

# 如果三季度 GDP 在 4% 以下，后续靠何发力？ ——兼评 8 月经济数据

报告日期：2022-09-17

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

## 主要观点：

● **事件：**2022 年 1-8 月工业增加值累计同比 3.6%，社零累计同比 0.5%，固定资产投资累计同比 5.8%（预期 5.3%）。其中，基建投资 10.37%，制造业投资 10.0%，房地产投资 -7.4%。

● **一、生产：**工业生产和服务业生产均呈低基数上的“弱修复”。其中工业生产受多地疫情反复、高温限电限产叠加外需走弱的影响，回升幅度有限；装备制造业景气度较高、汽车制造连续 4 个月改善；疫情扰动之下，我们理解 8 月服务业生产回升主要由基数效应贡献。

1、受制于疫情反复、高温限电限产，工业生产呈现低基数上的“弱修复”，装备制造业景气度较高，汽车制造连续 4 个月改善。

1) 多地疫情反复、高温限电限产叠加外需走弱，8 月工业生产呈现低基数上的“弱修复”。8 月工业增加值同比为 4.2%，较前值回升了 0.4 个百分点；1-8 月累计同比增长 3.6%，较 1-7 月提升 0.1 个百分点。需要注意的是，工业生产弱修复建立在去年的低基数上，这一点我们在 8 月的报告中已予以提示。2021 年三季度多地就发改委“能耗双控”目标先后推出限电限产措施，工业生产快速走弱，2021 年 8 至 10 月工业增加值同比分别为 5.3%、3.1%、3.5%，由此形成的低基数对今年下半年的经济修复在数值上构成“支撑”。其中，福建、陕西、江苏、浙江等地基数效应较为明显。环比看，8 月工业增加值环比季调为 0.32%，低于过去四年同期均值的 0.43%（剔除 2020 年异常值），表明工业生产环比弱于季节性。出口方面，8 月出口交货值累计同比回落了 4.3 个百分点至 5.5%，后续外需面临走弱风险，出口或呈有韧性的回落，相应对工业生产的支持力度进入下行通道。

2) 分行业看，装备制造业景气度较高，汽车制造连续 4 个月改善。40.0% 的行业工业增加值累计同比上月有所修复，其中汽车制造、电力热力、电气机械的累计同比前值回升了 8.0、4.9、2.3 个百分点至 30.5%、15.3%、14.8%。总体看，8 月高技术产业增速下滑，但装备制造业改善了 1.1 个百分点至 9.5%，其中汽车行业向好势头不减，8 月国内汽车产销分别完成 239.5 万辆和 238.3 万辆，同比分别增长 38.3% 和 32.1%。印证了我们在《四问利润传导，这次不一样？》指出的“本轮 CPI-PPI 回升周期利好通信设备、电气机械、汽车、交运设备、电力等中游设备制造”。

2、8 月服务业生产指数呈低基数上的小幅改善，疫情扰动之下，我们理解该回升主要由基数效应贡献。8 月服务业生产指数同比前值回升了 1.2 个百分点至 1.8%，其中，信息传输、软件和信息技术服务业，住宿和餐饮业，金融业生产指数分别增长 8.9%、7.4%、4.8%。8 月疫情散发程度较 7 月更严重，且静默管控区域更多，高温天气同样制约服务业活动，因此我们仍理解该回升主要由基数效应贡献，体现于 2021 年 8 月服务业生产指数的两年复合增速为 4.4%，6 月和 7 月分别为 6.5%、5.6%。

● **二、固定资产投资：**地产连续 14 个月回落，制造业投资总体平稳，前期专项债继续支撑新增政策性金融工具加快投放，基建投资进一步改善。

1-8 月固定资产投资累计同比前值回升了 0.1 个百分点至 5.8%，三年复合平均增速 4.7%、持平前值，仍需关注地产分项目的拖累。

1) 地产：销售和竣工回暖；央地多措并举推进“保交楼”，融资结构小幅改善；坚持“底线思维”的需求端宽松仍可预期，看好地产、建筑建材。具体看：

其一，基本面看，地产投资延续下滑，销售和竣工回暖。1-8 月地产投资累计同比前值回落 1.0 个百分点至 -7.4%，连续 14 个月下滑，尽管去年下半年基数偏低，但基本面可能难有实质性改善。前端看，销售好转、拿地新开工仍弱，1-8 月商品房销售面积同比 -23.0%（前值 -23.1%），土地购置面积同比 -49.7%（前值 -48.1%），新开工面积同比 -37.2%（前值 -36.1%）；在监管部门千方百计推动“保交楼、稳民生”要求下，后端的竣工面积累计同比小幅升至 -21.1%（前值为 -23.3%），而同比从 7 月的 -36.0% 改善至 -2.5%。地产风险事件或已阶段性企稳，8 月 30 个大中城市商品房成交面积同比下滑 19%（5 月、6 月和 7 月分别同比下滑 52%、7%、33%），进入金九银十重要观察期。

其二，融资面看，央地多措并举推进“保交楼”，融资结构小幅改善。1-8 月开发资金来源累计同比 -25%，此前“销售企稳、自融仍弱”的结构发生变化，国内信贷有所好转。定金及预收款累计同比为 -35.8%、较前值回升了 1.3 个百分点；个人按揭贷款累计同比为 -24.4%、较前值回升了 0.8 个百分点；国内信贷累计同比为 -27.4%、较前值回升了 1.0 个百分点；仅自筹资金较弱。保交楼为近期地产宽松政策的一大旋律，8 月以来超过 10 城陆续出台措施，8 月 12 日银保监会表示积极主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究、强调千方百计推动“保交楼、稳民生”，8 月 19 日住建部、财政部、央行出台措施，通过政策性银行专项借款促进保交楼。按目前的“保交楼”效果来看，我们预计后续“保交楼”相关政策仍将继续推进、加强落实，且可能继续扩大规模。不过，目前针对地产企业的供给端政策仍有限，多数房企仍疲于应对现金流保卫战，后续政策仍需观察。

其三，政策面看，坚持“底线思维”的需求端宽松仍可预期。8 月经济数据点评中我们明确指出“需求端宽松进入新阶段”，同时我们基于年初以来的 300 余条地产政策、独家测算了高能级+省会城市宽松比例，8 月第 3 周该宽松比例攀升至 39.4%，因而当周观点中我们上调了地产板块评级，过去四周地产板块近 10% 的超额收益也印证了该判断。需要指出的是，中央房住不炒的定位从未动摇，诸如 9 月 15 日青岛住建局公号删除“二手房不再限购”的表述、9 月 16 日苏州撤回此前“放松限外”的政策。我们仍维持 8 月的判断，即地产需求端宽松仍将加码，高能级城市和热门都市圈的地产宽松仍可预期，但一线城市放开较难；我们判断“大招”概率较低，更多的可能是部分技术细节的调整。宽松预期是引导 8 月地产板块向好的逻辑，但宽松是否见效（提振销售、维稳房价）可能是金

## 相关报告

1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_我们为什么看好基建？》2022-03-02

2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16

3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19

4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们距离 5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17

5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们与经济“合理区间”的距离》2022-05-31

6.《华安证券\_宏观研究\_破局之路，妙手何方？——2022 中期宏观展望》2022-6-14

7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_雨疏霞光现——5 月经济数据点评》2022-6-15

8.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_再问经济合理增速区间》2022-7-15

9.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_经济承压，被动降息作用几何？——7 月经济数据和 815 降息点评》2022-8-15

九银十的交易主线。9月高能级+省会城市宽松比例为40%，在基本面筑底信号趋显的当下，我们倾向于认为地产板块仍具备配置价值，同时伴随地产风险事件企稳，此前受掣肘的建筑建材有望重回成本回落逻辑，兑现利润弹性。

**2) 制造业：总体增速平稳、汽车韧性较强。**1-8月制造业投资累计同比增长10.0%，自4月疫情以来持续处于10%附近，符合我们年中策略“制造业年内难有超预期表现”的判断；剔除基数效应后，1-8月制造业投资三年复合增速为5.4%。分行业来看，计算机通信电子、电气机械、医药等高端制造表现较好，三年复合平均增速分别为18.1%、13.7%、13.3%。整体来看，84.6%的制造业行业出现边际改善，其中纺织业、汽车制造、交运设备、电气机械投资分别改善了0.80、0.79、0.76、0.63个百分点。政策方面，9月13日国常会决定“进一步延长制造业缓税补缴期限，加力助企纾困；确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造”；9月16日，根据21世纪经济报道，近期监管部门组织地方申报中长期贷款项目，投向双碳、传统产业改造升级、电子、生物、航空航天、高端仪器等高端制造业，共涉及16大领域128个细分领域，指向制造业技改政策支持加大。但鉴于当前民营企业利润仍处于低位，延续“国民分化”态势，可能会对制造业投资弹性形成压制，仍需关注相关政策的落地效果。

**3) 基建：新增政策性金融工具+5000亿专项债限额接力，基建高增确定性仍强。**1-8月广义基建增速为10.37%，较前值提升了0.79个百分点，符合我们8月经济数据点评《经济承压，被动降息作用几何？》中的预测；狭义基建（不含电力）增速8.3%，前值7.4%。分行业看，1-8月电热燃水、水利管理业、水利环境、公共设施管理业保持超过10%的高增速，分别为15.1%、14.5%、11.8%、11.7%。值得注意的是，道路运输、铁路运输增速有明显提升，与政策性金融工具在投向上侧重于“交通基础设施”有关。根据中建政研数据，截至8月20日，农发行基金中交通基础设施项目投资占比44%，国开行基金中占比86%。

年初以来，基建一直是经济运行中最大的确定性，三因素共振下预计9月、10月增速或超11%。资金端，6月新增专项债原需于8月末使用完毕，但高温、疫情散发影响了部分地区的专项债支出进度，同时新增政策性金融工具+5000亿专项债限额空间接力下，基建配套融资及时跟进，专项债支出进度有所迟滞，缓支部分和新增政策工具将继续补足基建资金。项目端，9月5日首批3000亿政策性金融工具已全部投放完毕，此外发改委表示“今年前期准备的项目清单，总体上能够满足5000多亿元限额存量的发行需求”，基建资金和基建项目有望齐头并进。开工端，9月水泥磨机运转率达到50.52%、为全年高点，水泥发运率较前值提升了4.8个百分点至50.5%，水泥指标在8月下旬回落9月回升，指向高温天气对水泥作业的影响在逐步消退；石油沥青装置开工率44.5%，较8月末提升了6.4个百分点，其中交通道路沥青好于建筑沥青，与基建分项中“道路运输、铁路运输改善较快”相互印证；挖掘机指标小幅承压，其中8月产量当月同比回落3.4个百分点至0.0%，开工小时数回落1.1个百分点至-6.9%，两项指标均好于6月水平。伴随高温天气陆续退场，各地抢抓三季度施工旺季，基建高景气料将延续，9月、10月增速或超11%。

● **三、消费和就业：8月消费在疫情扩散压力下逆势反弹，主要由汽车、化妆品分项贡献；失业率连续3个月运行于全年目标中枢之下，高校就业小幅改善，预计全年新增就业1350-1400万人。**

**1) 消费方面**，8月疫情散发情况较7月加重，在多地静默管理的考验下消费展现较强韧性，8月社零累计同比为0.5%，较前值回升了0.7个百分点，再次回归正增长；当月同比5.4%，较前值改善了2.7个百分点。消费复苏主要由汽车、化妆品、鞋帽服饰等分项贡献，分别较前值改善了2.3、2.3、1.2个百分点，但竣工端的建筑建材增速下滑了0.8个百分点至-4.4%。自6月以来，我们看好汽车消费的观点未曾改变，除国务院持续落实车辆购置税优惠政策以外，省级层面促汽车消费的政策占比达到58.3%。

**2) 就业方面**，城镇调查失业率较前值下行0.1个百分点至5.3%，连续3个月运行于全年失业率目标中枢之下。分结构来看，25-59岁就业人员调查失业率为4.3%、持平前值，16-24岁就业人员调查失业率下降1.2个百分点至18.7%，在连续9个月上行后形势有所缓和，一方面在于高校毕业生季收场，另一方面指向稳就业政策逐步收取成效。2022年8月城镇累计新增就业898万人、累计同比-4.3%，跌幅较前值收窄了0.5个百分点。我们认为就业落实节奏仍与2020年较为相似，预计全年新增就业1350-1400万人。用工方面，8月大型、中型企业的从业人员PMI较上月改善了0.2、1.1个百分点，而小型企业回落了0.5个百分点至47.6%，小微企业在疫情下受创最重的特征未有改变，仍需助企纾困、帮扶小微等一揽子政策的落实落地。

**四、如何看待三季度经济以及再论全年经济增速？**

8月经济数据的亮点在于从此前的“基建独木难支”转向“生产、消费、基建”的齐头并进。尽管部分分项是由低基数带来的数值上的修复，但随着稳经济一揽子政策的落实到位，一批稳投资、促消费、惠民生的重大项目加速形成实物工作量，经济有望继续稳步修复。我们延续此前的生产法角度，对GDP进行测算，根据7-8月的月度和高频数据，我们测算三季度GDP有望达到3.8%左右（一、二、三产增速分别为5.8%、5.1%和2.6%）。由此做进一步延伸，若全年要完成3.5%的增速，需要Q4在5%左右，具备实现的基础；若全年要完成4.0%的增速，需要Q4在6.5%左右，需要付出较大努力；若全年要完成4.5%的增速，需要Q4在8%以上，需要付出极大努力。基于客观数据的测算，依目前情况，全年经济增速落在3.5%左右的概率较大，且9-10月是重要的发力窗口期，对全年经济增速的弹性空间可能具有决定性作用。

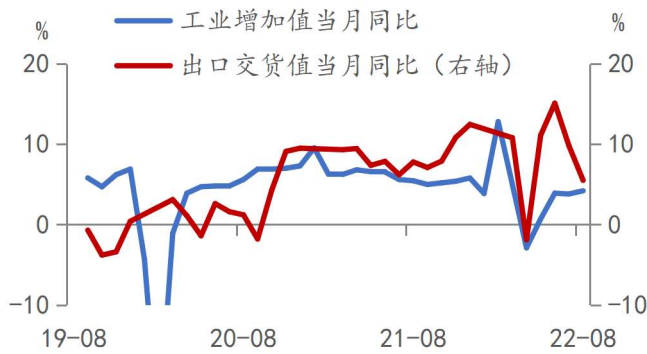
在经济增长动能方面，从支出法的角度来看，出口支持力度将下滑；消费稳步修复，但受常态化疫情防控、居民收入增速等压制，复苏力度可能受限。好的方面在于地产最差的时候已经过去，随着保交楼、需求端等政策加码，地产后续有望企稳，并稳步修复。制造业政策持续发力，也有望维持稳定，但弹性可能受限。稳增长最重要的发力点将落在基建上面，基建确定性高增源于资金（6000亿政策性金融工具+5000亿专项债存量限额+基建配套贷款，杠杆效应显著且有望超预期）+项目+开工。

● **风险提示**

货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。



图表 1 工业生产呈低基数上的弱修复



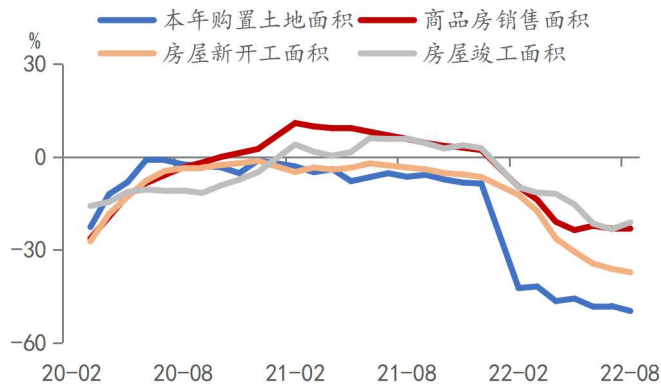
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 工业生产环比季调基本弱于季节性



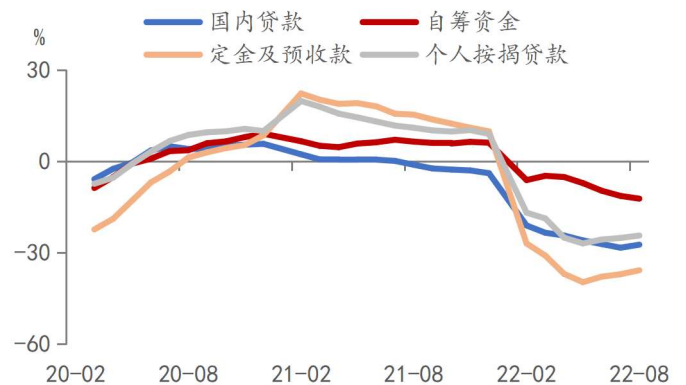
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 地产基本面仍探底、仅竣工回暖



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 融资端销售回款和国内信贷边际改善



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 5 疫情反复下, 居民消费半径收窄或制约 9 月销售



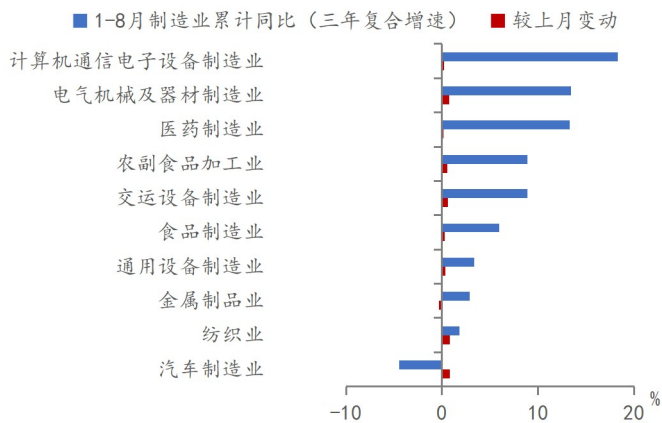
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 高能级城市放松比例维持高位



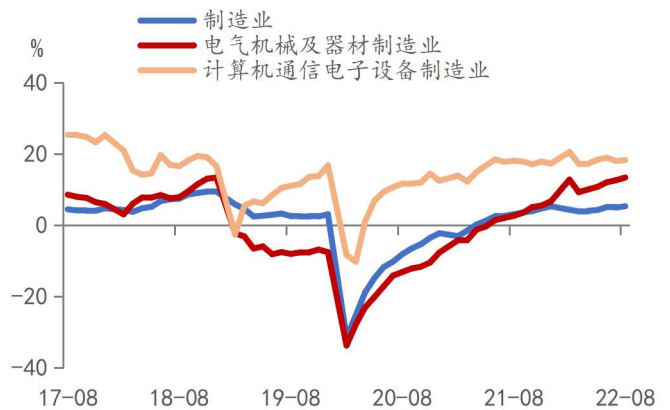
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 高端制造景气度仍高



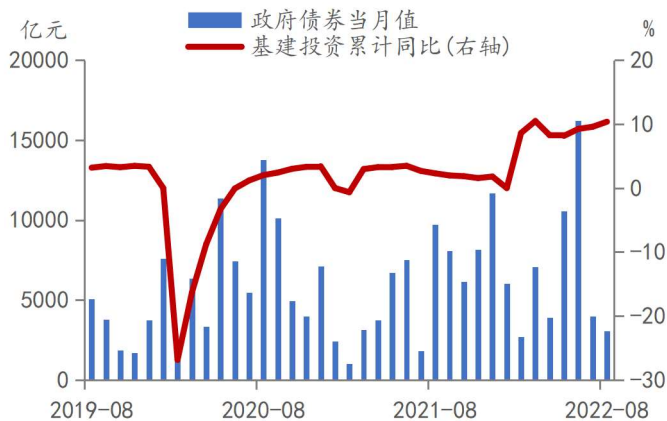
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 制造业投资增速保持平稳



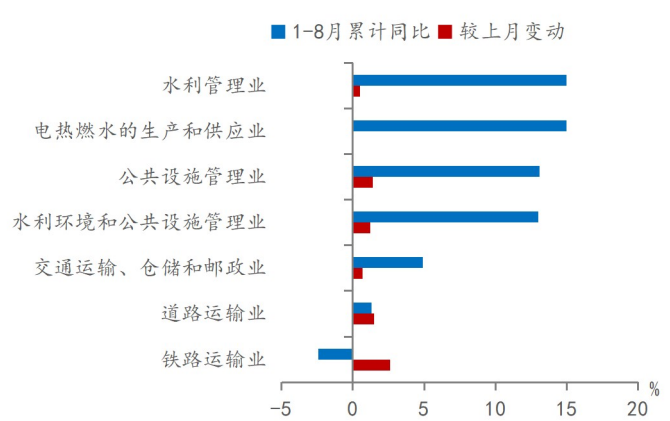
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表9 新增专项债收尾, 政策性金融工具与限额空间接力



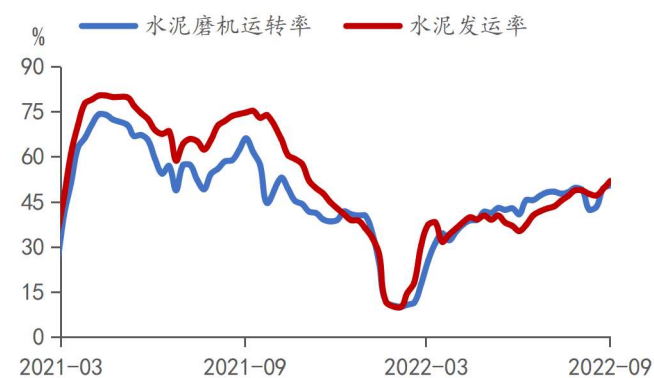
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表10 铁路、道路、水利、公共设施投资提速



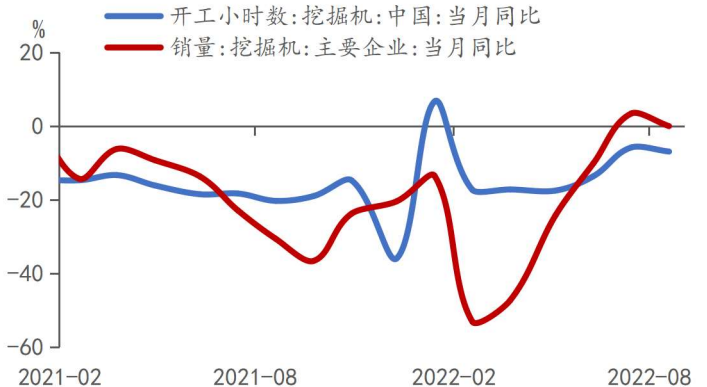
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表11 高温天气影响, 水泥作业8月走弱9月改善



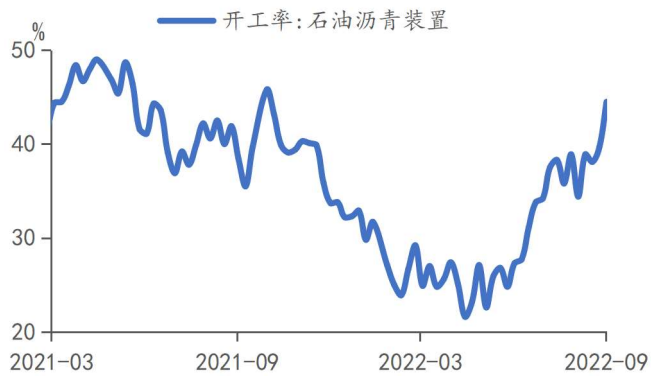
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表12 高温天气影响, 8月挖掘机指标小幅承压



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 石油沥青开工率达全年高位



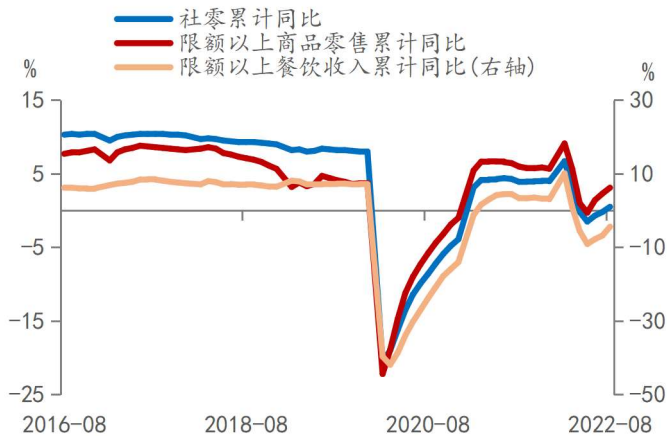
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 交通沥青开工率快速提升



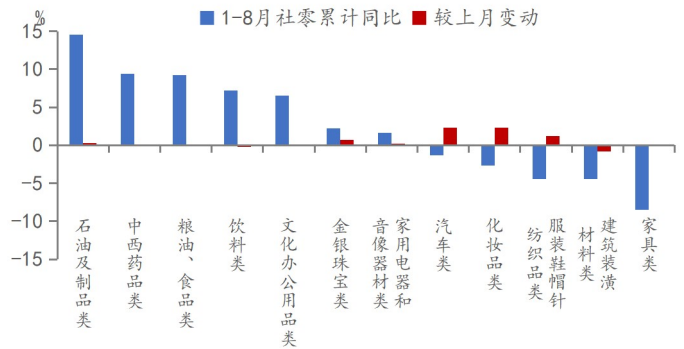
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 消费经受疫情考验, 显现韧性



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 16 汽车、化妆品、服装消费改善较快



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 青年就业率小幅改善

% 就业人员调查失业率:25-59岁人口

图表 18 失业率连续 3 个月运行在全年目标中枢以下

% 城镇调查失业率  
% 31个大城市城镇调查失业率

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\\_46224](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46224)

