

静待花开终有时

——2022年8月经济数据解读报告

平安银行投研团队



秦红旭
策略分析师



彭伟伟
首席策略分析师

■ 事项

9月16日国家统计局公布最新经济数据，8月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.2%，前值3.8%；服务业生产指数同比增长1.8%，前值0.6%；社会消费品零售同比增长5.4%，前值2.7%；固定资产投资累计同比增长5.8%，前值5.7%；出口(美元)同比增长7.1%，进口同比增长0.3%。

■ 核心观点

8月虽有疫情和高温限电等因素影响，主要指标读数仍均有好转，显示了我国经济具有较强韧性。不过，本月经济指标受到基数效应的影响较大。后面几个月预计仍将有一定程度的攀升，经济整体维持缓慢修复势头。但是，当前的经济增长水平依然大幅低于潜在增速，偏弱格局并未改变，需求不足的主要矛盾依然存在。

当前经济偏弱格局的核心矛盾在于需求不足，而疫情和地产景气度下行是需求不足的主要原因。

出口增速下滑存在供需两方面的原因，虽然单月不及预期尚无法形成对未来趋势的判断，但需求端的疲软值得警惕。出口未来走势还需观察。央行仍有较多政策工具进行外汇市场干预，市场对人民币不宜过分看空。

8月经济数据的亮点在于基建和制造业投资。增量政策性金融工具助力基建项目补充资本金，稳增长继续发力，经济转型动能不断累积。

■ 资产展望

股票：整体经济弱修复状态下，大盘指数的风险偏好恢复仍需等待经济指标的进一步回暖。A股投资仍需关注结构化的投资方向。四季度的二十大将可能成为大盘与行业方向选择的转折点。

债券：央行在上月意外降息后，当前处于政策效果观察期。值得注意的是，9月MLF缩量续作再次释放避免市场流动性过度宽松、引导银行加大对实体经济信贷投放的政策信号，预计9月资金利率将延续低位，但中枢或有小幅抬升。降息后带来的行情告一段落，近期短期利率有所上行，债市震荡调整可能会持续一段时间。

平安银行投顾中心出品

■ 经济持续缓慢修复，主要指标均超预期

8月虽有疫情和高温限电等因素影响，主要指标读数仍均有好转，显示了我国经济具有较强韧性。后面几个月预计仍将有一定程度的攀升，经济整体维持缓慢修复势头。但是，**当前的经济增长水平依然大幅低于潜在增速，偏弱格局并未改变，需求不足的主要矛盾依然存在。**

本月经济指标受到基数效应的影响较大。去年同期，国内新一轮疫情扩散波及近17个省份，能耗双控政策开始对生产端形成抑制，前期郑州灾害余波未平，消费出现大幅下滑。因此我们看到，今年8月生产端和社零同比增速与7月相比涨幅较大，尤其是餐饮收入同比高达8.4%，较上月增速提高9.9个百分点，而这事实上主要是由去年同期-4.5%的低基数造成的（图1），8月社零环比下降0.05%，证实消费确实还未出现显著修复。**向后看，去年下半年的趋弱格局导致的低基数效应会继续存在，并将推动四季度经济指标继续攀升，预计缓慢修复的势头将得到维持。**

图1：基数效应下，多数指标读数均有好转

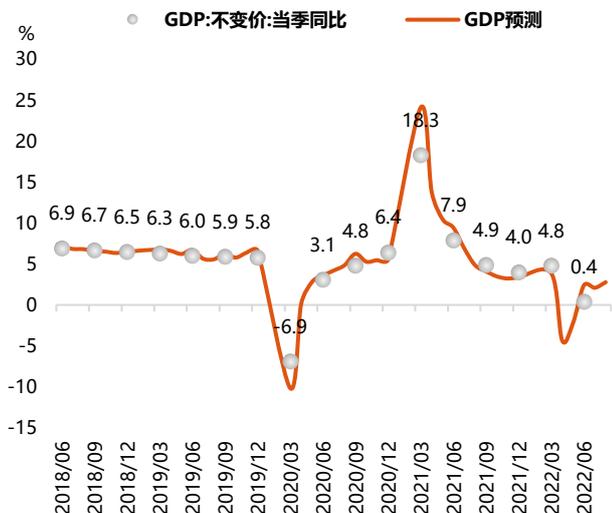
	较前值	2022年-当月同比								2021年-当月同比 (%)									
		8月	7月	6月	5月	4月	3月	1-2月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	
生产	工业增加值	0.4	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5	4.3	3.8	3.5	3.1	5.3	6.4	8.3	8.8	9.8	14.1
	服务业生产指数	1.1	1.8	0.6	1.3	-5.1	-6.1	-0.9	4.2	3.0	3.1	3.8	5.2	4.8	7.8	10.9	12.5	18.2	25.3
需求	固定资产投资	0.1	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3	12.2	4.9	5.2	6.1	7.3	8.9	10.3	12.6	15.4	1.2	25.6
	制造业投资	0.1	10.0	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6	20.9	13.5	13.7	14.2	14.8	15.7	17.3	18.2	20.4	23.8	29.8
	房地产投资	-1.0	-7.4	-6.4	-5.4	-4.0	-2.7	0.7	3.7	4.4	6.0	7.2	8.8	10.9	12.7	15.0	18.3	21.6	25.6
	基建投资	0.9	8.3	7.4	7.1	6.7	6.5	8.5	8.1	0.4	0.5	1.0	1.5	2.9	4.6	7.8	11.8	18.4	29.7
需求	社会消费品零售	2.1	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	1.7	3.9	4.9	4.4	2.5	8.5	12.1	12.4	17.7	34.2
	商品零售	1.5	5.1	3.2	3.9	-5.0	-9.7	-2.1	6.5	2.3	4.8	5.2	4.5	3.3	7.8	11.2	10.9	15.1	29.9
	餐饮收入	9.9	8.4	-1.5	-4.0	-21.1	-22.7	-16.4	8.9	-2.2	-2.7	2.0	3.1	-4.5	14.3	20.2	26.6	46.4	91.6
	出口(美元)	-10.9	7.1	18.0	17.9	16.9	3.9	14.7	16.3	20.9	22.0	27.1	28.1	25.6	19.3	32.2	27.8	32.2	30.5
进口(美元)	-2.0	0.3	2.3	1.0	4.1	0.0	-0.1	15.5	19.5	31.7	20.6	17.6	33.1	28.1	36.7	51.0	43.4	38.7	

数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

当前的经济实际增速仍低于潜在经济增速。潜在经济增速是指在现有条件下、经济体内部各种资源得到充分配置时的增长速度，若实际增速低于潜在产出，则意味着资源的使用效率并未达到最大，宏观产出低于最大产出水平，人们的就业和收入水平也会相对不足。按照央行工作论文的测算，今年我国潜在经济增速约为5.5%，而7、8月份的预测GDP增速分别为2.1%和2.8%，仍远低于潜在经济增速（图2）。

因此，**总体来看经济偏弱的问题依然存在，而需求不足则是主要矛盾。**房地产方面，地产开发投资同比-13.8%（前值-12.8%），土地购置面积同比-56.6%（前值-47.4%），新开工面积同比-45.7%（前值-45.4%），施工面积同比-47.8%（前值-44.3%），降幅均扩大。8月失业率水平还处于高位，消费复苏较弱。商品零售数据来看，除汽车外的可选消费品几乎全线回落（图3），居民消费信心和预期疲软，需求不足，形成对经济的显著拖累。

图 2：经济偏弱格局并未改变



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

图 3：除汽车外的可选消费品几乎全线回落

商品类别	较上月变化	8月	7月	
必选消费品	粮油、食品类	1.9	8.1	6.2
	饮料类	2.8	5.8	3.0
	烟酒类	0.3	8.0	7.7
	日用品类	2.9	3.6	0.7
	中西药品类	1.3	9.1	7.8
	化妆品类	7.1	-6.4	0.7
可选消费品	服装鞋帽针纺织品类	4.3	5.1	0.8
	家用电器和音像器材类	3.7	3.4	7.1
	通讯器材类	9.5	-4.6	4.9
	文化办公用品类	5.3	6.2	11.5
	金银珠宝类	-4.9	7.2	22.1
	家具类	1.8	-8.1	-6.3
	石油及制品类	2.9	17.1	14.2
	建筑及装潢材料类	1.3	-9.1	-7.8
	汽车类	6.2	15.9	9.7

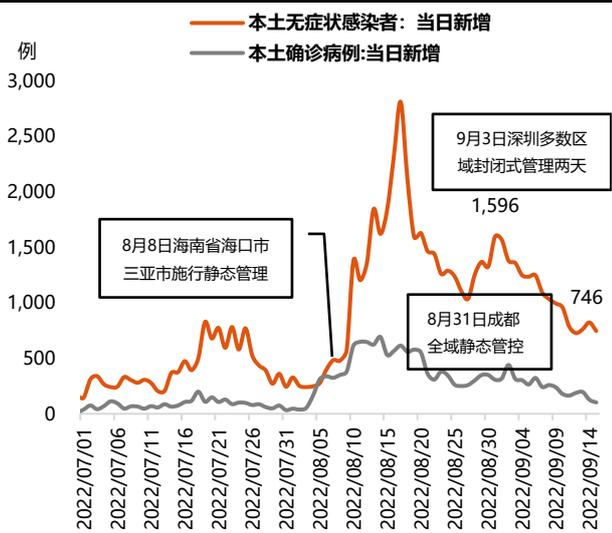
数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

■ 疫情冲击和地产下行是需求不足的主要原因

当前经济偏弱格局的核心矛盾在于需求不足，而疫情和地产景气度下行是需求不足的主要原因。

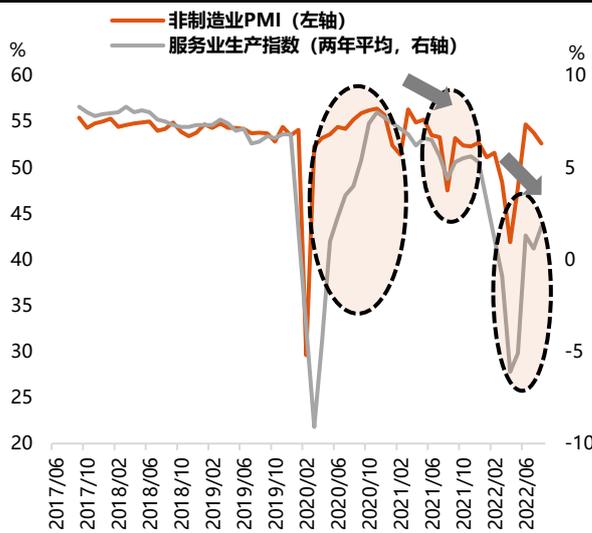
8 月份，全国多地相继爆发新的疫情（图 4），其中海南省海口市、三亚市在 8 月 8 日开始实行静态管理，深圳则在 8 月底部分区域实施管控措施，9 月 3 日全市多数区域封闭管理两天。疫情的扩散势必对服务业复苏势必产生新的滞碍。

图 4：8 月受疫情冲击较大



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

图 5：避险需求代替了消费补偿



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

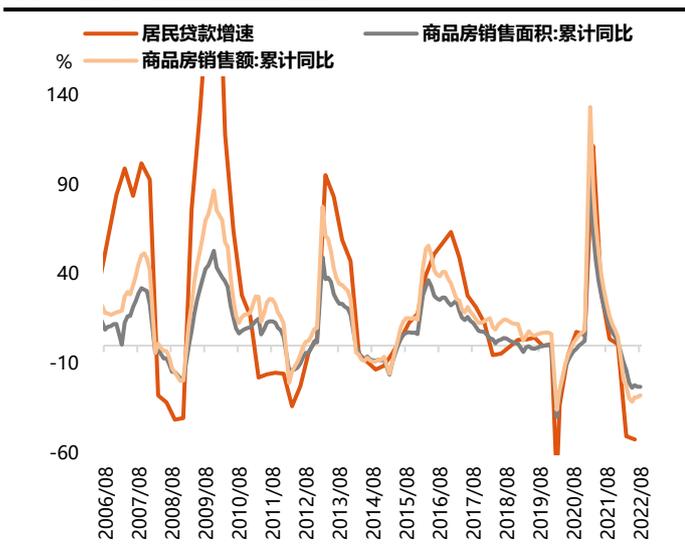
2020 年初的疫情过后，工业生产和服务业生产指数均有持续两个季度的反弹。但在随后的几轮程度更低的疫情扩散中，我们并未发现生产端出现超越前期的复苏，反而呈现出越挫越低的局面（图 5）。这种情况的很重要原因在于，随着此后多轮疫情的反复冲

击，人们的收入、就业和财富的不确定性出现了大幅上升，**避险需求代替了消费补偿，导致总需求出现紧缩**。因此，**后续的疫情冲击并不会带来疫后的快速修复，而是出现需求收缩、经济活动趋冷的问题。**

房地产则是影响预期的另一主要原因。房地产作为国民经济的支柱性产业，据测算，产业链上下游相关企业增加值约占 GDP 的 30%左右，其对国内经济具有举足轻重的地位。但是，房地产行业 GDP 增速近来快速下滑，销售、投资与居民购房需求同步受到抑制（图 6）。

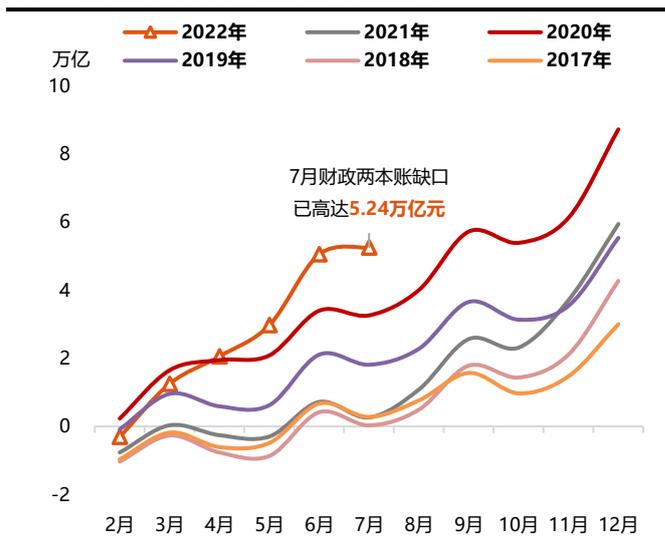
此外，房地产景气度下行还带来了多方面的间接影响。一是我国居民的财富分布中，房地产占比约为 70%，房价下行会影响居民的财富总量，进而减少总需求；二是地方政府财政收入中政府性基金收入占有重要比例，卖地收入下滑使得 7 月财政两本账的收支缺口已高达 5.24 万亿元，高出同期历史最大值 2 万亿元（图 7），而地方财力的下滑既会影响到基建项目资本金开支，还会影响到公务员、教师等行政人员工资支付能力，进而影响到总需求水平。

图 6：房地产对经济构成较大拖累



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

图 7：财政两本账收支缺口远超往年同期水平

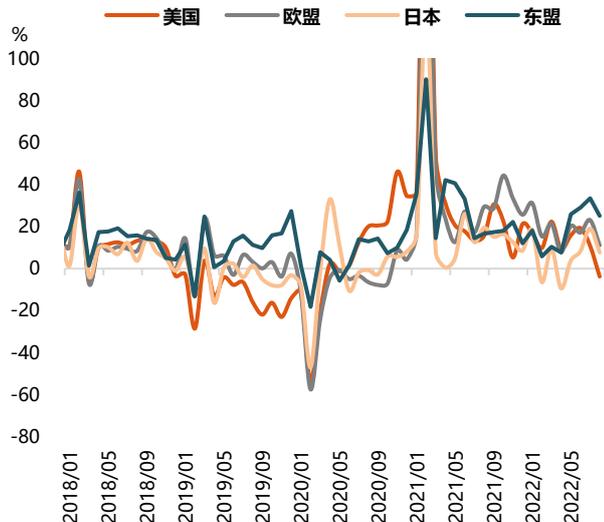


数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

■ 出口尚待观察，外汇不宜过分看空

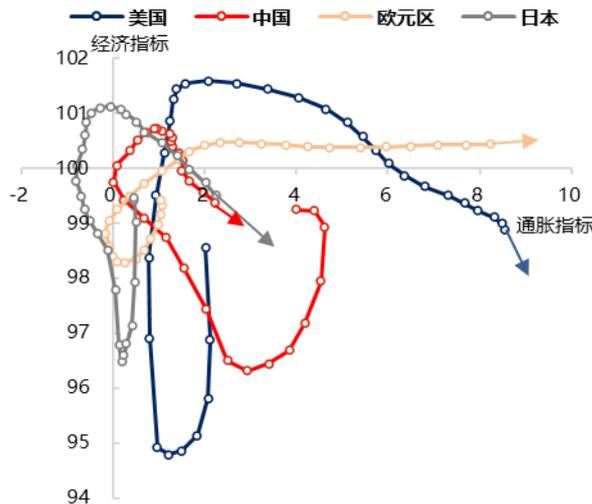
8 月出口同比增速录得 7.1%，大幅低于预期及上月的 13.5%和 18%。生产端来看，8 月份国内川渝地区的限电措施对部分企业生产造成了一定影响，疫情扰动也是另一项重要拖累因素。需求端方面，中国对主要贸易伙伴出口增速同步回落，其中对美国出口增速下滑 14.7 个百分点至-3.77%，为 2020 年 5 月份以来首次转负（图 8）。不过，**虽然出口增速有所下滑，但绝对水平仍然不弱，出口在三驾马车中依然是带动经济的重要火车头。**

图 8：中国对主要贸易伙伴出口增速同步回落



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

图 9：紧缩周期下，需警惕海外需求滑落



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

出口增速下滑存在供需两方面的原因，虽然单月不及预期尚无法形成对未来趋势的判断，但需求端的疲软值得警惕。

在美联储及欧央行决心更加坚定的驯服通胀之际，衰退预期必将在中期影响海外市场的消费信心。事实上，目前美国和日本的经济周期均已走在通胀上行经济下行的周期中，欧洲经济指标仍保持强势，但俄乌冲突后首个能源短缺的冬季即将来临，市场普遍对其经济增长持负面预期（图 9）。倘若海外需求近期即出现大幅衰退，我国出口确实将面临较大的下行压力。不过，历史上美国高通胀期进口需求较为旺盛，这对于拥有全产业链及稳定能源供应的中国来说，我国出口仍有支撑，而人民币疲软也有助于增加出口。因此，出口未来走势还需观察，单月数据下滑尚难以断言出口将趋势性疲软。

图 10：近年来代客结售汇与人民币汇率高度相关

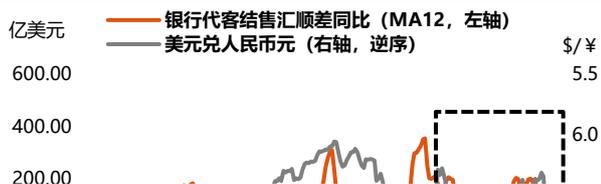


图 11：央行具有充足的政策工具以保持汇率总体稳定

工具类型	操作方法
中间价管理	重启“逆周期调节因子”
对银行结售汇管理	上调外汇风险准备金率

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_47008



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn