

社零增速小幅回落，制造业仍为投资的主要支撑

——8月经济数据点评

报告日期：2024年9月19日

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MALL：xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

证券分析师：万琦

电话：18702133638

E-MALL：wanq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190524070001

目录

1

高耗能行业拖累工业生产持续放缓

2

商品零售偏弱，社零小幅回落

3

制造业仍为投资的主要支撑

4

失业率继续小幅走高

- 中国8月规模以上工业增加值同比增4.5%，预期4.7%，前值同比增5.1%。
- 中国8月社会消费品零售总额同比增2.1%，预期2.7%，前值同比增2.7%。
- 中国1-8月固定资产投资同比增3.4%，预期3.5%，前值同比增3.6%。
- 中国8月份全国城镇调查失业率为5.3%，前值为5.2%。

| 单位：% | 2024/8 | 2024/7 | 2024/6 | 2024/5 | 2024/4 | 2024/3 | 2024/2 | 2023/12 | 2023/11 | 2023/10 | 2023/9 | 2023/8 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 规模以上工业增加值 | 4.5 | 5.1 | 5.3 | 5.6 | 6.7 | 4.5 | 7.0 | 6.8 | 6.6 | 4.6 | 4.5 | 4.5 |
| 采矿业 | 3.7 | 4.6 | 4.4 | 3.6 | 2.0 | 0.2 | 2.3 | 4.7 | 3.9 | 2.9 | 1.5 | 2.3 |
| 制造业 | 4.3 | 5.3 | 5.5 | 6.0 | 7.5 | 5.1 | 7.7 | 7.1 | 6.7 | 5.1 | 5.0 | 5.4 |
| 电热水 | 6.9 | 3.2 | 4.1 | 4.0 | 5.7 | 4.9 | 7.9 | 5.8 | 9.2 | 0.9 | 4.6 | 0.2 |
| 社会消费品零售总额 | 2.1 | 2.7 | 2.0 | 3.7 | 2.3 | 3.1 | 5.5 | 7.4 | 10.1 | 7.6 | 5.5 | 4.6 |
| 商品消费 | 1.9 | 2.7 | 1.5 | 3.6 | 2.0 | 2.7 | 4.6 | 4.8 | 8.0 | 6.5 | 4.6 | 3.7 |
| 餐饮业消费 | 3.3 | 3.0 | 5.4 | 5.0 | 4.4 | 6.9 | 12.5 | 30.0 | 25.8 | 17.1 | 13.8 | 12.4 |
| 固投（累计） | 3.4 | 3.6 | 3.9 | 4.0 | 4.2 | 4.5 | 4.2 | 3.0 | 2.9 | 2.9 | 3.1 | 3.2 |
| 房地产业 | -10.2 | -10.2 | -10.1 | -10.1 | -9.8 | -9.5 | -9.0 | -9.6 | -9.4 | -9.3 | -9.1 | -8.8 |
| 基建 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) | 4.4 | 4.9 | 5.4 | 5.7 | 6.0 | 6.5 | 6.3 | 5.9 | 5.8 | 5.9 | 6.2 | 6.4 |
| 制造业 | 9.1 | 9.3 | 9.5 | 9.6 | 9.7 | 9.9 | 9.4 | 6.5 | 6.3 | 6.2 | 6.2 | 5.9 |
| 失业率 | | | | | | | | | | | | |
| 总 | 5.3 | 5.2 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.2 | 5.3 | 5.1 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.2 |
| 外来户籍人口 | 4.9 | 5.1 | 4.8 | 4.7 | 4.9 | 5.1 | 4.8 | 4.7 | 4.7 | 4.9 | 4.9 | 4.8 |

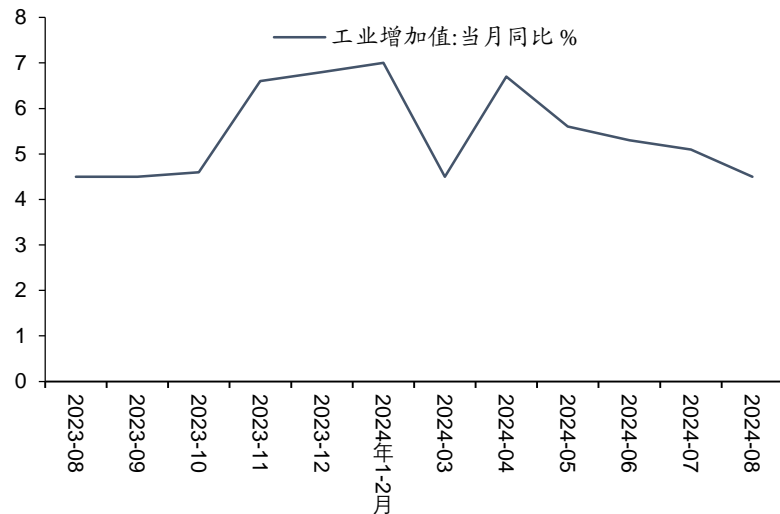
数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

01

高耗能行业拖累工业生产持续放缓

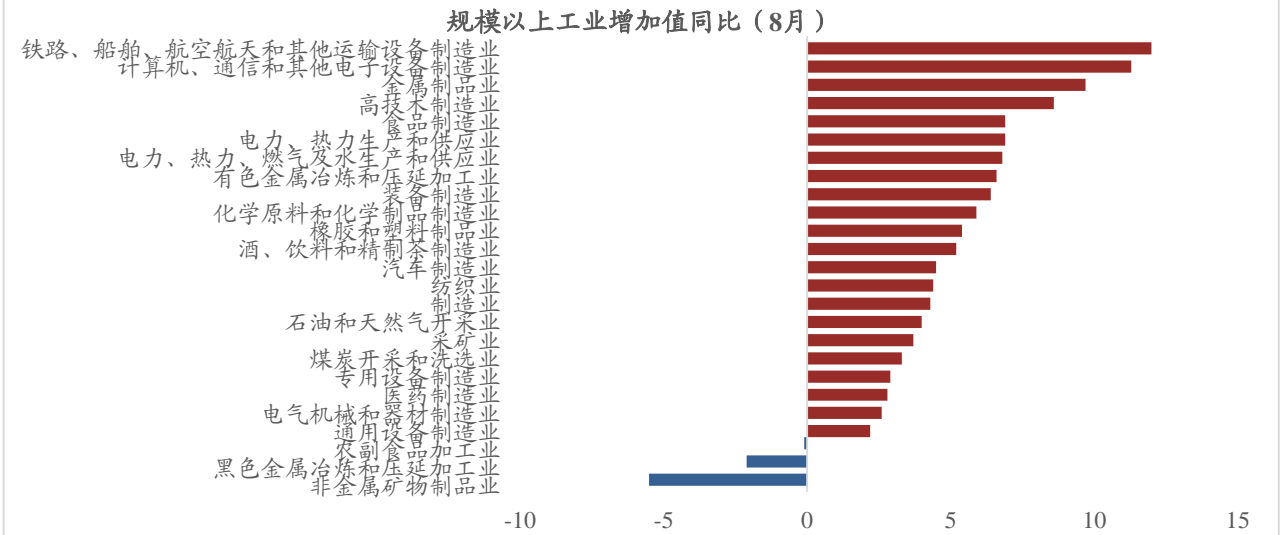
- **工业生产延续降势。**中国8月规模以上工业增加值同比增长4.5%，低于市场预期。相比前值回落0.6个百分点，延续下降走势且降幅有所扩大。
- 如何理解本月工业生产同比的持续放缓？
 - **首先从基数与当期数值的角度分析**，本月与去年同期的工业生产均环比正增长，但与季节性相比，本月工业生产表现偏弱，而去年同期工业生产的环比增幅好于季节性。因此本月工业生产同比增速的走低一方面可归因于高基数，另一方面也受当前生产经营活力不佳的影响，这点在本月其他宏观数据以及开工率等高频数据中也有反映。
 - **其次从本月生产偏弱背后的逻辑来看**，一方面与高温雨水天气等短期扰动因素有关，另一方面也受到需求端偏弱的制约。基于内、外需求进行拆分，弱需求主要还是体现在内需层面，8月份工业企业出口交货值环比略有增长，结合本月超预期的出口数据来看，8月份外需体现出一定韧性。
 - **最后具体行业方面**，三大门类中仅公用事业同比增速上行且高于整体工业同比（采矿业增加值同比增长3.7%，制造业增长4.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.8%），这可能受其基数走低的影响；高技术产业以及装备制造业同比虽有放缓，其增速仍处于较高水平，表明新质生产力相关以及外需导向型行业为国内制造业的重要支撑；从重点行业同比增速的边际变化来看，下行较为明显的主要为中上游高耗能行业，比如非金属矿物制品、化学原料和化学制品制造、有色金属冶炼和压延加工，回落幅度都在2个百分点以上。或受目前地产弱势、基建拉动有限的影响。

规模以上工业增加值当月同比



数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

规模以上工业增加值8月同比-分行业



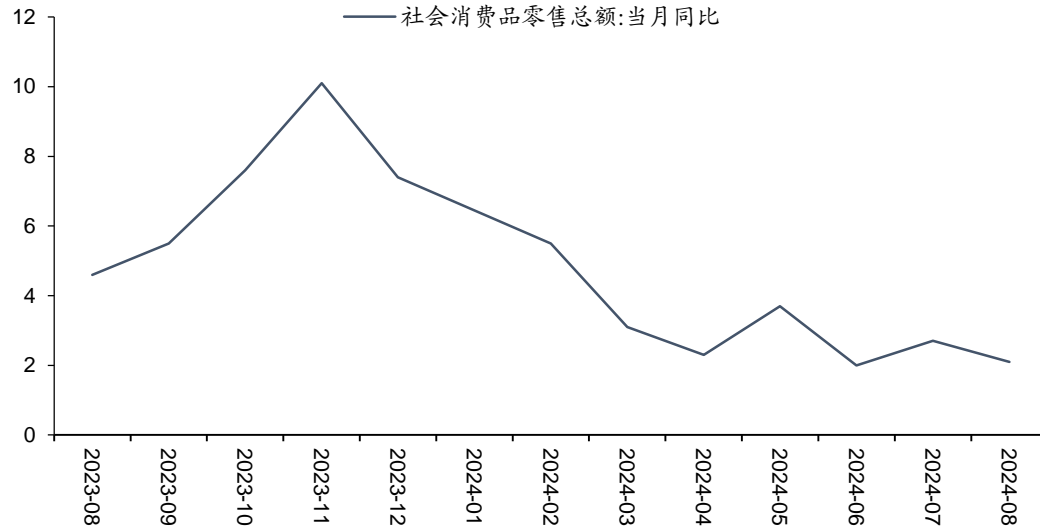
数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

02

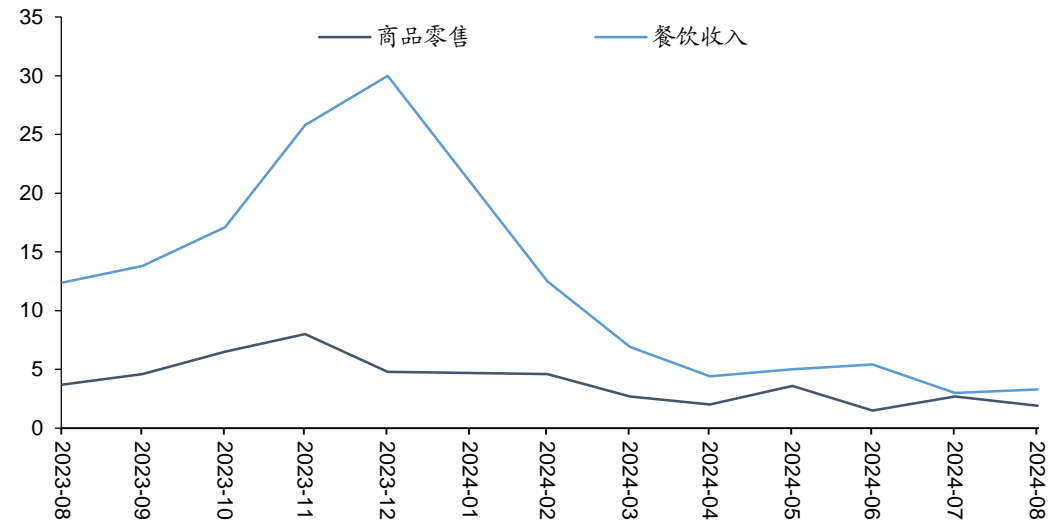
商品零售偏弱，社零小幅回落

➤ **商品拖累社零同比增速。**8月社会消费品零售总额同比增长2.1%，较前值回落0.6个百分点，不及市场预期。环比下降0.01%（季节调整后），前值为增长0.27%，表现弱于季节性（2011年以来8月份社零环比基本为正增，仅2022年及今年环比负增），反映出目前居民消费仍待提振。从结构上看，本月社零同比增速的下行主要由商品端所致，本月商品零售额同比增长1.9%（前值2.7%），餐饮收入增长3.3%（前值3.0%）。商品零售偏弱的表现又可以从数量与价格两方面去理解。一方面，供大于求的局势下商家可能采取“以价换量”的战略，价格因素对总额的支撑走弱；另一方面，居民收入预期及信心有待提振，消费意愿并不算强，尤其是对可选消费，态度更加谨慎，这导致数量层面也部分构成拖累。

社零总额同比



社零总额同比-分项

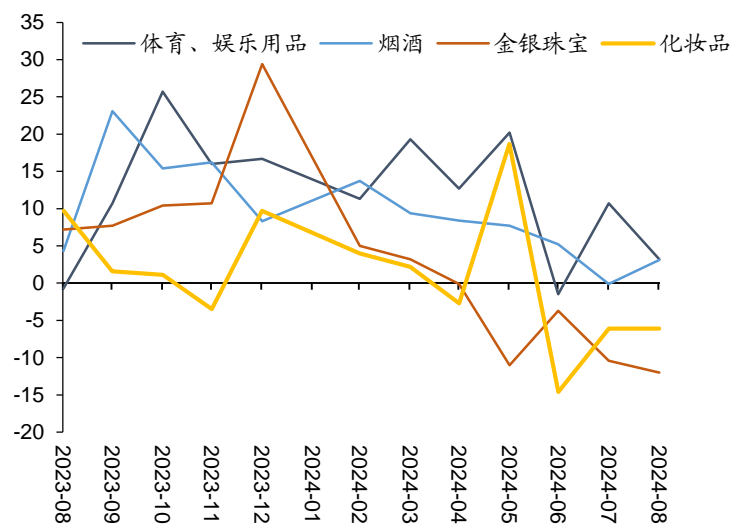


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

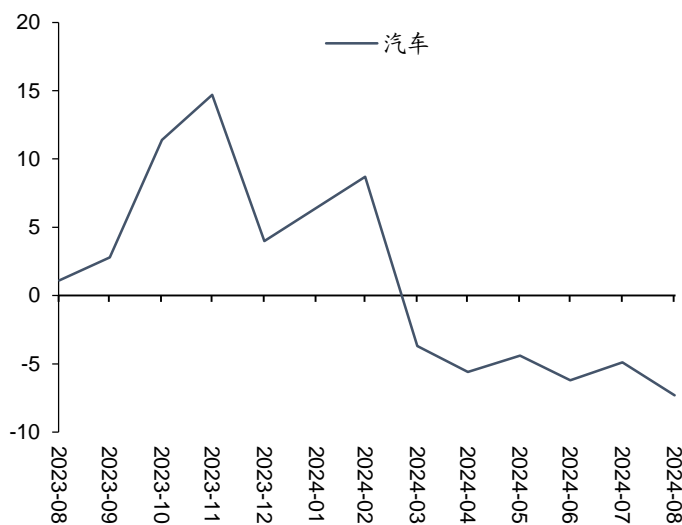
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

02 商品零售偏弱，社零小幅回落

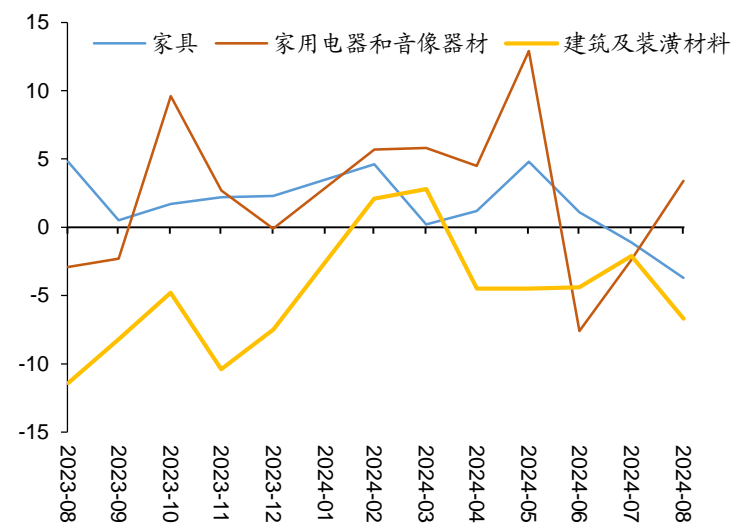
- **多数商品零售同比增速放缓。**具体行业来看，本月多数细分行业零售额同比均出现不同程度的回落，其中可选消费的放缓更为明显。体育、娱乐用品零售额同比回落7.5个百分点至3.2%、饮料零售额回落3.4个百分点至2.7%。此外本月金银珠宝类零售额同比进一步下探至-12%，近期金价高位运行可能部分削弱了消费者的购买意愿。地产弱势运行的背景下，地产链相关商品的零售（家具、建筑及装潢材料）同比也在负增区间进一步下行。不过得益于以旧换新等政策的带动，本月家用电器和音像器材、通讯器材两类商品的零售额同比逆势上行，前者更是由负转正。
- **价格仍对汽车零售同比构成制约。**8月汽车消费零售额同比为-7.3%，较前值回落2.4个百分点，继续拖累社零整体。本月社会消费品零售总额同比增长2.1%，除汽车以外的消费品零售额同比则增长3.3%。本月汽车消费再度走弱，主要拖累可能来自价格端。根据乘联会，8月份全国狭义乘用车零售同比下降1.0%，环比增长10.8%。在汽车报废更新补贴政策的支持下，8月份乘用车零售的热度有所回升，但由于基数偏高以及价格贡献有限，汽车零售额同比再度回落。



数据来源：Wind，太平洋证券研究院



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

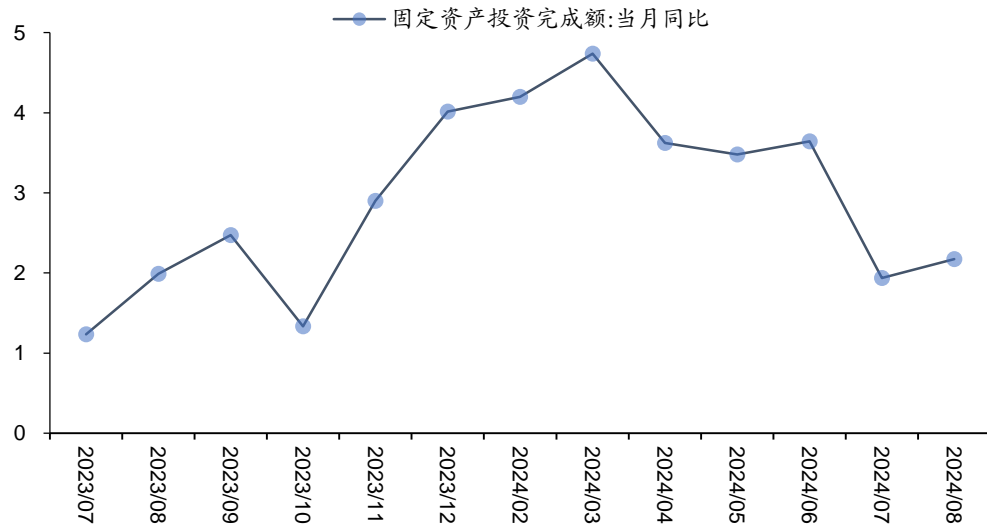


数据来源：Wind，太平洋证券研究院

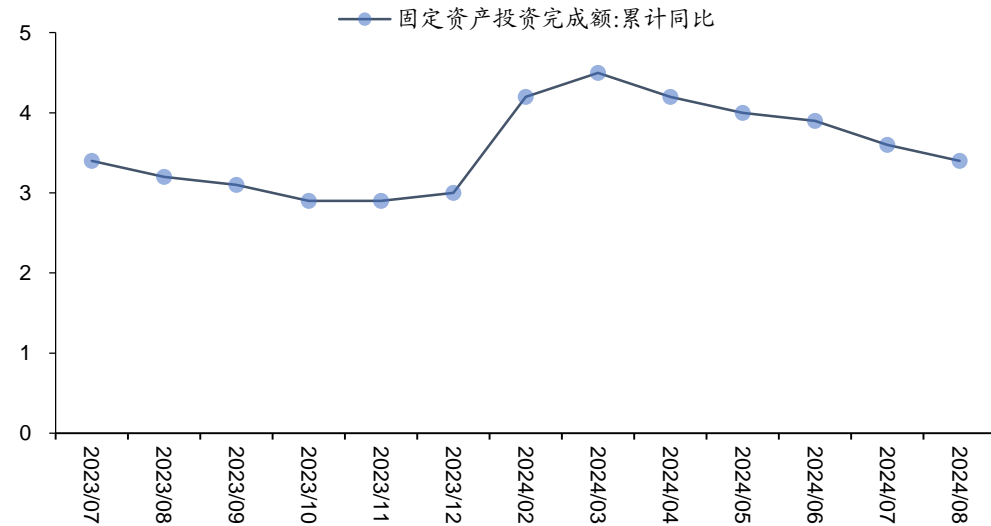
03

制造业仍为投资的主要支撑

- **单月投资小幅度改善。**1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长3.4%，较前值小幅度下行0.2个百分点，低于市场预期。单月而言，8月固定资产投资录得2.2%的单月同比，前值为1.9%。季调环比看，8月环比增速为0.16%，前值为-0.07%。
- **制造业持续支撑整体投资。**三大类中，制造业、基建投资单月同比增速放缓，部分受基数走高的影响；房地产投资降幅略有收窄，不过仍处于磨底状态。整体投资主要贡献仍来自制造业，1-8月份制造业投资对全部投资增长的贡献率为64.6%，比1-7月份提高2.4个百分点。



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

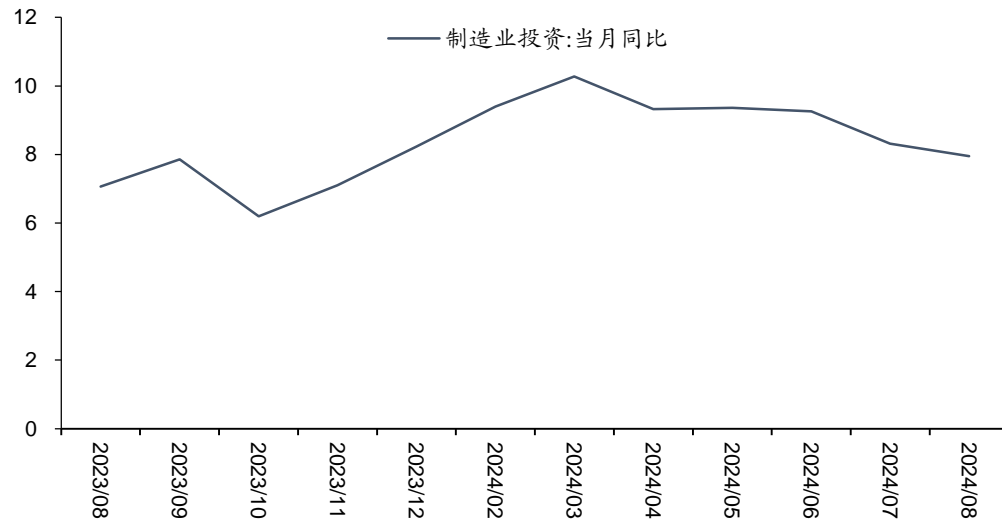


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

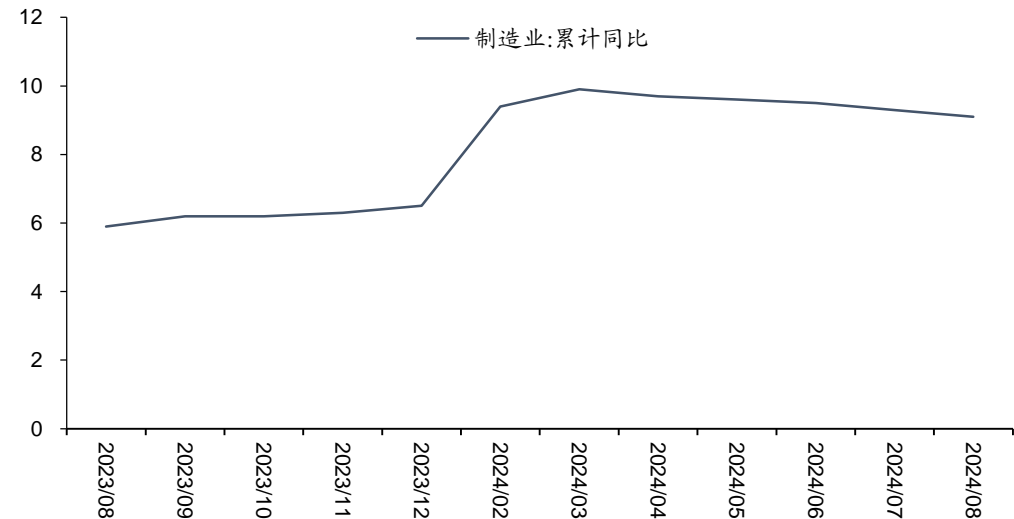
03 制造业仍为投资的主要支撑

制造业投资方面，韧性仍存。

- ▶ **同比小幅回落不改其韧性。**8月制造业投资当月同比小幅回落0.37个百分点至8.0%，同比增速的绝对值依旧高于整体固定资产投资。本月制造业投资一方面受国内以旧换新以及设备更新政策的拉动，另一方面也有出口韧性的支撑。不过考虑到基数走高以及国内终端需求较为疲弱，制造业的单月投资出现高位放缓。具体行业来看，高技术产业投资对于整体制造业投资起到一定支撑。1-8月份高技术制造业投资同比增速比全部制造业投资高0.5个百分点，其中航空、航天器及设备制造业投资增长超30%，电子及通信设备制造业投资增长10.0%。



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院



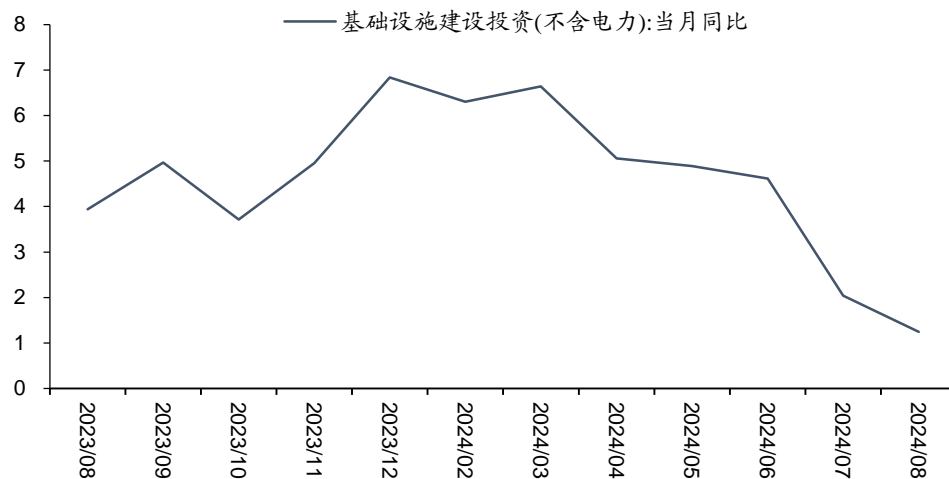
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

03

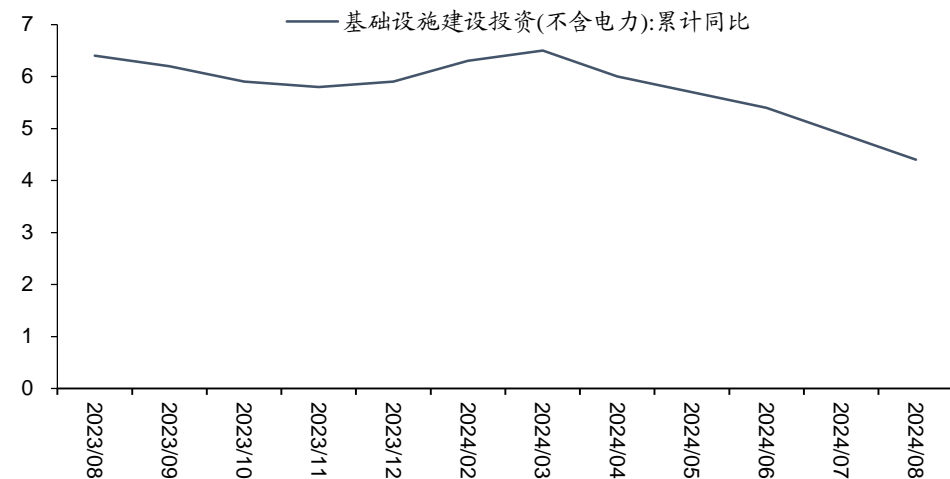
制造业仍为投资的主要支撑

基建投资方面，继续回落。

➤ 8月新口径下的基建投资单月同比相比前值回落0.8个百分点至1.2%，表明地方投资较为谨慎，实物工作量形成偏慢，这可能与地方化债压力有关。广义基建增速同样有所放缓，为6.2%（前值为10.7%），结构上，电力、热力、燃气及水生产和供应业公用事业投资依旧处于高位，1-8月累计同比在20%以上。今年以来，基建对整体投资的贡献并不算强劲，也间接影响企业中长贷配套融资以及中上游原材料的生产经营。背后既有优质项目数量有限的原因，也有资金支持力度偏弱的影响，此外夏季高温雨水等天气因素对于施工节奏也构成短期扰动。可以看到8月地方政府专项债发行明显提速，但这传导至基建形成实物工作量还需时间，关注后续财政支出节奏。



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

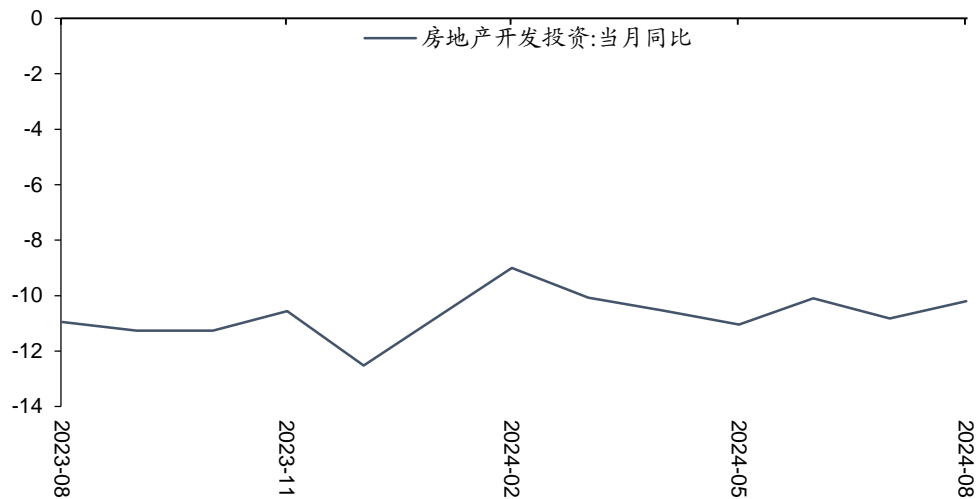


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

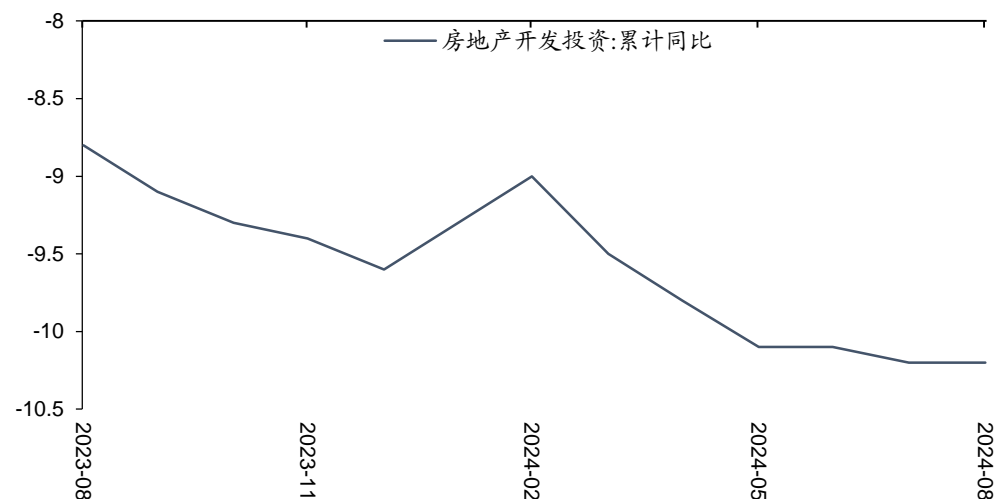
03 制造业仍为投资的主要支撑

房地产开发投资方面，维持低位震荡。

➤ 8月房地产开发投资降幅小幅收敛，单月同比回升0.6个百分点至-10.2%。前端销售（商品房销售额以及销售面积）、新开工以及到位资金均出现不同程度的边际改善，但回升幅度有限，国内房地产市场尚未见到实质性转变。从高频数据来看，“金九银十”传统旺季的开局也较为平淡，在弱收入预期以及房价下跌的背景下，居民对于购房的观望情绪依然较重，房地产投资依旧是整体投资以及国内经济回升的一大制约。

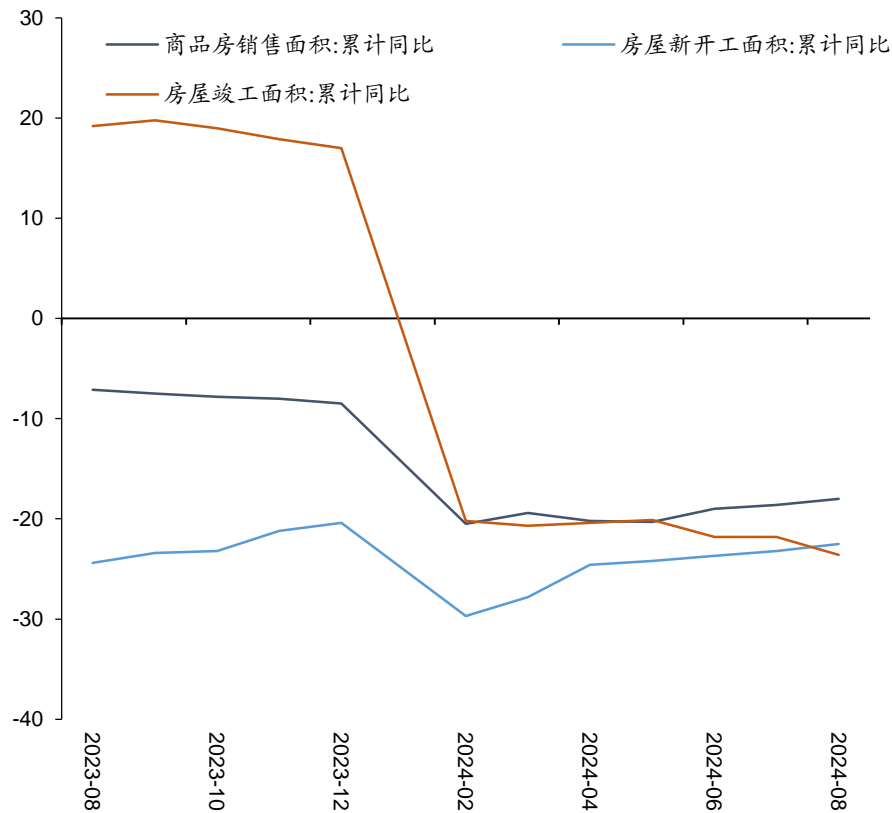


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

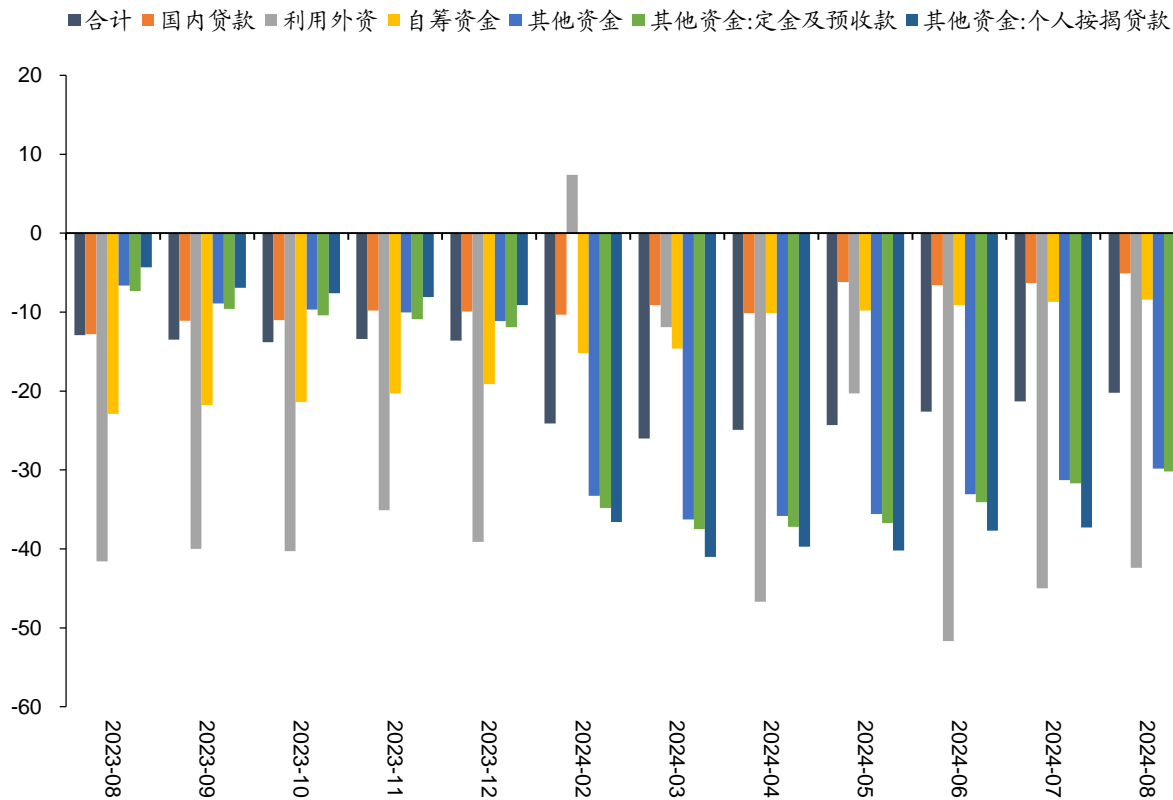


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

03 制造业仍为投资的主要支撑



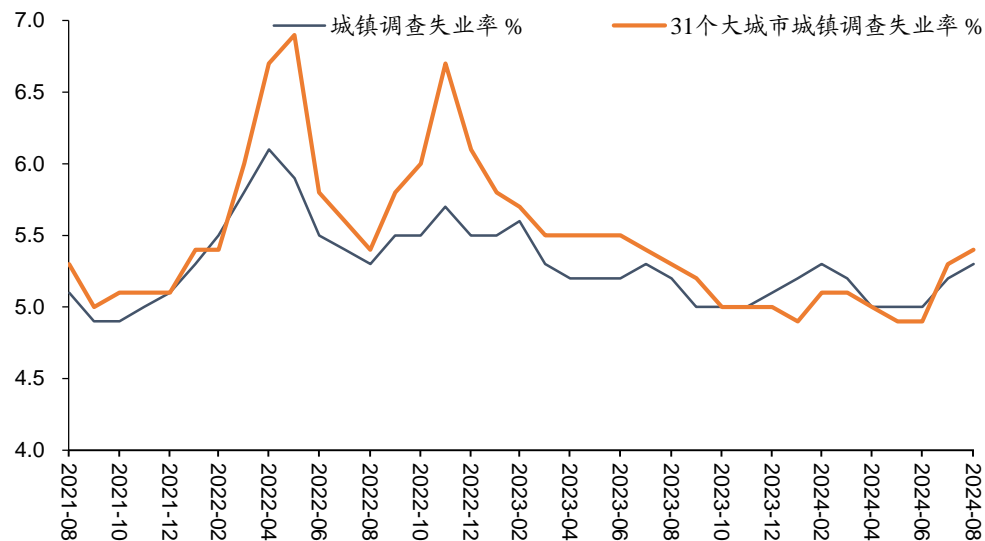
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院



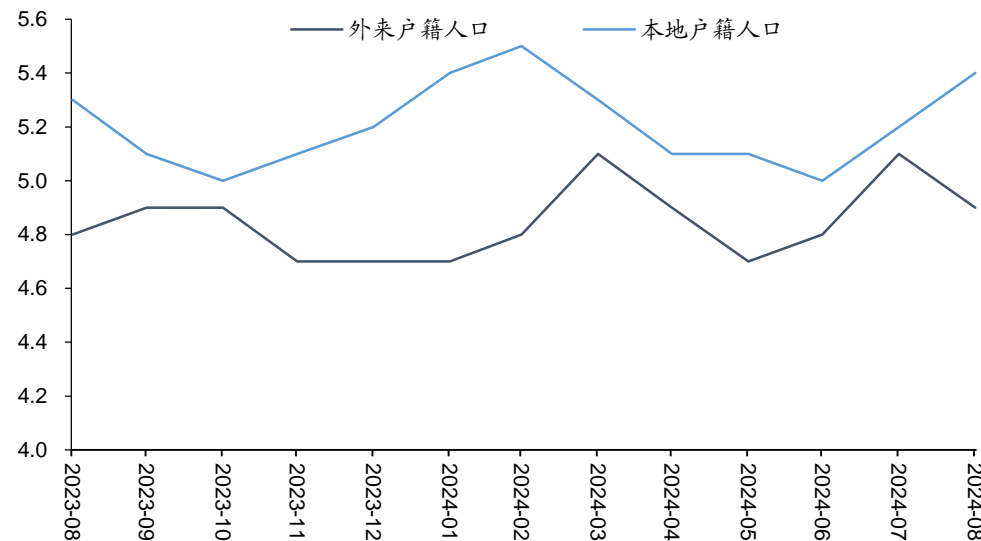
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

04 失业率继续小幅走高

► **就业表现弱于季节性。**8月份失业率继续上行。本月全国城镇调查失业率5.3%，比上月上升0.1个百分点，31个大城市城镇调查失业率为5.4%，同样较前值上升0.1个百分点。从结构上看，本月城镇失业率的小幅走高可能受毕业季青年群体就业的拖累。8月份外来户籍劳动力调查失业率为4.9%，比上月下降0.2个百分点；外来农业户籍劳动力调查失业率为4.6%，比上月下降0.3个百分点。不过与季节性表现相比，本月就业情况相对较弱，表明重点群体就业，尤其是高校毕业生就业面临一定压力。城镇调查失业率以及31个大城市城镇调查失业率历史数据显示，2018年以来8月份失业率多数时候均边际下行，而今年则延续上升走势，这可能受目前国内经济回升基础待巩固的叠加影响。



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

风险提示：

- 增量稳增长政策不及预期。
- 地缘政治不确定性。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。