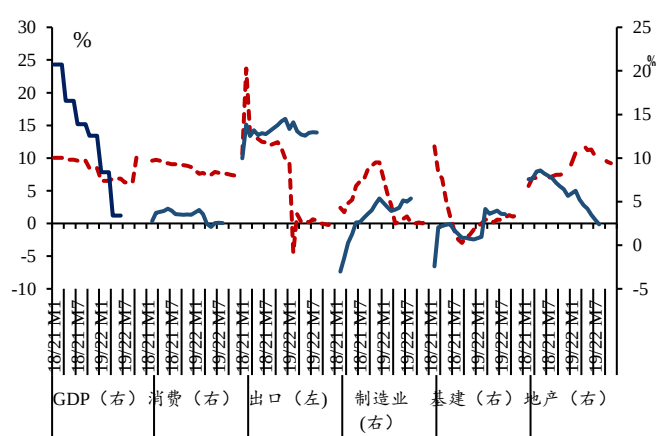
图 1： 各项主要经济指标当月同比走势	5
图 2： 支出法下，经济增长动能拆分（累计同比口径）	5
图 3： 主要经济指标变动和预期	5
图 4： 地产周期拆分	6
图 5： 地产投资周期、销售周期、开发周期全览	6
图 6： 地产销售走势	6
图 7： 竣工面积当月值	7
图 8： 新开工面积当月值	7
图 9： 施工面积当月值	7
图 10： 商品房待售面积走势	7
图 11： 房地产开发资金来源走势图	7
图 12： 30 城新房销售面积走势	8
图 13： 30 城新房销售面积同比走势	8
图 14： 制造业投资分行业当月同比增速	8
图 15： 制造业投资同比增速	9
图 16： 基建投资累计同比走势	10
图 17： 分行业基建投资走势	10
图 18： 分产品看限额以上批发和零售业零售额	10
图 19： 分行业看社零增速走势	10
图 20： 社零季节性	11
图 21： 餐饮分项季节性	11
图 22： 拥堵延时指数	11
图 23： 地铁客运量	11
图 24： 汽车销量走势	12
图 25： 整车运输供路物流运价指数	12

图1：各项主要经济指标当月同比走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：支出法下，经济增长动能拆分（累计同比口径）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

右图备注：2020年由于疫情具有基数效应，因此我们对上图各指标2021和2022年累计同比数据做如下处理：以2019年数据为起点，2021年计算两年复合同比增速，2022年计算三年复合同比增速。

图3：主要经济指标变动和预期

指标	口径	8月	预测	7月	6月	5月
经济	GDP	不变价 当月同比%			0.4	
	基建投资(不含电力)	当月同比% ↑ 14.2	10.0	9.1	8.2	7.2
		累计同比% ↑ 8.3	7.7	7.4	7.1	6.7
	地产投资	当月同比% ↓ -13.8	-12.0	-12.3	-9.4	-7.8
		累计同比% ↓ -7.4	-7.2	-6.4	-5.4	-4.0
投资	商品房销售面积	当月同比% ↑ -22.6	-30.0	-28.9	-18.3	-31.8
		累计同比% ↑ -23.0	-23.8	-23.1	-22.2	-23.6
	制造业投资	当月同比% ↑ 10.6	7.0	7.5	9.9	7.1
		累计同比% ↑ 10.0	9.5	9.9	10.4	10.6
消费	社零	当月同比% ↑ 5.4	4.0	2.7	3.1	-6.7
		累计同比% ↑ 0.5	0.3	-0.2	-0.7	-1.5
出口	出口(美元计价)	当月同比% ↓ 7.1	13.0	18.0	17.7	16.4
	进口(美元计价)	当月同比% ↓ 0.3	1.0	2.3	1.0	4.0
通胀	CPI	当月同比% ↓ 2.5	2.7	2.7	2.5	2.1
	PPI	当月同比% ↓ 2.3	2.9	4.2	6.1	6.4
	社融	新增(万亿) ↑ 2.4	2.6	0.8	5.2	2.8
	存量同比%	↓ 10.5	10.6	10.7	10.8	10.5
金融	信贷	新增(万亿) ↑ 1.3	1.7	0.7	2.8	1.9
		累计同比% ↓ 10.8	11.0	10.9	11.1	10.9
就业	城镇调查失业率	同比% ↓ 5.3	/	5.4	5.5	5.9
	16-24岁调查失业率	同比% ↓ 18.7	/	19.9	19.3	18.4

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1 地产：保交楼政策支持竣工提速，地产投资前端弱后端强

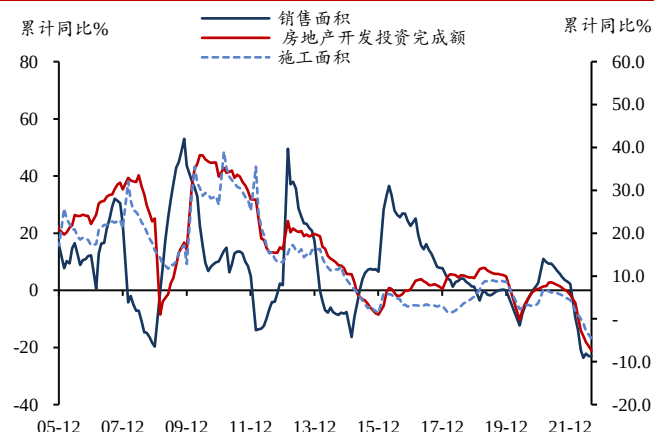
8月地产投资持续探底，当月同比录得-13.8%，累计同比降低-7.4%；地产销售当月同比再度回升，录得-22.58%，累计同比录得-23.03%。销售数据略强于我们的预测，主因基数效应影响明显；地产投资仍然偏弱，环比变动持续低于历史季节性规律，基本在我们的预期之内。

图4: 地产周期拆分

数据区间	投资周期				需求周期				开发周期								库存周期
	地产投资	FAI	地产: 建筑工程	地产投资: 其他费用	商品房销售面积	商品房销售额	70城新房价格指数	70城二手房价格指数	施工面积	新开工面积	竣工面积	商品房待售面积	资金: 合计	资金: 贷款	资金: 定金及预收	资金: 按揭	土地购置面积
单位	万亿 /%	万亿 /%	万亿 /%	万亿 /%	亿平 /%	万亿 /%	%	%	亿平 /%	亿平 /%	亿平 /%	亿平 /%	万亿 /%	万亿 /%	万亿 /%	万亿 /%	万平 /%
2022	9.08	36.71	未出	未出	8.79	8.59	-	-	86.86	8.51	3.69	5.46	10.08	1.23	3.27	1.62	5,400
累计	9.81	34.69	5.79	3.59	11.42	11.90	-	-	91.00	13.55	4.67	5.06	13.44	1.69	5.10	2.15	10,733
2021	8.85	37.88	4.98	3.41	9.85	9.69	-	-	83.97	13.99	3.71	5.01	11.71	1.80	3.88	1.90	11,947
2020	8.46	40.06	4.75	3.16	10.18	9.54	-	-	81.32	14.51	4.16	4.98	11.37	1.73	3.84	1.74	12,236
2019	7.65	41.52	4.32	2.66	10.25	8.94	-	-	74.77	13.33	4.62	5.39	10.67	1.58	3.54	1.56	16,451
2018	1.13	4.73	未出	未出	0.97	1.01	-	-	0.95	0.90	0.48	-	1.20	0.12	0.41	0.21	854.35
当月	1.11	4.84	0.64	0.43	0.93	0.97	-	-	1.04	0.96	0.34	-	1.19	0.12	0.40	0.20	917.69
22年6月	1.62	6.55	0.93	0.62	1.82	1.77	-	-	1.73	1.48	0.53	-	1.64	0.18	0.55	0.24	1238.97
22年5月	1.30	5.24	0.75	0.50	1.10	1.05	-	-	1.29	1.19	0.33	-	1.19	0.12	0.38	0.17	622.85
累计	-7.40	5.80	未出	未出	-23.03	-27.87	-	-	-4.50	-37.20	-21.10	8.00	-24.97	-27.41	-35.84	-24.42	-49.70
22年7月	-6.40	5.70	-6.60	-5.70	-23.10	-28.80	-	-	-3.70	-36.10	-23.30	7.50	-25.38	-28.38	-37.06	-25.24	-48.10
22年6月	-5.40	6.10	-5.10	-5.50	-22.20	-28.90	-	-	-2.80	-34.40	-21.50	7.30	-25.32	-27.17	-37.92	-25.66	-48.30
同比	-4.00	6.20	-2.40	-6.20	-23.60	-31.50	-	-	-1.00	-30.60	-15.30	8.60	-25.78	-26.01	-39.69	-26.98	-45.70
当月	-13.81	6.57	未出	未出	-22.58	-19.89	-2.10	-3.30	-47.80	-45.66	-2.49	-	-21.74	-17.57	-25.98	-18.26	-56.60
22年7月	-12.33	3.75	-15.15	-6.99	-28.88	-28.21	-1.70	-3.00	-44.27	-45.39	-36.02	-	-25.82	-36.79	-31.17	-22.57	-47.35
22年6月	-9.41	5.62	-13.37	-3.19	-18.28	-20.81	-1.30	-2.70	-48.07	-45.08	-40.73	-	-23.59	-32.07	-30.76	-19.71	-52.81
同比	-7.81	4.60	-5.07	-11.61	-31.77	-37.68	-0.80	-2.20	-39.68	-41.85	-31.27	-	-33.39	-33.97	-48.70	-34.37	-43.10

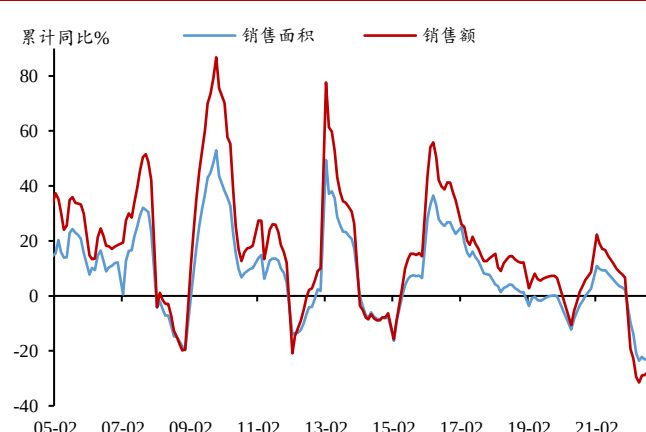
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 地产投资周期、销售周期、开发周期全览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 地产销售走势



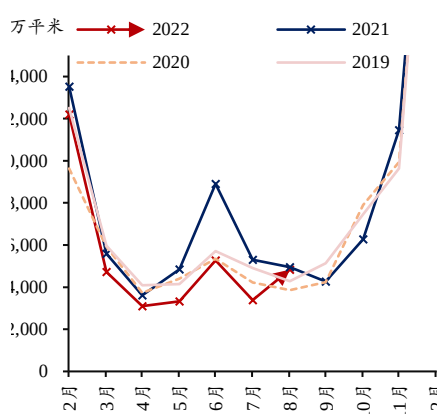
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

前端弱后端强，基数效应和保交楼政策加持下，本月地产出现三个边际亮点“销售提速、竣工提速、和贷款提速”。

8月地产销售再度转向修复。地产销售好转基本在预期之内，7月底断供风波影响逐渐消退，30大中城新房销售面积再度回升且19城二手房销售持续走强，新房和二手房需求都不弱。

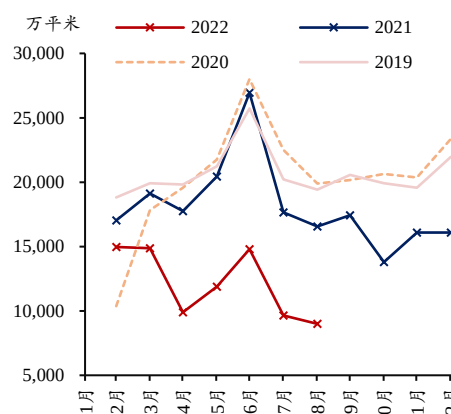
前端弱后端强，保交楼支持竣工提速。地产投资和施工面积高度相关，而施工面积包含新开工、在建和竣工面积。在7月底中央政治局会议提出“保交楼、稳民生”后，一方面各地纾困基金积极行动，另一方面政策工具箱完善，据悉政策性银行通过专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。因此，表现在数据上，后端地产竣工面积呈现反季节性提速特征。

图7: 竣工面积当月值



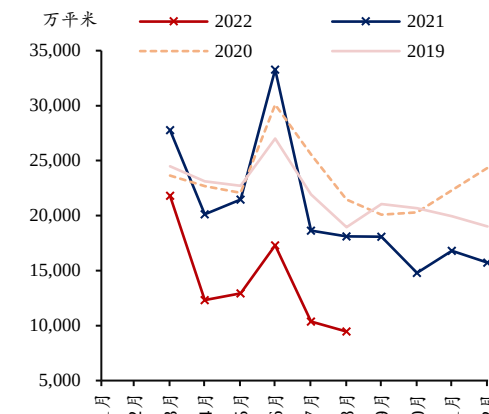
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 新开工面积当月值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 施工面积当月值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

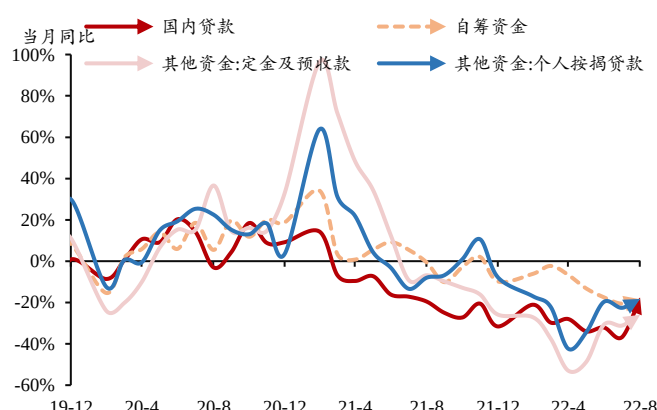
开发商资金来源边际修复,但不宜对增速过度解读。去年下半年开始开发商资金来源尤其是银行贷款回落明显,本月贷款绝对值小幅优化、但同比增速大幅提升,不宜对此过度解读。

图10: 商品房待售面积走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 房地产开发资金来源走势图

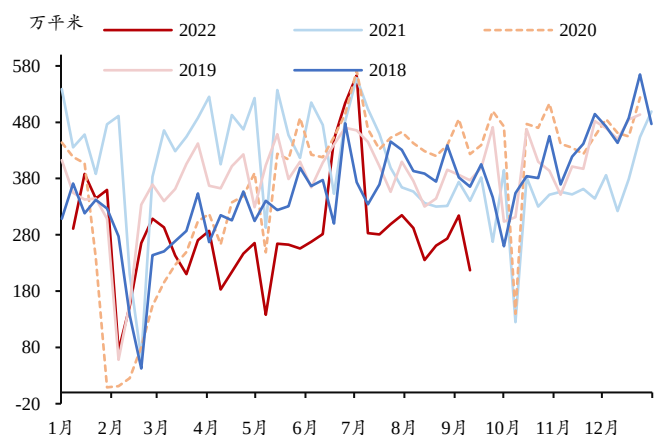


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

展望后续,亮点藏隐忧,难持续是关键。受高温天气结束和保交楼政策的影响,预计9月地产投资当月同比小幅止跌。虽然销售回暖有基本面逻辑,但是投资回暖只有政策面逻辑,市场对于地产投资的关注重点不应该放在短期保交楼政策的刺激上,而应该放在销售底部的稳定性上。

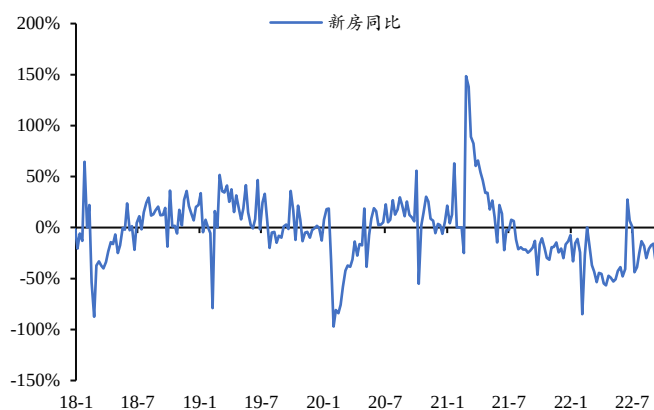
销售底不稳。9月上旬地产新房和二手房销售数据再度大幅回落,除季节性影响外,最新一周新房销售数据下探至7月以来最低水平,略好于4月至5月疫情影响下的销售,二手房销售也小幅回落。

图12: 30城新房销售面积走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 30城新房销售面积同比走势



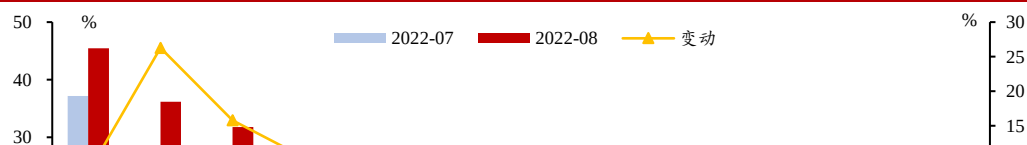
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

保交楼政策对竣工的提振难以持续，后端投资的改善难以向前端传递。一方面，竣工面积占总施工面积的比例有限，对地产投资的影响较小；另一方面，从竣工端优化传递到施工端整体优化的逻辑链很长：“竣工改善→居民保交楼信心提升→商品房销售改善→开发商销售资金来源优化→投资意愿增强”，目前看逻辑链条的第一个节点就未必通畅。竣工提速的保民生意义强于数据意义。

2 制造业：出口拖累有限，产业升级和汽车制造助力增长

8月制造业投资改善，当月同比增长10.6%，相较于上月抬升3.1pct；累计同比增长10%，整体高于市场预期。外需不佳、内需助力，汽车和新能源产业链及上游原材料行业是本月制造业投资超预期抬升的关键。

图14: 制造业投资分行业当月同比增速



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_46221

