



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**国家统计局公布8月经济数据——8月全国规模以上工业增加值同比增长4.5%；环比增长0.32%。8月社会消费品零售总额38726亿元，同比增长2.1%；环比下降0.01%。1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）329385亿元，同比增长3.4%。

➤ **今天公布的8月经济数据可以一窥三季度经济的增长动能。**一方面，从增速上来看，8月数据显示的三季度GDP增速可能有所放缓，其背后确实受到工作日减少和极端气候的扰动；另一方面，二季度以来经济运行的分化在三季度有所加剧，有必要对一些基本面的走势进行重估：

**一是8月工业生产增速并不弱。**其剔除工作日减少的影响是较7月回升的。这也反映出受益于政策供给端发力，出口作为工业的引擎驱动，其增速放缓的时点可能会滞后于全球经济放缓的时点。

**二是消费不旺的趋势仍在延续。**在整体增速放缓的同时，8月限额以上社零增速的负增长加速，结合一线城市社零的持续负增长来看，提振消费政策有待进一步加强。

**三是地方债务约束对基建投资的影响持续显现。**8月广义基建投资增速的放缓有自然灾害的影响，但在专项债加速发行的背景下，地方上的基建投资增速在低位进一步下滑。

**四是房地产对经济增长的拖累仍在加深。**结合8月房价降幅扩大，尤其是8月房地产竣工投资增速大幅下滑来看，反映出房地产行业的出清仍在持续、政策的出台需要进一步加码。

总体而言，我们认为出口拐点的延后有利于减缓GDP增速放缓的斜率，这也是三季度增量政策出台晚于市场预期的可能原因。但鉴于基建、消费、房地产的走势，或许可以加快提振内需政策的出台。为“努力实现”全年经济增速目标，在存量放缓利率落地之余，需要有更多提振消费的财税政策相配套。

➤ **社零：基数走高下的波动。**8月社零同比录得2.1%，较7月增速回落0.6pct，主要受去年8月高基数的影响，其中限额以上社零同比增速降幅走阔至0.6%，主要受汽车零售波动拖累。分项来看，前期实行的以旧换新政策有一定成效，通讯器材、家用电器对8月社零的拉动居前；虽有极端天气扰动，但暑期出行对消费仍有支撑，8月限额以上餐饮收入同比回正至0.4%。

**加码政策陆续落地，有望支撑消费触底回升。**7月末发改委发文，明确进一步加大“两新”支持力度，后续地方层面多在8月末至9月初密集部署落实，尤其是社零表现较弱的一线城市：如9月3日上海出台加码政策，增加配套资金，提高补贴标准，扩大补贴范围。以旧换新对消费的提振作用预计从9月开始扩大。

➤ **工业：高温之下，工业生产在“降温”。**与8月PMI生产指数传达出来的信号相同，8月工业增加值同比增速及环比增速均进一步下探，再次说明工业生产确实在边际减速。我们在此前的报告《8月PMI的不寻常》中提示过，今年极端天气（多地8月高温日数创历史新高）和自然灾害（暴雨洪涝、台风等自然灾害

## 相关研究

1. 2024年9月人大常委会点评：人大常委会过后的增发国债前景-2024/09/13
2. 美国大选跟踪：大选辩论：特朗普的“落幕”？-2024/09/11
3. 美国大选跟踪：总统辩论：值得提前知道的三个问题-2024/09/10
4. 2024年8月通胀数据点评：通胀结构分化，期待增量政策-2024/09/09
5. 本周经济热点：货币宽松年内如何“三步走”？-2024/09/08

频发)对工业生产的影响颇大。历年夏季工业增加值环比多与全国平均气温呈负相关关系,而今年比常年同期更热的8月自然压制了工业增加值的上升空间。

同时,工作日天数变少也会对工业生产产生一定影响。无论从同比还是从环比角度来说,工作日天数的增加/减少都会带动工增增速的上升/下降。2024年8月工作日天数比同年7月及去年8月均要少,自然也会对工增环比和同比产生一定影响。在高温、自然灾害、工作日天数变少的“三重影响”下,高技术制造业生产同样在放缓,其同比增速从7月的10.0%下降到8月的8.6%。

除此之外,去产能问题的延续也将继续影响厂商生产意愿。根据8月各工业子行业的PPI同比及工业增加值同比来看,仍有很多行业处于“量上价下”的局面中,表示这部分行业仍有大部分产能等待出清。若后续延续“量上价下”的局面,或将进一步压制厂商的生产意愿。

➤ **制造业:工业制造业的“降温”同样蔓延至制造业投资端。**8月制造业投资同比增速从7月的8.2%降至7.95%,虽然略有放缓,但整体表现仍然强于投资端的房地产和基建,是经济的重要支撑项。

透过不同细分行业的制造业投资增速来看,我们发现“新质”和出口仍是制造业的“代名词”。相较于上年8月,今年8月对制造业投资拉动变大的行业包括通用设备、电子设备、交通设备等;相较于今年7月,今年8月对制造业投资拉动变大的行业包括电子设备、汽车制造等。这些行业大部分都对应两个标签,一是“新质”含量颇高,二是出口表现较强。

➤ **基建:广义与狭义基建的“齐下”。**不同于此前“广义基建上、狭义基建下”的局势,8月广义基建和狭义基建同比增速双双下滑。值得注意的是,由中央政府主导的公用事业板块其实依旧强势(从7月的3.9%进一步上升至8月的5.3%),但由于交通仓储板块增速下行幅度过大(从7月的6.5%转负至8月的-0.9%),导致公用事业板块的“加力”也并未成功对冲狭义基建下行影响。当然,我们认为基建进一步走弱除了受投资渠道不畅、意愿稍显不足的影响外,也有受到今年高温和自然灾害的一定影响。

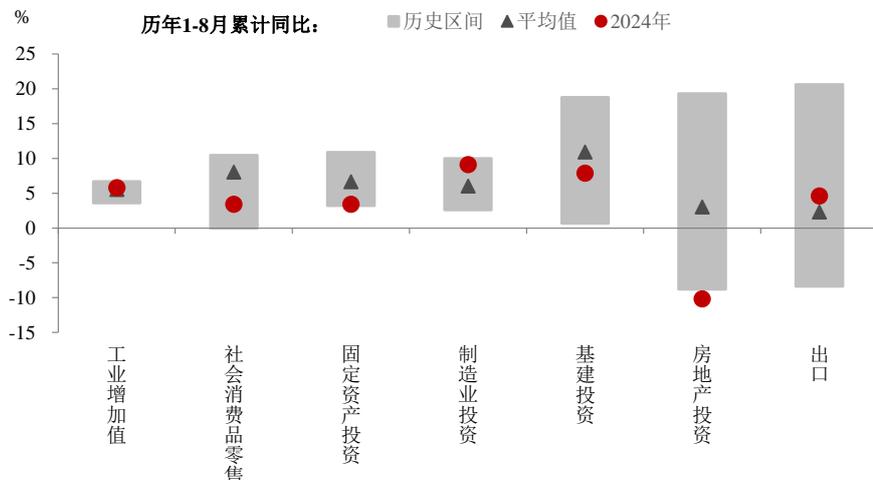
不过积极的信号开始逐渐释放,基建的拐点或即将显现。从基建项目融资端来看,通常新增专项债发行量领先于基建投资走势3个月左右,而当前专项债发行量拐点已经显现,新增专项债发行的提速无疑会为基建带来利好。从基建项目施工端来看,8月中国小松挖掘机开工小时数同比增速也成功由负转正,或一定程度反映了建筑业情况有一定改善。

➤ **地产:投资有所企稳。**8月地产投资同比增速为-10.2%,降幅较7月有所收窄。其中新开工面积、销售面积同比增速均从低位小幅回升。房价继续调整,8月统计局70城口径新建、二手商品住宅价格分别下降5.7%、8.6%,其中一线城市的二手房价格同比降幅超过二、三线城市。

年初地产政策脉冲效应回落,增量政策或已“箭在弦上”。央行地产相关再贷款工具进度或许说明前期政策的传导并非完全通畅,有待增量政策接续:如果存量按揭利率降息及早出台,楼市与假期消费的“金九银十”有助于放大政策效力。同时地产收储也有望加快推进,包括扩大收购房源的范围,并加大对收储的资金支持。9月下旬可能是政策出台的一个观测期。

➤ **风险提示:**未来政策不及预期;国内经济形势变化超预期;出口变动超预期。

图1：当前经济运行分化的具体特征



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：历史区间选择的样本年份为 2015-2023 年（除 2020、2021 年）。

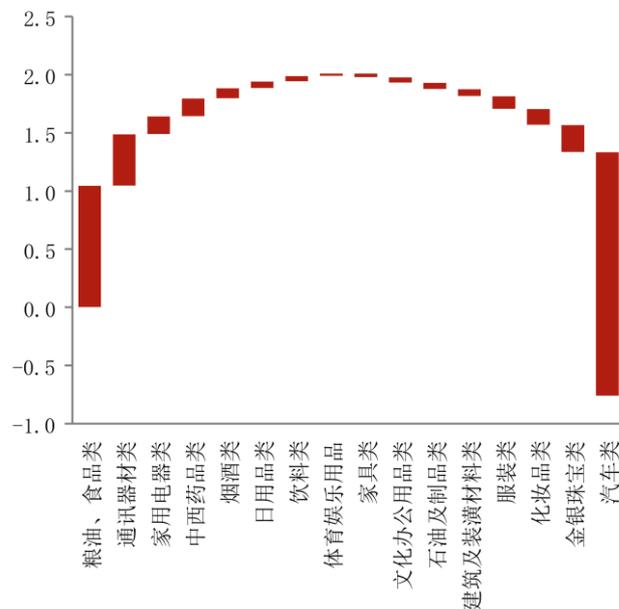
图2：8月社零同比增速回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

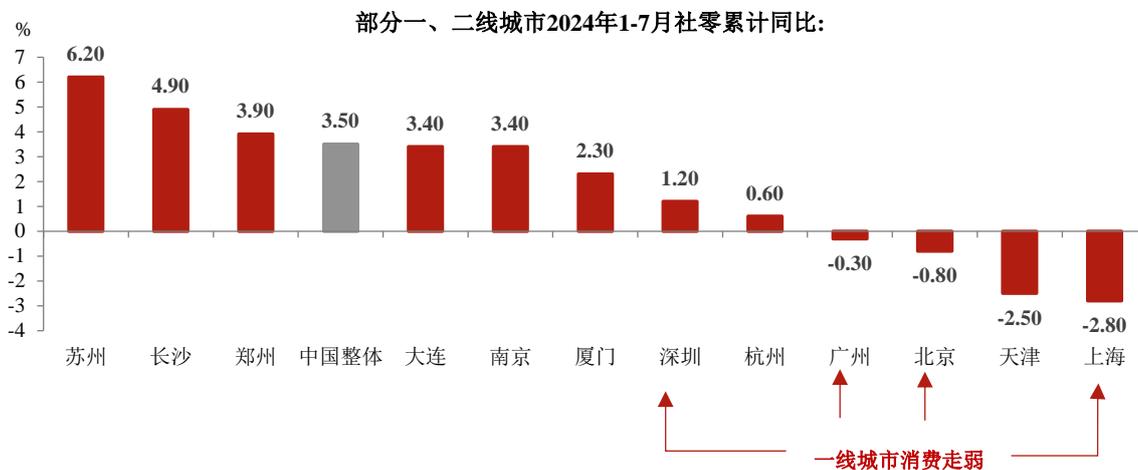
图3：8月社零分项拉动

2024年8月主要产品对限额以上社零同比增速拉动 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

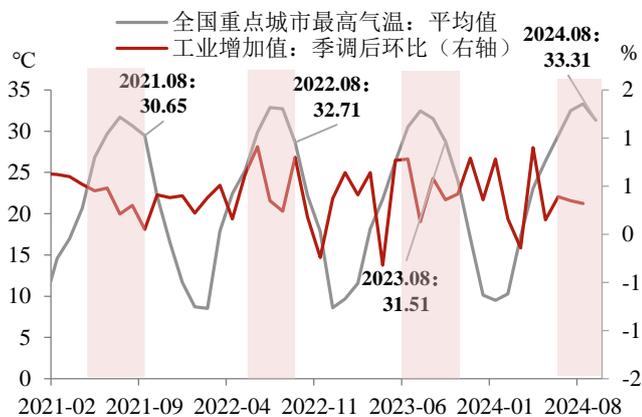
图4：一线城市消费表现相对较弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：由于数据披露时间不一，南京、大连为 1-6 月数据

图5：历年夏季高温对工业生产产生负面影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

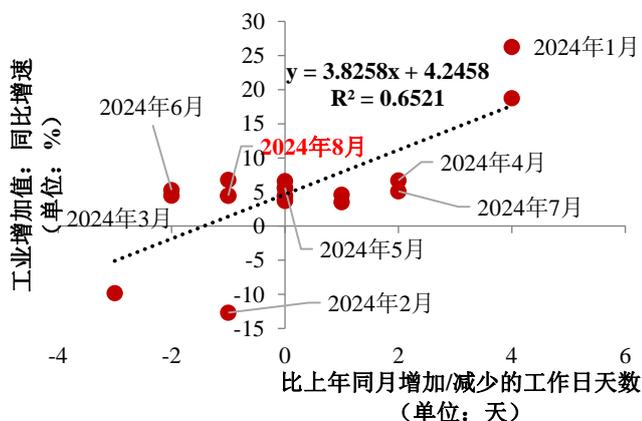
注：红色阴影部分表示历年夏季。

图6：今年 8 月全国气温较常年同期更高



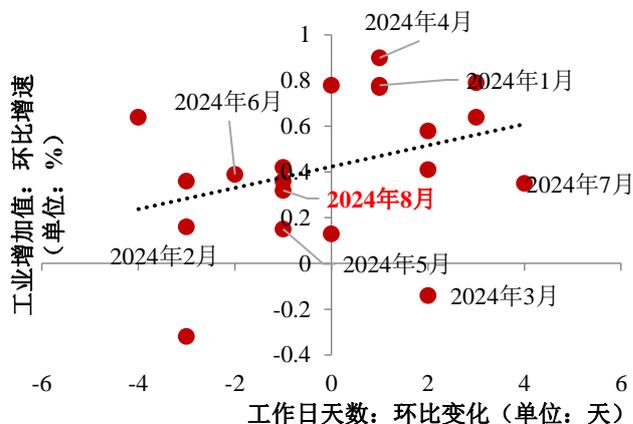
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：工作日天数比上年同期更多，工增同比增速越大



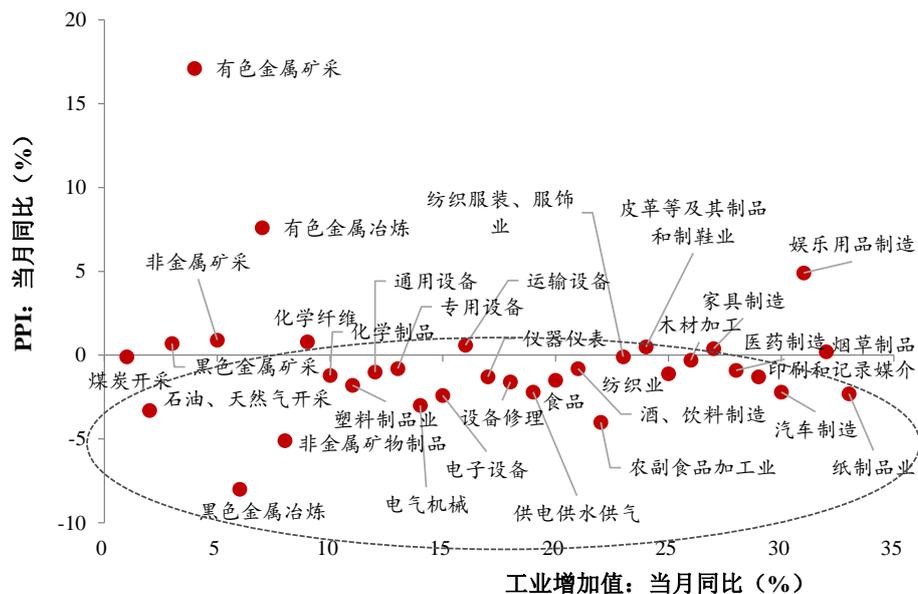
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：工作日天数比上个月更多，工增环比增速越大



资料来源：Wind，民生证券研究院

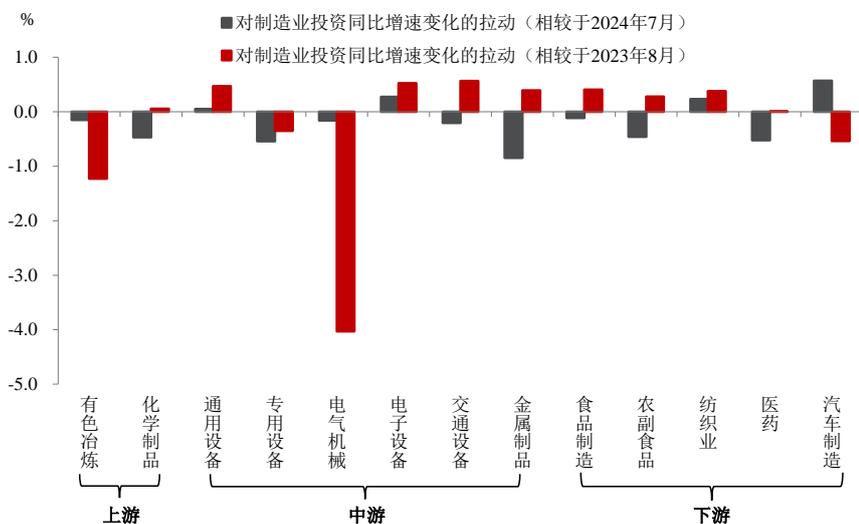
图9：目前仍有很多工业行业处于“量上价下”的局面



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：“量上价下”对应图中第四象限，代表产能剩余仍比较多的行业。

图10：8月制造业投资细分行业表现



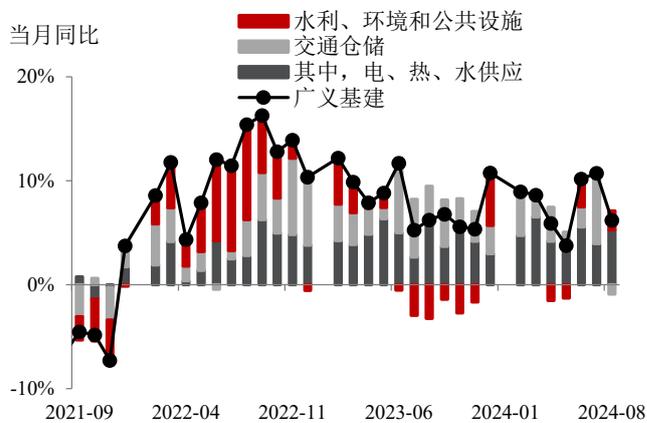
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：8月广义基建与狭义基建增速双双下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：公用事业板块增速上升并未成功对冲狭义基建下行影响



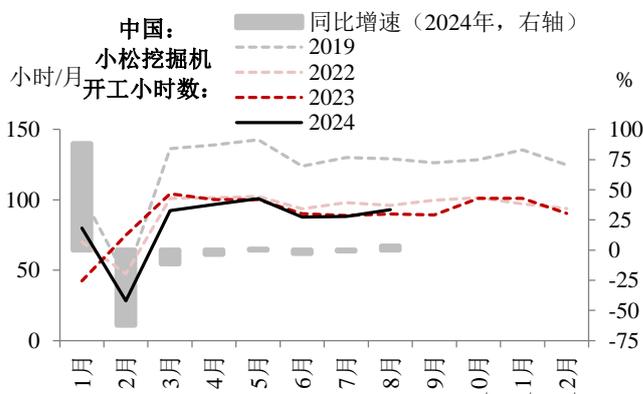
资料来源：Wind，民生证券研究院

图13: 新增专项债发行进度拐点显现



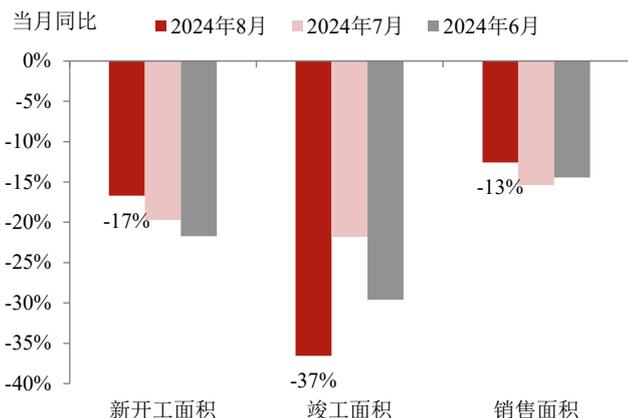
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图14: 8月小松挖掘机开工小时数同比增速成功转正



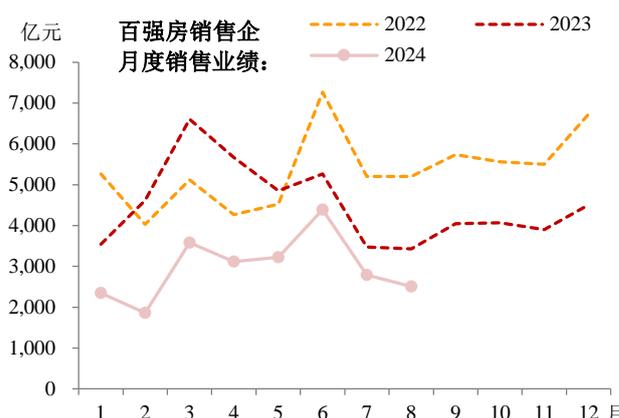
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图15: 8月地产新开工面积、销售面积有所企稳



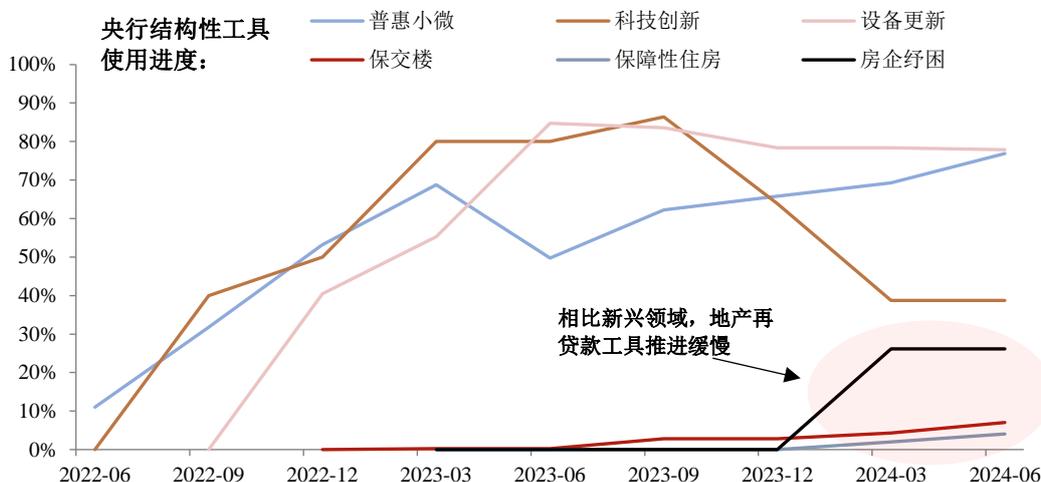
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 百强房企业绩



资料来源: 克而瑞, 民生证券研究院

图17: 央行地产相关再贷款工具使用进度偏缓



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026