宏观专题研究

报告日期：2022 年 09 月 01 日

8 月数据预测：经济边际转暖

核心观点

8 月经济呈现弱复苏态势，供需边际回暖，基建较强、出口韧性。8 月地产销售数据未有明显起色，预计地产投资仍然面临较大下行压力，但政策托底基建投资提速，以高技术制造业为首的制造业投资与企业盈利背离，延续挑大梁态势，预 1-8 月固定资产投资增速仅小幅回落至 5.5%。消费方面，预计 8 月社零增速显著回升，主因去年基数较低，政策助力下汽车产销依然表现良好，但地产销售欠佳对后周期消费仍有较大拖累。供给端，受制于高温天气和电力缺口，工业生产受到一定影响，预计工业增加值同比+4.1%，较 7 月略有回升。

权益市场方面，预计 A 股行情将表现为结构化特征，看好以航空、机场、旅游、酒店、餐饮、免税为代表的出行消费链。此外，新制造稳增长链条看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和"新能源+"。固定收益方面，预计 10 年期国债收益利率在 2.6%~2.8%之间震荡。

- **工业让电缓生产，地产偏弱有压力**

  8 月工业让电于民应对高温干旱电力缺口、房地产偏弱压制地产链制造业是影响工业生产强度的关键变量。8 月国内疫情反弹程度较上月较大，但物流并未受明显冲击，对工业影响较为有限；此轮疫情主要影响城市之间人的流动，对服务业有所冲击。综上，我们预计 8 月规模以上工业增加值同比增速为 4.1%。

- **固定资产投资下台阶，制造业蕴藏较大预期差**

  预计 1-8 月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.5%，较 1-7 月份回落 0.2 个百分点。分领域看，预计制造业投资增长 9.6%，基础设施投资同比增长 8.2%，房地产开发投资同比下降 7.6%。受地产流动性危机影响，投资需求不足的矛盾尚未缓解，市场主体信心短期也较难向上修复。我们认为，制造业投资在强链补链、产业基础再造等产业政策带动下具有可持续性，同时今年以来靠前发力的一揽子宏观政策陆续形成实物工作量，将对后续基建投资形成有效支撑。

- **社零显著回升，主因基数效应**

  预计 8 月社会消费品零售总额同比+7.3%，前值 2.7%，去年 8 月基数较低是社零表观增速回升的主要原因。政策助力下汽车产销依然表现良好，但地产销售欠佳对地产后周期消费仍有较大拖累。

- **就业整体平稳，青年人群承压**

  预计 8 月全国城镇调查失业率为 5.4%，与前值持平，就业形势整体平稳。8 月全国疫情相较 7 月更加严峻，或对就业产生一定扰动，16-24 岁青年人口失业率仍有一定压力，8 月预计保持在高位。

- **PPI-CPI 剪刀差有望反转**

  预计 8 月 CPI 环比+0.3%，同比+2.9%（前值 2.7%），猪肉、鲜菜小幅上涨，油价有所回调，CPI 持续向上，同比增速向 3%靠近。预计 8 月 PPI 环比-0.6%，同比+2.8%（前值 4.2%），大宗商品价格跌多涨少，PPI-CPI 剪刀差有望反转。

- **供给优势奠定出口相对景气**

  预计 8 月出口（人民币计价）同比增长 18%，其中前值 23.9%，贸易顺差 890 亿美元。我们认为短期贬值和出口价格支撑带动出口较强，后续海外衰退进程加剧背景下，多重冲击施压海外供给，既有工资上行、原材料涨价、海运物流涨价等成本冲击，还有工人罢工、地缘政治冲突、供应链和产业链调整等因素扰动，我们认为中国供给的相对优势将成为出口韧性的重要来源，供给优势奠定出口相对

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧
执业证书号：S1230520070006
sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪
执业证书号：S1230520080001
zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩
执业证书号：S1230521050001
zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理：潘高远
pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1 《8 月 PMI：经济呈现弱复苏态势》 2022.08.31

2 《工业盈利再下探，地产不振有约束——2022 年 1-7 月工业企业盈利数据的背后》 2022.08.27

3 《短期相机决策，中期未必降息——鲍威尔央行年会发言传递的信息》 2022.08.27

景气。预计 8 月进口（人民币计价）同比增长 8.1%，其中前值 7.4%。经济复苏进程受挫放缓，扰动进口修复进程。

- **预计 8 月信贷较强但社融回落**

预计 8 月人民币信贷新增 1.5 万亿，较去年 1.22 万亿同比多增 2800 亿，对应增速持平前值于 11%，宽信用政策继续加码，尤其是降息及“准财政”工具发力均有助于稳定信贷投放，月末“冲票据”状况明显缓解，预计全月信贷较强，结构也将相对优化。预计 8 月社融新增 2.25 万亿，较去年同期的 2.99 万亿同比少增约 7400 亿元，增速较前值降 0.3 个百分点至 10.4%，8 月结构中，同比少增主要来自政府债券、企业债券、存款类机构资产支持证券及股票融资；预计信贷可实现同比多增，信托贷款、委托贷款同比少减，贷款核销略同比多增，未贴现票据或与去年基本持平。8 月信贷较强叠加财政支出或仍较快对 M2 均有正面影响，预计 8 月 M2 增速持平前值于 12%。地产销售仍然低迷，但 M1 增速去年基数走低，预计 8 月 M1 增速较前值 6.7%继续提高至 6.9%。

- **风险提示**

疫情超预期恶化；政策落地不及预期；大国博弈超预期。

正文目录

1 8 月经济边际转暖 5
2 工业让电缓生产，地产偏弱有压力 5
3 预计 1-8 月固定资产投资增速小幅回落至 5.5% 6
3.1 预计 1-8 月制造业投资同比增速为 9.6% 7
3.2 预计 1-8 月地产投资累计增速-7.6%，未来地产核心重在销售修复 9
3.3 高温天气扰动，基建蓄势待发 10
4 社零显著回升，主因基数效应 11
5 就业整体平稳，青年人群承压 12
6 PPI - CPI 剪刀差有望反转 14
6.1 菜价迅速增长，CPI 向 3 靠近 14
6.2 经济衰退风险加剧，PPI 同比快速回落 15
7 供给优势奠定出口相对景气 15
8 预计 2022 年 8 月信贷新增 1.5 万亿，社融新增 2.25 万亿，增速分别为 11%和 10.4% 17
风险提示 19

图表目录

图 1: 制造业投资是经济增长的首要贡献 6
图 2: 固定资产投资各领域 7 月当月同比增速 6
图 3: 2022 年以来新增净停工面积累计同比估算 9
图 4: 8 月地产销售未有明显起色 10
图 5: 8 月高温天气席卷我国大部分地区 11
图 6: 地铁客运量平稳波动 12
图 7: 民航执飞量有所回落 12
图 8: 预计 8 月全国城镇调查失业率为 5.4%，与前值持平 13
图 9: 8 月全国疫情呈现多点散发、多地频发态势 13
图 10: 8 月义乌出现本土疫情 13
图 11: 8 月猪肉价格涨势放缓 14
图 12: 8 月下旬起蔬菜价格显著上涨 14
图 13: 出口价格指数回升提升出口韧性 16
图 14: 票据转帖利率-同业存单利率利差与信贷增速有明显的正相关 18
图 15: 8 月下旬票据-同业存单利差大幅上行 18

表 1: 7 月高技术制造业继续保持较快增速（单位：当月同比，%） 7
表 2: 代表性制造业固定资产投资占比（累计值，%） 8
表 3: 表性制造业固定资产投资占比（当月值，%） 8
表 4: 8 月宏观经济数据预测 20

1 8 月经济边际转暖

8 月经济呈现弱复苏态势，供需边际回暖，基建较强、出口韧性。8 月地产销售数据未有明显起色，预计地产投资仍然面临较大下行压力，但政策托底基建投资提速，以高技术制造业为首的制造业投资与企业盈利背离，延续挑大梁态势，固定资产投资增速小幅回落。消费方面，预计 8 月社零增速显著回升，不过主因去年 8 月基数较低，政策助力下汽车产销依然表现良好，但地产销售欠佳对后周期消费仍有较大拖累。供给端，受制于高温天气和电力缺口，工业生产受到一定影响，预计工业增加值同比+4.1%。

权益市场方面，预计 A 股行情将表现为结构化特征，看好以航空、机场、旅游、酒店、餐饮、免税为代表的出行消费链。此外，新制造稳增长链条看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，预计 10 年期国债收益利率在 2.6%～2.8%之间震荡。

2 工业让电缓生产，地产偏弱有压力

8 月工业让电于民应对高温干旱电力缺口、房地产偏弱压制地产链制造业是影响工业生产强度的关键变量。8 月国内疫情反弹程度较上月较大，但物流并未受明显冲击，对工业影响较为有限；此轮疫情主要影响城市之间人的流动，对服务业有所冲击。综合以上因素，我们预计 8 月规模以上工业增加值同比增速为 4.1%。

8 月国内极端高温干旱天气多发，部分省份如四川、重庆、浙江等省份纷纷要求工业让电于民，工业企业停工或缩短有效工作时长将直接冲击工业产值。例如，8 月 8 日浙江省通知宁波、温州、衢州等地工业企业实施“三停四开”；8 月 20 日四川省宣布在全省 19 个州放高温假，让电于民，限电时间将延长至 11 天。**与去年能耗双控导致的限电相比涉及面较小，有一定负面扰动但工业生产大幅下行的可能性较小。**

8 月工业生产景气分化，地产偏弱对地产链相关制造业仍有压制作用。8 月房地产商务活动指数仍处于收缩区间，销售数据未见明显修复。从高频数据上看，房地产上游的黑色系开工率、达产率及产量环比上月略有回升，但同比仍有较大降幅，水泥产能利用率仍振荡下行。此外，PTA 产量环比回落较大，强度接近去年同期；汽车半钢胎开工率小幅回落但显著高于去年同期。8 月南方八省电厂日均耗煤量环比及同比均强劲表现，但主要由于高温及干旱水电难发力影响，难以客观反映工业生产的修复强度。

8 月疫情反弹，对城市之间人的流动影响大于物的流动，因此对工业生产边际影响较为有限，但对服务业有所冲击。货运物流方面，8 月整车货运流量指数保持平稳，环比 7 月小幅回落。8 月供应商配送时间指数为 49.5，较上月小幅回落，但总体平稳，体现国内物流较为通畅。8 月份 24 个城市地铁客流量环比上月小幅回落，但国内航班执飞环比下行幅度较大，体现常态化核酸检测背景下，城市内人的流动得到较大保障，城市间人的流动仍一定冲击。因此，在 8 月疫情扰动下，8 月服务业商务活动指数较上月有所回落，但仍处于扩张区间，住宿、餐饮、零售等行业商务活动指数均高于 55%，说明常态化核酸检测使得服务业应对疫情仍一定韧性。

3 预计 1-8 月固定资产投资增速小幅回落至 5.5%

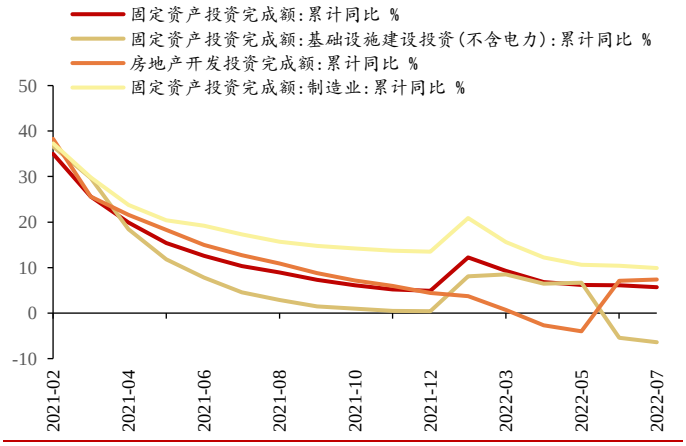
我们预计，1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.5%，较 1-7 月份回落 0.2 个百分点，表明投资动能渐次回落。分领域看，我们预计制造业投资增长 9.6%，基础设施投资同比增长 8.2%，房地产开发投资同比下降 7.6%。受地产流动性危机影响，投资需求不足的矛盾尚未缓解，市场主体信心短期也较难向上修复。我们认为，制造业投资在强链补链、产业基础再造等产业政策带动下具有可持续性，制造业投资在总需求侧的引领作用凸显。同时，今年以来靠前发力的一揽子宏观政策陆续形成实物工作量，将对基建投资形成有效支撑。

制造业投资与企业盈利背离，延续挑大梁态势。1-7 月份，制造业投资同比增长 9.9%，增速高于全部投资 4.2 个百分点。最值得关注的是，外生产业政策驱动的资本开支成为制造业投资的核心增量。1-7 月份，制造业技改投资同比增长 12.5%，增速高于全部制造业投资 2.6 个百分点；技改投资占全部制造业投资的比重为 41.5%，比 2021 年同期提高 0.9 个百分点。此外，高技术制造业投资保持良好增势。其中，电子及通信设备制造业投资增长 27.5%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 26.6%，航空、航天器及设备制造业投资增长 19.9%。

政策托底基建投资提速。1-7 月份，基础设施投资同比增长 7.4%，增速连续三个月加快。7 月以来，国开行、农发行分别成立国开基础设施投资基金、农发基础设施投资基金，额度分别为 2100 亿元、900 亿元，用于补充项目资本金。此外，国务院 8 月 24 日召开的常务会议指出，在落实稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项接续政策，形成组合效应，推动经济企稳向好、保持运行在合理区间，努力争取最好结果。主要包括：增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好 5000 多亿元专项债结存限额。我们判断，三季度基建资金较为充裕，基建投资有望持续回升。

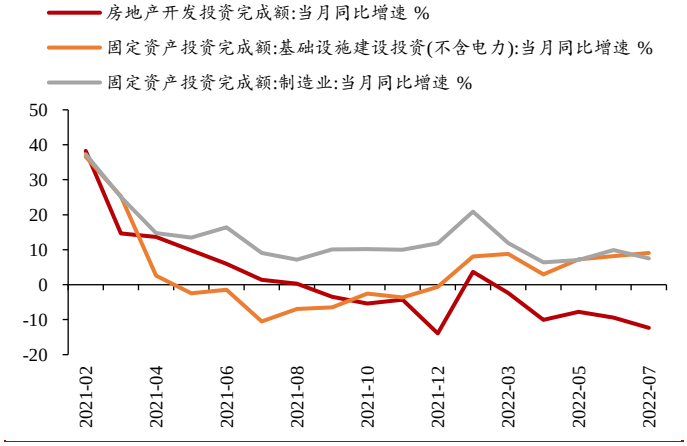
房地产投资仍处于下滑通道，地产销售尚未走出困境。1-7 月份，商品房销售面积 78178 万平方米，同比下降 23.1%，其中住宅销售面积下降 27.1%。商品房销售额 75763 亿元，下降 28.8%，其中住宅销售额下降 31.4%。7 月 28 日中共中央政治局召开会议，强调要稳定房地产市场，提出“保交楼、稳民生”，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求。我们提示，后续大概率出台房地产行业的新发展模式与规划，当前纾困政策的核心旨在防范风险的外溢与经济的硬着陆。

图1： 制造业投资是经济增长的首要贡献



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图2： 固定资产投资各领域 7 月当月同比增速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

3.1 预计 1-8 月制造业投资同比增速为 9.6%

我们预计，1-8 月份，制造业投资累计增速为 9.6%，较 7 月有所放缓，但仍然是固定资产投资的重要支撑。其中，高技术制造业投资仍将保持较高增速，带动制造业投资上行。我们重点提示，强链补链和产业基础再造是驱动制造业投资两条主线，当前，我国制造业正处在新一轮爬坡过坎的关键时期，制造业投资是中国固定资产投资的主引擎。我们认为，强链补链将驱动技术改造投资保持较高增速，而产业基础再造的重点在于制造业向新能源化、智能化转型，映射厂房、机器、设备等资本开支偏强。

高技术制造业投资的拉动作用显著。根据《高技术产业（制造业）分类（2017）》，高技术制造业是指国民经济行业中 R&D 投入强度相对高的制造业行业，包括：医药制造，航空、航天器及设备制造，电子及通信设备制造，计算机及办公设备制造，医疗仪器设备及仪器仪表制造，信息化学品制造等 6 大类。1-7 月份，高技术制造业投资同比增长 22.9%。其中，电子及通信设备制造业投资增长 27.5%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 26.6%，航空、航天器及设备制造业投资增长 19.9%。

表1：7 月高技术制造业继续保持较快增速（单位：当月同比，%）

行业名称	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
农副食品加工业	12.1	11.6	11.6	19.3
纺织业	7.8	9.4	6.4	4.1
化学原料及化学制品制造业	20.3	20.0	6.7	16.6
医药制造业	11.3	-0.9	4.3	-2.1
有色金属冶炼及压延加工业	13.5	3.1	16.6	17.9
金属制品业	7.2	9.1	12.2	11.1
通用设备制造业	5.3	14.7	18.7	25.8
专用设备制造业	15.9	11.2	10.8	15.1
汽车制造业	15.5	3.3	13.1	7.1
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.2	14.4	21.8	-4.3
电气机械及器材制造业	39.5	36.4	37.3	27.0
计算机、通信和其他电子设备制造业	11.6	15.4	20.7	11.7

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

我们认为，随着国内需求修复及工业企业利润逐步回升，企业将由主动去库转向被动去库，进一步带动制造业投资增速持续增长。我们认为，制造业投资将会延续上一年的强劲态势，持续引领固定资产投资，当前已积累较大的市场预期差。**我们预计，2022 年制造业投资是经济增长的主引擎，全年增速将达到 10%左右。**

表2: 代表性制造业固定资产投资占比（累计值，%）

行业名称	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
计算机、通信和其他电子设备制造业	10.91	11.24	11.48	11.71
化学原料及化学制品制造业	8.05	7.97	7.99	8.03
电气机械及器材制造业	7.96	7.89	8.16	8.09
专用设备制造业	7.88	7.78	8.04	8.00
通用设备制造业	6.44	6.29	6.35	6.29
农副食品加工业	5.35	5.24	5.13	4.95
金属制品业	5.00	5.12	4.97	4.98
汽车制造业	4.93	5.01	5.11	5.11
医药制造业	3.84	3.81	3.85	3.79
纺织业	2.90	2.83	2.96	3.00
食品制造业	2.75	2.74	2.65	2.65
有色金属冶炼及压延加工业	2.32	2.31	2.29	2.26
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.33	1.39	1.39	1.45

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

表3: 表性制造业固定资产投资占比（当月值，%）

行业名称	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.32	10.68	10.94	10.85
化学原料及化学制品制造业	8.43	7.93	7.88	8.23
电气机械及器材制造业	8.36	7.15	8.15	8.54
专用设备制造业	8.28	7.22	8.34	7.80
通用设备制造业	7.17	6.16	6.47	6.53
农副食品加工业	5.87	5.51	5.54	5.17
金属制品业	4.57	4.77	5.10	5.36
汽车制造业	4.42	5.47	4.95	4.43

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_45758