

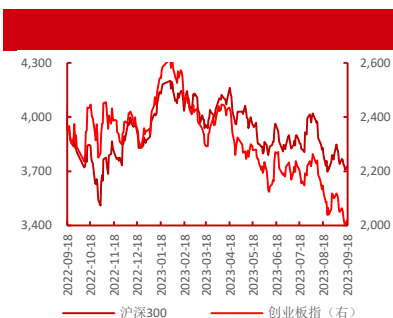


证券研究报告

宏观研究

市场数据（2023-9-18）

	上证综指涨幅（%）
近一周	-0.54
近一月	-0.19
近三月	-4.50



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

相关报告

《经济内生动能仍较弱，稳增长政策迫切性提升》20230818

《经济筑底特征明显，后续内生动能有望环比回暖》20230719

《经济内生动能仍较弱，稳增长政策枕戈待发》20230619

《经济内生动能较弱，仍需政策扶持》20230519

8 月经济环比修复，稳增长政策仍需持续发力

—2023. 09. 19 宏观研究月报

投资要点

■ 8 月数据表明经济内生动能环比好转，本文主要从中归纳出以下几点：

一是促消费政策持续发力，以汽车、家具为代表的大宗商品边际好转，同时暑假期间餐饮仍维持高位，城镇失业率也小幅下降，共同带动消费超预期增长。后续仍需更多政策出台稳定居民就业及促消费。

二是出口降幅收窄，后续在低基数及海外需求韧性较强下，出口同比增速拐点可能已经出现，出口增速或将震荡回升。制造业投资在企业预期改善、PPI 降幅收窄、部分行业补库下有所回升，预计后续仍将维持较高增速。

三是近期专项债发行节奏偏慢导致基建小幅回落。不过 8 月以来专项债加速发行，同时石油沥青开工率持续快速抬升，预计将对基建再次形成支撑。密切关注四季度政策性金融工具的使用。

四是地产投资拖累再次加大。近期地产政策持续出台，但政策效果显现仍需要时间，8 月地产从结构上看变化不大，“保交楼”下竣工数据相对较好，销售及新开工表现仍一般。不过从高频数据看，地产放松已对销售有一定提振，后续重点关注持续性，同时关注限购限售、放开二手房指导价、以及新增刺激措施等地产政策。

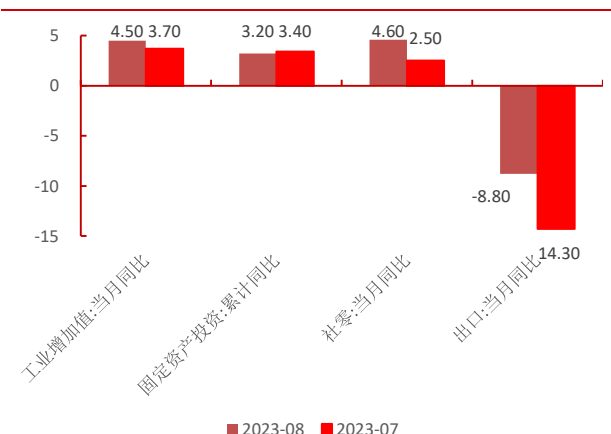
整体来看，8 月生产节奏加快、消费有所改善、出口降幅收窄，制造业投资止跌回升，经济环比有所改善。不过民间投资、房地产投资拖累仍加大，经济内生动能仍较弱，市场预期仍处于较低位置。近期专项债发行进度加快、地产政策发力、货币降准降息，对经济形成一定支撑。可以看到相对 7 月而言，中央政策态度出现更加积极的重大改变。后续一方面关注前期政策落地效果的持续性，另一方面要重点关注地产进一步刺激政策，四季度政策性金融工具加码情况，以及隐债化债的新说法。

■ 8月经济数据概览

8月经济环比修复，后续仍需政策持续发力。随着需求好转及极端天气影响减弱，工业生产有所改善；服务业生产指数较前值回升，仍维持在一定高位。需求方面，促消费持续发力，大宗商品修复加快，暑期服务消费表现也较强劲；投资边际也有改善，制造业在企业预期改善、PPI 降幅收窄、部分行业补库下有所回升，基建受前期专项债发行较慢有所放缓，但仍是经济主要支撑，地产投资降幅再次扩大，地产销售、开工和施工等数据仍显疲弱；出口在低基数及海外需求超预期下，降幅有所收窄，出口同比增速拐点可能已经出现，后续出口降幅可能逐步收窄。

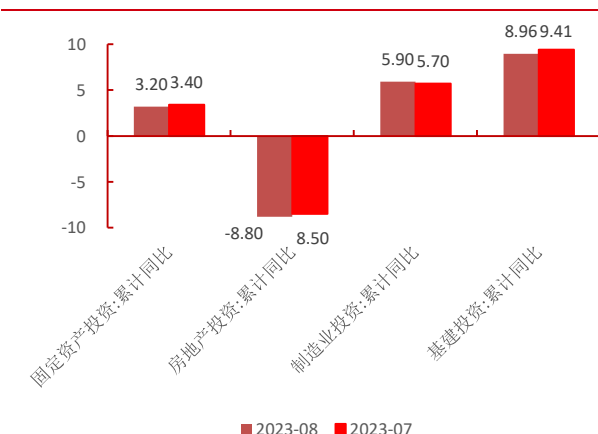
整体来看，稳增长政策持续发力，8月经济环比修复。不过目前经济内生动能仍较弱，市场预期仍处于较低位置，近期专项债发行进度加快、地产政策持续发力，货币降准降息释放信号，对经济形成一定支撑。后续一方面关注前期政策落地效果的持续性，另一方面要重点关注地产进一步刺激政策，四季度政策性金融工具加码情况，以及隐债化债的新说法。

图 1 8月经济数据一览（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2 固定资产投资分项累计同比（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

■ 促消费政策持续发力，大宗商品有所好转

8月社零同比增长4.6%，预期3.5%，前值为2.5%；其中，除汽车以外的消费品零售额增长5.1%，前值为3.0%。

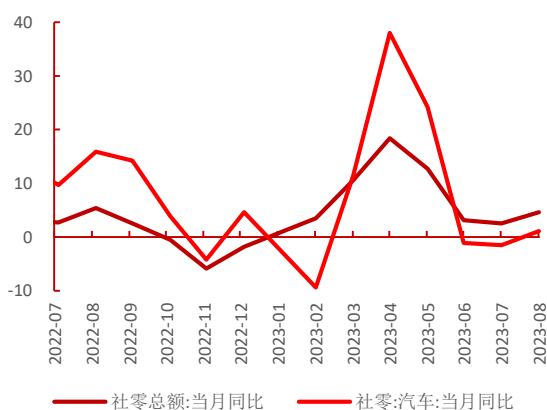
8月社零增速为4.6%，较前值有所提升且好于预期，同时环比增速由负转正，8月社零季调环比为0.31%。从两年增速看，8月社零增速为5.0%，好于前值的2.6%。主要原因或是促消费政策效果持续显现，主要是集中在汽车、家具等大宗消费。同时暑假期间，餐饮增速也维持在高增速。此外8月城镇失业率下降0.1个百分点至5.2%，对消费也有一定促进。整体来看，经济好转消费改善，但内需目前仍维持低位。

促消费政策持续发力下商品增速有所改善。8月商品和餐饮同比增速分别为3.7%和12.4%，较前值分别上升2.7和-3.4个百分点，餐饮增速下滑主因基数较高所致，因为从两年平均增速来看，商品及餐饮增速均较前值有所提升。

分行业来看，在促消费政策下，可以看到8月汽车增速由负转正，较前值提升2.6个百分点至1.1%，受国际原油涨价影响，石油及制品也较前值提升6.6个百分点至6.0%；同时在地产销售并未出现明显改善的情况下，家具类消费增速较前值大幅提升4.7个百分点至4.8%；此外通讯器材、金银珠宝、化妆品类均较前值大幅改善，虽然有基数的原因，但仍然显示消费动能有所恢复。

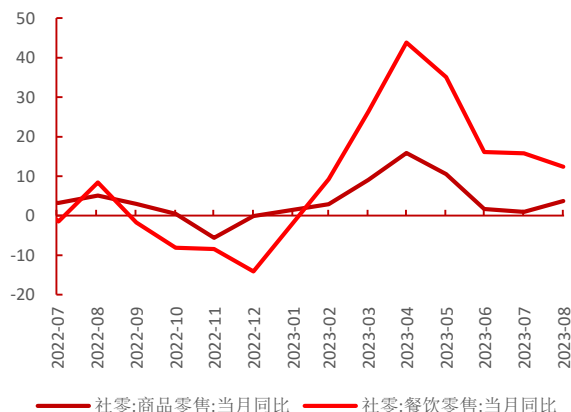
不过受房地产拖累影响，8月家电、建筑装潢材料等消费同比增速均维持低位，增速分别为-2.9%和-11.4%。

图 3 8月社零增速超预期（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 4 促消费政策持续发力商品增速边际好转（%）



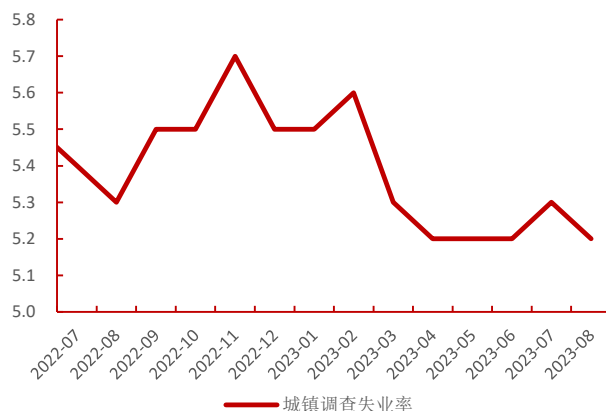
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 5 8 月地铁客运量维持高位（万人次/日）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 6 城镇失业率有所下滑（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

整体来看，8 月经济环比好转下，消费也较前值有所改善，但我们仍应注意到目前内生动能仍不足，物价仍维持低位，仍需更多政策出台稳定居民就业及促消费，短期内可以关注存量房贷利率下降对消费的促进作用。

■ 出口降幅大幅收窄，国内经济好转带动制造业投资回升

中国 8 月出口金额同比-8.8%，预期-9.5%，前值-14.5%；制造业投资累计同比增速为 5.9%，较前值提升 0.2 个百分点，8 月当月制造业投资当月同比 7.1%，较前值提升 2.8 个百分点。

8 月出口降幅收窄，基数回落、外需强于预期等是主要支撑，可以看到 8 月全球制造业 PMI 和我国新出口订单均较前值回升，此外韩国 8 月出口降幅收窄 8.0 个百分点至-8.4%，均指向外需强于此前预期。从国别来看，8 月对美国、东盟、欧盟等出口降幅收窄，分别收窄 13.6、8.0 和 1.0 个百分点，但前期偏强的对俄出口增速则较前值大幅回落 35.5 个百分点，后续需进一步关注我国对俄出口持续性。

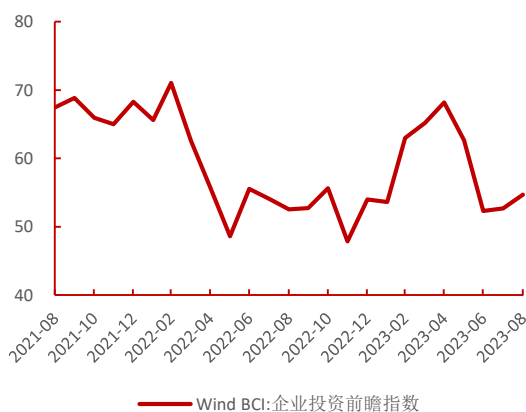
从出口产品上看，8 月汽车出口同比增 35.2%，相比前值回落 48.1 个百分点，可能与美国、东盟等地汽车库存偏高等因素有关；消费电子出口降幅收窄，电脑、集成电路出口降幅分别收窄 10.7、10.1 个百分点至-18.2%、-4.6%；地产后周期相关产品中家电、家具、灯具同比均前值有所回升，可能跟前期美国房屋

销售偏强有关；部分劳动密集型产品降幅也有所收窄。整体来看，前期出口偏弱的产品跌幅放缓，前期出口强势的产品涨幅收窄。

在外需好于预期及国内稳增长政策发力下，制造业投资增速有所抬升。数据上可以看到，8月企业中长期贷款好于季节性，且政策发力下企业经营预期好转，对制造业投资好转有一定预示性。高技术产业为主要支撑，高技术制造业投资继续处于11.2%的快速增长水平，其中汽车制造业、电气机械及器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业的增速分别为19.1%、38.6%和9.5%，此外化学原料及化学制品也维持13.2%高位。后续来看，国内PPI下滑幅度持续收窄、企业盈利能力逐步改善，可以看到，8月企业投资前瞻指数较前值提升2个百分点至54.71%，短期内对制造业投资有所提振。

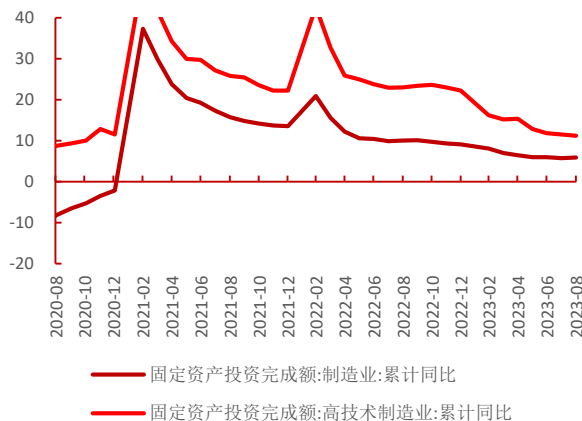
后续来看，出口基数将有所走低，同时目前海外经济持续维持韧性，市场已经开始预期美国经济将避免衰退开始一段时间的温和增长，均将对我国出口形成支撑，预计出口同比拐点已现，后续将震荡抬升，密切关注海外经济情况。国内经济预计好转叠加部分行业开始补库，预计制造业投资也将持续维持韧性。

图 7 BCI 企业投资前瞻指数较前值延续回升（%）



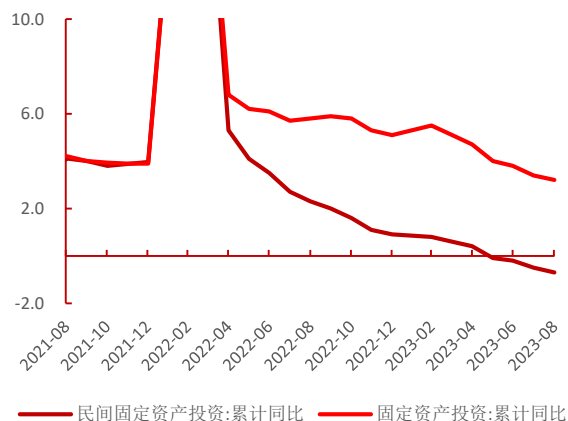
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 8 高技术制造业延续下滑但仍为主要支撑（%）



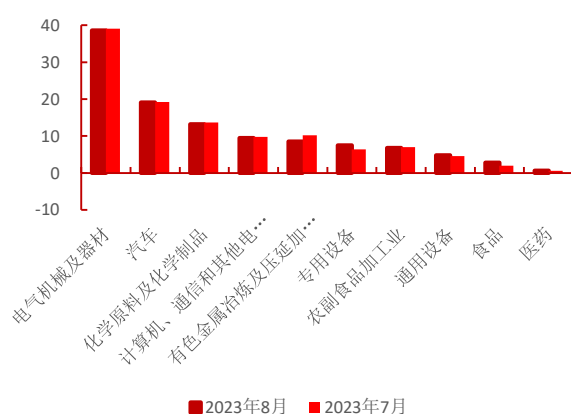
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 9 民间固定资产投资拖累仍较大 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 10 电气机械、汽车制造业等仍维持高位 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

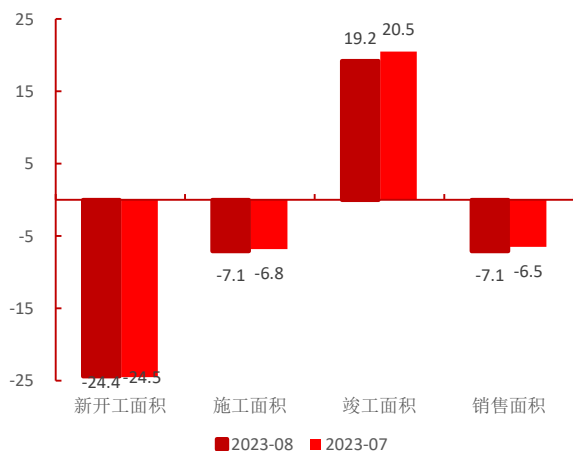
■ 地产支持政策效果还未显现，地产投资拖累再次加大

房地产开发投资累计同比增速为-8.8%，前值-8.5%，8月当月投资增速为-11.0%，较上月收窄1.2个百分点，但仍位于两位数负增长，为经济主要拖累。其中7月商品房销售面积累计同比下降7.1%，降幅较上月扩大0.6个百分点。

地产投资拖累加大，但地产政策持续发力预计后续将有所企稳。8月地产在居民收入预期及信心未明显修复下，地产销售仍延续走弱，1-8月商品房销售面积累计同比下降7.1%，降幅较上月扩大0.6个百分点，销售走弱下，房屋销售回款速度大幅放缓，定金及预收款、个人按揭贷款累计同比增速分别为-7.3%和-4.3%，较上月回落3.5和3.3个百分点，“保交楼”下，除竣工继续保持19.2%的高增速外，新开工及施工仍维持低位，累计同比增速分别下降24.4%和7.1%。

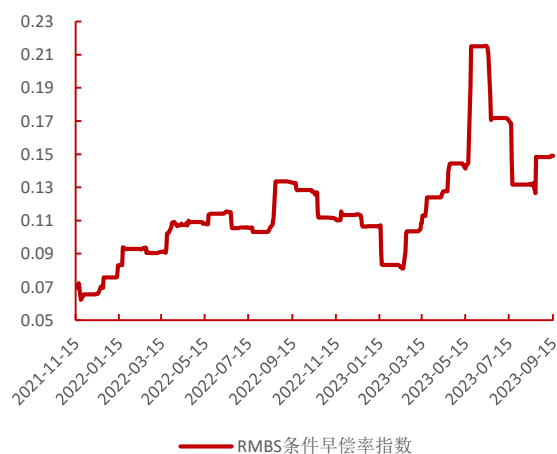
近期地产政策围绕认房不认贷、降低首付成数、下调二套房贷利率、下调存量首套房贷利率等政策密集出台，对地产销售有一定提振，同时也缓解了居民提前还贷的压力。不过仍需政策持续发力，后续密切关注地产销售变化及新增措施，如放松限购限售、放开指导价等，同时关注其他刺激支持措施。

图 11 地产各分项数据表现不佳，竣工数据相对较好（%）



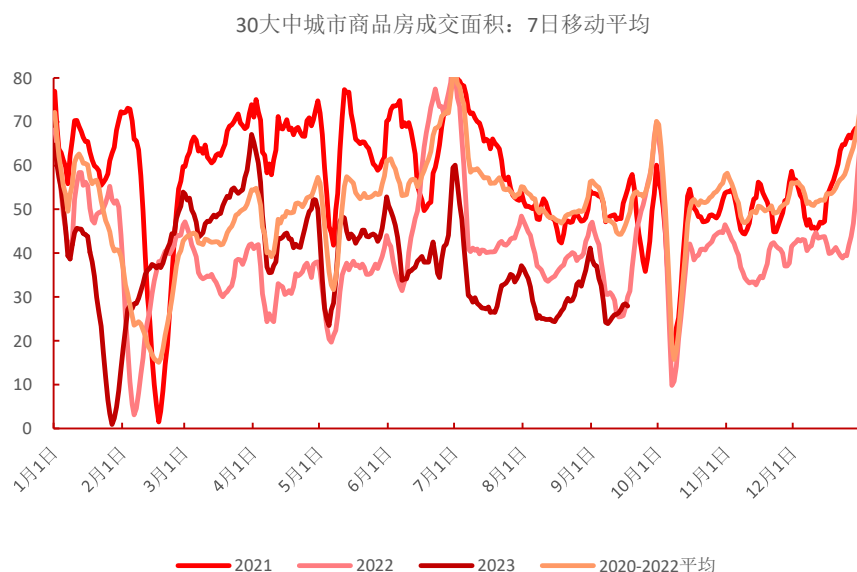
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 12 居民提前还贷有所缓解



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 13 地产销售持续弱于季节性（万平方米）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

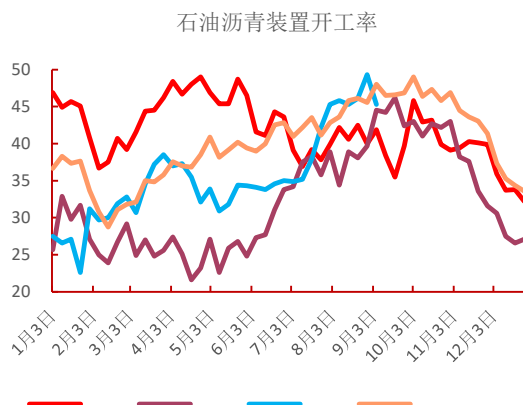
■ 专项债发行偏慢基建小幅走弱，但沥青开工率已开始上行

8月基础设施投资（不含电力）累计同比增速为6.4%，前值6.8%，8月当月基建增速为3.9%，前值为4.6%。单月有所走弱，但仍是稳增长主要抓手。

基建下滑主因基数提升及7月专项债发行节奏偏慢，不过基建仍为经济主要支撑项。监管近期要求新增专项债需于9月底前

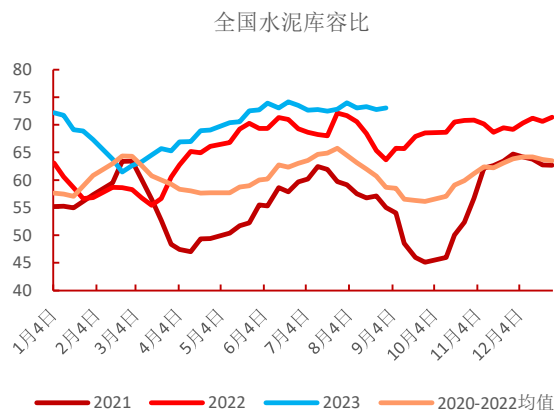
发行完毕，原则上 10 月底前使用完毕。8 月开始专项债已开始发力，预计后续专项债大概率会在四季度形成大规模的实物工作量，对基建再次形成支撑。从高频数据来看，7 月中旬以来石油沥青装置开工率快速回升，指向基建尤其是传统基建开始集中发力。后续密切关注逆周期调节下政策性金融工具的使用。

图 14 石油沥青开工率大幅回升 (%)



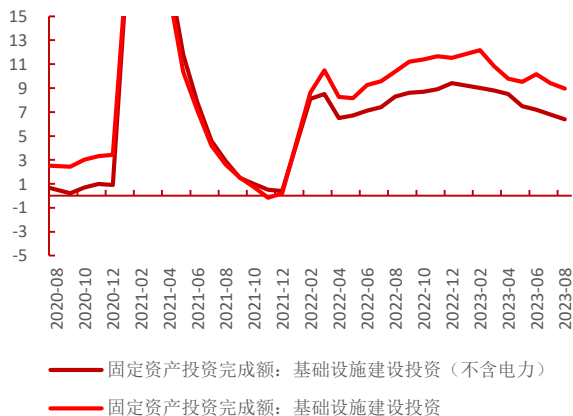
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 15 水泥库容比略微下行 (%)



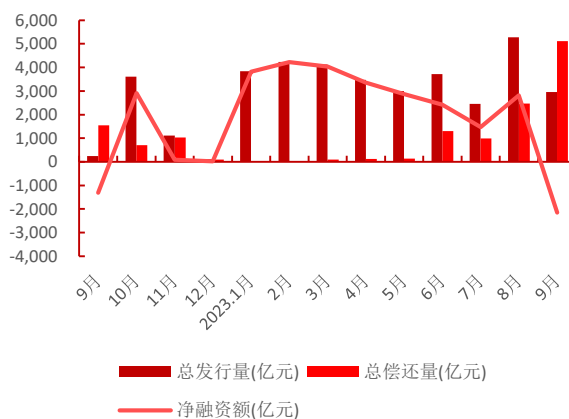
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 16 基建投资小幅下滑 (%)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 17 地方政府专项债 8 月以来已开始发力 (亿元)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

对市场影响

市场表现方面，目前政策持续发力，国内经济基本面边际好转，人民币汇率稳住的情况下，外资仍在大幅流出，A 股整体风险偏仍旧较弱，外资对于国内经济前景信心不足。后续来看，中美经济基本面的整体情况或将是美国韧性较强，中国不断改善的情

况，市场整体仍处于磨底阶段。不过市场积极的信号正逐渐积累，监管层政策不断推进，经济数据也不断向好，量变最终将引发质变。配置上，建议整体均衡配置受益于国际原油价格上涨以及地产政策刺激的顺周期板块；与 AI+相关度较高的 TMT 板块；适合中长期资金配置的高股息板块；以及超跌的新能源、医药板块。

债市方面，经济边际修复，十年国债利率 V 型调整。8 月底以来随着经济数据边际修复，十年国债利率迎来一波上行，但是这并不意味着利率中枢将会有所上移。尽管市场对宽货币利多出尽与存量基本面数据改善的扰动下情绪不稳，但内需修复动能尚未明显回升，中期视角下宽货币仍有空间，长债利率回升风险较低。需进一步关注稳增长政策落地及政策见效情况。

与经济周期相关的大宗商品近一月以来均有不错表现，螺纹钢、铝、铜、煤炭等均有所上行，其中煤炭主要是在国际原油持续上行带动下，上涨幅度最大，后续随着政策发力，经济复苏动能持续改善，顺周期商品将有望持续有不错的表现。

风险提示：

1. 地产景气修复持续低于预期；
2. 美国高利率下金融风险超预期；
3. 中美博弈超预期；
4. 俄乌局势超预期。