

8月经济数据：消费增速回落，驱动股债双牛

核心观点

8月经济景气度继续回落，符合我们对于下半年经济下行压力加大的判断。需求端，受疫情影响，8月社零增速显著回落，大幅低于市场预期，餐饮、纺织服装、石油及制品等高社交属性消费品零售额增速跌入负区间；投资增速亦有所回落，地产投资、销售和土地成交面积持续下滑，基建单月增速依然处于-7%的地位。

我们7月12日外发报告《核心宏观分歧十问十答》前瞻判断，消费、投资难以对冲经济下行压力，货币政策逐渐走向放松，工具包括再次降准和定向降息，下半年10年期国债收益率有望触及2.5%左右，无风险收益率继续下行并带动利率债和科技成长股发力，形成股债双牛。

□ 疫情扰动消费，社零继续回落

8月社会消费品零售总额同比增长2.5%，两年复合增速仅为1.5%（前值4.2%），低于市场预期，消费受疫情影响拖累较大。其一，清零政策影响下，各地加强疫情防控力度，高社交属性消费受阻。其二，缺芯问题依然存在，除了汽车之外，手机、小家电行业亦受到影响。其三，楼市热度下降，地产后周期消费亦有所降温。

□ 政策有效落实，就业稳中有忧

8月全国城镇调查失业率为5.1%，与7月持平，较2019年同期低0.1个百分点，与我们的预期一致，就业形势总体稳中有忧。一方面，保就业政策有效落实，毕业季调查失业率中枢未出现明显上行。另一方面，疫情扰动、产业政策调整以及海外供需收敛等因素叠加，使得就业仍面临一定压力。

□ 工业景气渐弱，下行压力加大

8月工业景气再次回落，同比增长5.3%，较2019年两年平均增长5.4%，低于市场预期，与我们预期较为接近。随着内需逐步放缓，海外供需缺口弥合下外需对我国出口支持趋弱，多重负面因素叠加下将加大景气回落压力，包括钢铁限产、能耗“双控”、汽车缺芯、上游原材料价格高企等，同时在去年同期基数较高的作用下，读数回落幅度将进一步扩大。8月服务业生产指数回落较大将拖累相关产业链生产，未来在疫情外防输入压力和清零背景下恢复压力较大。

□ 1-8月固定资产投资累计同比增速回落至8.9%

1-8月全国固定资产投资同比增长8.9%（较前值回落1.4个百分点），与我们的预测值8.7%基本一致，两年平均增长4.0%，比1-7月份回落0.3个百分点。其中，房地产开发投资同比增长10.9%，较前值回落1.8个百分点；基础设施建设投资同比增长2.9%，较前值回落1.7个百分点；制造业投资同比增长15.7%，较前值回落1.6个百分点。从8月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为0.3%、-7%、7.2%，7月分别为1.2%、-10.5%和9.1%，地产、制造业继续回落，基建受洪涝灾害后赶工影响有所修复，制造业投资仍然强于基建、地产。全年看，地产调控政策延续的情况下，投资增速大概率保持下行，基建投资增速维持低位，而需求回落的情况下，制造业投资增速也将继续面临下行压力。

风险提示：海外疫情超预期恶化；中国经济超预期恶化；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《7月经济数据：数据如期回落，驱动股债双牛》2021.8.16
- 2 《7月数据预测：稳增长压力较小窗口期已过》2021.8.1
- 3 《6月经济数据：逆周期政策略熨平经济节奏》2021.7.15
- 4 《6月数据预测：PPI大概率高点已过》2021.7.1
- 5 《5月经济数据：工业生产保持强劲，经济增长拐点未现》2021.6.16
- 6 《5月数据预测：PPI加速赶顶，社融继续下行》2021.6.1

正文目录

1. 消费显著回落，驱动股债双牛	3
2. 疫情扰动消费，社零继续回落	3
3. 政策有效落实，就业稳中有忧	5
4. 工业景气渐弱，下行压力加大	6
5. 1-8 月固定资产投资累计同比增速回落至 8.9%	7
5.1. 1-8 月制造业投资累计同比增速回落至 15.7%	8
5.2. 基建：8 月环比修复，全年平稳增长	9
5.3. 地产：销售和 investment 增速持续下滑，竣工年内仍可保持乐观	11

图表目录

图 1: 疫情反复扰动，影响消费复苏	3
图 2: 8 月电影票房创 2013 年以来同期新低（单位：亿元）	4
图 3: 8 月全国主要城市周末地铁客运量环比回落	4
图 4: 高社交属性消费增速显著回落	4
图 5: 8 月民航旅客运输量下降了 7 成	4
图 6: 缺芯“限量供应”导致汽车、手机、家电增速回落	5
图 7: 地产后周期消费热度有所回落	5
图 8: 8 月全国城镇调查失业率为 5.1%，与 7 月持平	6
图 9: 工业增加值主要门类：8 月同比	7
图 10: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	7
图 11: 固定资产投资累计同比增速	8
图 12: 固定资产投资当月同比增速（估算）	8
图 13: 制造业部分行业投资增速	9
图 14: 基建投资表现	9
图 15: 房地产投资平稳增长（%）	12
图 16: 土地成交总额本月有所回落（亿元，同比增速位于右轴）	12
表 1: 近期国常会及发改委前后表示要做好大宗商品保供稳价措施	10

1. 消费显著回落，驱动股债双牛

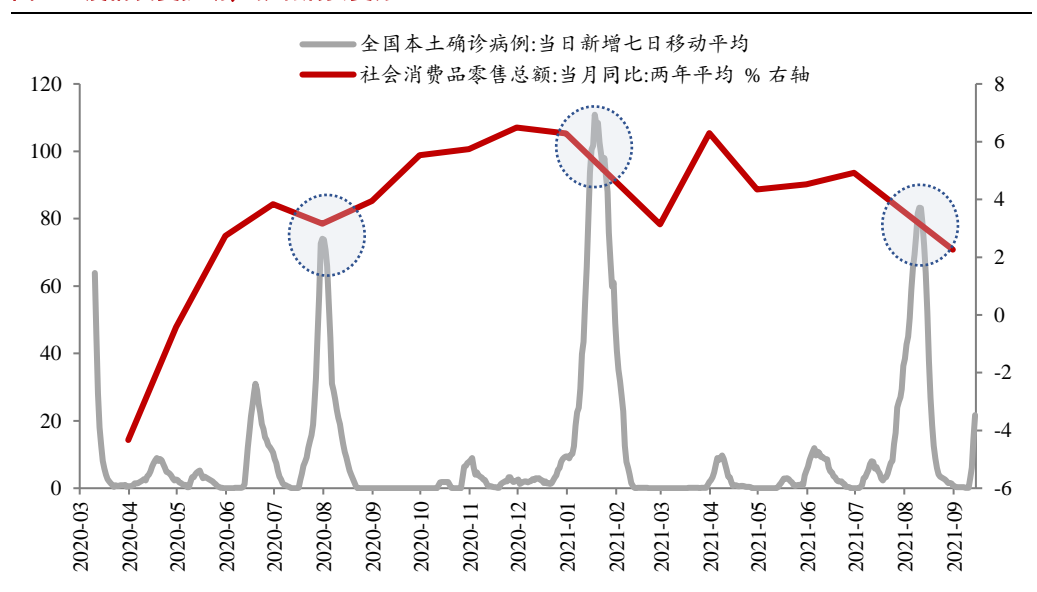
8月经济景气度继续回落，符合我们对于下半年经济下行压力加大的判断。需求端，受疫情影响，8月社零增速显著回落，大幅低于市场预期，餐饮、纺织服装、石油及制品等高社交属性消费品零售额增速跌入负区间；8月投资增速有所回落，地产投资、销售和土地成交面积持续下滑，基建单月增速依然处于-7%的地位。

我们7月12日外发报告《核心宏观分歧十问十答》前瞻判断，消费、投资难以对冲经济下行压力，货币政策逐渐走向放松，工具包括再次降准和定向降息，下半年10年期国债收益率有望触及2.5%左右，无风险收益率继续下行并带动利率债和科技成长股发力，形成股债双牛。

2. 疫情扰动消费，社零继续回落

8月社会消费品零售总额同比增长2.5%，大幅低于市场预期，2019~2021两年复合增速仅为1.5%，前值4.2%，消费受疫情影响拖累较大。

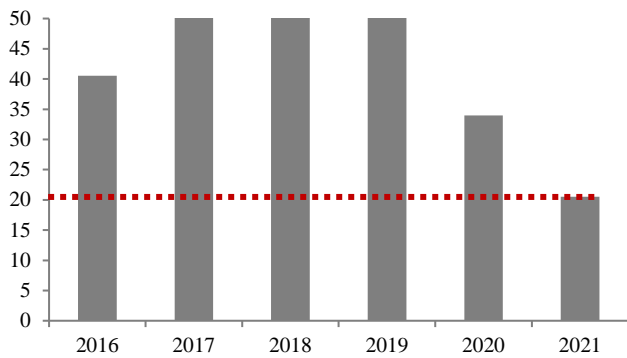
图 1：疫情反复扰动，影响消费复苏



资料来源：Wind，浙商证券研究所

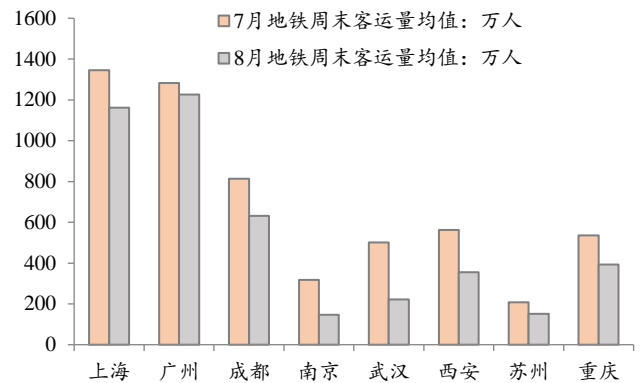
本轮疫情影响持续，消费修复明显受阻。由于本轮疫情传播力度仅次于武汉疫情，“清零”政策影响下，全国多地加强疫情防控力度，跨区域流动受限，多地旅游景区暂停开放、线下密闭型消费场所关闭。高频数据显示，全国主要城市周度地铁客运量与民航执飞航班量环比均显著回落，8月电影票房20.5亿元，甚至低于2013年水平。8月服务业PMI指数大幅回落7.3个百分点至45.2%，达到统计史以来的第二低水平，消费复苏进程再次受阻。

图 2：8 月电影票房创 2013 年以来同期新低（单位：亿元）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：8 月全国主要城市周末地铁客运量环比回落

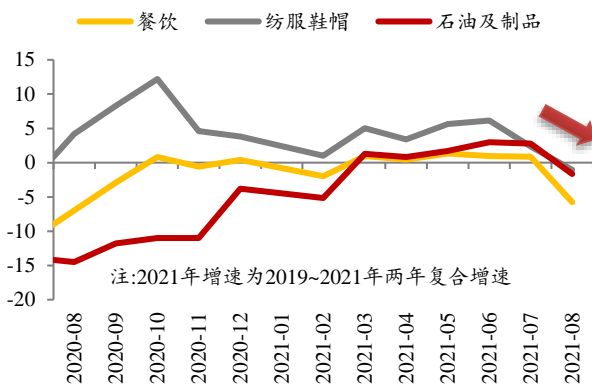


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

从分项数据来看，我们梳理了 8 月社零数据回落的三条线索：

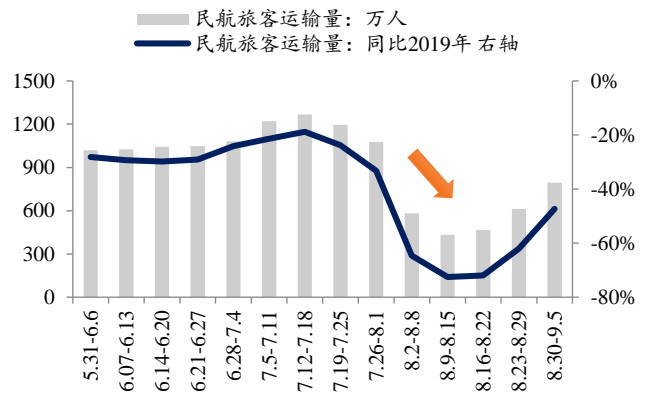
其一，高社交属性受疫情影响十分严重。其中，餐饮、石油及制品、纺织服装零售收入全部转负，两年复合增速分别为-5.8%、-1%、-1.7%，前值分别为 0.9%、2.4%、2.8%，回落幅度较大。本轮南京疫情传播范围较广，各地“限制流动”和“限制聚集”措施显著升级，除了本地消费受到影响之外，商务出行、文化旅游等跨区域消费也受到明显抑制，航班出行量显著回落。

图 4：高社交属性消费增速显著回落



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 5：8 月民航旅客运输量下降了 7 成



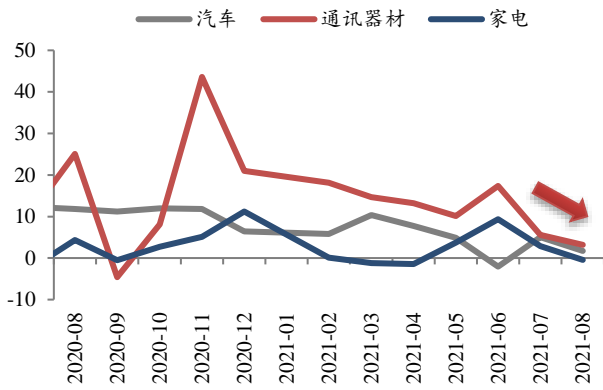
资料来源：航班管家, 浙商证券研究所

其二，全球范围的“缺芯”影响尚未显著缓解，汽车、手机、小家电等供给受限制需求释放。中汽协数据显示，8 月中国汽车产量同比-18.7%，前值-15.5%，缺芯矛盾更加突出。近期被誉为全球“半导体封测重镇”的马来西亚疫情反弹，汽车芯片供应再度告急，丰田、大众、福特、日产等多家汽车巨头已宣布减产。据 AFS 统计，截至 9 月 5 日，全球汽车累计减产产量已达 732.7 万辆，中国市场则达 150.3 万辆。除了汽车之外，“缺芯”已蔓延至通讯器材、家电行业，8 月安卓手机出货量有所下降，部分小家电产量也受到微控制芯片短缺影响有所回落。

其三，房地产销售数据回落，地产后周期消费热度有所回落。可以看到，建筑装潢、家电、家具等地产后周期消费增速 7 月开始有所回落，8 月下行更为明显，受下半年以来

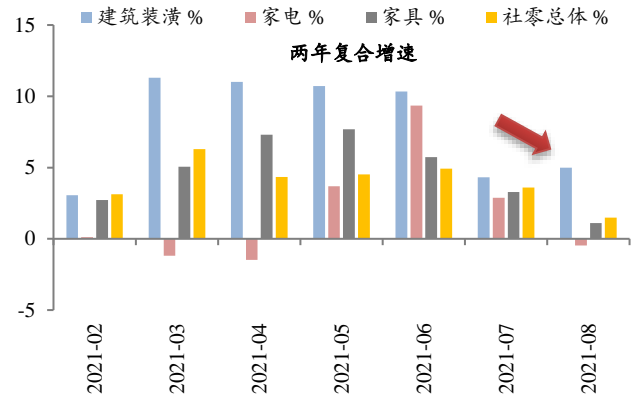
地产调控政策升级影响较大。8月份30中大城市商品房成交面积同比回落幅度超过20%，13个重点城市二手房住宅成交量同比回落30%以上，楼市热度显著下降。

图 6：缺芯“限量供应”导致汽车、手机、家电增速回落



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：地产后周期消费热度有所回落



资料来源：航班管家, 浙商证券研究所

往前看，消费中枢抬升空间仍较有限。9月10日起福建莆田疫情复发，单日确诊病例超过100例，厦门已暂停各长途汽车站发往省内外的所有客运班车，预计9月消费或仍受疫情影响。在当前疫情常态化背景下，经济下行压力加大叠加居民收入结构恶化，预计未来消费中枢抬升空间仍较有限。

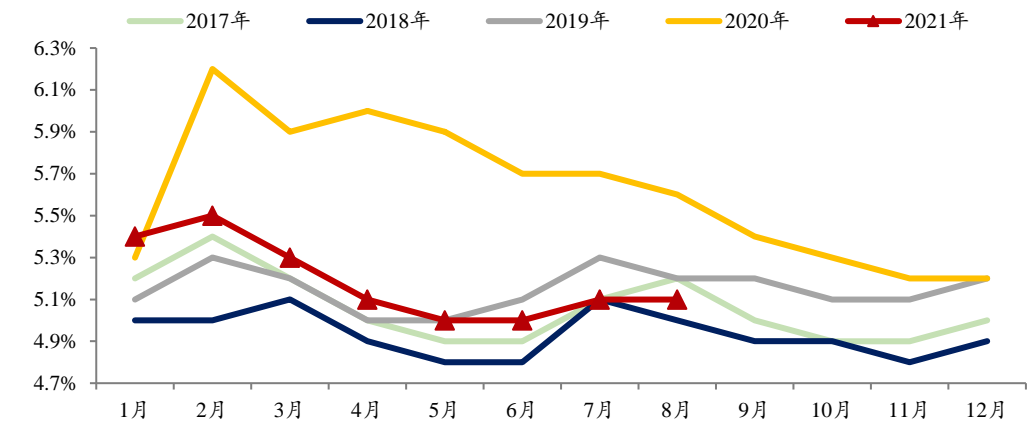
3. 政策有效落实，就业稳中有忧

8月全国城镇调查失业率为5.1%，与7月持平，较2019年同期低0.1个百分点，与我们的预期一致，就业形势总体稳中有忧。8月城镇新增就业116万人，高于2020年同期的110万人，低于2019年同期的117万人。

保就业政策有效落实，毕业季调查失业率中枢未出现明显上行。2021年我国高校毕业生突破909万人创历史新高，7-8月正是高校毕业生就业工作的关键期。近期人社部、教育部等发布的多路稳就业促就业举措密集而至，助力高校毕业生实现更加充分更高质量的就业。8月16日国常会再次强调做好保就业工作，加强高校毕业生、农民工等重点群体就业帮扶，强化财政、货币等政策支持就业的导向，促进吸纳就业能力强的劳动密集型行业发展，并强化创业带动就业。国务院8月23日发布的《“十四五”就业促进规划》提出结构性就业矛盾成为我国就业领域的主要矛盾，有助于深入实施就业优先战略，推动就业扩容提质。

尽管当前就业形势总体平稳，调查失业率仍面临一定压力。其一，此次多省多点疫情使餐饮住宿等接触型聚集型服务行业恢复受阻，服务业就业遭受冲击；其二，近期的产业政策调整将对K12课外教育、非法医美和房地产中介服务等行业的从业人员造成一定不利影响；其三，随着海外供需缺口收敛，我国下半年出口增速大概率回落，外贸企业不断上行的经营压力将进一步传导到劳动力市场。

图 8：8 月全国城镇调查失业率为 5.1%，与 7 月持平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 工业景气渐弱，下行压力加大

8 月工业景气再次回落，同比增长 5.3%，较 2019 年两年平均增长 5.4%，低于市场预期，与我们预期较为接近。我们认为，随着内需逐步放缓，海外供需缺口弥合下外需对我国出口支持趋弱，多重负面因素叠加下将加大景气回落压力，包括钢铁限产、能耗“双控”、汽车缺芯、上游原材料价格高企等，同时在去年同期基数较高的作用下，读数回落幅度将进一步扩大。

8 月份工业生产景气继续回落。据国家能源局数据，8 月份第二产业用电量同比增长 0.6%，环比上月回落 4.3%，符合季节性规律，同比读数较低主因去年同期基数较高，高基数效应将持续至年底。另外，部分地区拉闸限电、控制高耗能行业亦对生产有所负面影响。从高频数据上看，8 月高炉开工率明显低于季节性水平，粗钢产量回落，产量压减预期有所强化，主要钢厂线材、螺纹钢产量也出现显著下降。炼油厂等开工率、汽车半钢胎开工率仍大幅低于同期。

国内需求对工业生产的支撑逐步走弱。第一，下游消费景气度有所回落，30 大中城市商品房成交面积、乘用车零售数据较去年及前年同期略有回落；第二，投资方面，高技术制造业投资相对积极，地产调控延续下地产投资将走弱，财政后置对基建投资支持有限。第三，8 月国内疫情反复波及区域范围较大，对接触型聚集型服务行业需求形成一定负面冲击，影响相关制造业生产。

海外供需缺口逐步弥合，我国 8 月出口虽有所反弹，但或因圣诞订单提前出货所致，难具可持续性，对工业生产的支撑力度将进一步走弱。第一，外需扩张空间有限。预计发达经济体的耐用品消费需求将逐步走弱，一方面疫情时期由于服务业消费需求灭失而新增的商品需求，会随着服务业消费的修复而逐步下降，另一方面，因为美国大量财政补贴计划带来的消费品需求前置，会导致后续商品消费持续性下降。第二，后续发展中经济体的供给修复加速和美国为首的发达经济体需求回落将导致供需缺口收敛，我国出口大概率逐步回落。

国内多地疫情对 8 月服务业复苏负面影响较大，对相关制造业产业支撑作用有所减弱。Delta 病毒导致外防输入的压力增大，局地疫情时有复发，国内清零政策背景下，服

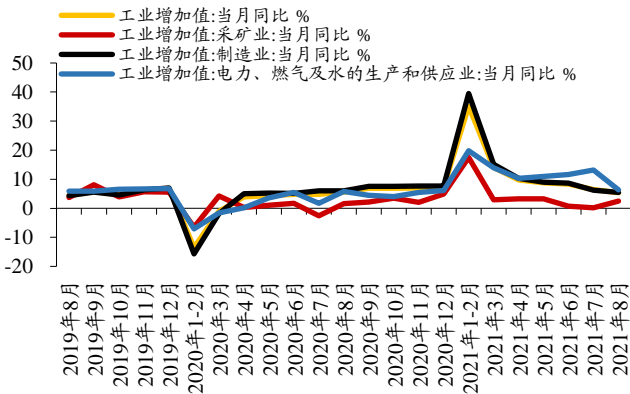
务业的恢复将有所压力。8月服务业商务活动指数为45.2%，低于上月7.3个百分点，去年疫情受控以来首次降至临界点以下。8月份全国服务业生产指数同比增长4.8%，两年平均增长4.4%，比7月份回落1.2个百分点。

钢铁限产、汽车缺芯、能耗“双控”、上游原材料价格高企等负面因素对工业生产有所冲击。第一，“缺芯”对汽车制造业负面影响仍然较大，2021年8月汽车产销环比下降7.4%和3.5%，同比下降18.7%和17.8%。第二，受双碳限产要求影响，黑色系相关开工率数据仍处同期低位，螺纹钢等钢材产量同比较上月进一步下滑。第三，双碳目标下，“双控”工作将持续推进，一方面限制相应高耗能行业的生产，另一方面使得上游原材料维持供需紧平衡，上游原材料的价格仍维持高位，且向终端消费传导有限，下游制造企业面临较大的生产成本压力，拖累开工意愿。

从分项数据上看，采矿业增加值同比增长2.5%、制造业增长5.5%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.3%，制造业有所走弱。我们主要关注的工业产品中原煤（0.8%）、发电量（0.2%）和十种有色金属（0.4%）基本持平去年同期，汽车（-19.1%）、水泥（-5.2%）和钢材（-10.1%）下降幅度较大。高技术制造业仍保持较强增长，高技术制造业增加值同比增长18.3%，比7月份加快2.7个百分点。分产品看，新能源汽车、工业机器人、集成电路、微型计算机设备产量同比分别增长151.9%、57.4%、39.4%、12.4%，两年平均增速均超过12%。

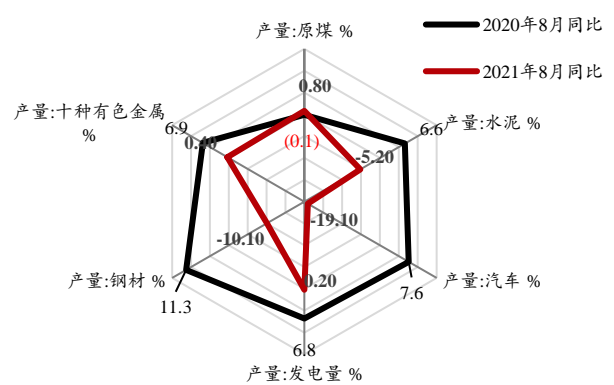
我们认为，9月由于内需景气回落，外需扩张有限且海外供给恢复，内外需求对工业生产的支撑将进一步走弱，再叠加钢铁限产、汽车缺芯、能耗“双控”、上游原材料价格居高难下的不利影响，工业生产的下行压力将进一步显现，在去年同期高基数作用下读数或将大幅回落。

图 9：工业增加值主要门类：8月同比



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 10：主要工业产品产量增速与去年同期对比



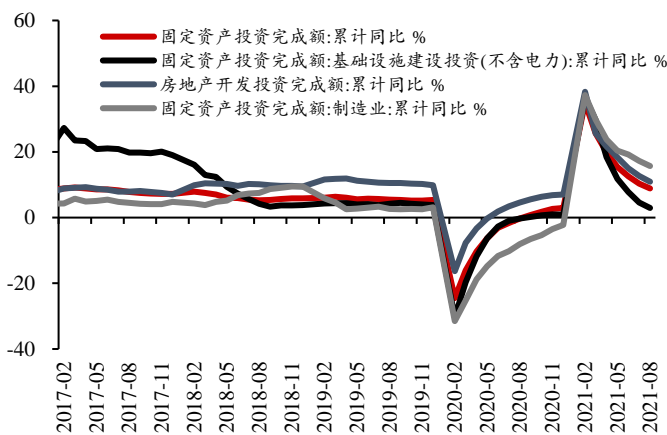
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5. 1-8月固定资产投资累计同比增速回落至8.9%

1-8月全国固定资产投资（不含农户）同比增长8.9%（较前值回落1.4个百分点），与我们的预测值8.7%基本一致，两年平均增长4.0%，比1-7月份回落0.3个百分点。其中，房地产开发投资同比增长10.9%，较前值回落1.8个百分点；基础设施建设投资同比增长2.9%，较前值回落1.7个百分点；制造业投资同比增长15.7%，较前值回落1.6个百分点。从两年复合增速看，地产、基建、制造业分别为7.7%、0.2%和3.3%。

从8月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为0.3%、-7%、7.2%，7月分别为1.2%、-10.5%和9.1%，地产、制造业继续回落，基建受洪涝灾害后赶工影响有所修复，制造业投资仍然强于基建、地产。全年看，地产调控政策延续的情况下，投资增速大概率保持下行，基建投资增速维持低位，而需求回落的情况下，制造业投资增速也将继续面临下行压力。

图 11：固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 12：固定资产投资当月同比增速（估算）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5.1.1 -8月制造业投资累计同比增速回落至15.7%

1-8月制造业投资增速回落至15.7%，较1-7月回落1.6个百分点，两年平均增长3.3%，比1-7月份加快0.2个百分点，当月同比增速回落至7.2%，前值为9.1%，符合我们此前的判断“相关支撑逻辑正在逐步弱化，这意味着制造业投资增速后续或将出现边际回落压力”。制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本面数据及信贷、社融等的资金面数据影响。我们认为工业品价格保持高位、企业利润稳健使得企业当前中长期资本开支意愿仍然较强，信贷资金定向支持也对制造业投资提供较强的支撑，当前制造业投资增速强于地产、基建，但后续需求走弱、盈利下行等因素影响下，制造业投资将逐渐面临回落压力。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。数据

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_26646

