

8 月经济超预期修复，但内外需拉锯考验复苏持续性

——2022 年 8 月经济数据点评

报告摘要

8 月,出口走弱并且明显低于市场预期,固定资产投资和消费均较 7 月有所恢复并且超出市场预期,总体上看,与 7 月相比,8 月经济呈现弱修复态势。往后看,稳增长的压力依然较大。一方面,前期持续拖累经济的房地产依然在筑底,趋势上看好转仍需时日,另一方面,前期对经济支撑作用较强的基建面临专项债发行额减少,对经济支撑力度或逐渐走弱的问题,前期持续维持高增速的出口在全球货币紧缩之下面临外需持续走弱的压力。总体上,后续外需下滑风险对内需恢复提出了更高的要求,内外需拉锯之下,经济复苏基础依然并不稳固。政策方面,虽然目前较弱的国内通胀对货币政策制约力度较弱,但美联储持续加息之下,我国货币政策面临的外部压力并未减轻。8 月 M2 同比社融存量同比高 1.7PCTS,是 M2 增速连续第 5 个月高于社融增速。鉴于目前我国货币市场流动性仍然充裕,从稳增长效率的角度看,相比总量层面进一步宽松,下一阶段政策发力的重点可能在进一步为市场主体减负,提高市场主体预期,推动宽货币向实体经济宽信用的有效转变方面。8 月经济数据具体分析如下:

◆ 8 月消费弱复苏,9 月消费复苏力度或仍存变数

2022 年 8 月,社零同比+5.4%,高于市场预期的+4.2%,较上月+2.7PCTS。刨除价格因素,8 月社零实际同比+2.2%,3 月以来首次录得正值。8 月社零同比高于预期,特别是社零实际同比 3 月以来录得正值,显示消费较 7 月有一定修复,但这种修复的力度仍然不强:今年 8 月社零环比录得-0.05%,继上月之后继续为负,是历年 8 月社零环比唯一的负值,显示消费复苏并不强势;去年 8 月受疫情影响,社零本身即处在低点,低基数效应对今年 8 月社零同比较 7 月的回升亦有一定贡献。展望 9 月,消费能否持续复苏,仍存在一定变数,主要原因在于 9 月开始全国各地疫情有一定的抬头趋势。居民出行的再次受限,叠加居民消费倾向仍然较低、居民资产负债表受损和未来预期仍然较弱等相对中长期因素,9 月消费复苏能否在 8 月的基础上加大力度,仍存在一定变数。

◆ 8 月固投同比增速较 7 月上行,房地产投资仍是拖累项

2022 年 8 月,固投同比+6.5%,较 7 月+3.0PCTS,制造业和基建投资增速的上行,带动了 8 月固投增速较 7 月回升,房地产投资继续成为固投的主要拖累项,同比降幅较上月加深。

2022 年 8 月,制造业投资增速+10.6%,较 7 月+3.0PCTS,带动 8 月固投同比增长 5.0PCTS。8 月,在全国范围内疫情平稳、中下游制造业成本压力逐渐减轻等有利因素带动下,制造业景气度有所恢复、预期有所好转,投资同比增速较 7 月上行。

2022 年 8 月房地产投资增速-13.8%,较 7 月-1.8PCTS,6 月、7 月和 8 月连续 3 个月降幅扩大,带动 8 月固投同比下降 4.1PCTS。总体上看,8 月房地产投资相关数据

主要数据

上证指数	3126.3977
沪深 300	3932.6826
深证成指	11261.4984

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2022-09-14
年内 CPI 破 3 概率下降, PPI 转负风险抬升 —2022-09-11
8 月社融弱修复, 实体经济信用扩张速度仍明显落后于经济系统货币量增速 —2022-09-11

仍然不强：8月房地产投资较7月下滑幅度加深；8月商品房销售额和销售面积下滑幅度虽较上月缩窄，但同比去年依然下滑20%以上；8月房屋施工面积和土地购置面积依然较去年同比下滑40%和50%以上，且下滑幅度较上月加深；8月房企开发到位资金下滑幅度较上月缩窄，但仍较去年同期低20%以上。居民购房意愿低、房企预期较弱依然对房地产投资制约较大。

2022年8月，基建投资同比+15.4%，较7月+3.9PCTS，是2018年以来最高增速，带动固投同比增长5.4PCTS。疫情明显缓和、基建项目开工明显恢复，叠加前期项目加速推进下，8月基建投资实现较高增速。上半年新增专项债额度基本用尽后，6月之后新增专项债发行明显减量。专项债发行下滑之下，基建投资可能有一定降速，但考虑到：1，从融资到资金投入项目有一定时间差。2，9月7日国常会决定依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，且要求各地要在10月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。预计后续月份基建投资仍将维持韧性，仍然是固投的重要支撑项。

◆ 制造业景气度回升，支撑8月工业增加值同比增速较7月上行

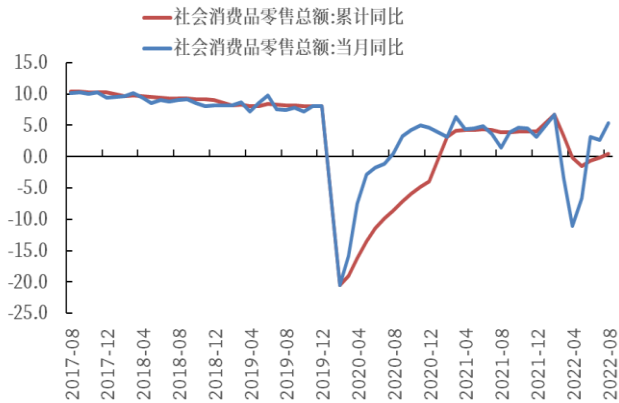
2022年8月，工业增加值同比+4.2%（市场预期+3.9%），较7月+0.4PCTS，增加值占比较高的制造业增加值增速的上行，支撑了8月工业增加值增速较7月回升。往后看，工业生产下一步走势较不明朗：1，9月初以来疫情有抬头趋势，对工业生产的影响仍需观察。2，8月出口增速明显下滑，全球紧缩周期下，外需持续走弱，后续出口产业链相关工业增加值增速可能会承压。3，汽车、电气机械等行业景气度较高，预计后续仍将对工业增加值增速提供支撑。

一、8月消费弱复苏，9月消费复苏力度或仍存变数

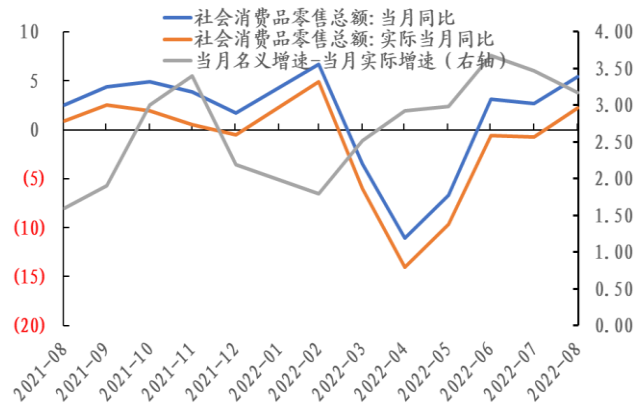
2022年8月，社零同比+5.4%，高于市场预期的+4.2%，较上月+2.7PCTS。刨除价格因素，8月社零实际同比+2.23%，3月以来首次录得正值。8月社零环比录得-0.05%，依然为负，是2011年以来历史同月最低。分类别看，8月商品零售同比+5.1%（上月+3.2%）、餐饮收入同比+8.4%（上月-1.5%），限额以上社零同比+9.3%（上月+6.8%）。

分商品类别，本月受房地产低迷拖累，家具及建筑装潢材料类商品对限额以上商品零售的拉动作用继续为负，此外，化妆品类和通讯器材类商品对限额以上商品零售的拉动作用亦为负。除以上4类商品外，其余11类商品对限额以上商品零售的拉动作用为正，其中，汽车、石油及制品类为最大拉动项，分别拉动限额以上商品零售同比增4.6PCTS和2.4PCTS，拉动作用均较上月增强。汽车类拉动力强主要系汽车市场整体的回暖以及新能源车销售持续高速增长，石油及制品类拉动力强主要系油价同比去年仍然较高。

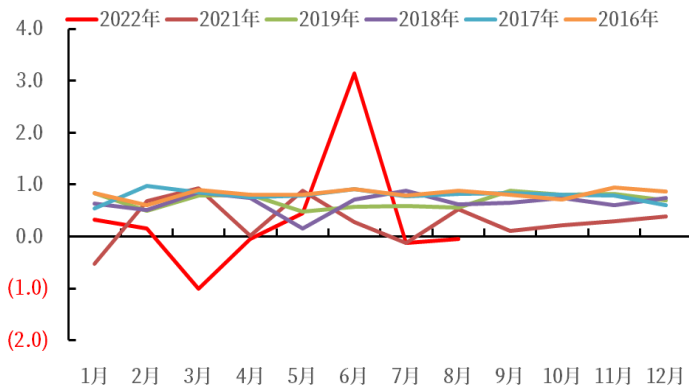
8月社零同比高于预期，特别是社零实际同比录得正值，为今年3月之后的首次，显示消费较7月有一定修复。同时，我们也注意到，8月社零修复速度虽然超过市场预期，但修复力度仍然不算强。首先，今年8月社零环比录得-0.05%，继上月之后继续为负，是历年8月社零环比唯一的负值，显示消费复苏并不强势。其次，去年8月受疫情影响，社零本身即处在低点（去年8月社零同比仅+2.5%，环比仅+0.52%，是历年8月社零环比的倒数第2位），低基数效应对今年8月社零同比较7月的回升有一定贡献。展望9月，消费能否持续复苏仍存变数，主要原因在于9月开始全国各地疫情有一定的抬头趋势。从高频地铁客流量数据看，虽然8月上旬和中旬18大城市地铁客流量合计值为正，但8月下旬该数据转负，9月上旬受到全国多地疫情抬头影响，同比仅录得-21.3%。从地铁客流量同比正增长城市数量看，8月上旬、中旬、下旬以及9月上旬同比正增长城市数分别为15个、11个、9个和5个，显示9月开始疫情的升温对居民出行再次产生一定影响。居民出行的再次受限，叠加居民消费倾向仍然较低、居民资产负债表受损和未来预期仍然较弱等相对中长期因素，9月消费能否在8月的基础上复苏力度有所加大，仍存在一定变数。

图1 8月社零反弹 (%)


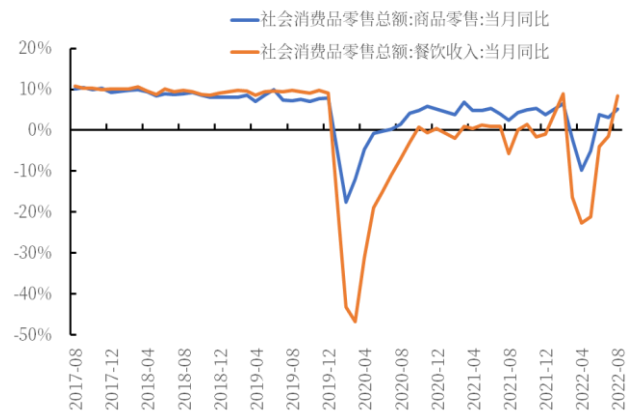
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 8月实际社零增速转正 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 8月社零环比比较历史同期依然较弱 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 8月餐饮收入同比转正


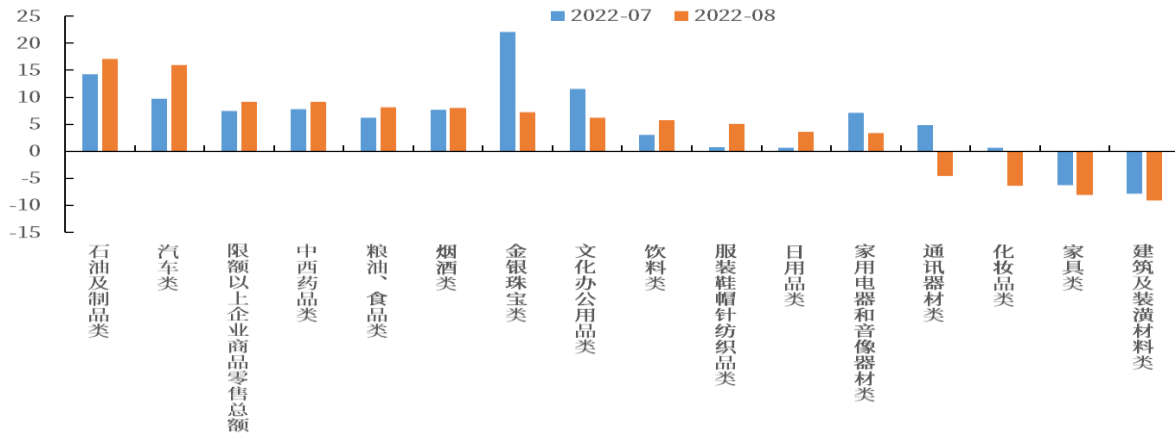
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08
限额以上企业商品零售总额	9.10%	7.50%	8.80%	-5.30%	-13.30%	-0.42%	9.10%	1.70%	4.50%	4.70%	2.70%	0.80%
汽车类	4.56%	2.84%	3.87%	-4.32%	-9.33%	-2.30%	1.14%	-2.40%	-2.68%	-3.59%	-3.74%	-2.29%
石油及制品类	2.44%	2.12%	1.89%	1.17%	0.65%	1.42%	3.03%	1.88%	2.75%	3.69%	2.14%	1.70%
粮油、食品类	0.90%	0.67%	0.91%	1.27%	1.03%	1.27%	0.97%	1.09%	1.38%	1.04%	1.00%	0.97%
服装鞋帽、针、纺织品类	0.39%	0.06%	0.10%	-1.47%	-1.36%	-1.68%	0.47%	-0.23%	-0.05%	-0.34%	-0.42%	-0.50%
中西药品类	0.36%	0.31%	0.43%	0.40%	0.31%	0.45%	0.28%	0.38%	0.32%	0.21%	0.32%	0.37%
烟酒类	0.24%	0.22%	0.14%	0.10%	-0.20%	0.20%	0.52%	0.28%	0.35%	0.40%	0.53%	0.38%
家用电器和音像器材类	0.20%	0.45%	0.25%	-0.64%	-0.44%	-0.26%	0.64%	-0.39%	0.47%	0.52%	0.36%	-0.31%
文化办公用品类	0.19%	0.30%	0.28%	-0.07%	-0.11%	0.24%	0.25%	0.19%	0.52%	0.27%	0.58%	0.51%
日用品类	0.18%	0.03%	0.21%	-0.32%	-0.47%	-0.04%	0.51%	0.78%	0.43%	0.16%	0.02%	-0.01%
金银珠宝类	0.15%	0.38%	0.13%	-0.32%	-0.48%	-0.34%	0.45%	0.00%	0.10%	0.22%	0.35%	0.15%
饮料类	0.12%	0.06%	0.04%	0.14%	0.10%	0.20%	0.21%	0.18%	0.24%	0.15%	0.19%	0.21%
家具类	-0.10%	-0.08%	-0.08%	-0.13%	-0.15%	-0.09%	-0.06%	-0.04%	0.07%	0.03%	0.04%	0.07%
建筑及装潢材料类	-0.13%	-0.11%	-0.06%	-0.10%	-0.16%	0.01%	0.06%	0.10%	0.17%	0.16%	0.16%	0.17%
化妆品类	-0.16%	0.01%	0.22%	-0.29%	-0.51%	-0.18%	0.17%	0.05%	0.30%	0.17%	0.09%	0.00%
通讯器材类	-0.17%	0.17%	0.31%	-0.26%	-0.81%	0.11%	0.21%	0.01%	0.02%	1.32%	0.74%	-0.63%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 7月和8月限额以上商品零售额增速对比 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 9月上旬多数城市地铁客流量同比为负

时间区间	同比正增长城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
9月上旬	5	-21.3%	-12.7%	-12.2%	-10.9%	-90.9%	26.7%	-17.1%	-3.1%	13.5%	-	-26.7%	-53.8%	38.0%	-9.9%	-7.6%	-3.2%	-67.4%	6.0%	27.0%
8月下旬	9	-0.1%	4.2%	-5.1%	13.3%	-18.4%	61.0%	37.5%	-24.2%	19.0%	-	-45.7%	-15.0%	53.5%	-8.4%	11.7%	-8.9%	-33.3%	3.0%	39.2%
8月中旬	11	4.8%	3.2%	-19.6%	6.1%	-3.3%	130.6%	123.0%	3.0%	20.9%	-	-12.2%	-7.9%	100.6%	16.9%	11.6%	-6.5%	46.1%	-26.6%	38.2%
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	-	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%	43.0%
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	-	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.9%	11.6%	13.8%	21.8%
7月中旬	6	-13.1%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-28.8%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%	9.6%
7月上旬	9	-16.5%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	-32.6%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%	4.7%
6月下旬	10	-9.0%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	-32.4%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%	12.2%
6月中旬	7	-11.0%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-38.4%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%	9.9%
6月上旬	6	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	3	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	3	-41.0%	-77.2%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	0	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	2	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	1	-41.4%	-33.8%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	0	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	0	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	1	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬	8	-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
8月	12	7.2%	7.1%	-12.2%	10.1%	-7.1%	125.6%	81.0%	5.2%	22.9%	-	-14.7%	-9.3%	106.0%	15.6%	9.4%	-3.0%	21.2%	10.9%	40.1%
7月	11	-12.7%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	-9.2%	3.8%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%	11.9%
6月	8	-13.1%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	-37.4%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.4%	25.5%	11.6%
5月	1	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	1	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月	3	-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 7月下旬之后合计数剔除郑州)

二、8月固投同比增速较7月上行, 房地产投资仍是拖累项

2022年8月, 固投同比+6.5%, 较7月+3.0PCTS, 其中, 制造业投资增速+10.6% (较上月+3.0PCTS), 基建投资增速+15.4% (较上月+4.0PCTS), 房地产投资增速-13.8% (较上月-1.8PCTS)。制造业和基建投资增速较7月的上行, 带动了8月固投较7月回升, 房地产投资继续成为固投的主要拖累项, 同比下滑幅度较上月加深。8月固投增速高于1-7月固投累计增速, 带动1-8月固投累计增速录得+5.8%, 较1-7月+0.1PCTS。

2022年8月, 制造业投资增速+10.6%, 较7月+3.0PCTS, 带动8月固投总体同比增长5.0PCTS。受8月同比的高增速提振, 20221-8月制造业投资增速+10.0%, 较1-7月上行0.1PCTS。2022年8月官方制造业PMI录得49.4%, 较上月+0.4PCTS, 仍然位于荣枯线之下。季节性上看, 8月制造业景气度与历史同期相比偏弱, 但较7月

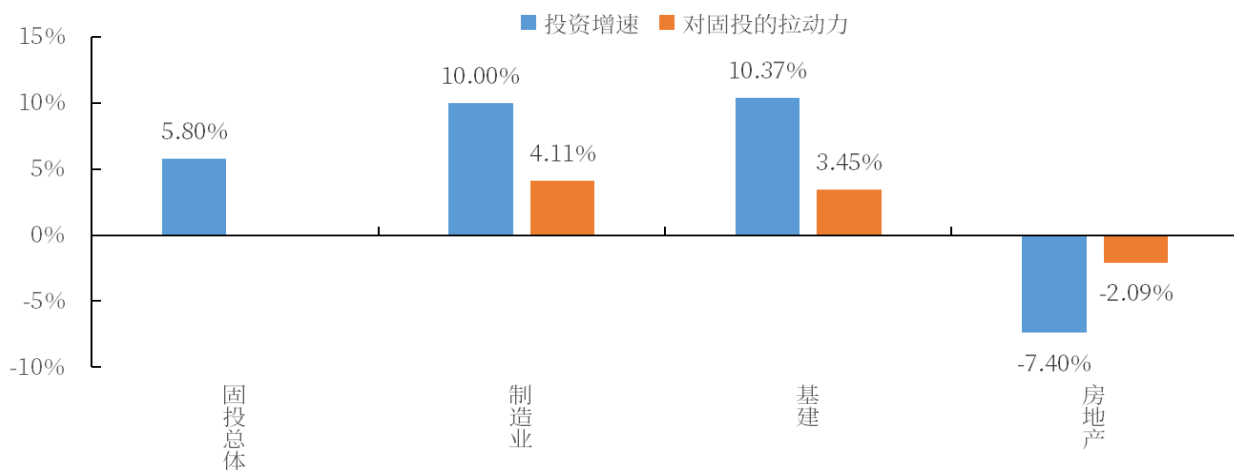
的改善程度强于历史同期。价格指标上，8月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别较上月+4.4PCTS和+3.9PCTS，均为连续4个月下行后首次上行。PMI出厂价格指数—PMI主要原材料购进价格指数近两个月快速上行后，有数据以来首次为正，反映中下游制造业企业成本压力明显减小。在8月全国范围内疫情平稳、中下游制造业成本压力逐渐减轻等有利因素带动下，8月制造业景气度有所恢复、预期有所好转，投资同比增速较7月上行。分行业看，汽车制造业、化学原料及化工制品业、有色金属冶炼及加工业是已公布累计同比增速的行业中，前8月累计增速较前7月提高最多的行业，对8月制造业投资增速的带动作用较强。

2022年8月房地产投资增速-13.8%，较7月-1.8PCTS，6月、7月和8月连续3个月降幅扩大，带动8月固投同比下滑4.1PCTS。8月，房地产投资分项看，除办公楼开发投资同比降幅略微缩窄外，住宅投资、商业营业用房投资同比降幅均有加深，分别较7月-0.8PCTS和-2.2PCTS。8月，本年土地成交价款同比-40.8%，较7月-7.4PCTS，上月降幅缩窄后，降幅再次扩大。房屋销售方面，8月商品房销售额和销售面积同比分别为-20.4%和-22.2%，降幅分别较上月缩窄7.8PCTS和7.0PCTS。房地产施工方面，8月房屋施工面积同比-45.6%（较上月-0.4PCTS），其中新开工面积同比-45.2%（较上月+0.6PCTS）、竣工面积同比-2.6%（较上月+33.2PCTS）。土地购置方面，8月本年土地购置面积同比-56.8%（较上月-9.5PCTS）。房地产开发资金方面，2022年8月，房企开发到位资金同比-21.7%（较上月+4.1PCTS），其中国内贷款同比-17.6%（较上月+19.2PCTS），定金及预收款同比-26.0%（较上月+5.2PCTS）。

总体上看，8月房地产投资相关数据仍然不强：8月房地产投资较7月下滑幅度加深；8月商品房销售额和销售面积下滑幅度虽较上月缩窄，但同比去年依然下滑20%以上；8月房屋施工面积和土地购置面积依然较去年同比下滑40%和50%以上，且下滑幅度较上月加深；8月房企开发到位资金下滑幅度较上月缩窄，但仍较去年同期低20%以上。总体来看，居民购房意愿低、房企预期较弱依然对房地产投资制约较大。

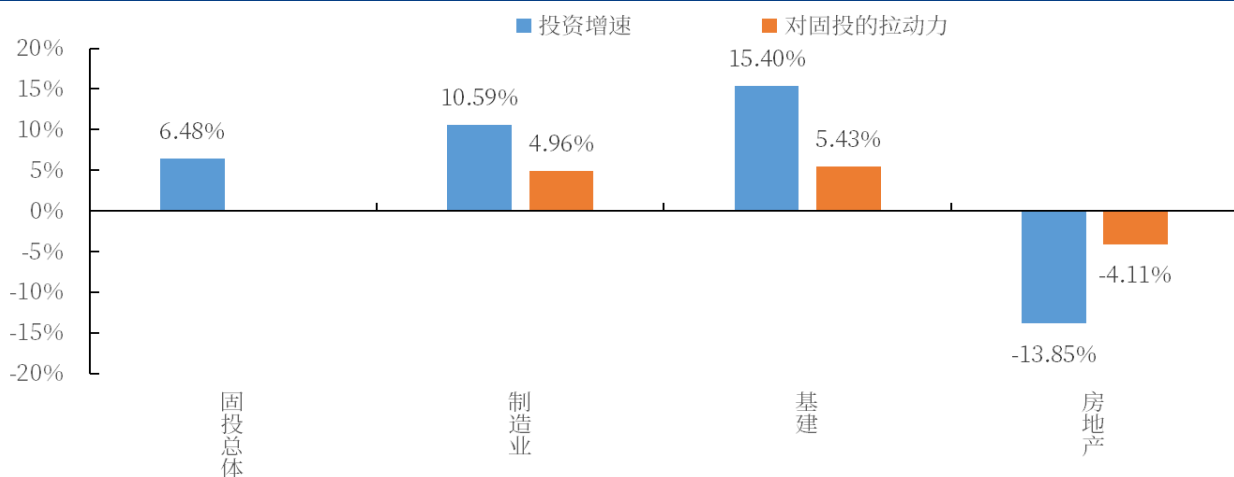
2022年8月，基建投资同比+15.4%，较7月+3.9PCTS，是2018年以来最高增速，带动固投同比增长5.4PCTS。疫情明显缓和、基建项目开工明显恢复，叠加前期项目加速推进下，8月基建投资实现较高增速。上半年新增专项债额度基本用尽后，6月之后新增专项债发行明显减量：根据我们的统计，6月新增专项债发行13724亿元后，7月、8月新增专项债发行分别为613亿元和516亿元，较前期明显下滑。专项债发行下滑之下，基建投资可能有一定降速，但考虑到：1，从融资到资金投入项目有一定时间差。2，9月7日国常会决定依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，且要求各地要在10月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。预计后续月份基建投资仍将维持韧性，仍然是固投的重要支撑项。

图8 2022年1-8月固投及主要分项投资增速及拉动力



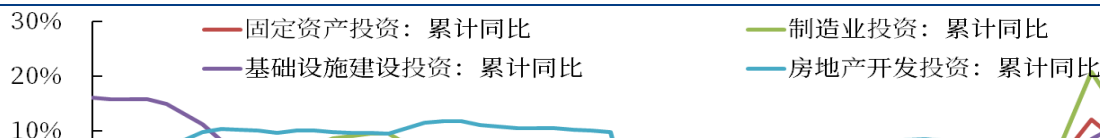
资料来源：wind，中航证券研究所

图9 2022年8月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

图10 固投及主要分项累计同比走势



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_46222

