“二次”稳增长效果显现

——8月经济数据点评

证券研究报告/固定收益点评　　2022年09月16日

分析师：周岳

执业证书编号：S0740520100003

Email：zhouyue@r.qlzq.com.cn

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email：xiaoyu@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

- 8月经济数据整体表现超出市场预期，除地产投资外当月同比增速均较7月有所回升，具体而言：
- **工业生产小幅改善，行业景气度分化依然明显。**7月规模以上工业增加值同比增长4.2%，较前值提高0.4个百分点。从高频指标看，主要行业开工率涨跌互现，8月制造业PMI和前值持平，汽车行业拉动作用较显著。因此工业增速进一步回升。17个重点行业中，9个增速回升：芯片供应改善叠加购置税减半政策对需求的刺激作用，8月汽车行业进一步反弹，产量同比增长39.0%，增加值同比增长30.5%；受高温电气用电量增加影响，电力热力生产供应业增速提高4.9个百分点。8个行业增速下降：医药制造、运输设备和计算机通信等降幅较大。
- **固投方面，房地产跌幅走阔，基建、制造业对冲力度加码。**从7月数据看，基建和制造业投资增速明显回落，或表明5月以来的稳增长政策后劲不足，因此8月先后出台“降息”和19项接续政策。稳增长二次加码后，制造业和基建投资出现阶段性反弹。
- 8月地产投资同比下降13.8%，因城施策基调下各地陆续出台的各项供需放松政策效果仍不明显，尽管竣工面积受益于“保交房”政策落地跌幅收窄至-2.5%，但新开工、施工、销售面积等指标增速仍处于低位。
- 基建投资当月同比冲高至15.4%，3000亿政策性开发性金融工具集中在8月投放、3.45万亿新增专项债额度要求在8月底前使用完毕，政策效应集中释放推动基建增速大幅反弹，这也和沥青开工率回升等高频数据反映的实物工作量表现一致。分项来看，三个细分行业去年同期增速分别为-2.1%、-4.7%和-10%，因此基建增速大幅反弹和低基数也有一定关系。
- 制造业投资增速再度回升至两位数（10.6%），尽管企业利润增速不断回落，库存周期已进入主动去库存阶段，但银行贷款等政策资源对制造业产能扩张的支撑作用较强，特别是高新技术行业投资保持较高增速。
- **低基数下，居民消费增速大幅反弹。**8月社零消费同比增速回升至5.4%，考虑到8月疫情影响仍有反复，居民消费倾向短期内相对稳定，增速反弹和去年低基数有较大关系。特别是餐饮消费，去年8月增速为-4.5%，结合8月服务业生产指数同比增长1.8%的表现看，线下接触类消费场景改善可能并不明显。从结构上看，除汽车外可选品消费走弱，地产相关消费增速回落。
- **失业率下降缓慢，稳就业压力仍然较大。**8月城镇居民调查失业率再度回落0.1个百分点至5.3%，但相比去年同期仍高出0.2个百分点，失业率下降节奏较慢，稳就业压力仍然较大。从结构上看，青少年群体面临更大的就业压力，8月份16-24岁城镇青年失业率为18.7%，仍处于近年来较高水平。
- **小结：**继社融信贷回升后，8月份经济数据整体改善，一方面由于投资、消费等指标去年同期基数较低，对同比读数有较强的支撑作用，另一方面7月以来稳增长“二次”加码，政策效果集中释放。从结构上看，年内基本面需要关注两条脉络：一是低基数下地产除竣工外拿地、销售和开工等指标表现继续低迷，拐点何时出现具有较高不确定性；二是出口下行、消费复苏动力不足叠加主动去库存周期背景下，政策驱动的制造业和基建投资修复力度和持续性有待观察，可能不足以对冲地产对于上下游产业链和经济增长的拖累。对于债市而言，“二次”稳增长政策脉冲效应释放后，稳增长和稳就业压力可能再度上升，因此货币宽松空间和利率行情仍值得期待。
- **风险提示：**货币宽松不及预期，信用扩张超预期，利率波动超预期。

图表目录

图表 1：8 月地产投资外各项指标同比增速均有所回升（当月同比、%）.....- 3 -
图表 2：8 月行业景气度分化依然明显（%）.....- 3 -
图表 3：8 月主要工业品产量增速变化（%）.....- 4 -
图表 4：固投主要分项当月同比增速变化（%）.....- 4 -
图表 5：竣工外地产各项指标仍未改善（%）.....- 5 -
图表 6：基建细分行业投资增速变化（%）.....- 5 -
图表 7：商品零售和餐饮收入同比增速变化（%）.....- 5 -
图表 8：限额以上分类消费增速变化（%）.....- 6 -
图表 9：失业率总体水平高于去年同期（%）.....- 6 -

9 月 16 日，统计局公布 8 月份经济数据，生产、投资和消费等各类分项指标中，除地产投资外当月同比增速均较 7 月有所回升，整体表现超出市场预期，我们从以下几个角度解读：

图表 1：8 月地产投资外各项指标同比增速均有所回升（当月同比、%）

指标名称	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2021-12
GDP	-	-	0.4	-	-	4.8	-	4
工业增加值	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5	7.5	4.3
服务业生产指数	1.8	0.6	1.3	-5.1	-6.1	-0.9	4.2	13.1
固定资产投资	6.4	3.6	5.8	4.7	2.3	7.1	12.2	2
固投:房地产	-13.8	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	-13.9
固投:制造业	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9	20.9	11.8
固投:基建	15.4	11.5	12	7.9	4.3	11.8	8.6	3.8
社零	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	1.7

来源：WIND，中泰证券研究所

注：GDP 指标为当季实际同比，2022 年 2 月指标统计均为累计同比增速。

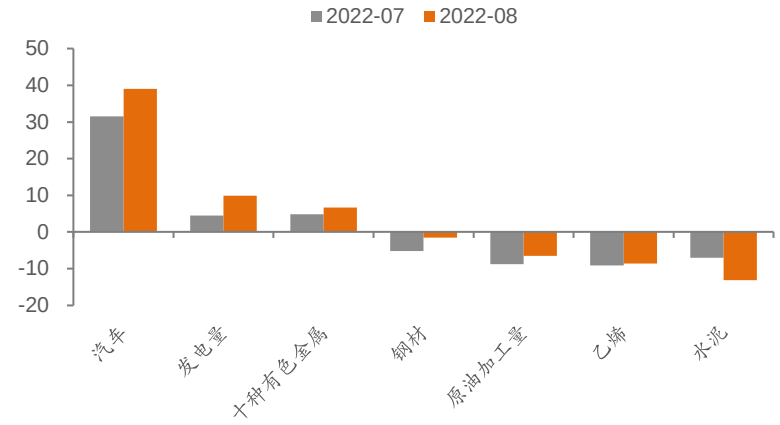
工业生产小幅改善。7 月规模以上工业增加值同比增长 4.2%，较前值提高 0.4 个百分点。尽管受“高温、干旱”天气影响，部分省份如四川出现电力供需失衡导致的阶段性停工现象，但整体拖累作用有限，从高频指标看，主要行业开工率涨跌互现，8 月制造业 PMI 和前值持平，汽车行业拉动作用显著，因此工业增速进一步回升。

从结构上看，行业景气度分化依然明显。17 个重点行业中，9 个增速回升：芯片供应改善叠加购置税减半政策对需求的刺激作用，8 月汽车行业进一步反弹，产量同比增长 39.0%，增加值同比增长 30.5%；受高温电气用电量增加影响，电力热力生产供应业增速提高 4.9 个百分点。8 个行业增速下降：医药制造、运输设备和计算机通信等降幅较大。主要产品产量方面，钢材跌幅收窄，原油、乙烯、水泥同比继续大幅下降。

图表 2：8 月行业景气度分化依然明显（%）

来源：WIND，中泰证券研究所

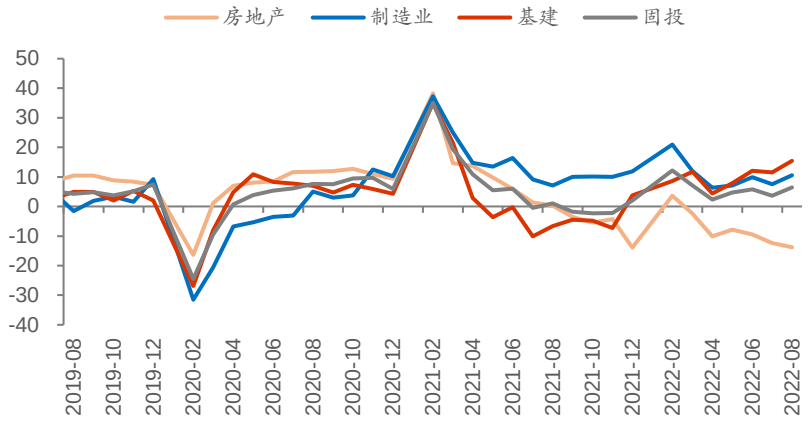
图表 3：8 月主要工业品产量增速变化（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

固投方面，房地产跌幅走阔，基建、制造业对冲力度加码。8 月固投当月同比增速回升至 6.4%（7 月 3.6%），创 4 月以来新高，主要分项中，尽管地产降幅走阔，但基建和制造业对冲作用回升，带动固投整体改善。从 7 月数据看，基建和制造业投资增速明显回落，或表明 5 月以来的稳增长政策后劲不足，因此 8 月先后出台“降息”和 19 项接续政策。稳增长二次加码后，制造业和基建投资出现阶段性反弹。

图表 4：固投主要分项当月同比增速变化（%）

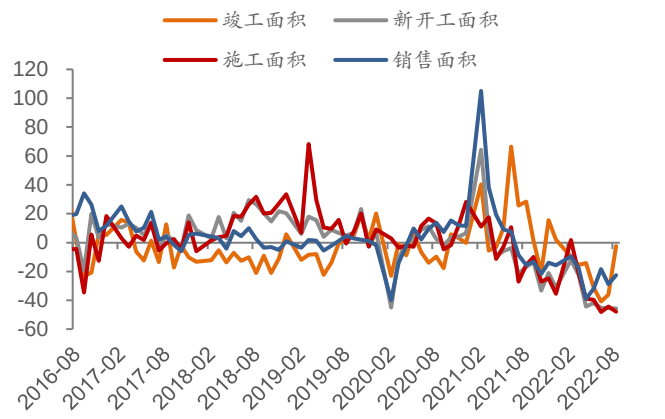


来源：WIND，中泰证券研究所

具体而言：1）8 月地产投资同比下降 13.8%，因城施策基调下各地陆续出台的各项供需放松政策效果仍不明显，尽管竣工面积受益于“保交房”政策落地跌幅收窄至-2.5%，但新开工、施工、销售面积等指标增速仍处于低位。2）基建投资当月同比冲高至 15.4%，3000 亿政策性开发性金融工具集中在 8 月投放、3.45 万亿新增专项债额度要求在 8 月底前使用完毕，政策效应集中释放推动基建增速大幅反弹，这也和沥青开工率回升等高频数据反映的实物工作量表现一致。分项来看，三个细分行业去年同期增速分别为-2.1%、-4.7%和-10%，因此基建增速大幅反弹和低基数也有一定关系。3）制造业投资增速再度回升至两位数（10.6%），尽管企业利润增速不断回落，库存周期已进入主动去库存阶段，但银行

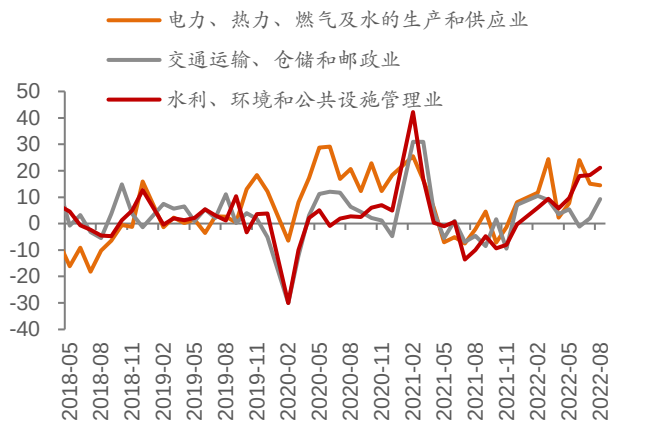
贷款等政策资源对制造业产能扩张的支撑作用较强，特别是高新技术行业投资保持较高增速。

图表 5：竣工外地产各项指标仍未改善（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

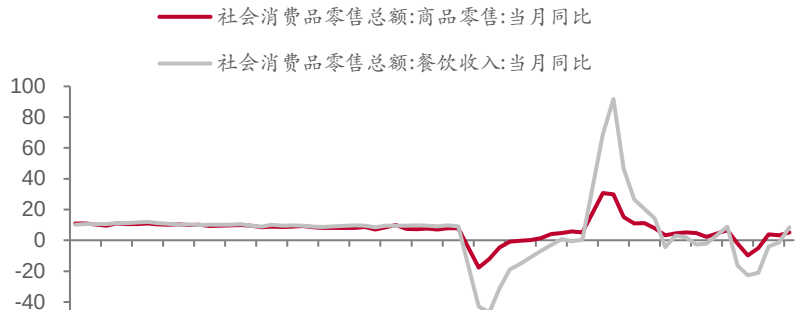
图表 6：基建细分行业投资增速变化（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

低基数下，居民消费增速大幅反弹。8 月社零消费同比增速回升至 5.4%，其中商品消费和餐饮消费分别同比增长 5.1%和 8.4%。考虑到 8 月疫情影响仍有反复，居民消费倾向短期内相对稳定，增速反弹和去年低基数有较大关系。特别是餐饮消费，去年 8 月增速为-4.5%，结合 8 月服务业生产指数同比增长 1.8%的表现看，线下接触类消费场景改善可能并不明显。

图表 7：商品零售和餐饮收入同比增速变化（%）



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_46259