

## 总量研究

## 经济恢复进行时

## ——2022年8月经济数据点评兼债市观点

## 要点

## 事件：

国家统计局公布2022年8月经济数据：1) 8月规模以上工业增加值同比增长4.2%，前值为3.8%；2) 1-8月固定资产投资同比增长5.8%，前值为5.7%；3) 8月社会消费品零售总额同比增长5.4%，前值为2.7%。

## 点评：

**工业生产增速同比升而环比降，恢复并不顺畅，制造业生产仍然较弱。**8月规模以上工业增加值同比增长4.2%（前值为3.8%）；8月份环比增速为0.32%（前值为0.38%）。制造业生产在工业生产中占比最高，也是经济内生动力的最直接体现。8月制造业生产同比增速为3.1%，6月、7月分别为3.4%、2.7%，增速整体在3%左右，但低于1季度均值，大体与去年9-11月相当。从这个数据来看，目前制造业生产表现相对较弱。整体来看，当前生产仍处在恢复过程中，但恢复并不顺畅，后续的焦点仍是制造业。

**固定资产投资恢复加快，但地产投资疲弱不减。**8月固定资产投资环比增长0.36%（前值为0.15%），环比增速有所提升，大体与今年2、3月水平相当。8月地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-13.8%、10.6%和15.6%（前值分别为-12.3%、7.6%和11.5%），地产投资仍然疲弱，制造业投资增速可能仍处在从高位回落的阶段。8月基建投资增速维持在高位，后续仍将是稳增长抓手。

**8月社消同比改善但环比仍在下降，除汽车外，可选消费整体偏弱。**8月当月社消增速同比增长5.4%，前值为增长2.7%，连续3个月录得正增长且增速提升。从环比来看，8月社消环比增速为-0.05%（前值为-0.12%）。从消费品维度来看，8月可选消费中，除汽车外，其他均有所走弱，服务类消费有所恢复但速度可能并不强。

## 债市观点

今年以来，利率债二级市场大致可以分为两个不同的阶段，而在不同的阶段，10年期国债收益率波动中枢不同。后续，我们认为，对债市要有均值回复的思维，但也要意识到这种均值回复的曲折，并非一蹴而就。

## 风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

## 作者

## 分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001  
010-56513035  
zhang\_xu@ebsecn.com

## 分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001  
010-56513081  
weiwx@ebsecn.com

## 分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004  
010-56513038  
lishuchuan@ebsecn.com

## 联系人：方钰涵

010-56513071  
fangyuhuan@ebsecn.com

## 联系人：毛振强

010-56513030  
maozhenqiang@ebsecn.com

## 联系人：董乃睿

010-56513032  
dongnr@ebsecn.com

## 相关研报

经济恢复虽有所放缓，债市仍需持均值回复思维——2022年7月经济数据点评兼债市观点（2022-08-15）

结构有亮点，后续政策需适当加码——2022年二季度和6月经济数据点评兼债市观点（2022-07-15）

供需均在恢复中，但有所分化——2022年5月经济数据点评兼债市观点（2022-06-16）

## 1、事件

2022年9月15日，国家统计局公布2022年8月经济数据：

- 1) 8月规模以上工业增加值同比增长4.2%，前值为3.8%；
- 2) 1-8月固定资产投资同比增长5.8%，前值为5.7%；
- 3) 8月社会消费品零售总额同比增长5.4%，前值为2.7%。

## 2、点评

### 2.1、工业生产增速同比升而环比降，恢复并不顺畅，制造业生产仍然较弱

2022年8月规模以上工业增加值同比增长4.2%（前值为3.8%）；8月份环比增速为0.32%（前值为0.38%）。

8月工业生产数据，同比增速与6月、7月接近，但较5月仍有不少提升（5月工业增加值同比增速为0.7%），预示工业生产目前仍处在恢复阶段，但恢复的速度相对有限。可以从以下几个视角对工业生产进行评价：

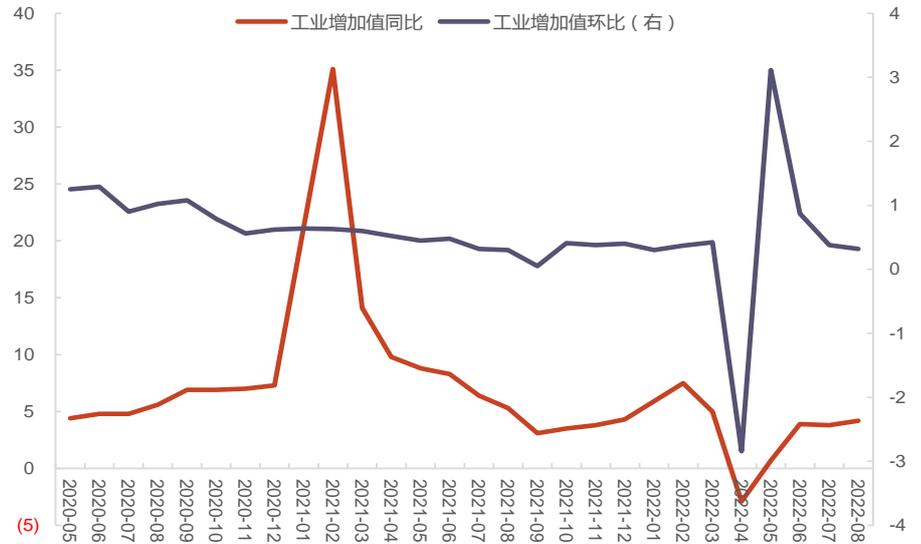
第一，**从环比增速来看**，8月规模以上工业增加值环比增速为0.32%，低于5、6、7月的3.11%、0.87%和0.38%，且仍然低于2022年1-3月0.4%左右的水平。

第二，**从与2022年疫情蔓延前相比**，由于疫情冲击主要发生在3月后，因此一个不错的参照数据是2月、3月工业生产的增速。今年2月、3月规模以上工业增加值同比增速分别为7.5%、5%，8月增速水平距这一水平仍有一定差距；

第三，**从结构来看**，8月采矿业增加值同比增长5.3%（前值为8.1%），制造业增加值同比增长3.1%（前值为2.7%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长13.6%（前值为9.5%）。能源价格高位回落，因此采矿业供给速度下降，后续继续回落的可能性不小；8月电力、热力、燃气及水生产和供应业生产增速继续快速上升则与今年酷暑有关。制造业生产在工业生产中占比最高，也是经济内生动力的最直接体现，因此生产层面关注的重点仍是制造业。8月制造业生产同比增速为3.1%，6月、7月分别为3.4%、2.7%，增速整体在3%左右，但低于1季度均值（5.9%），大体与去年9-11月相当。从这个数据来看，目前制造业生产表现相对较弱。但这需要关注两个方面的原因：一个可能是疫情带来的冲击，使得生产不顺畅；第二则可能是企业订单降低，使得生产成为“无水之源”。而8月我国出口增速回落，8月我国PMI新出口订单为48.1%，持续处于荣枯线以下，第二方面的原因同样值得警惕。

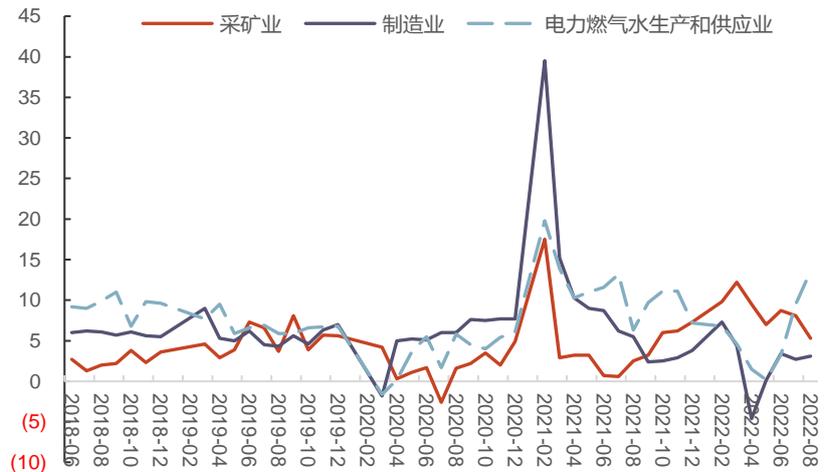
综合上述分析，**大致可以判断当前生产仍处在恢复过程中，但恢复相对并不顺畅；后续的焦点仍是制造业生产。**

图表 1：8 月规模以上工业生产同比增速提升但环比增速下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：8 月制造业生产同比增速为 3.1%，表现相对偏弱



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2.2、 固定资产投资恢复加快，但地产投资疲弱不减

1-8 月全国固定资产投资 36.71 万亿元，同比增长 5.8%（前值为 5.7%），增速大体与 7 月持平。而从环比增速来观察，8 月固定资产投资环比增长 0.36%（前值为 0.15%），环比增速有所提升，大体与今年 2、3 月水平相当。

从当月增速来看，8 月固定资产投资同比增速为 6.6%（前值为 3.8%，上升 2.8 个百分点），地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-13.8%、10.6%和

15.6%（前值分别为-12.3%、7.6%和 11.5%），分别变动-1.5、3.0 和 4.1 个百分点。

**结合来看，对于固定资产投资，大致结论如下：**

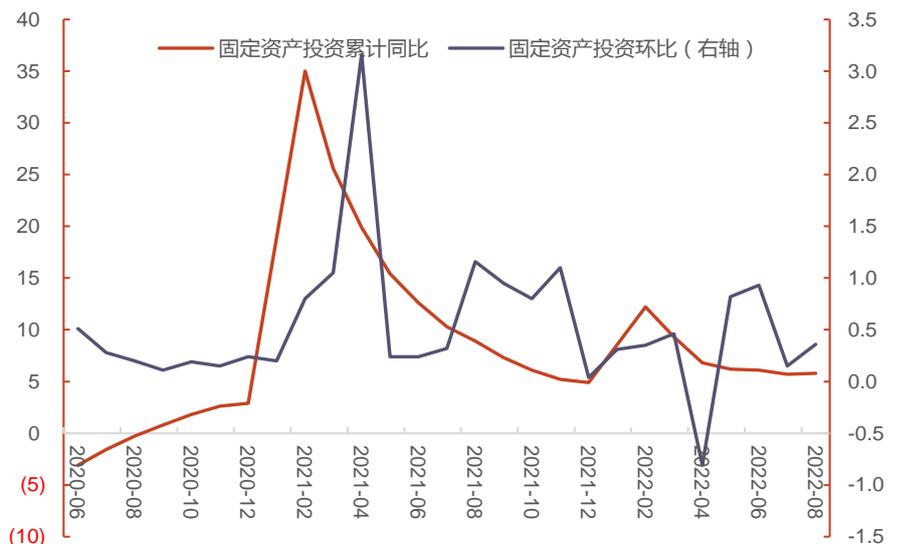
**整体来看**，一季度固定资产投资增速录得较高水平，4 月投资受疫情冲击明显，5 月、6 月投资有所恢复，但 7 月恢复放缓，8 月投资恢复加快。

**地产投资仍然疲弱**。2021 年起房地产开发投资累计同比增速逐月下降（今年 3 月累计增速较去年同期下降了近 25 个百分点）。当月增速中，今年 1-2 月同比增速回升，超出市场预期，但 3 月再次下降，4 月受疫情影响降幅扩大，5 月降幅稍有收窄，6-8 月投资增速降幅拉大。另外，8 月房地产开发景气指数为 95.07（连续 6 个月下降）。目前地产市场景气较弱，投资修复仍遇到较大阻力。

**制造业投资水平可能仍处在从高位回落的阶段**。经过连续 5 个季度去杠杆之后，工业企业资产负债表已经达到一定程度的修复，工业企业有一定的扩张能力，制造业投资对经济的支撑值得期待。受疫情影响，4 月制造业投资同比增速降至 6.4%（相较 3 月下降 5.5 个百分点），5 月回升至 7.1%，6 月则进一步提升至 9.9%。7 月制造业投资增速则降至 7.6%，大致是 5 月水平。8 月增速则意外提升至 10.6%，但这一水平低于今年一季度的 15.6%，也低于去年 4 季度水平（2021Q4 制造业投资平均增速为 10.7%），且增速较高与去年同期基数相对较低有关（2021 年 8 月制造业投资增速为 7.2%，是年内的最低值）。

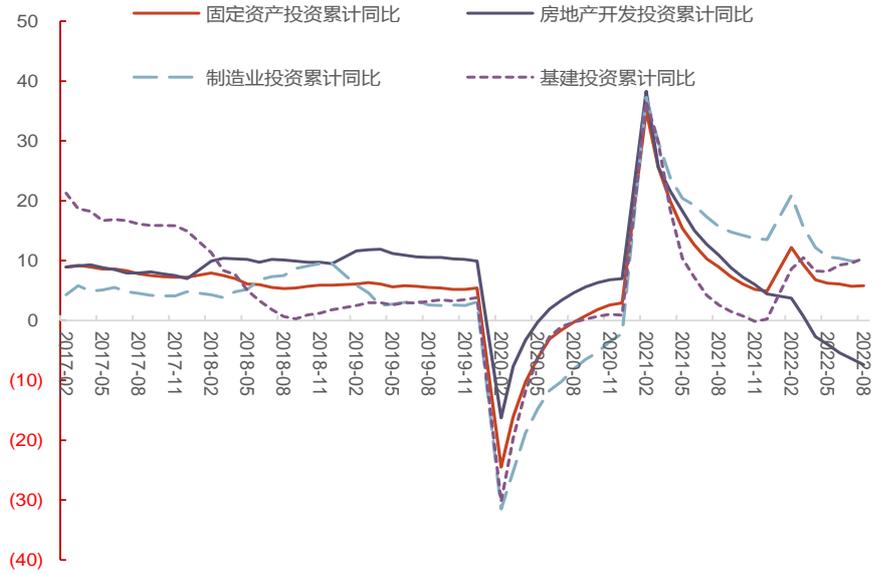
**8 月基建投资增速维持在高位，后续仍将是稳增长的抓手**。地产投资外，基建投资也是拖累 2021 年固定资产投资增速下降的重要原因，随着稳增长成为后续经济工作主要目标和宏观政策的着力点，市场对基建投资期望较高。今年一季度基建投资增速为 10.5%，水平与市场预期基本一致。受疫情影响，4 月基建投资同比增速仅为 4.5%（较 3 月下降 7.3 个百分点），5 月同比增速则回升至 7.9%。6 月、7 月广义基建投资增速分别为 12%、11.5%。8 月广义基建投资增速继续提升为 15.6%（与去年同期基数偏低也有关），继续维持在高位，基建投资仍是稳增长的重要支撑。

图表 3：8 月固定资产投资环比增速提升至 0.36%



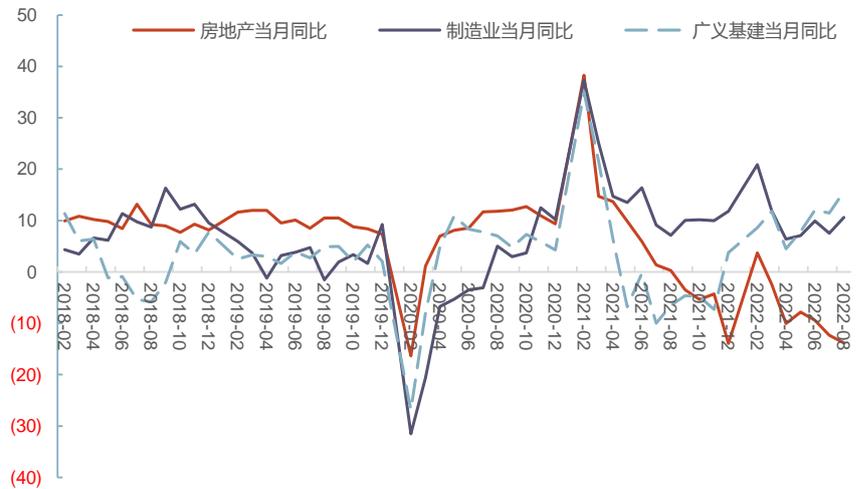
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 4：固定资产投资三大项累计增速情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 5：8 月广义基建投资增速上升至 15.6%



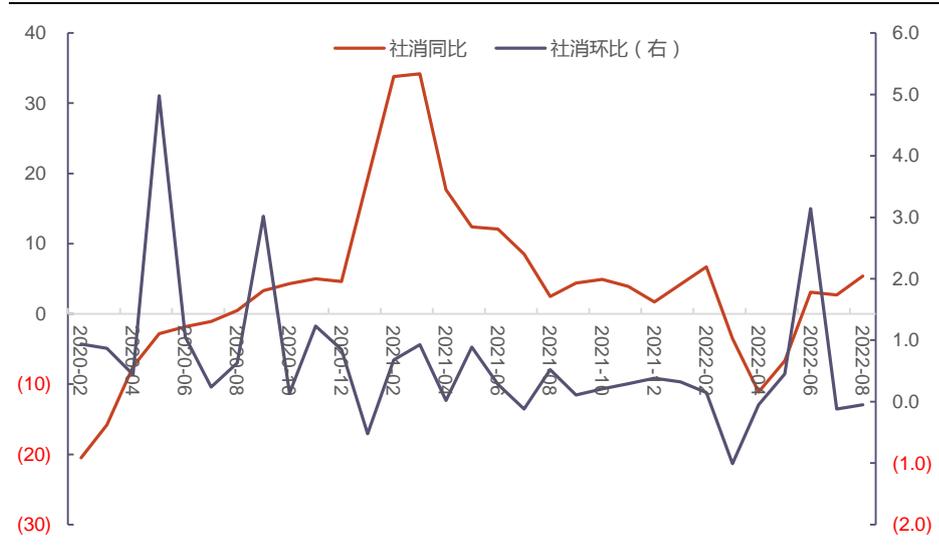
资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

### 2.3、 8 月社消同比改善但环比仍在下降，除汽车外，可选消费整体偏弱

1-8 月份，社会消费品零售总额为 28.25 万亿元，同比增长 0.5%。8 月当月社消增速同比增长 5.4%，前值为增长 2.7%，连续 3 个月录得正增长且增速提升。另外，从环比来看，8 月社消环比增速为-0.05%（前值为-0.12%）。8 月社消同比改善但环比仍在下降。需要注意的是，8 月汽车消费同比增速为 15.9%（前值

为 9.7%)，剔除汽车消费后，社会消费实际同比增速为 4.3%，反映目前汽车消费对整体的消费的支撑较高。

图表 6：8 月社会消费同比提升，但环比仍为负值



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从消费品维度来看，8 月可选消费中，除汽车外，其他均有所走弱，服务类消费有所恢复但速度可能并不强。

8 月全部消费品，粮油、食品类，汽车类，金银珠宝类，通讯器材类，家电，餐饮业（限额以上单位）消费同比增速分别为 5.4%、8.1%、15.9%、7.2%、-4.6%、3.4%、12.9%（前值分别为 2.7%、6.2%、9.7%、22.1%、4.9%、7.1%、-1.2%），分别变动 2.7、1.9、6.2、-14.9、-9.5、-3.7、14.1 个百分点。从数据对比来看，粮油、食品类必选消费增速整体表现尚可。可选消费中，汽车消费在政策推动下，仍维持高水平；而其他可选消费均有一定程度下降。另外，以餐饮为代表的服务类消费同比转正，且速度不低（去年同期增速为年内最低），显示这类消费一方面在恢复，但恢复的速度可能并不强。

图表 7：主要消费品当月同比增长情况



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\\_46217](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46217)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn