

宏观

证券研究报告

2022 年 09 月 17 日

8 月数据里的中国经济逻辑

8 月经济数据在疫情、高温限电等因素的扰动下继续修复。总览数据结构，经济同比超预期的指标：一是制造业投资，8 月制造业投资同比+10.6%（前值+7.5%），打断了制造业投资年初以来持续下行的节奏。二是消费，8 月社零同比+5.4%（前值+2.7%），其中餐饮同比+8.4%（前值-1.5%）。在消费和制造业之外，政策发力带动基建投资走高；资金链紧张导致地产投资继续下行等则是此前逻辑的延续。

第一，出口的韧性支撑了制造业投资维持高位。在世界进入两个石油体系的情况下，中国不仅受益于供应链的稳定性和庞大的内需市场支撑，还获得了额外的能源成本优势，欧洲制造份额向中国的转移是中国出口保持韧性的原因，这又进而与制造业升级和投资高增长形成正向循环。制造业和出口份额转移正在发生非线性变化，这条逻辑和不断发生的数据验证应当被关注。

第二，对于消费，疫情对消费最大的制约是收入和场景，而不是意愿。在疫情对居民影响逐渐减弱的时候，市场或许低估了消费的韧性。

第三，8 月基建扫清了资金、项目和意愿等方面的制约，当月同比增速大幅上行至 15.4%。且我们预计 9-10 月基建会进入新一轮投资、施工共振走强的阶段，加快形成实物工作量。

第四，房地产依然是供给问题大于需求问题。在面临融资端压力的时候，房企依旧采取加快施工和竣工，减少拿地和新开工的策略。而房地产的需求端是市场，目前房地产长周期的下滑只是经历了最快的一段时间，但并未结束。但是经济也在加速“去地产化”，除地产之外的经济分项正在表现出更强的韧性。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

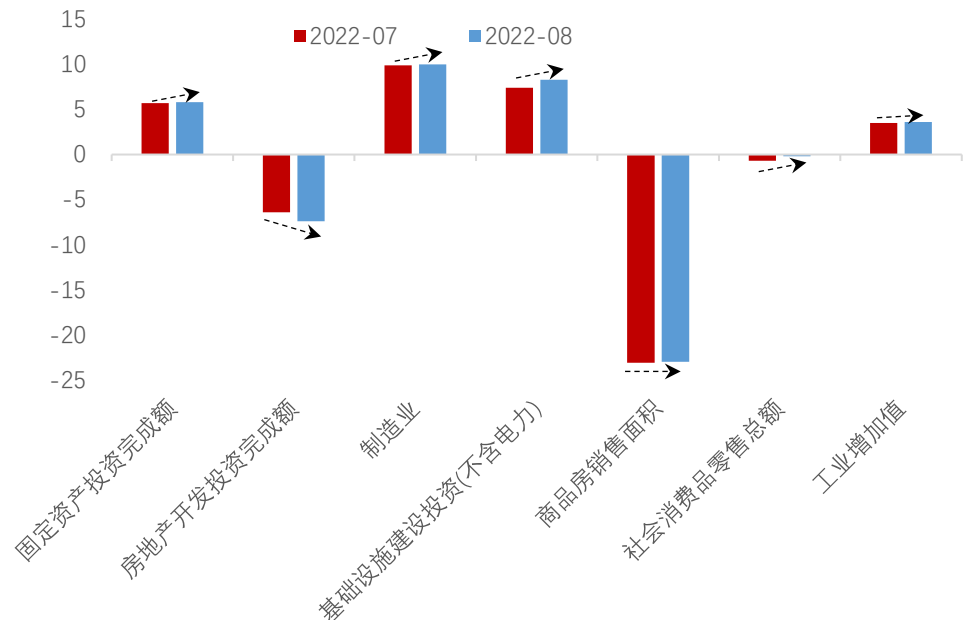
相关报告

- 1 《宏观报告：基建的长期问题》
2022-09-12
- 2 《宏观报告：欧洲制造大迁移》
2022-09-09
- 3 《宏观报告：风险定价-市场降温，
大盘价值短期盈亏比高-9 月第 1 周资产配置报告》 2022-09-03

风险提示：国内疫情演变超预期；关注房地产的下行节奏；关注后续出口的走势

8 月经济数据在疫情、高温限电等因素的扰动下继续修复。总览数据结构，经济指标中同比超预期的：一是制造业投资，8 月制造业投资同比+10.6%（前值+7.5%），打断了年初以来的下行节奏。二是消费，8 月社零同比+5.4%（前值+2.7%），其中餐饮同比+8.4%（前值-1.5%），同比修复高于预期。在消费和制造业之外，政策发力带动基建投资走高；资金链紧张导致地产投资下行等则是此前逻辑的延续。

图 1：经济分项累计同比增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

出口和制造业的非线性变化容易被市场忽视

虽然，工业企业利润、产成品库存等数据显示经济处于主动去库阶段，1-7 月工业企业营收从前值 9.1%下滑至 8.8%，利润从前值 1%下滑到-1.1%，产成品存货从前值 18.9%下滑至 16.8%。但是，8 月制造业投资当月同比 10.6%（前值 7.5%），并带动累计同比回升 0.1 个百分点为 10%。

原因是出口的韧性支撑着制造业投资维持高位。虽然制造业整体主动去库存，但是部分行业受益于出口，营业收入和营业利润指标均大幅好于行业均值。如 1-7 月电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业营业收入增速分别为 21.4%和 18.2%，高于制造业 6.7%的增速。汽车制造业当月营收同比 28%，带动累计营收从前值-4.2%回升至-0.3%。这些行业也正处于被动去库阶段，比如 1-7 月电器机械及器材制造业营业收入从前值 20%上行至 21.4%，利润从前值 17.3%上行至 18.4%，产成品库存则从前值 21.2%下滑至 17.1%。

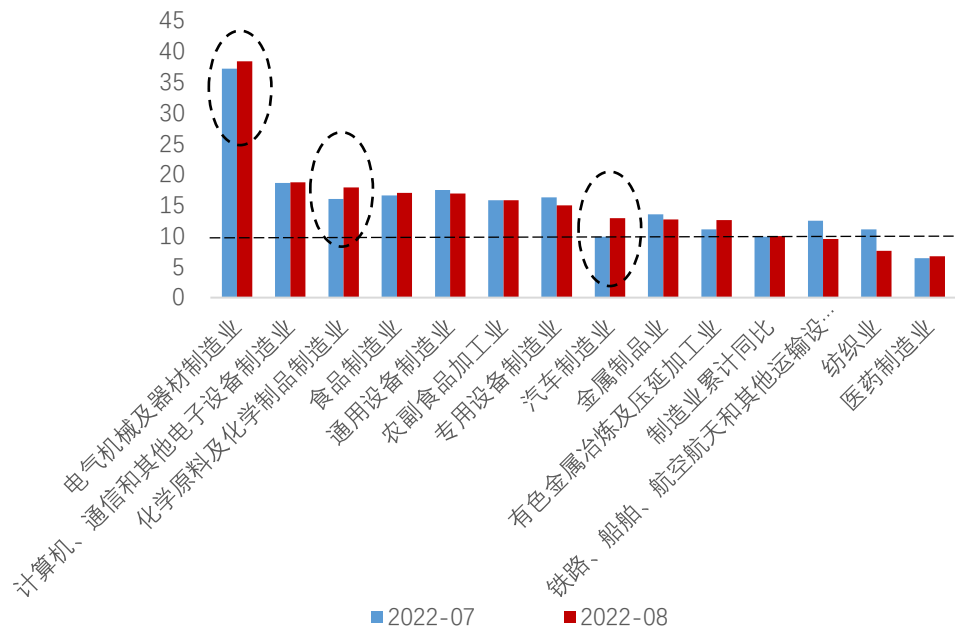
在利润改善、营收位于高位时，相关行业投资意愿旺盛，1-8 月电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业、通用设备制造业和汽车制造业同比分别为 38.4%、17.9%、16.9%和 12.9%，大幅高于制造业投资同比。其中，汽车制造业投资增速相比于 6 月提高 3 个百分点，表现亮眼。

关于这一点，我们在《欧洲制造大迁移》中曾指出：世界进入两个石油体系，中国不仅受益于稳定的供应链和庞大的内需市场，还获得了额外的能源成本优势，中国高耗能（气）制造业对比欧洲的相对优势提升，在供给不确定性越来越高的世界环境下，制造业的全球份额持续提升成为出口的主要逻辑，欧洲制造份额向中国转移是中国出口保持韧性的原因，这又进而与制造业升级和投资高增长形成正向循环。

在《欧洲制造大迁移》中，我们根据二季度中德贸易差额的结构变化，指出德国向中国生产转移幅度最大的产品主要有四大类：分别是有机化学、电气设备、机械设备和汽车及其零部件，如上文所述，以上行业 1-8 月的制造业投资增速也明显高于整体水平。另外，按《地产和实体经济的脱钩》中的方式计算，以上四个行业固定资产投资合计占制造业固定资产投资比重从 2020 年的 25.7% 上升到 2022 年 8 月的 28.8%，1-8 月对制造业投资的贡献率达到 55.1%。

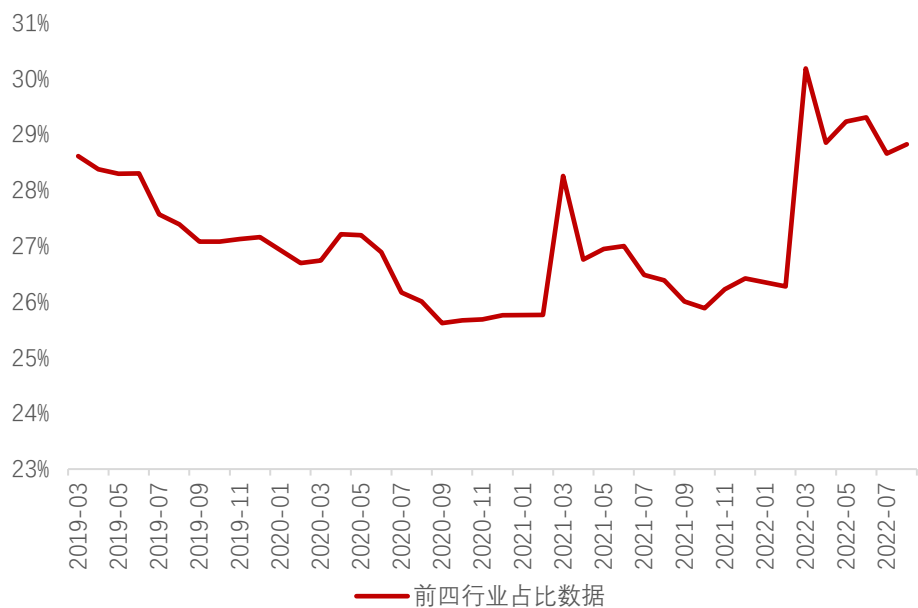
制造业和出口份额转移正在发生非线性变化，这条逻辑和不断发生的数据验证应当被关注。

图 2：制造业投资分项累计同比增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：出口相关性高的行业固定资产投资占比提高



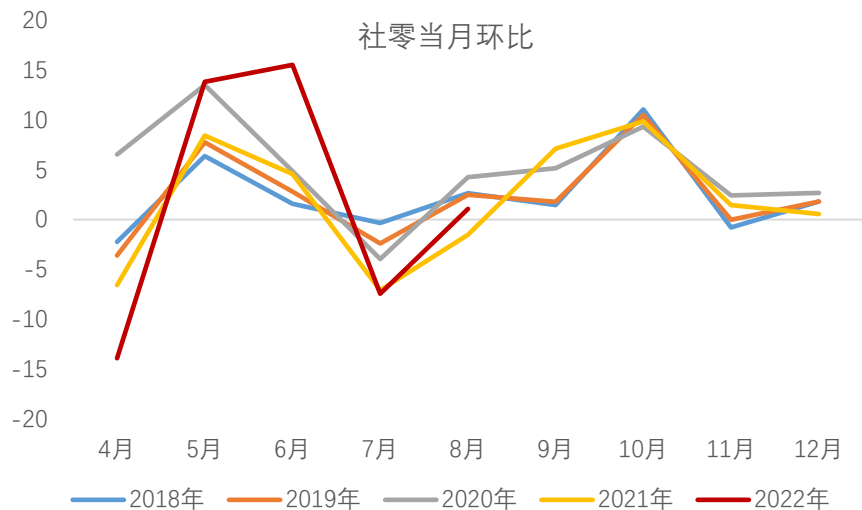
资料来源：wind，天风证券研究所（化学原料及化学制品制造业、汽车制造业、专用设备制造业和电气机械及器材制造业）

疫情对消费的影响在减弱

8月社零同比高(5.4%)，主要是因为去年8月疫情导致基数偏低(去年8月环比-1.5%)，如果仅看同比，容易高估8月的消费修复情况。如果看8月社零环比，未经季调的增速为1.1%，仅高于2021年8月，低于2018-2020年8月的均值3.1%，其中餐饮环比1.46%，低于2018-2020年8月的均值7%，如果看三年平均增速，8月社零同比为2.3%，也略低于7月。

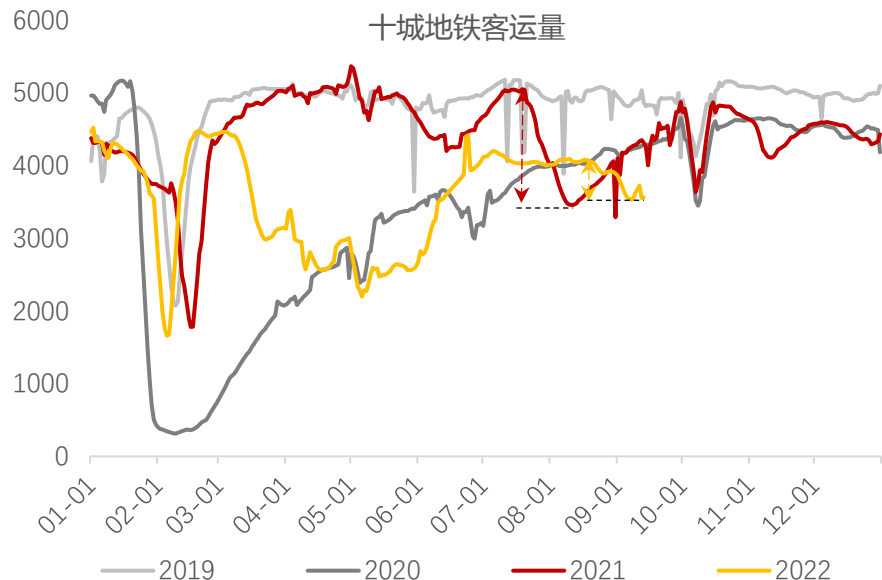
社零数据偏弱的原因容易理解，和8月高温限电、国内疫情反复等短期冲击有关。从高频数据看，8月中下旬受高温、疫情等影响，10大城市地铁客运量略有回落。从餐饮行业上市公司同店数据上看，8月餐饮修复情况相比于7月有所下滑。

图 4：社零环比低于季节性（单位：%）



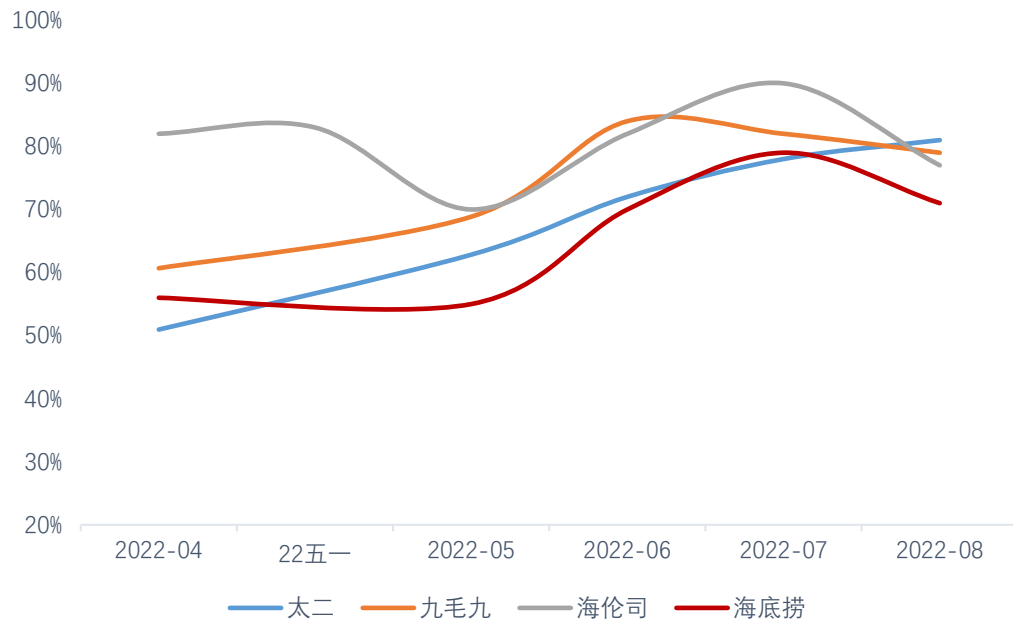
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：疫情对居民出行的影响较弱（万人次）



资料来源：wind，天风证券研究所

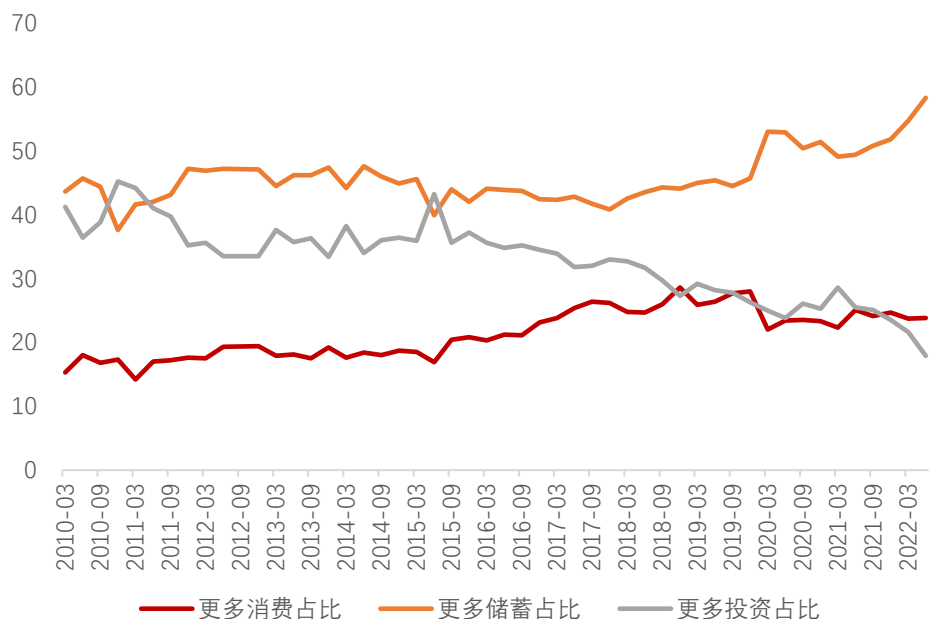
图 6：上市餐饮公司同店恢复度表现（同比 2019 年）



资料来源: wind, 天风证券研究所

但这里衍生出一个问题,即疫情对消费的影响是在变得更强还是更弱。2021 年 8 月和 2022 年 8 月都遇到了疫情冲击,且今年涉疫省份数量和新增人数明显高于去年(2021 年 8 月涉疫省份不到 10 个,2022 年涉疫省份最多达到 30 个),但从数据上看,疫情对消费的影响明显弱于去年,一是 8 月环比增速高于去年同期,二是出行等高频数据的下滑幅度明显低于去年。这说明精准化防控下,疫情对居民出行的影响在减弱。即使假设未来疫情冲击持续(这本身是一个强假设),市场对于消费也可以更乐观些。**疫情对消费最大的制约是收入和场景,而不是意愿。**根据央行城镇储户调查数据显示,去年以来居民的消费意愿(更多消费占比)并无明显变化,发生下降的主要是居民的投资意愿(受房地产影响),上升的是居民的储蓄意愿(2022 年 1-8 月居民部门新增人民币存款 10.8 万亿,同比多增 4.4 万亿)。

图 7: 央行调查数据显示居民消费意愿并未出现明显下滑(单位: %)

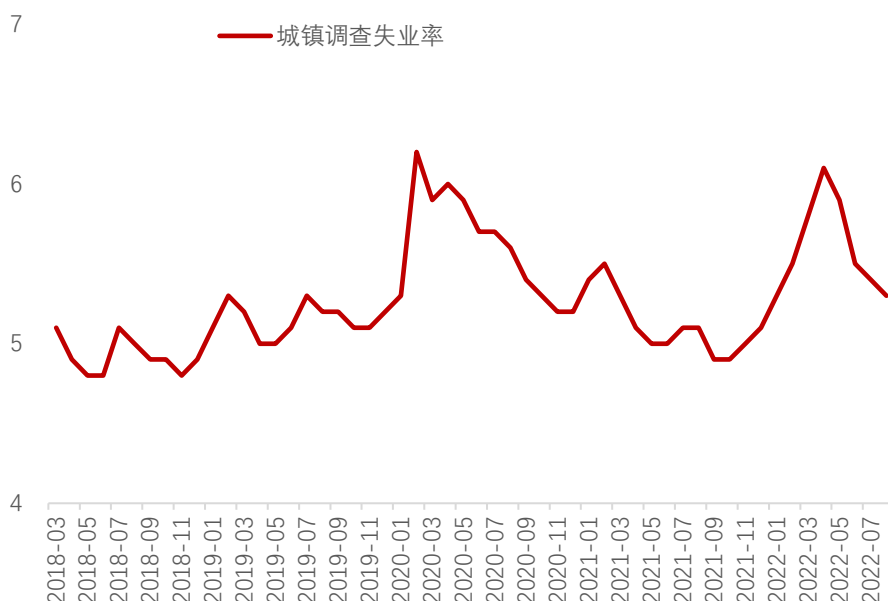


资料来源: wind, 天风证券研究所

收入和就业有关,目前居民失业情况有所好转。8 月城镇调查失业率进一步回落至 5.3%,且随着季节性因素过去,16-24 岁就业人员调查失业率从 19.9%下滑至 18.7%,且后续有望进一步回落。

疫情对消费场景影响最大的是服务业，但社零数据仅包含服务消费里的餐饮，实际上服务消费或许会比社零增速的表现要好。比如 2022 年 1 季度，社零同比增速仅有 3.3%，但最终消费对 GDP 的拉动率达到了 3.3%，高于市场预期。

图 8：失业率持续回落（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

基建验证了政策逻辑，强势有望持续

8 月基建数据都验证了此前的政策逻辑。我们也在 7 月初发布《3 季度稳增长可能会超预期》后，连续提示基建投资和施工强度会出现上升。8 月广义口径基建投资当月同比增速大幅上行至 15.4%，一方面是在资金端，此前募集的专项债资金在 8 月大规模下发，同时政策性金融工具弥补了基建的资本金缺口，另一方面是地方政府稳增长的意愿强化（详见《响鼓不用重锤》）。8 月高温限电等短期因素对实物工作量的形成有一定影响，基建对上下游行业的拉动偏弱，比如 8 月石油沥青装置开工率等指标并未大幅向上，我们预计 9-10 月基建会进入新一轮投资、施工共振走强的阶段，加快形成实物工作量。且今年政策发力的重点主要集中在南方省份（如 8 月召开的经济大省政府主要负责人经济形势座谈会¹，6 个参会省份中广东、江苏、浙江、四川均为南方省份），相比北方，受寒冬影响较小，基建投资有望能够延续到年底。

图 9：石油沥青开工率（单位：%）

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_46250

