

宏观周报

2023年08月21日

消费复苏的条件和次序

——热点与高频 20230821

核心内容：

一、市场热点：消费复苏的条件和次序

当前中国经济处于总需求不足状态，最显著的特征就是通胀率为负。二季度 GDP 平减指数已降为-1.5%，CPI 已从1月的2.1%下降至7月的-0.3%，反映消费品需求不足；PPI 连续10个月为负值，6月到达-5.4%的底部，7月收窄降幅至-4.4%，反映工业品下游需求不足。

在总需求不足的环境中，投资能够通过以下机制带动消费。一是带动当前就业与居民收入预期，形成收入效应；二是稳定市场信心，短期稳定金融资产与房地产价格，中长期实现居民财富的持续积累，形成财富效应；三是从供给侧增加养老、医疗、教育、保障房、市政设施、农业农村设施等短板供应，降低居民的预防性储蓄，增加消费意愿；四是优化经济结构、拓展发展空间，提振长期信心，带动人口增长。

当前消费恢复还处于就业需要改善的阶段，接下来依次是收入、预期、财富、人口的改善。城镇失业率7月反弹至5.3%（前值5.2%），仍运行在政府工作目标5.5%以下，但这可能只反映了就业下沉的情况。青年调查失业率于6月升至21.3%的高位，是最具弹性的失业率指标。

二、高频数据：

1.国内股市、商品与债券收益率都有下行，USDCNY 重回 7.3。截至8月18日，10年期国债收益率降至2.5708%，1年期商业银行同业存单收益率降至2.2125%。受经济数据低于预期影响，A股显著下行，上证综指下降1.8%收于3131.95，沪深300下降2.6%至3784；USDCNY 曾突破7.3，最终周五收于7.29。消费品价格有一定韧性：8月18日农产品批发价200指数收于120.05，维持120以上；猪肉价格收于22.64元/公斤，也保持20元以上。房地产销售面积止跌，30城商品房成交面积为219.08万平方米（前值169.22）。

2.美国10年期国债收益率升至4.26%；道指、纳指小幅回落。上周美元指数重回103以上，截止8月18日收于103.44，10年期美国国债收益率升至4.26%，继续保持7月中旬以来的上行趋势。道指、纳指分别收于34500.66和13290.78，都出现下降；布伦特原油价降至85.94美元/桶；LME铜降至8176美元/吨，但BDI指数出现上升至1,237。

3.下周重要事件：金砖国家峰会于21日-24日在南非约翰内斯堡召开；25日美联储 Jackson-Hole 会议；27日公布7月工业企业利润数据。

分析师

高明

☎：18510969619

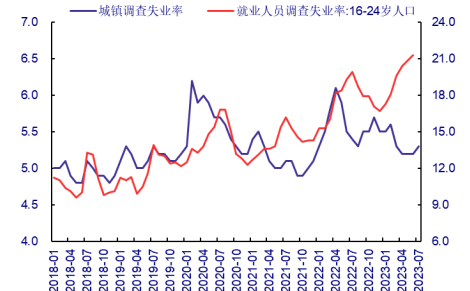
✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

风险提示：

1. 持续通缩的风险
2. 政策时滞的风险
3. 海外衰退的风险

图：7月城镇调查失业率出现反弹；青年失业率停止公布（%）



来源：Wind，中国银河证券研究院

宏观日历

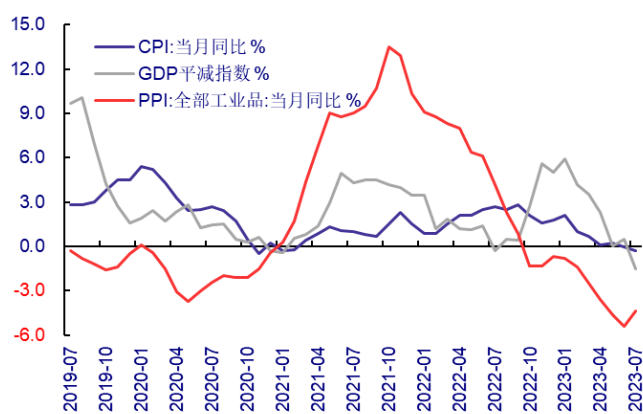
日期	事件或数据
8月21日(周一)	(1) 8月21日至24日金砖国家领导人第十五次会晤 (2) 中国8月LPR报价 (3) 中国7月财政收支数据(时间待定)
8月22日(周二)	美国7月成屋销售数据
8月23日(周三)	-
8月24日(周四)	-
8月25日(周五)	Jackson-Hole 会议 : 美联储主席鲍威尔讲话(22:05); 欧央行行长拉加德讲话(03:00)
8月26日(周六)	-
8月27日(周日)	中国7月工业企业利润增速
8月28日(周一)	-
8月29日(周二)	-
8月30日(周三)	美国第二季度实际GDP年化季率修正值
8月31日(周四)	(1) 中国8月制造业PMI (2) 美国7月PCE (3) 欧元区8月CPI、失业率
9月1日(周五)	(1) 美国8月非农就业报告 (2) 美国8月Markit制造业PMI (3) 欧元区8月制造业PMI
9月2日(周六)	-
9月3日(周日)	-

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

一、市场热点：消费复苏的条件和次序

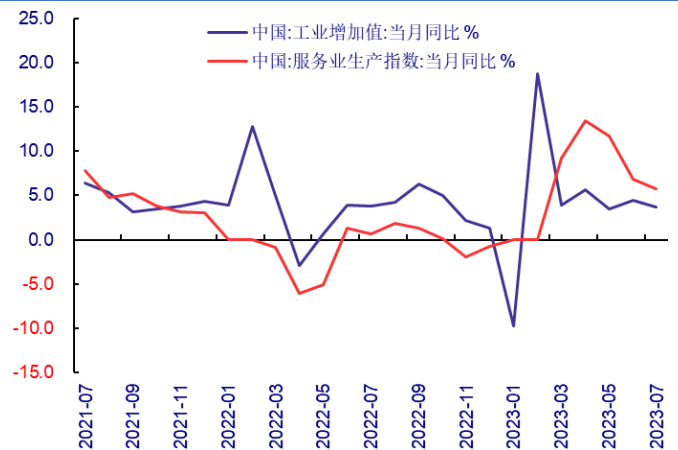
总需求相对不足的最显著指标就是通胀率为负。二季度 GDP 平减指数已降为-1.5%，对应名义 GDP 增长 4.8%，实际 GDP 增长 6.3%。从价格指数来看，CPI 已从 1 月的 2.1% 下降至 7 月的-0.3%，反映消费品需求不足；PPI 在 6 月到达-5.4%的底部，7 月收窄降幅至-4.4%，反映工业品下游需求不足。

图 1：当前 PPI、CPI、GDP 平减指数都处于负值区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：7 月工业增加值同比 3.7%，服务业生产指数同比 5.7%

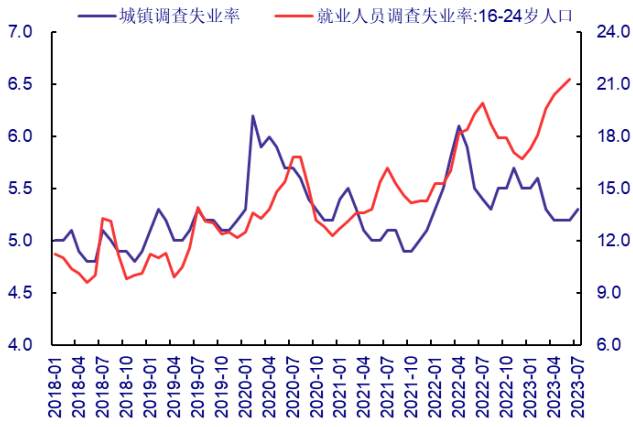


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在总需求不足的环境中，投资能够通过以下机制带动消费。一是带动当前就业与居民收入预期，形成收入效应；二是稳定市场信心，短期稳定金融资产与房地产价格，中长期实现居民财富持续积累，形成财富效应；三是从供给侧增加养老、医疗、教育、保障房、市政设施、农业农村设施等短板供应，降低居民的预防性储蓄，增加消费意愿；四是优化经济结构，拓展发展空间，提振长期信心，驱动人口自然增长，缓解压制消费的最大变量。

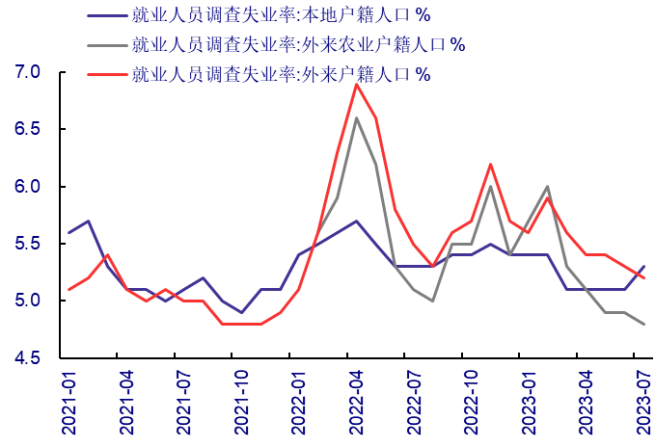
当前消费恢复还处于就业要改善的阶段，接下来依次是收入、预期、财富、人口的改善。此前城镇失业率从 2022 年 11 月的高峰值 5.7% 回落至 2023 年 4 月的 5.2%，4 月至 6 月维持 5.2% 的水平，7 月反弹至 5.3%，仍在政府工作目标 5.5% 以下，但这可能只是反映了就业下沉的情况。我们观察到本地户籍调查失业率出现了反弹，而外来户籍和外来农业户籍的调查失业率仍然在下降，同时就业人员每周工作时间也维持在 48.7 小时的历史高位，都反映出就业市场竞争压力相当显著。25 至 59 岁调查失业率已于 6 月升至 21.3% 的历史高位，但 7 月国家统计局宣布暂停公布分年龄段失业率数据。事实上，青年失业率在每年 7 月都会出现峰值，这明显与毕业季有关。而 2023 年毕业生数量达到历史高峰，这会显著推升 7 月青年失业率。从趋势来看，青年失业率也是从 2018 年以来是持续上升的，主要反映在中美贸易摩擦与新冠疫情的连续冲击之下，中国经济增速趋于下降；同时也与青年人群的就业意愿、就业能力，以及在劳动力市场中的供需匹配度等因素有关。总之，我们认为青年失业率是最具弹性的失业率指标，青年失业率过高是就业压力的突出表现。

图 3: 7 月城镇调查失业率出现反弹; 青年失业率停止公布 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 本地户籍失业率反弹, 外来与农业户籍失业率继续下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、高频数据

图 5: 美国 10 年期、1 年期国债收益率 (%)



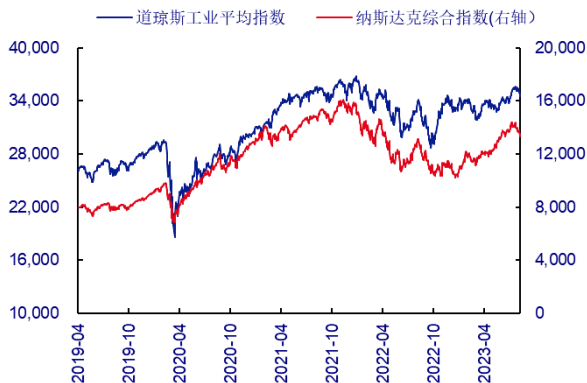
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格 (% , 美元/盎司)



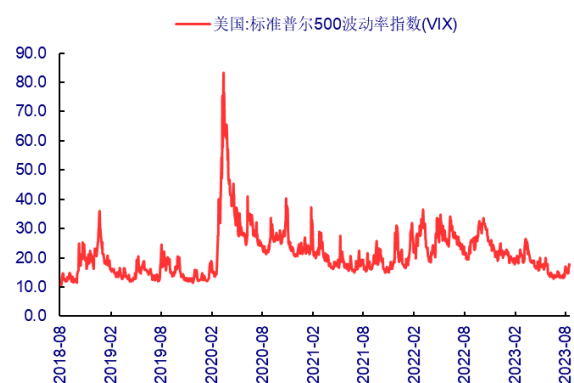
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 美股道指、纳指 (点)



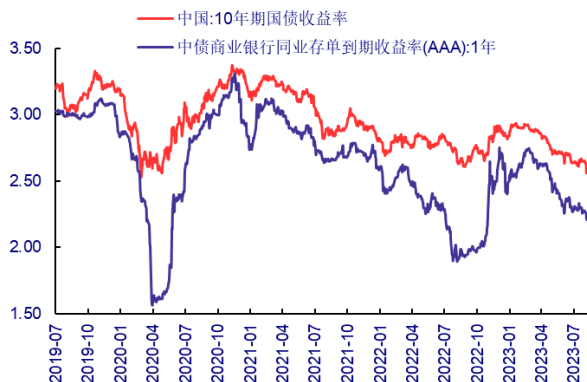
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 美股标普指数的波动率指数 (VIX)



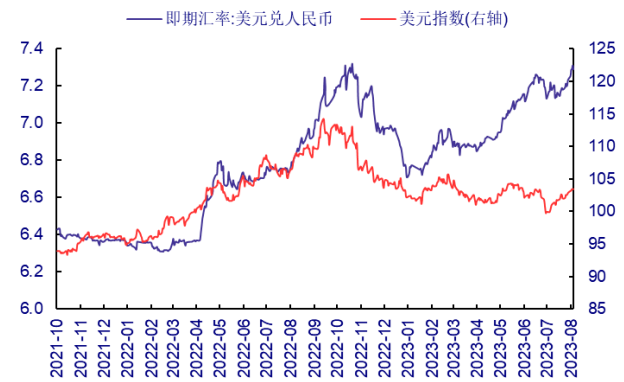
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率 (%)



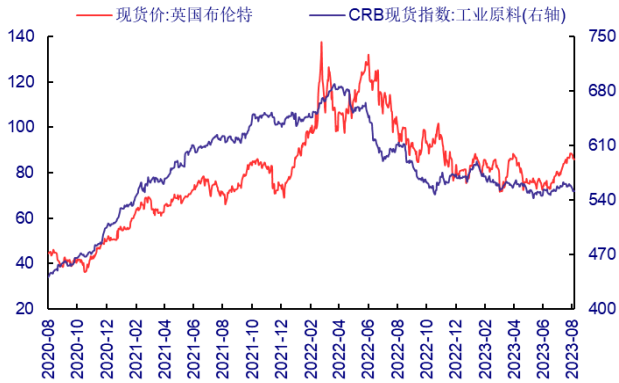
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10: 美元指数与 USDCNY



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数 (点)



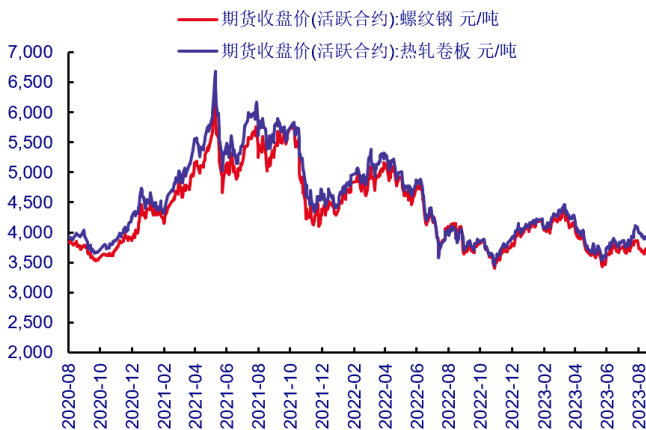
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: LME 铜价 (美元/吨)



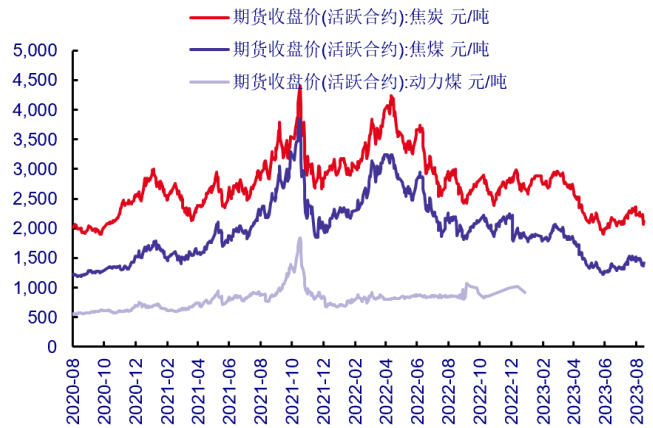
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 上期所螺纹钢和热卷价格 (元/吨)



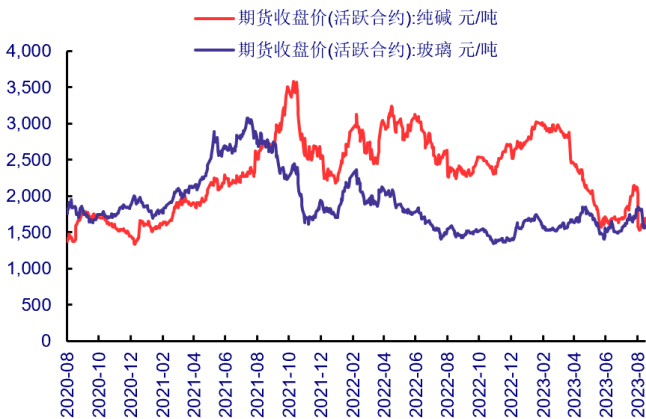
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)



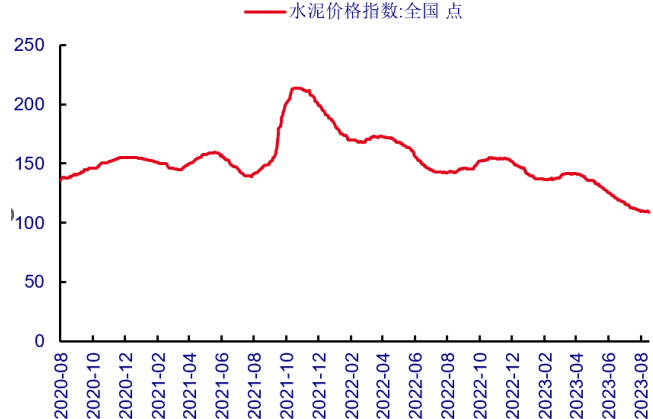
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 全国水泥价格指数



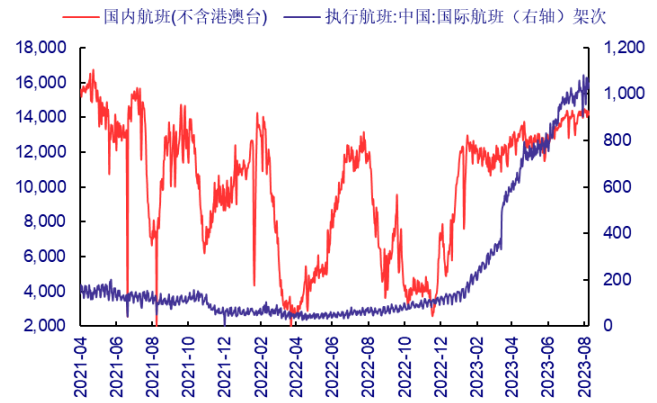
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



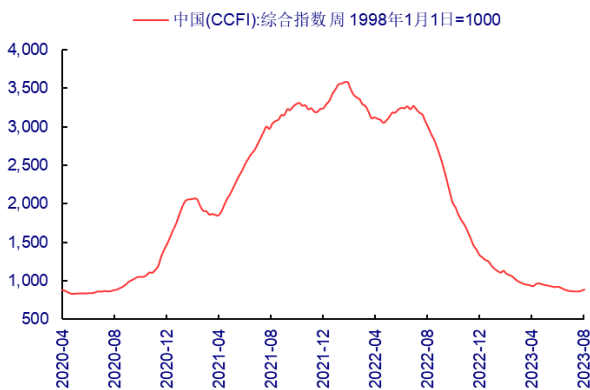
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 18: 执行国内航班数与国际航班数



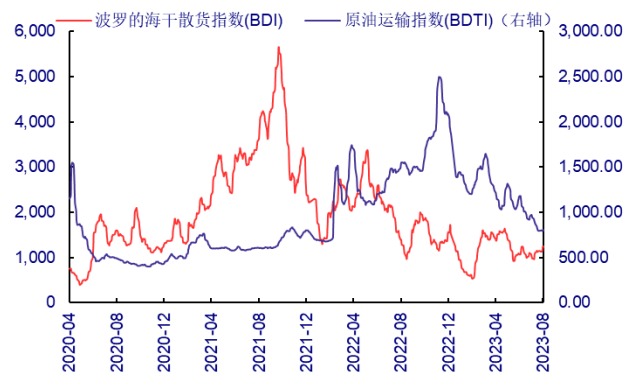
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



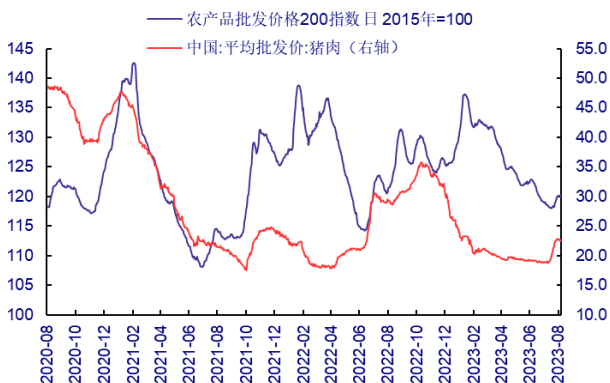
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)



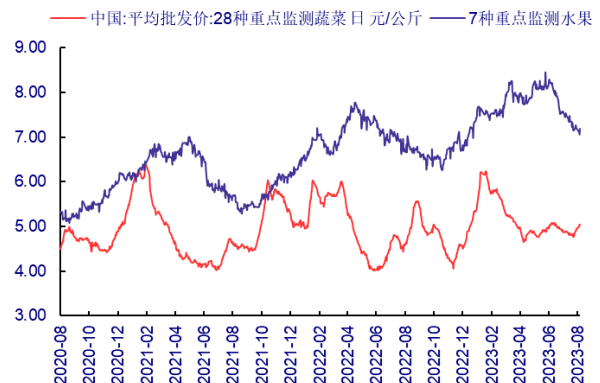
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1 : 当前 PPI、CPI、GDP 平减指数都处于负值区间.....	3
图 2 : 7 月工业增加值同比 3.7%，服务业生产指数同比 5.7%.....	3
图 3 : 7 月城镇调查失业率出现反弹；青年失业率停止公布.....	4
图 4 : 本地户籍失业率反弹，外来与农业户籍失业率继续下降.....	4
图 5 : 美国 10 年期、1 年期国债收益率.....	5
图 6 : 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格.....	5
图 7 : 美股道指、纳指	5
图 8 : 美股标普指数的波动率指数 (VIX)	5
图 9 : 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率.....	5
图 10 : 美元指数与 USDCNY	5
图 11 : 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数	6
图 12 : LME 铜价 (美元/吨)	6
图 13 : 上期所螺纹钢和热卷价格 (元/吨)	6
图 14 : 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)	6
图 15 : 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)	6
图 16 : 全国水泥价格指数 (点)	6
图 17 : 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	7
图 18 : 执行国内航班数与国际航班数.....	7
图 19 : 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	7
图 20 : 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)	7
图 21 : 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价	7
图 22 : 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)	7

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn