

货币政策有望延续宽松，股债双牛行情可期

——2023年8月宏观经济预测

核心观点

8月经济维持弱势运行，供需两端均呈现波浪式、曲折式恢复态势。三季度以来，工业企业利润增速继续承压，被动去库趋势延续，预计三季度末库存可能筑底，但若需求不强则补库初期强度或将偏弱。7月政治局会议指出，要加强逆周期条件和政策储备，下半年货币政策延续宽松基调。我们继续提示，在企业内生修复动力不足的情况下，年内仍有可能降准和降息。大类资产方面，我们坚持10年期国债收益率年内低点有望降至2.4%的判断，预计无风险收益率进一步下探，形成股债双牛格局。

□ 工业企稳回升，服务强度放缓

8月工业生产景气总体平稳，近期稳增长政策对企业生产信心有一定提振作用，但盈利压力仍将使工业企业对扩产保持谨慎，我们预计8月规模以上工业增加值同比增速为4.0%。8月服务业生产景气仍在但强度有所回落，居民出行意愿较强，但服务业消费强度略有放缓。

□ 投资需求延续放缓态势，制造业资本开支不确定性较高

我们预计，1-8月固定资产投资（不含农户）累计增速为3.3%。其中，制造业投资同比增速为5.6%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为6.9%，房地产开发投资同比增速为-8.9%。综合研判，固定资产投资的最大不确定性来自制造业。我们重点提示，外需增长存在不确定性，国内市场需求制约不足仍然存在，近期部分大宗商品价格继续下行，制造业市场价格总体回落，企业效益仍处于恢复期。

□ 社零低位企稳，出行强度良好

预计8月社会消费品零售总额同比+3.0%（前值2.5%），两年复合增速为4.2%（前值2.6%），社零增速低位企稳向上。其一，人员流动强度依然较高，出行需求在暑期持续释放，接触类、出行类等高社交属性消费持续恢复。其二，八月乘用车市场表现不俗，消费需求持续释放，各地方、各厂商促销政策对车市形成一定支撑。其三，8月商品房市场偏弱运行，30大中城市商品房销售面积仍低于2023年均值，地产后周期消费品依然承压。

□ 高基数扰动已过，供给优势维稳出口

2023年8月，预计人民币计价出口增速-1.4%，贸易顺差700亿美元；预计人民币计价进口增速0.4%。我们继续提示结构重于趋势，关注三大结构性的产业趋势对我国出口的差异性影响：

其一是发达经济体贫富差距扩大导致收入K型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺服、轻工、机械、家电、家具等领域中高端品类或将受益。

其二是新兴市场国家经济发展过程中，伴随着这些国家的现代化进程，“中国制造”出海带动我国出口增长。

其三是全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

□ CPI触底回暖，PPI跌幅收窄

预计8月CPI环比+0.3%，同比+0.2%（前值-0.3%），CPI触底回暖。8月猪肉价格整体回升，牛羊肉价格基本持平，蔬菜价格小幅上涨，水果价格有所下跌。暑期出行热度不减，酒店价格持续上涨，预计核心CPI持续回升。预计8月PPI环比+0.2%，同比-3.1%（前值-4.4%），PPI开始反弹。8月煤炭价格涨跌不一，钢材、铜、铝价格小幅下滑，原油价格维持较高水平。

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧
执业证书号：S1230520070006
sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪
执业证书号：S1230520080001
zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

分析师：廖博
执业证书号：S1230523070004
liaobo@stocke.com.cn

分析师：张浩
执业证书号：S1230521050001
zhanghao1@stocke.com.cn

分析师：潘高远
执业证书号：S1230523070002
pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 《8月PMI：气候扰动下降，供需有所改善》 2023.08.31
- 《政策助力盈利修复，内生动力仍需提振》 2023.08.28
- 《政策已至十字路口，中性利率未有指引》 2023.08.26

□ 整体就业稳定，结构压力延续

预计8月全国城镇调查失业率为5.3%，与前值持平，失业压力存续。7月至8月为传统的大学毕业季，高校毕业生集体进入劳动力市场，带动失业率阶段性上行。整体上来看，暑期出行链保持高景气度，住宿餐饮业、交通运输业、旅游业等第三产业发挥了吸纳劳动力就业的重要作用，但另一方面，工业企业盈利持续承压，出口面临下行压力，部分产能过剩行业面临用工需求收缩的问题，后续重点关注农民工就业情况。

□ 预计金融数据相对较弱

预计8月人民币贷款新增1万亿，同比少增约2500亿，增速回落0.2个百分点至10.9%。预计8月社融新增2.68万亿，同比多增约2000亿元，增速与前值持平于8.9%。预计M2增速较前值回落0.4个百分点至10.3%，居民超额储蓄或继续积累。预计M1增速持平前值于2.3%。展望后续政策，年内大概率仍有降准，推动宽信用、改善企业资金可得性，仍可期待新创设的结构性政策工具，政策性金融工具也有望新增额度，发挥“准财政”属性。与此同时，央行8月4日答记者问中提出“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”，我们预计在后续总体维持宽松基调下，央行也将更加注重引导资金进入实体、防范资金空转套利。

□ 风险提示

大国博弈超预期；地缘政治形势变化超预期。

正文目录

1 经济活跃度总体稳定，供需呈现波浪式恢复	5
2 工业企稳回升，服务强度放缓	6
3 投资动能边际走弱，基建领域支撑较强	6
3.1 制造业投资延续放缓趋势，资本开支偏弱	10
3.2 卖地收入承压，天气扰动基建	11
3.3 预计 1-8 月地产投资累计增速-8.9%，投资增速仍承压	12
4 社零低位企稳，出行强度良好	13
5 基数扰动已过，出口边际回升	14
6 CPI 触底回暖，PPI 跌幅收窄	16
6.1 猪肉价格回升，CPI 触底回暖	16
6.2 原油价格向上，PPI 同比改善	18
7 整体就业稳定，结构压力仍存	19
8 预计 2023 年 8 月信贷新增 1 万亿，社融新增 2.68 万亿，增速分别为 10.9%和 8.9%	20
9 风险提示	22

图表目录

图 1: 经济内生动能较弱.....	5
图 2: 服务业修复速度快于制造业.....	5
图 3: 7 月资本开支的环比动能仍弱于季节性.....	7
图 4: 7 月资本开支呈现放缓趋势.....	7
图 5: 8 月 PMI 仍低于荣枯线反映市场需求或有不足.....	7
图 6: 企业盈利仍处于下行通道.....	8
图 7: 私营部门利润总额降幅收窄速度较慢.....	8
图 8: 市场主体对企业利润的前景仍有分歧.....	8
图 9: 企业盈利是资本开支的先决条件.....	8
图 10: 铁路运输业投资是基建投资的主要支撑.....	9
图 11: 房地产行业景气度仍处于下行周期.....	9
图 12: 2023 年制造业投资内生动能震荡放缓.....	10
图 13: 三季度以来制造业投资内生动能弱于季节性.....	10
图 14: 中小企业资本开支尚未修复至常态化中枢位置.....	11
图 15: 高技术制造业投资增速高于整体制造业平均水平.....	11
图 16: 8 月社会消费品零售总额预计同比+3.0%.....	13
图 17: 30 大中城市商品房销售未见明显改善.....	13
图 18: 民航执行客运航班量处于同期较高水平.....	13
图 19: 12 城地铁客运量为历史同期最高水平.....	13
图 20: 预计 8 月份狭义乘用车零售销量为 185 万辆, 市场热度延续.....	14
图 21: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长 (单位: %).....	16
图 22: 8 月猪肉价格整体回升.....	17
图 23: 8 月牛肉价格基本持平.....	17
图 24: 8 月蔬菜价格小幅上涨.....	17
图 25: 8 月水果价格有所下跌.....	17
图 26: 8 月北京、上海酒店平均价格维持高位.....	18
图 27: 8 月原油价格维持较高水平.....	18
图 28: 8 月国内汽油、柴油价格上升 (单位: 元/吨).....	18
图 29: 8 月玻璃价格小幅上升.....	19
图 30: 8 月水泥价格持续走低.....	19
图 31: 预计 8 月全国城镇调查失业率为 5.3%, 与前值持平.....	19
图 32: 工业企业利润承压.....	19
图 33: 8 月票据-同业存单利差总体是先降后升.....	21
表 1: 8 月宏观经济数据预测.....	23

1 经济活跃度总体稳定，供需呈现波浪式恢复

高频数据显示，8月经济维持弱势运行，供需两端均呈现波浪式、曲折式恢复态势。三季度以来，工业企业利润增速继续承压，被动去库趋势延续，预计三季度末库存可能筑底，但若需求不强则补库初期强度或将偏弱。8月份，在调查制造业PMI的21个行业中，有12个行业PMI环比上升，经济景气水平总体保持稳定。总体而言，市场需求维持收缩趋势，房地产市场偏弱和企业盈利下行的问题没有得到显著改善，叠加工业品价格持续回落导致企业盈利承压，市场信心仍存不足。

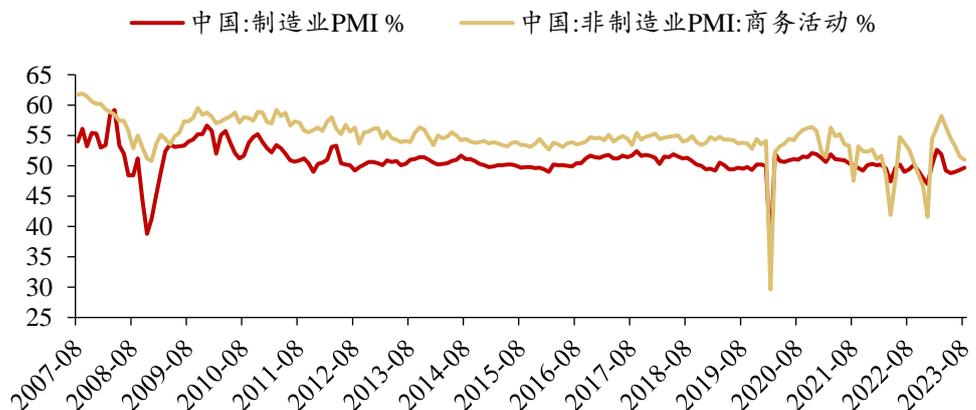
从三季度以来的经济运行来看，经济总体处于向潜在增速中枢回归的过程，结构性就业压力、地产投资疲软等问题较为突出，反映出国内总需求不足的矛盾，居民、企业的信心需要政策的呵护。8月份，制造业采购经理指数为49.7%，比上月上升0.4个百分点；非制造业商务活动指数为51.0%，比上月下降0.5个百分点，但持续位于扩张区间；综合PMI产出指数为51.3%，比上月上升0.2个百分点，我国基本面的活跃度保持相对稳定，我们预计2023年GDP增速为5.1%。大类资产方面，预计后续海外流动性将伴随加息暂缓有所改善，我国有望延续宽松货币政策基调，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

图1：经济内生动能较弱



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：服务业修复速度快于制造业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 工业企业稳回升，服务强度放缓

8月工业生产景气总体平稳，近期稳增长政策对企业生产信心有一定提振作用，但盈利压力仍将使工业企业对扩产保持谨慎，我们预计8月规模以上工业增加值同比增速为4.0%。

从高频数据上看，工业生产景气度总体平稳，强度有所修复但仍有待加强。汽车半钢胎开工率、焦炉开工率、炼油厂开工率、PTA产量环比均小幅回升，高炉生产率较上月持平，螺纹钢产量环比有所回落。在工业生产修复与高温天气作用下，南方八省电厂日均耗煤量环比小幅抬升。

当前工业企业盈利增速仍有待修复，盈利不足压制企业扩产积极性，去库虽然渐近底部但需求修复不足难以有较强补库表现，因此当前工业企业扩大供给的意愿较低。从结构上看，装备制造业、公用事业利润增长修复势头向好，有望提振相关企业生产积极性。内需方面，受制于企业盈利压力，制造业投资较难有超预期表现；8月份30大中城市商品房成交面积低位徘徊，地产投资修复持续性不佳；基建投资在气候扰动减退后有所改善，8月建筑业商务活动指数较上月小幅回升但处近年低位。8月PMI新订单指数回升至扩张区间，表明制造业市场需求有所改善，但修复持续性仍需相关扩内需政策支持，乘用车销量8月环比上月仍有所回落。外需方面，8月新出口订单略有回升但总体偏弱，出口虽有结构亮点但总体仍有压力。

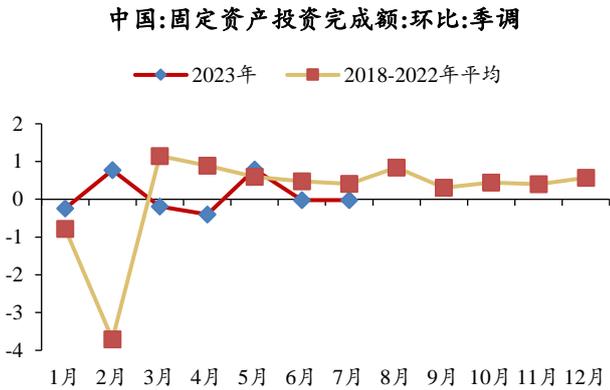
8月服务业生产景气仍在但强度有所回落。暑期居民出行、旅游等消费活动对服务业起到一定支撑作用，国内主要城市地铁客流量、国内执飞航班数量环比抬升，体现居民出行意愿较强，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数连续两个月位于55.0%以上较高景气区间。但电影票房及观影人数环比回调，表明服务业消费强度有所放缓。8月服务业商务活动指数仍位于扩张区间，但比上月下降1.0个百分点，体现服务业继续保持扩张，但增速有所放缓。

3 投资动能边际走弱，基建领域支撑较强

我们预计，1-8月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为3.3%。其中，制造业投资同比增速为5.6%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为6.9%，房地产开发投资同比增速为-8.9%。从投资项目类型看，重大项目是固定资产投资的最主要支撑。1-7月份，计划总投资亿元及以上项目（简称“大项目”）投资同比增长10.1%，增速比全部投资高6.7个百分点；对全部投资增长的贡献率比1-6月份提高5.1个百分点。

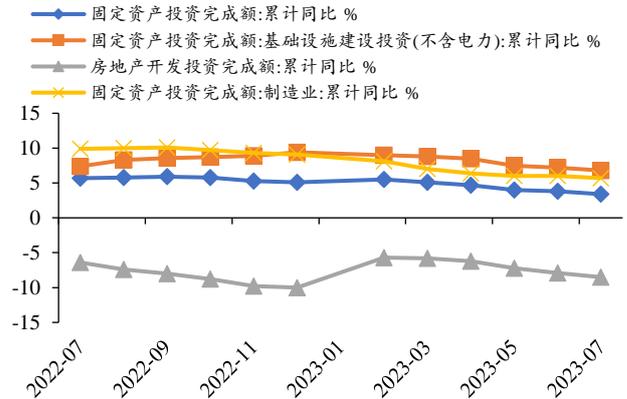
综合研判，固定资产投资的最大不确定性来自制造业。8月份，制造业采购经理指数为49.7%，比上月上升0.4个百分点，制造业景气水平有所改善。我们重点提示，外需增长存在不确定性，国内市场需求制约不足仍然存在，近期部分大宗商品价格继续下行，制造业市场价格总体回落，企业效益仍处于恢复期。

图3：7月资本开支的环比动能仍弱于季节性



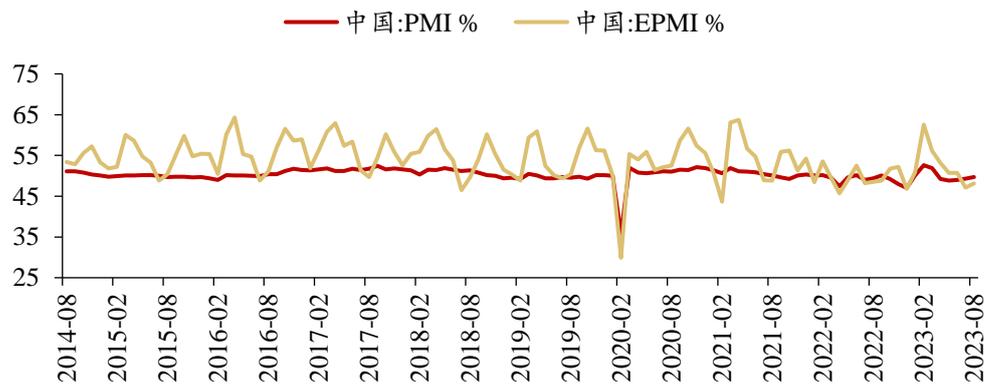
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图4：7月资本开支呈现放缓趋势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

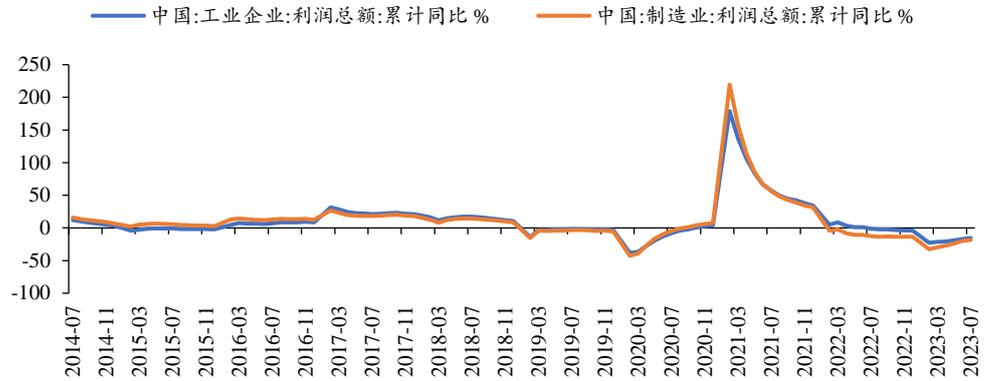
图5：8月PMI仍低于荣枯线反映市场需求或有不足



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

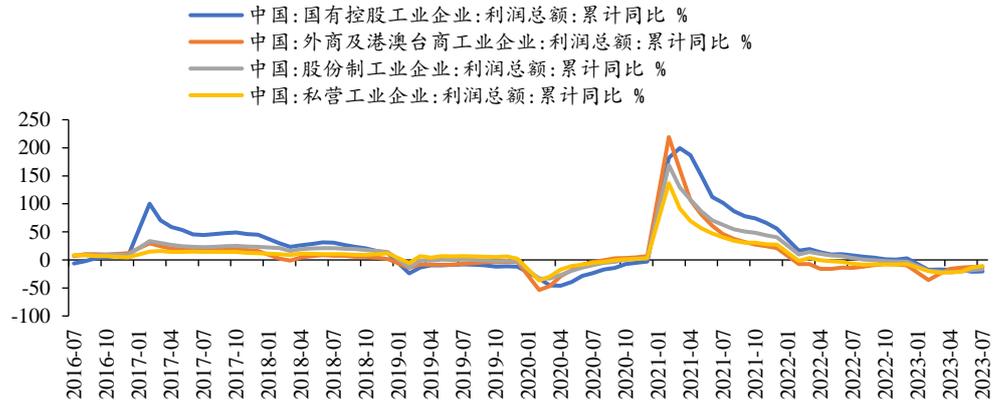
第一，企业盈利尚未走出下行通道。1-7月份，在41个工业大类行业中，13个行业利润总额同比增长，28个行业下降。主要行业利润情况如下：电气机械和器材制造业增长33.7%，通用设备制造业增长14.5%，专用设备制造业增长2.1%，汽车制造业增长1.0%，纺织业下降20.3%，煤炭开采和洗选业下降26.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降26.4%，非金属矿物制品业下降28.8%，农副食品加工业下降32.6%，有色金属冶炼和压延加工业下降36.7%，化学原料和化学制品制造业下降54.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降87.0%，黑色金属冶炼和压延加工业下降90.5%。从历史经验看，规模以上制造业企业利润总额的增速大约领先制造业投资12个月左右。

图6: 企业盈利仍处于下行通道



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 私营部门利润总额降幅收窄速度较慢



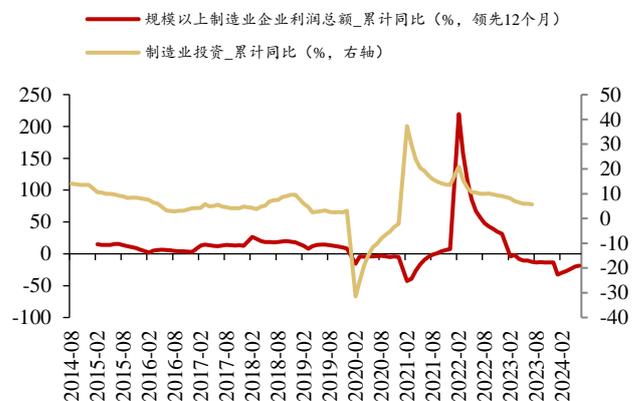
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 市场主体对企业利润的前景仍有分歧



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

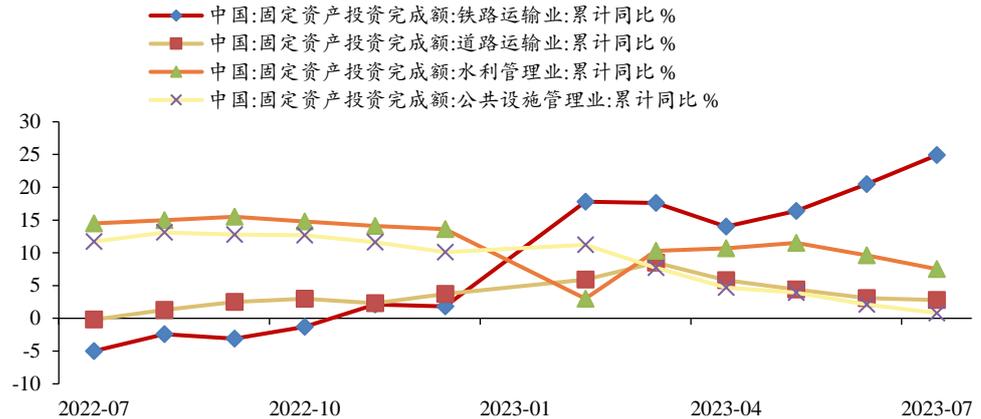
图9: 企业盈利是资本开支的先决条件



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第二，基础设施投资有效支撑投资需求平稳增长。1-7 月份，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.8%，主要受到铁路运输业投资的拉动。今年以来，各级政府主要围绕“十四五”规划纲要确定的重大工程，以联网、补网、强链为重点，突出补短板、强弱项、重配套，推动一批重点项目建设取得新进展。从投资项目审批情况来看，国家发改委 2023 年上半年审批核准固定资产投资项目 91 个，总投资 7011 亿元，其中审批 68 个，核准 23 个，投向主要集中在能源、高技术、交通、水利等行业。

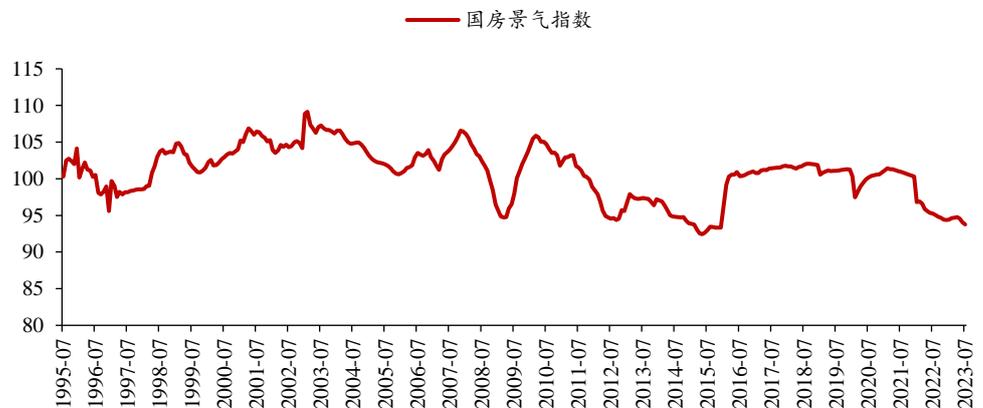
图10：铁路运输业投资是基建投资的主要支撑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第三，地产投资仍处于结构调整的关键节点。投资方面，1-7 月份，全国房地产开发投资 67717 亿元，同比下降 8.5%；其中，住宅投资 51485 亿元，下降 7.6%。全国商品房销售面积 66563 万平方米，同比下降 6.5%；商品房销售额 70450 亿元，下降 1.5%。7 月中央政治局会议指出“适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求”，我们认为下半年需求端政策仍有进一步调整空间。但整体政策可能精准滴灌，核心保护刚需。

图11：房地产行业景气度仍处于下行周期

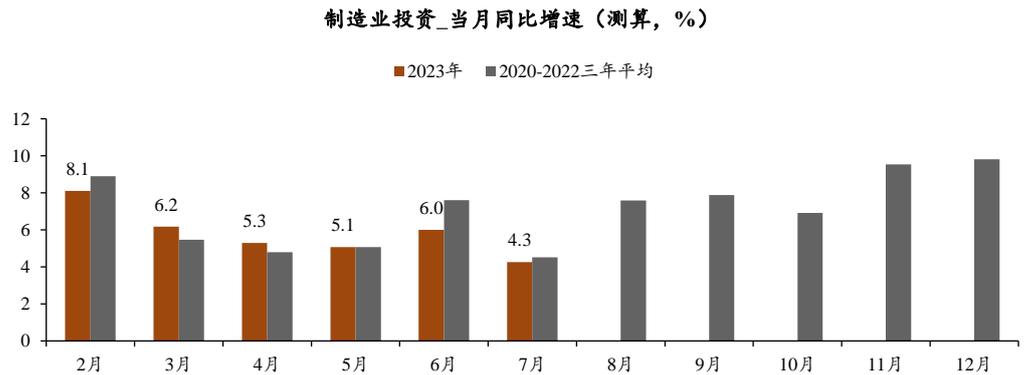


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1 制造业投资延续放缓趋势，资本开支偏弱

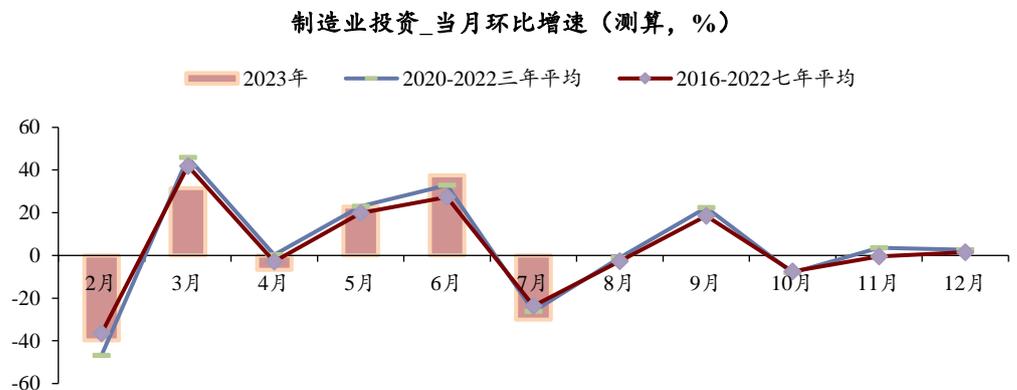
我们预计，1-8 月份制造业投资累计增速为 5.6%。8 月份，受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，制造业 PMI 继续位于临界点以下，或进一步压制投资需求。据我们测算，7 月当月制造业投资同比增速为 4.3%，为 1-7 月以来最低值，投资规模环比下降 30.0%。

图12： 2023 年制造业投资内生动能震荡放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

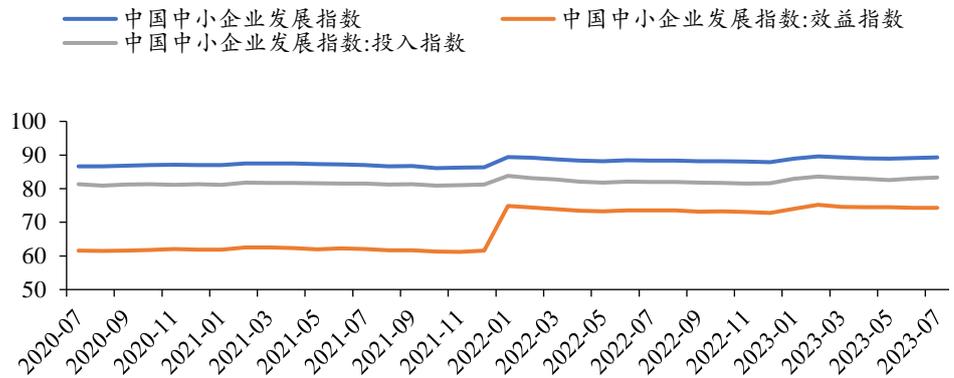
图13： 三季度以来制造业投资内生动能弱于季节性



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第一，中小企业资本开支未见明显修复。中国中小企业协会近日发布的数据显示，7 月份中小企业发展指数（SMEDI）为 89.3，比上月上升 0.2 点，但低于 2021 年同期水平。从分项看，投入指数、效益指数均处于景气临界值 100 以下，表明中小企业企稳回升的基础尚不牢固。

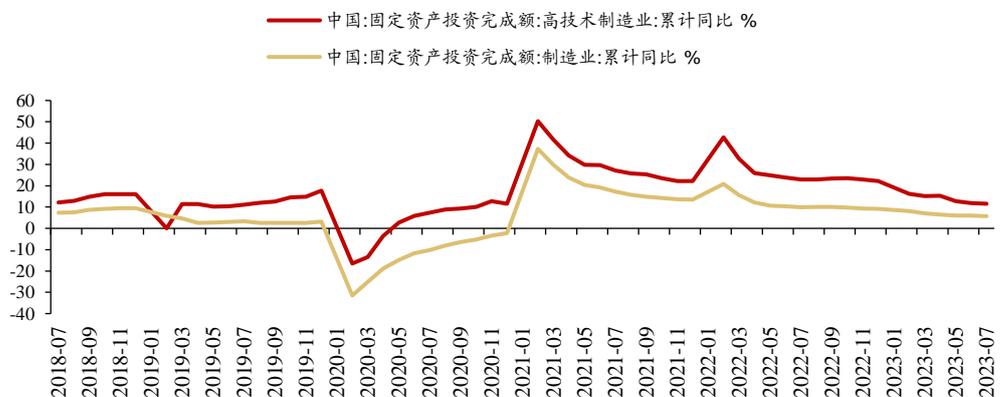
图14: 中小企业资本开支尚未修复至常态化中枢位置



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第二, 高技术制造业主要拉动制造业投资。2023年1-7月份, 高技术制造业投资同比增长11.5%, 增速较1-6月份下滑0.3个百分点, 但依然比制造业投资高出5.8个百分点。高技术制造业中, 医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长16.0%、13.9%。

图15: 高技术制造业投资增速高于整体制造业平均水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们判断, 后续盈利增速偏弱压制企业扩产积极性, 结合低位徘徊的工业产能利用率、企业利润增速以及进一步下行的工业品价格来看, 制造业扩大供给的意愿较低。综合研判, 后续制造业的资本开支取决于中下游需求侧的修复斜率及其对应的持续性, 预计2023年制造业投资呈现震荡走低的态势。

3.2 卖地收入承压, 天气扰动基建

预计2023年1-8月基建投资(统计局口径)同比增长6.9%。随着高温降雨等天气因素扰动的下降和政治局会议定调“加强逆周期政策调节和政策储备, 继续实施积极的财政政策

和稳健的货币政策”，我们预计基建投资将有望边际回升，后续关注政策性金融工具等增量财政工具的出台。

高温降雨等天气因素扰动边际下降。我们自 2023 年 4 月起提示关注厄尔尼诺气候对我国基建的边际影响，主要体现在 6 月至 7 月高温及大规模降雨天气的边际扰动，两者均会从基建施工强度角度对基建形成拖累，特别是我国今年呈现出了明显的“北方高温、南方多雨”天气现象，其中北京、天津、内蒙古等地气温较往年平均水平高 4-6 度，华中及华南地区降雨也较往年有所上升，7 月下旬“杜苏芮”台风给东南沿海及中部地区带来了大规模降雨。进入八月，长时间高温及大规模降雨逐步减少，天气因素的边际扰动下降，我们预计基建施工强度有望回升。

政治局积极定调，关注后续准财政。在当前经济处于弱修复进程的状态下，7 月政治局会议明确定调“用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策”。近期，财政一方面积极出台了一次性奖金个税减免、减半征收证券交易印花税等相关减税降费政策，另一方面要求加快专项债发行进度，8 月 29 日国务院关于今年以来预算执行情况的报告日前提请十四届全国人大常委会第五次会议审议，报告指出，2023 年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕；截至 8 月下旬，2023 年新增专项债已经发行 3.15 万亿元，我们预计仍有 6000 亿待 9 月发行。预计随着专项债的提速，基建投资有望边际加速。

此外，考虑卖地收入不足的潜在影响，我们认为，后续重点关注准财政工具。截至 7 月，政府性基金科目中卖地收入增速仍处于较低水平，截至 7 月仍较 2022 年下降近 5400 亿元，考虑到专项债对项目收益率要求较高和专款专用的使用方式，即便加速发行也难以完全填补卖地收入不足对狭义基建的扰动。同时，我们预计土地出让收入在房地产销售出现大幅回升前可能较难出现显著回升。综合来看，我们认为后续仍需关注准财政工具的出台，类似 2022 年的政策性金融工具等政策将有助于递补卖地收入不足的问题，进而助力基建边际回升。

3.3 预计 1-8 月地产投资累计增速-8.9%，投资增速仍承压

预计 2023 年 1-8 月房地产开发投资累计增速为-8.9%。

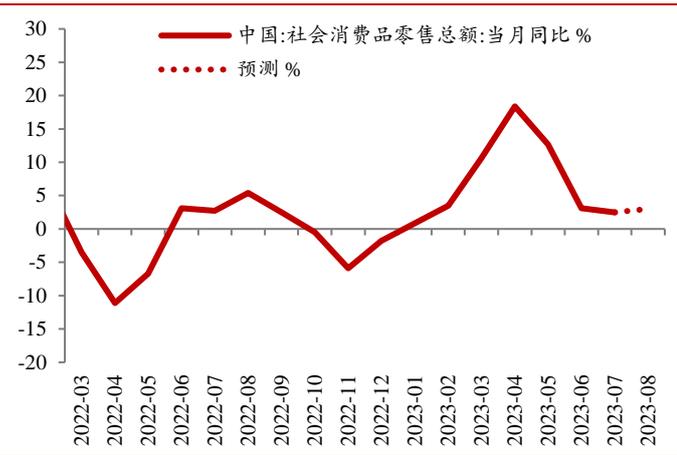
从投资端来看，未来更多将借力“非销售端”即城市更新，尤其是城中村改造。我们曾于前期报告《城中村改造有多大规模》中指出：城中村改造是城市更新的重要组成部分，本次国常会要求推进超大特大城中村改造并不完全属于增量政策，更多是对此前十四五城市更新目标框架下城中村改造相关内容的深化。我们估算十四五期间全国平均每年城中村改造投资规模可能略低于 1 万亿。预计未来央企将是城中村改造的投资主体，银行信贷是资金来源的核心发力点。

从销售端来看，截至报告时“北上广深”中广州（8 月 30 日发布《广州市人民政府办公厅关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》）、深圳（8 月 30 日发布《深圳市住房和建设局 中国人民银行深圳市分行 国家金融监督管理总局深圳监管局关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》）的认房不认贷政策已陆续发布，这也意味着本轮地产政策宽松已正式在一线城市推进，预计未来北京、上海可能陆续跟进放松，进一步改善市场预期提振地产销售。

4 社零低位企稳，出行强度良好

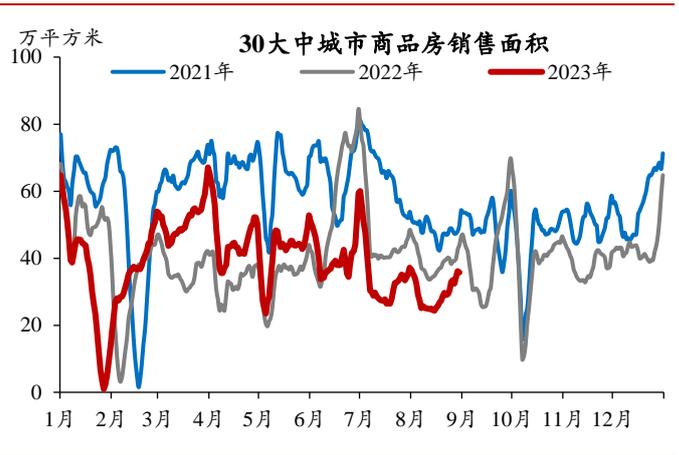
预计8月社会消费品零售总额同比+3.0%（前值2.5%），两年复合增速为4.2%（前值2.6%），社零增速低位企稳向上。其一，人员流动强度依然较高，出行需求在暑期持续释放，接触类、出行类等高社交属性消费持续恢复。其二，八月乘用车市场表现不俗，消费需求持续释放，各地方、各厂商促销政策对车市形成一定支撑。其三，8月商品房市场偏弱运行，30大中城市商品房销售面积仍低于2023年均值，地产后周期消费品依然承压。

图16：8月社会消费品零售总额预计同比+3.0%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17：30大中城市商品房销售未见明显改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

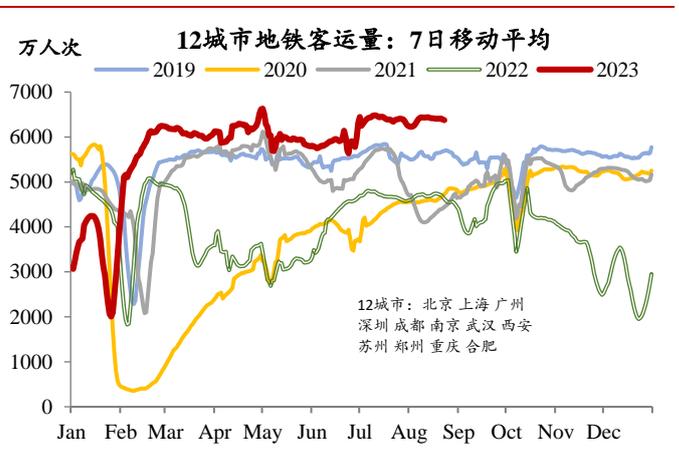
8月居民出行意愿依然较强，人员流动强度维持良好，民航执飞量、地铁客运量都保持在历史同期最高水平。从城际交通来看，8月民航执行客运航班量仍处于历史最高水平，暑期旅游、大运会、演唱会等线下景气度不断提升，居民出行需求持续释放。市内交通方面，12城地铁客运量保持历史高位，餐饮、电影等接触性消费景气度高，暑期档票房创历史新高。除此之外，四川、宁波、武汉等多地抓住暑期消费季机会，发放文旅、汽车、绿色家电等多领域消费券，聚焦新兴消费业态，加大补贴力度，促进消费平稳复苏。

图18：民航执行客运航班量处于同期较高水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

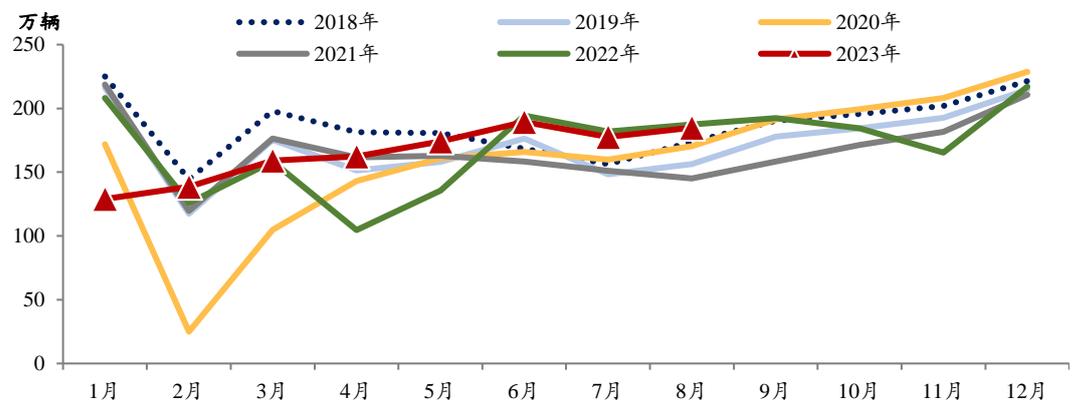
图19：12城地铁客运量为历史同期最高水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

8月乘用车市场热度延续，消费需求持续释放。据乘联会披露，8月狭义乘用车零售市场约为185.0万辆左右，环比4.7%，同比-1.3%。其中，新能源零售70.0万辆左右，环比9.2%，同比增长31.5%。其一，8月初受华北、东北等地局部极端降雨天气影响受损车辆基数相对较小，对整体车市带来的影响有限。其二，三季度是厂商完成全年目标关键节点，主流厂商开展新一轮降价促销，8月中旬乘用车总体市场折扣率约为18.0%，延续此前优惠力度，从供给端对车市形成稳定支持。在各地车展、“818购车节”及月底成都车展的共同拉动下，8月车市热度不减。其三，新能源市场二季度上市的新产品销量持续爬升，主力新产品已经开始放量。下半年上市新车数量高于上半年，在产品供给层面对8月乃至下半年的新能源车市场构成强有力支撑。

图20： 预计8月份狭义乘用车零售销量为185万辆，市场热度延续



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5 基数扰动已过，出口边际回升

预计2023年8月人民币计价出口同比增速-1.4%，贸易顺差700亿美元。我们认为，短期基数扰动已过，出口同比读数边际回升，后续继续关注我国供给韧性对出口的边际支撑，相比趋势变化，我们继续提示结构更为重要，聚焦三大产业逻辑：其一是发达经济体贫富差距扩大导致收入K型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺服、轻工、机械、家电和家具等领域的中高端品类或将受益；其二是新兴市场国家经济发展过程中，伴随着这些国家的现代化进程，“中国制造”出海带动我国出口增长；其三是全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

基数扰动已过，出口边际回升。2022年5-7月国内积压订单开始集中出海带来的高基数，导致了2023年同期出口受基数扰动影响较大，随着高基数阶段已过，预计8月出口将边际回升，市场对于出口持续恶化的担忧一定程度上可以缓解。我们继续提示关注我国供给优势带来的出口韧性，我们在此前《基数扰动无忧，重“结构”轻“趋势”》、《水到渠成，股债双牛》等报告中多次提示，其一是民企出口积极增长体现外贸部门韧性；其二是出口与进口剪刀差侧面体现我国在全球产业价值链中的分配提升，印证成本转嫁和议价能力提升；其三是海外供给受到信用收缩、罢工、供应链重塑等不同程度冲击，供给端脆弱性提升。我们认为，继续发挥供给优势有助于我国出口维持韧性。

结构重于趋势，关注产业逻辑。结合前文逻辑，相比于整体出口趋势，我们提示更应关注结构表现，结合海外经济表现和产业发展走势，我们继续提示重点关注三大出口结构表现：

1) 重点关注海外消费降级和企业降本带来的出口机会。海外发达经济体天量流动性投放加剧全球贫富分化，发达经济体出现收入 K 型分化导致消费升级与消费降级并存，前者映射奢侈品的消费积极增长和涨价，后者则驱动消费者更加偏好“性价比高”的商品，此前在 20 世纪 70 年代美国面临高通胀背景下，日本生产的汽车、家具家电、影音设备等商品依赖性价比优势大幅抢占美国市场。此外，全球滞胀背景下企业经营面临挑战，积极推进降本战略，我们梳理美股超过四分之一公司在 2022 年 Q4 开始缩减营业成本。

在海外消费降级和企业降本的大背景下，我国供给优势背后的性价比优势带来的出口机会需重点关注。一方面得益于我国供应链的强大稳定性，在生产、物流、仓储等环节的稳定性有助于降低总体供应链成本；另一方面我国作为全球第一大制造业强国，在装备制造业和消费制造业领域有突出优势，特别是纺服、轻工、机械、家电、家具等高端品类有望受益。

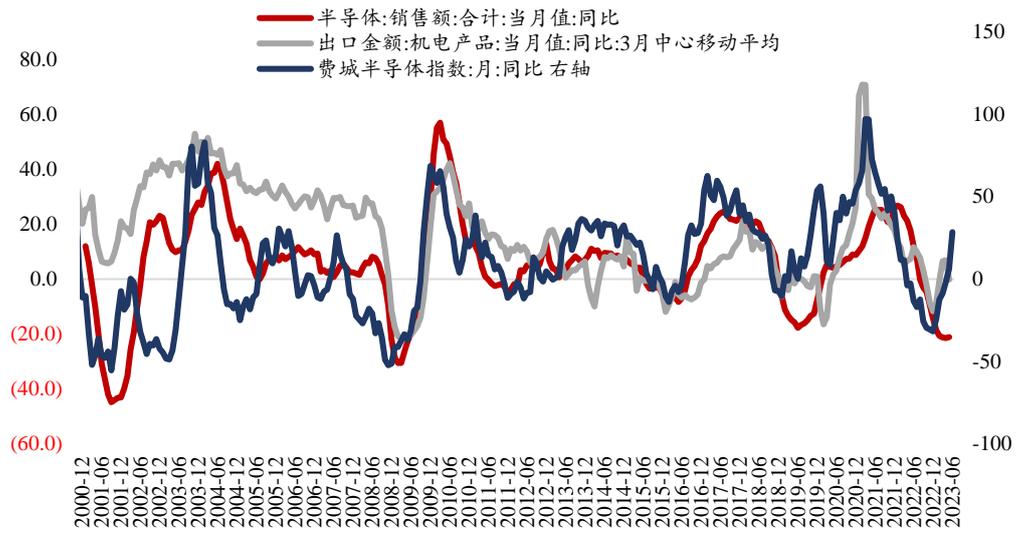
2) 关注新兴市场国家经济发展与“中国制造”出海带来的出口支撑。新兴市场国家也是我国出口的重要新兴增长点，特别是一带一路国家及东盟地区。我们认为，我国对新兴市场国家出口表现强势，一方面部分资源相对富裕的新兴市场国家，得益于大宗商品牛市带来的利好，经济处于快速增长阶段，结合雁阵理论和我国作为世界第一生产制造国的角度来看，新兴市场国家从产业发展和现实需求角度，对“中国制造”的依赖度不断提升，相应带动我国相关产品类出口。

另一方面，近年来我国坚持对外开放和扩大进口战略，秉持“高举和平、发展、合作、共赢的旗帜，恪守维护世界和平、促进共同发展的外交政策宗旨，坚持在和平共处五项原则基础上发展同各国的友好合作，推动建设新型国际关系，推动构建人类命运共同体”的外交政策，作为第三世界和新兴市场国家的重要代表，在国际秩序体系中的话语权和分量逐年提升，大国地位和外交阵地的步步提升一定程度上也推动了“中国制造”出海，进而带动出口增长。我们认为，伴随着新兴市场国家的现代化进程推进，我国制造业产品及企业出海将有持续积极表现。

3) 关注新一轮科技周期和全球碳中和进程的演绎。全球碳中和科技革命具备独特的产业发展逻辑，与全球宏观经济周期不同步，当经济处于下行阶段而产业发展处于积极增长阶段，其相关品类出口也较为积极，机电产品占我国出口近六成比例，其产业变化与科技周期高度相关，特别是全球半导体周期。截至 2023 年 8 月，全球半导体销售周期已经于 3 月筑底逐步回升，随着 ChatGPT 等终端应用场景和云计算、大数据、物联网等业态的进一步发展，未来库存筑底回升以及算力需求的大幅提升有望带动半导体销售周期进一步上行，带动我国机电相关品类出口增长。此外，费城半导体指数背后涵盖一系列人工智能领域的核心公司，并对半导体销售周期及我国机电产品出口有一定领先性，Q2 以来费城半导体指数已经出现显著回升，背后蕴含着对未来半导体市场及算力需求的增长预期。综合来看，我们预计全球半导体销售周期进入上行阶段将对我国机电产品出口带来积极利好。

此外，全球碳中和进程下，我国的新能源制造领域在全球范围内具备超强能力，新能源车、光伏等新能源相关领域的出口保持较高的成长性。从 2023 年上半年数据来看，电动载人汽车、锂电池、太阳能电池等新三样产品，合计出口增长 61.6%，拉动整体出口增长 1.8 个百分点。

图21: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

经济弱修复，进口较低迷。预计8月人民币计价进口同比增长0.4%，经济仍处于弱修复阶段，进入Q3高温及大规模降雨对房建及基建施工强度形成扰动，就业质量及收入预期对消费的边际影响仍未消除，经济动能仍处于渐进回升阶段，7月政治局会议上“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”的表述也有印证。进入8月，一方面大规模降雨及高温的负面扰动因素边际下降，另一方面7月政治局会议明确要求“要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”。我们预计，随着逆周期调节政策的逐步落地，经济有望边际回升，内需决定进口，进口增速有望渐进回升。

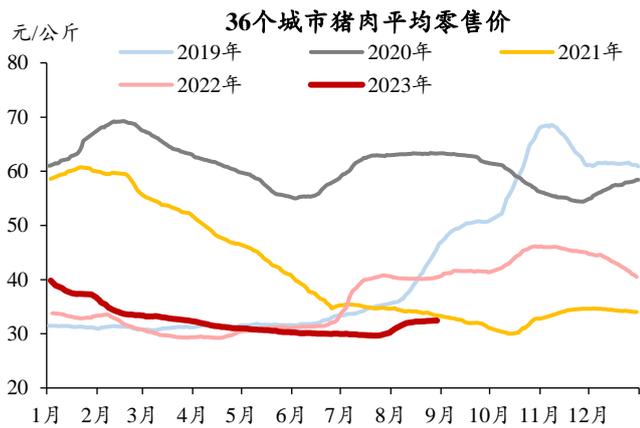
6 CPI 触底回暖，PPI 跌幅收窄

预计8月CPI环比+0.3%，同比+0.2%（前值-0.3%），CPI触底回暖。8月猪价、油价均有所上行，暑期出行热度不减，核心CPI有望持续回升。预计8月PPI环比+0.2%，同比-3.1%（前值-4.4%），PPI同比跌幅继续收窄。受前期沙特、俄罗斯主动延续减产影响，原油供给依然偏紧，8月原油价格持续震荡上行态势。地产投资偏弱，建筑建材需求仍有不足，水泥价格继续探底，钢材价格小幅回落。

6.1 猪肉价格回升，CPI 触底回暖

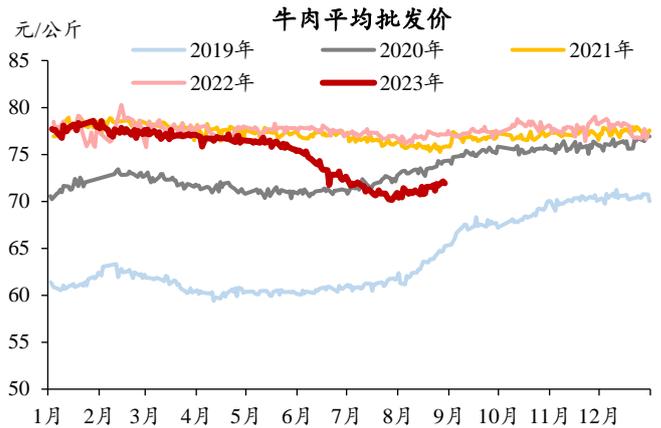
预计8月CPI环比+0.3%，同比+0.2%（前值-0.3%），CPI触底回暖。8月猪肉价格整体回升，蔬菜价格小幅上涨，水果价格有所下跌。人员流动性依旧维持高位，高社交属性消费持续恢复，带动住宿等相关服务业需求进一步上升，酒店平均价格维持高位。

图22: 8月猪肉价格整体回升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

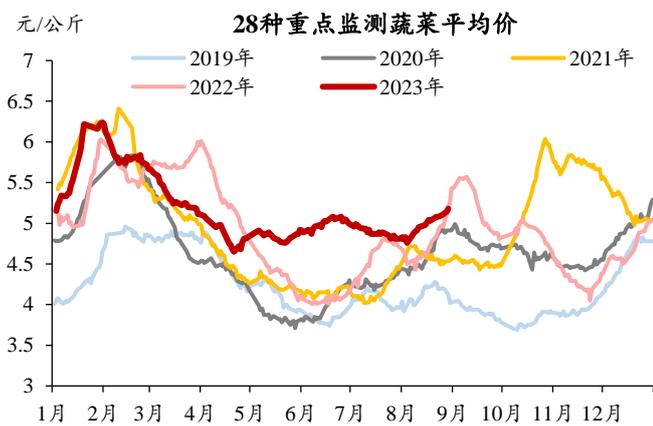
图23: 8月牛肉价格基本持平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

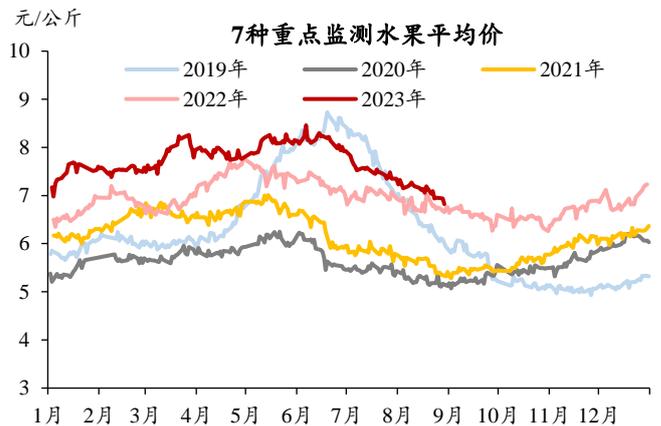
猪肉价格整体回升, 牛羊肉价格基本持平, 蔬菜价格小幅上涨, 水果价格有所下跌。猪肉价格自年初以来的下跌态势于7月下旬迎来拐点,8月猪肉价格整体回升。主要原因有三,其一,近期全国多地迎来降雨,生猪市场出栏状况不佳,屠宰场生猪供应紧张,市场猪源流通难度大,猪肉价格具有上涨基础。其二,8月下旬,随着开学季到来叠加中秋节临近,食材储备需求增大,促进猪肉价格上涨。“金九银十”亦将到来,后续猪肉需求的进一步上涨空间仍值得关注。其三,二次育肥导致的阶段性生猪缺少,猪价在迎来拐点后,养殖者二次育肥倾向增加,造成养殖端标猪出栏流入二次育肥增多,流入屠宰场规模阶段性减少,形成了阶段性生猪缺少的局面。

图24: 8月蔬菜价格小幅上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

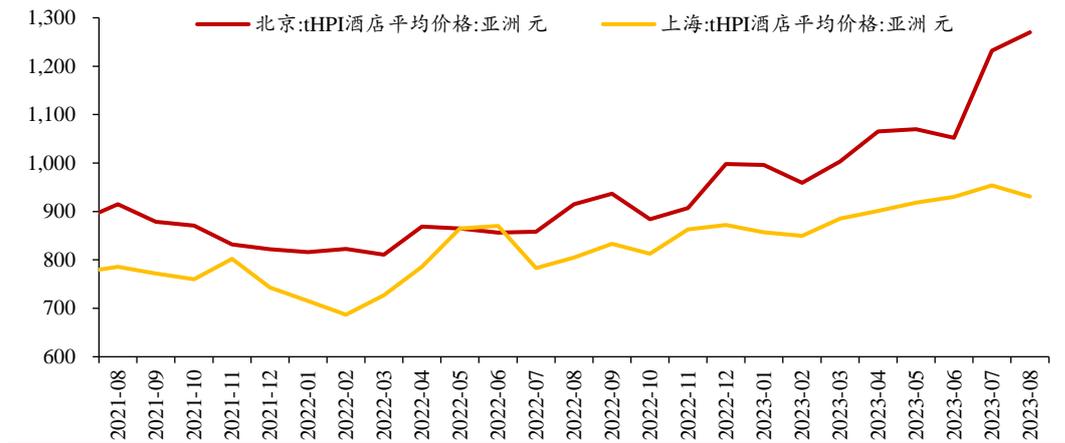
图25: 8月水果价格有所下跌



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

8月人员流动性强度依旧维持高位,高社交属性消费持续恢复,旅游、大运会、演唱会等活动景气度不断提升,带动住宿等服务业需求进一步增加,北京、上海酒店平均价格维持高位,预计核心CPI有望进一步上升。

图26: 8月北京、上海酒店平均价格维持高位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6.2 原油价格向上, PPI 同比改善

预计 8 月 PPI 环比+0.2%，同比-3.1%（前值-4.4%），PPI 同比跌幅继续收窄。受前期沙特、俄罗斯主动延续减产影响，原油供给依然偏紧，8 月原油价格持续震荡上行态势。地产投资偏弱，建筑建材需求仍有不足，水泥价格继续探底，钢材价格小幅回落。

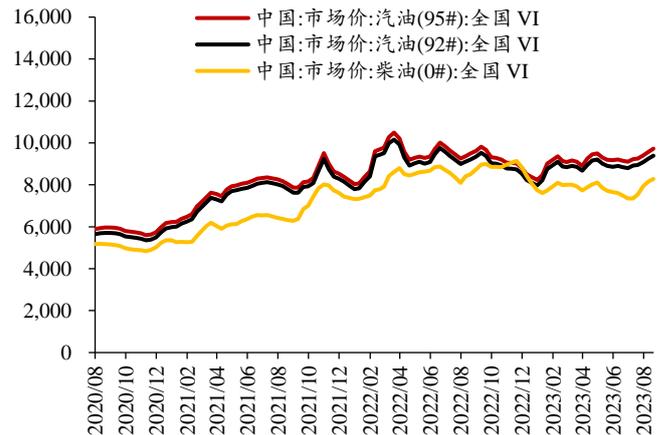
供应缺口仍在，原油价格维持较高水平。原油需求端迎来季节性拐点，汽油需求的减少拉低原油需求，但柴油的高裂解价差持续和“金九”旺季的到来仍然给需求端提供了一定支撑。原油供给端方面，沙特将额外减产 100 万桶/日延长至 9 月份，并有可能继续延长，俄罗斯将在 9 月份继续自愿减产，石油出口将减少 30 万桶/日，供给端持续释放收缩信号，原油价格维持较高水平。

图27: 8月原油价格维持较高水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 8月国内汽油、柴油价格上升（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

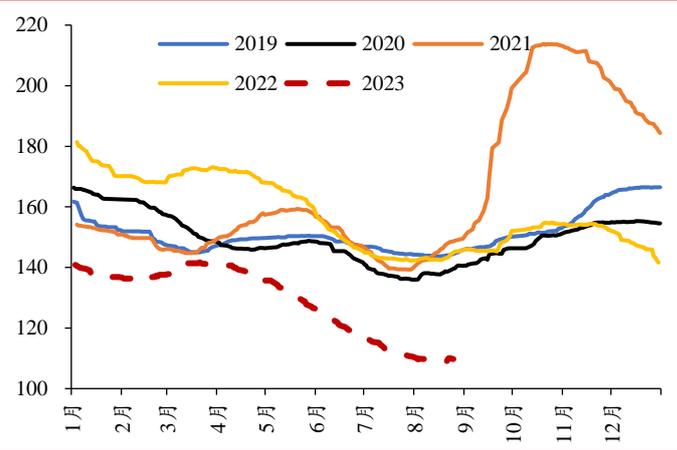
8 月地产投资偏弱，建筑建材需求仍有不足，水泥价格继续探底，钢材价格小幅回落。主要钢厂螺纹钢、粗钢等下游钢材产量较上月有所下降。“保交楼”影响下，地产竣工链表现优于新开工链，8 月浮法玻璃价格显著上行。

图29: 8月玻璃价格小幅上升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图30: 8月水泥价格持续走低

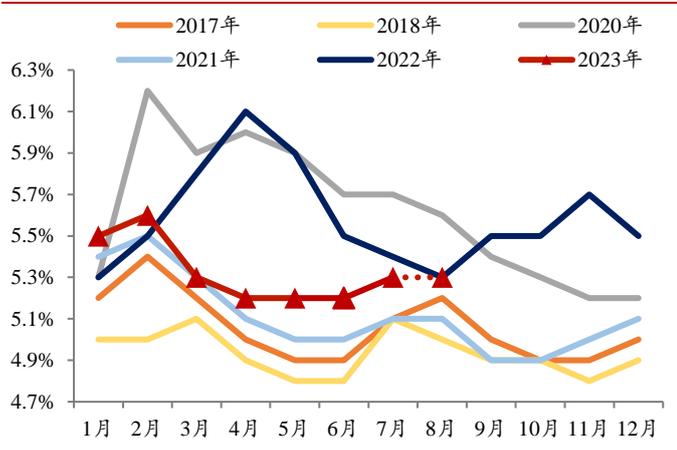


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

7 整体就业稳定，结构压力仍存

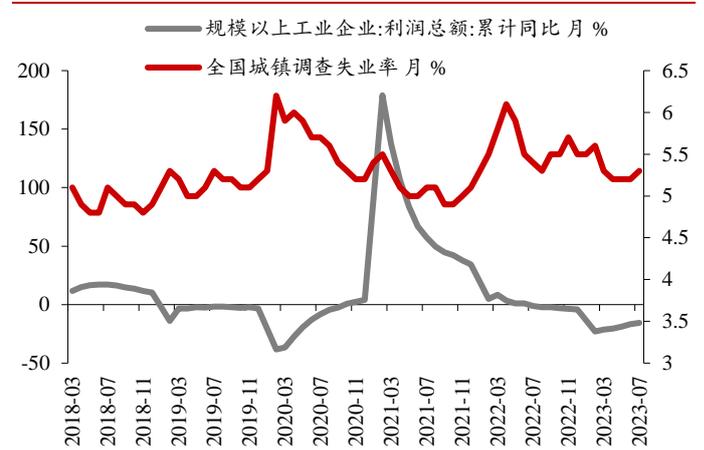
预计8月全国城镇调查失业率为5.3%，与前值持平，失业压力存续。7月至8月为传统的大学毕业季，高校毕业生集体进入劳动力市场，带动失业率阶段性上行。整体上来看，暑期出行链保持高景气度，住宿餐饮业、交通运输业、旅游业等第三产业发挥了吸纳劳动力就业的重要作用，但另一方面，工业企业盈利持续承压，出口面临下行压力，部分产能过剩行业面临用工需求收缩的问题，后续重点关注农民工就业情况。

图31: 预计8月全国城镇调查失业率为5.3%，与前值持平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图32: 工业企业利润承压



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

就业优先政策持续发力，近期政策主要聚焦于高校毕业生。8月4日人社部等四部门发布通知，对重点群体创业就业实施税收减免优惠，其中持有《就业创业证》或《失业就业登记证》的脱贫人口从事个体经营可享受最低两万元扣税额度。为进一步拓宽高校毕业生就业渠道，8月14日~20日，人社部百日千万招聘专项行动推出4个线上招聘专场，共有23.8万余家用人单位参与，招聘需求达610.2万人次。预计后续就业优先政策持续发力，全年可以顺利完成5.5%以内的失业率目标。

8 预计 2023 年 8 月信贷新增 1 万亿，社融新增 2.68 万亿，增速分别为 10.9% 和 8.9%

预计 2023 年 8 月人民币贷款新增 1 万亿，同比少增约 2500 亿，对应增速回落 0.2 个百分点至 10.9%。在当前经济弱修复期，预计实体部门内生动能及企业信贷需求仍然偏弱，居民端，8 月地产销售高频仍然低迷，居民中长期贷款仍将较弱；企业端，去年 8 月起中长期贷款持续走高，形成高基数，或对今年各月形成同比压力，预计 8 月同比继续少增；今年 8 月银行“冲票据”特征仍然明显，叠加利率较低使得企业贴现量大增，票据融资项目或有明显上行。

当前货币信贷的政策环境仍然积极。8 月 1 日，中国人民银行、国家外汇管理局召开下半年工作会议，继续强调“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、绿色发展和中小微企业发展，着力增强新增长动能”，同时，会议要求支持房地产市场平稳健康发展，提出落实好“金融 16 条”、因城施策精准实施差异化住房信贷政策、继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行、指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率等举措。8 月 30 日，广州、深圳已率先发布“认房不认贷”政策。

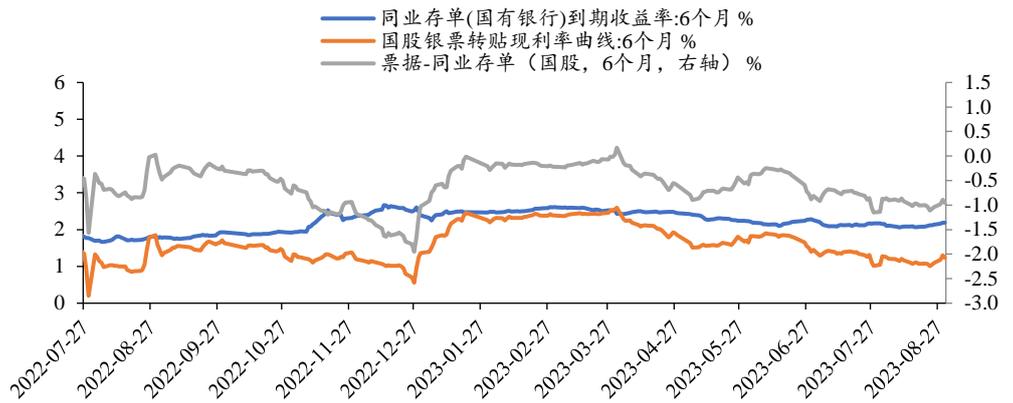
8 月 18 日，人民银行、金融监管总局、证监会联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议。会议强调，金融支持实体经济力度要够、节奏要稳、结构要优、价格要可持续。主要金融机构要主动担当作为，加大贷款投放力度，国有大行要继续发挥支柱作用。要注重保持好贷款平稳增长节奏，适当引导平缓信贷波动，增强金融支持实体经济力度的稳定性。要注意挖掘新的信贷增长点，大力支持中小微企业、绿色发展、科技创新、制造业等重点领域，积极推动城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设。调整优化房地产信贷政策。

政策工具方面，8 月央行降低逆回购、MLF 利率等政策利率，引导 LPR 下降，9 月 1 日，多家银行官方调降存款利率，在保证净息差相对稳健的情况下，为实体部门降低融资成本。此外，央行继续增加再贷款额度，8 月 16 日，央行公告称决定增加河北、北京、黑龙江、吉林、福建、重庆 6 省（市）支农支小再贷款额度 350 亿元，支持抗灾救灾及灾后重建金融服务工作。

但经济回暖的幅度相对较弱，今年 1-7 月营业收入利润率为 5.39%，基本持平上月前值，较去年同期下降 0.95 个百分点。但从我们测算的当月值来看，7 月工业企业营收利润率约为 5.27%，较 5、6 月有所回落，可见修复动力仍有所波动，我们认为实体部门信贷需求仍相对较弱，因此 8 月银行“冲票据”行为仍然存在。8 月，票据-同业存单利差（6 个月）总体是先降后升的走势，8 月 23 日之前数据震荡下行，24 日至 29 日走升，但 30 日再次回落。

信贷结构预计重点支持民营企业、中小微企业、绿色发展、科技创新、制造业等重点领域，地产领域遵循“金融 16 条”，并将重点支持城中村改造，基建领域重点支持“平急两用”公共基础设施建设。

图33: 8月票据-同业存单利差总体是先降后升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

预计8月社融新增2.68万亿,同比多增约2000亿元,增速与前值持平于8.9%。结构中,预计同比多增主要来自政府债券、企业债券和信托贷款,而未贴现银行承兑汇票、信贷、委托贷款、股票将同比少增。

对于政府债券,高频数据显示8月政府债券净融资规模约1.1万亿,由于今年与去年的月份间发行错位,使得今年8月同比多增幅度较大,预计9月也是此特征。

对于企业债,随着收益率下行,企业债券融资需求也略有改善,去年7月地产停贷事件后信用债市场走势低迷,低基数下,预计今年8月企业债项目可实现同比多增。

对于信托贷款,预计数据仍为负值,但去年基数较低,今年或可实现小幅同比少减,虽然8月出现个别信托机构风险事件,但地产金融政策对该数据有维稳作用,“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”,当前金融机构继续积极落实。

对于未贴现票据,今年8月银行表内“冲票据”特征较为明显,预计未贴现银行承兑汇票为负值,较去年明显走弱;对于信贷,预计8月非银贷款为负值,使得社融口径人民币贷款较贷款口径略高,但仍低于去年同期。对于委托贷款,由于去年政策性金融工具的部分资金以委托贷款形式投放,使得8、9月委托贷款数据较高,今年尚未新增政策性金融工具额度,预计委托贷款8月同比少增,后续关注公积金贷款对数据的支撑。

对于M2增速,预计8月信贷较弱,且政府债发行加速或使财政存款大幅增加,预计M2增速较前值回落0.4个百分点至10.3%,存款结构中,预计居民超额储蓄继续积累。对于M1,8月地产销售低迷、居民消费活跃度分化,但去年基数走低,预计8月M1增速持平前值于2.3%。

7月底政治局会议提出“加强逆周期调节和政策储备”,“发挥总量和结构性货币政策工具作用”等表述,我们预计年内仍有降准,推动宽信用、改善企业资金可得性。此外,7月14日,人民银行新闻发布会提出“必要时还可再创设新的政策工具”,预计下半年仍可期待新创设的结构性政策工具。政策性金融工具也有望新增额度,发挥“准财政”属性,今年专项债预计将在9月内发生完毕,政策性金融工具新增额度的时间大概率在9月。从货币端来看,由于9月仍是政府债券发行高峰,预计央行公开市场操作积极投放流动性、维稳资金面,资金面短期波动或有加大,但不会出现大幅收紧。

与此同时，央行8月4日答记者问中提出“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”，我们预计在后续总体维持宽松基调下，央行也将更加注重引导资金进入实体、防范资金空转套利，这从8月逆回购、MLF的非对称降息中也可可见一斑。

9 风险提示

大国博弈超预期；地缘政治形势变化超预期。

表1: 8月宏观经济数据预测

主要宏观变量	2023年 3月实际	2023年 4月实际	2023年 5月实际	2023年 6月实际	2023年 7月实际	2023年 8月预测
GDP (当期实际同比, %)	4.5 (Q1)	-	-	6.3 (Q2)	-	-
规模以上工业增加值 (当期同比, %)	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.0
固定资产投资 (累计同比, %)	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.3
社会消费品零售总额 (当月同比, %)	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	3.0
CPI (当期同比, %)	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.2
PPI (当期同比, %)	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.1
出口 (人民币计价当期同比, %)	23.4	16.8	-0.8	-8.3	-9.2	-1.4
进口 (人民币计价当期同比, %)	6.1	-0.8	2.3	-2.6	-6.9	0.4
M2 (当期同比, %)	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.3
社会融资总额 (当期新增, 亿元)	53800	12200	15600	42200	5282	26800
人民币贷款 (当期新增, 亿元)	38900	7188	13600	30500	3459	10000
城镇调查失业率 (期末, %)	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.3
人民币兑美元汇率 (中间价, 次月期末)	6.92	7.08	7.23	7.13	7.18	7.2

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>