

## 8月宏观月报

# 经济波浪式前进，利好政策密集出台

### 投资要点：

当前经济运行仍然面临着需求不足的制约。生产端，我国工业生产稳步恢复，企业利润持续好转，结构上看，制造业利润同比跌幅收窄，电气水利利润同比增长加快，而采矿业利润同比跌幅则继续扩大。而需求端，消费、投资以及出口同比增速均出现了不同程度的放缓。消费方面，价格因素拖累社消零售同比增速下降。投资方面，7月份投资增速小幅放缓，民间投资信心仍不足。分类别来看，制造业及基建投资同比增长均有所放缓，但仍要好于全部投资的增速，房地产市场持续磨底。出口方面，7月份出口同比降幅小幅扩大；分区域看，对欧美日以及东盟国家的出口同比均维持较大降幅，对中国香港以及俄罗斯的出口表现相对来说较为优异。

**PPI低点，盈利有望企稳回升。** 历史经验显示，PPI同比增速与全部A股非金融企业的基本面表现高度相关。从数据来看，当前PPI已降至低点，7月份，PPI同比下降4.4%，较6月份的同比增速小幅回升了1个百分点。往后看，我们认为下半年PPI同比增速有望触底回升。一是因为基数效应的影响，二是欧美制造业PMI、国内出口增速以及PPI同比增速均反应出当前的全球工业生产活动正处在周期底部位置，后续相关指标继续高台跳水大幅下行的空间和可能性均已变小，在目前海外加息周期趋向于尾声、国内扩大内需政策陆续出台之际，我们判断下半年国内通胀出口等经济数据有望触底回升，企业盈利也有望随之企稳回升。

**利好政策密集出台。** 为巩固经济增长形势，拉动内需，提振市场信心，8月份利好政策继续密集出台。一是货币政策持续发力。在6月降息后，8月15日央行再次降息，且MLF调降幅度高于上次调降的5个基点。本次降息在时间节奏上超出市场预期，市场影响较大。二是房地产政策密集出台。近期房地产政策密集出台，内容涵盖调整首付比例、降低房贷利率、认房不用认贷、城中村改造等房地产领域各个方面，释放了明确的政策信号，能对房地产市场企稳回升起到积极的推升作用。三是资本市场利好政策频出。8月18日，证监会有关负责人答记者问，表示将采取六大措施活跃资本市场、提振投资者信心。同日，沪深北交易所宣布将进一步降低证券交易经手费。8月27日，财政部、税务总局公告降低印花税。当前各项政策利好频出，“政策底”根基牢固，显示国家政策对于资本市场的高度重视和持续关怀。

### 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯  
执业证书编号：S0210523060005  
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成  
执业证书编号：S0210523060003  
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗  
执业证书编号：S0210523060002  
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡  
执业证书编号：S0210523060006  
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《人民币汇率点评：本轮人民币汇率波动原因及影响》—2023.07.01
- 2、《利润降幅收窄，结构分化明显：工业企业利润数据点评》—2023.06.30
- 3、《新兴产业投资稳步增长、制造业支持政策有望加码》—2023.06.29

## 正文目录

1	经济复苏短期有波动.....	1
2	PPI 低点, 盈利有望企稳回升 .....	4
3	利好政策密集出台.....	5
4	风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 7 月工业增加值累计同比增速与上半年持平.....	1
图表 2: 工业企业利润总额同比增速变化情况.....	2
图表 3: 2023 年 7 月社会消费品零售总额同比增速情况 .....	2
图表 4: 固定资产投资及民间投资累计同比增速走势.....	3
图表 5: 7 月中国出口同比增速较上月继续下降.....	4
图表 6: PPI 与全部 A 股非金融企业 ROE 高度相关.....	4
图表 7: PPI 同比及环比增速变化走势 (%) .....	5

## 1 经济复苏短期有波动

从统计局公布的最新经济数据来看，当前经济运行仍然面临着需求不足的制约。

从生产端来看，我国工业生产稳步恢复。7月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.7%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），6 月份为 4.4%。从环比看，7 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.01%。1-7 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.8%，与上半年持平。

**图表 1：7 月工业增加值累计同比增速与上半年持平**



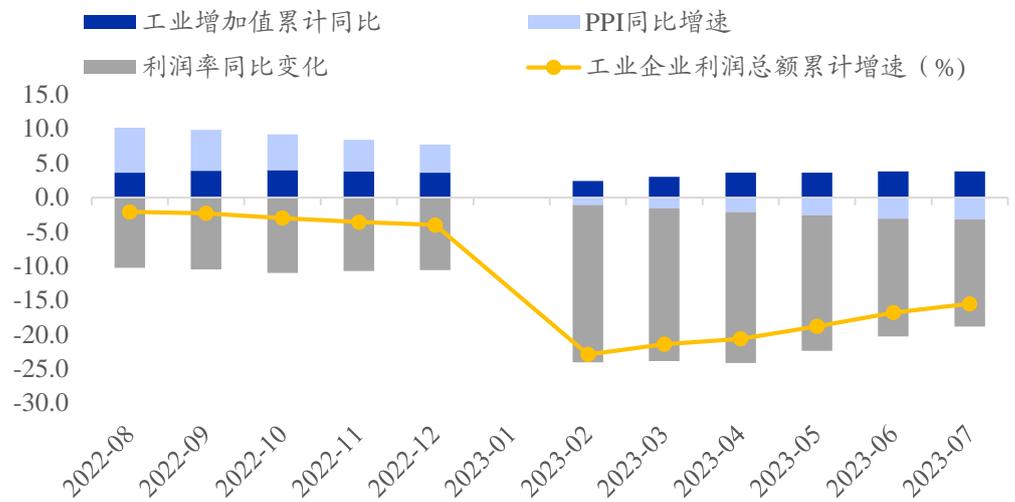
来源：iFind、华福证券研究所

**企业利润方面，工业企业利润持续好转，同比降幅连续五个月收窄。**2023 年 1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 39439.8 亿元，同比下降 15.5%，降幅比 1-6 月份收窄 1.3 个百分点，连续五个月收窄。从营收成本的角度来看，企业营收继续受到价格因素的拖累，但成本端增速明显放缓，企业经营效益持续提升，企业营收利润率及毛利率继续边际改善。

**结构上看，不同类别企业利润分化明显，制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业同比利润增速均较上半年有所提升，其中制造业利润同比跌幅继续收窄，电气水利润同比增长加快，而采矿业利润同比跌幅则继续扩大。**1-7 月份，采矿业利润总额同比下降 21.0%，降幅较上半年扩大 1.1 个百分点，对工业企业利润增速的拖累增加了 0.3 个百分点；制造业利润总额同比下降 18.4%，降幅较上半年继续收窄 1.6 个百分点，带动工业企业利润降幅收窄 1.3 个百分点，但仍是企业利润同比负增长的主要拖累项；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 3918.2 亿元，增长

38.0%，增速较上半年提高了 3.9 个百分点。

**图表 2：工业企业利润总额同比增速变化情况**

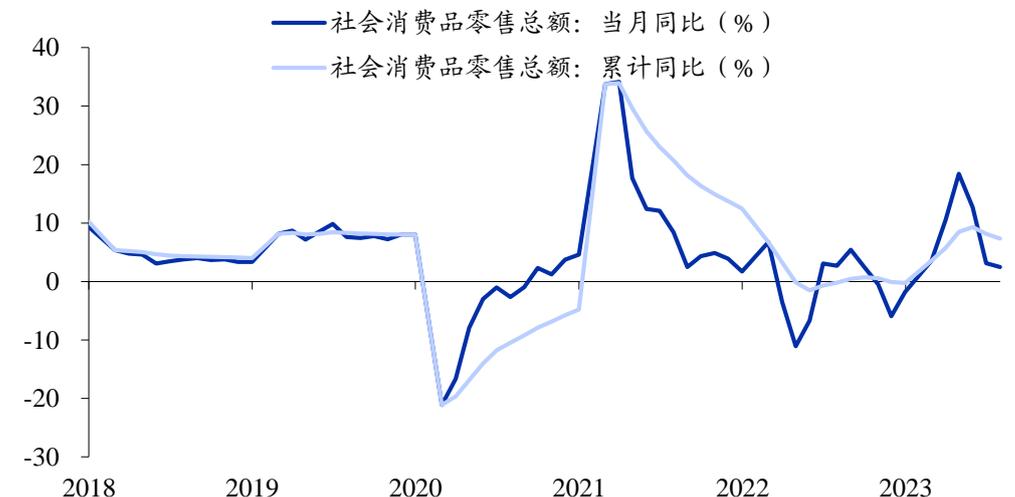


来源：iFind、华福证券研究所

需求端，消费、投资以及出口同比增速均出现了不同程度的放缓。

消费方面，价格因素拖累社消零售同比增速下降。7 月份，社会消费品零售总额 36761 亿元，同比增长 2.5%，6 月份为 3.1%；1-7 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.3%，较上半年放缓 0.9 个百分点。7 月社会消费品零售总额增速的放缓主要受到价格因素的影响，从通胀情况来看，7 月份全国居民消费价格同比下降 0.3%。其中，食品价格下降 1.7%，非食品价格持平；消费品价格下降 1.3%，服务价格上涨 1.2%。扣除价格因素后，7 月份社会消费品零售总额同比实际增长 3.5%，比 6 月份加快 0.1 个百分点。

**图表 3：2023 年 7 月社会消费品零售总额同比增速情况**

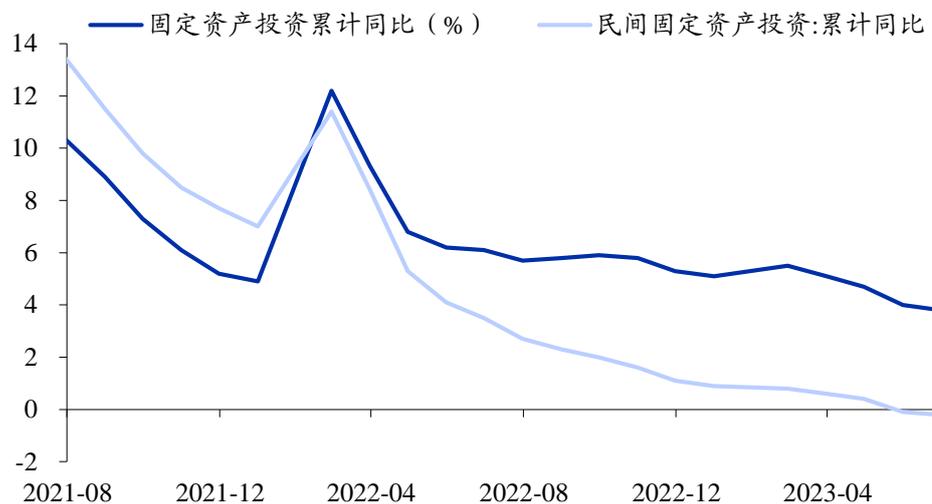


来源：iFind、华福证券研究所

投资方面，7月份固定资产投资增速小幅放缓，民间投资信心仍不足。1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）285898亿元，同比增长3.4%，较上半年增速回落0.4个百分点。其中，民间固定资产投资同比下降0.5%，降幅持续扩大。2022年以来，民间投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重持续下降。

分类别来看，制造业及基建投资同比增长均有所放缓，但仍要好于全部投资的增速，房地产市场持续磨底。1-7月份，制造业固定资产投资同比增速为5.7%，较上半年的6.0%小幅回落0.3个百分点；基建投资（不含电气水）同比增长6.8%，上半年为7.2%。1-7月份，全国房地产开发投资同比下降8.5%，跌幅持续扩大；7月房地产投资当月同比增速较6月小幅回升，但仍然处于磨底阶段。

**图表4：固定资产投资及民间投资累计同比增速走势**

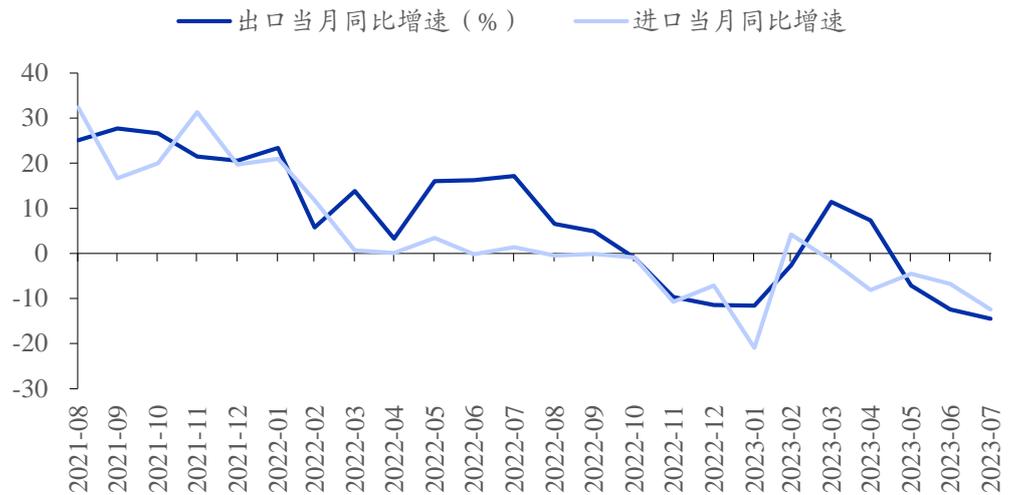


来源：iFind，华福证券研究所

出口方面，7月份出口同比降幅小幅扩大。根据海关总署的数据，按美元计价，今年7月份我国进出口4829.2亿美元，下降13.6%。其中，出口2817.6亿美元，下降14.5%，较6月份扩大2.1个百分点；进口2011.6亿美元，下降12.4%，较6月份扩大5.6个百分点；贸易顺差806亿美元，收窄19.4%。

分区域来看，7月份，我国对欧美日以及东盟国家的出口同比均维持较大降幅，对中国香港以及俄罗斯的出口表现相对来说较为优异。7月份，我国对美国、欧盟、日本和东盟国家的出口同比增速分别为-23.1%、-20.6%、-18.4%和-21.4%。7月份，对中国香港地区的出口同比增速为-8.5%，相较于前一个月的-20.6%明显提升。今年以来，我国对俄罗斯的出口一直维持较高的增速，7月份当月出口同比增速虽然较前一个月有所下降，但仍然维持在51.8%的较高水平。

图表 5：7 月中国出口同比增速较上月继续下降



来源：iFind，华福证券研究所

## 2 PPI 低点，盈利有望企稳回升

历史经验显示，PPI 同比增速与全部 A 股非金融企业的基本面表现高度相关。2004 年以来，PPI 同比增速和全 A 非金融企业的 ROE 走势极为相关，从走势看，全 A 非金融企业上市公司的 ROE 共计经历了四轮显著的回升阶段，分别是在 2006 年至 2007 年、2009 年至 2011 年、2016 年至 2018 年、2020 年至 2021 年，与此同时，我们也能够观察到 PPI 同比增速回升趋势的不断确立。反之，在 PPI 下行阶段，全 A 非金融企业的 ROE 也是下降的。

图表 6：PPI 与全部 A 股非金融企业 ROE 高度相关

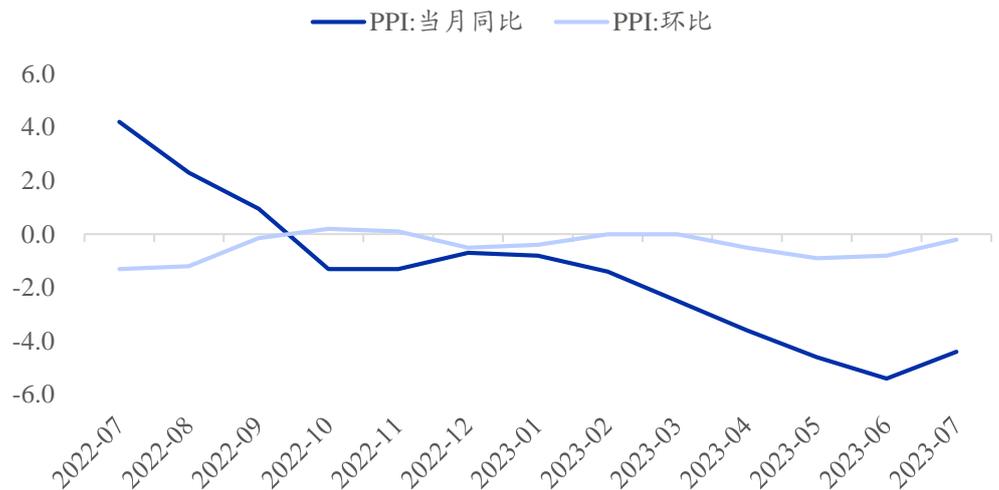


来源：iFind，华福证券研究所

从数据来看，当前 PPI 已降至低点，7 月份 PPI 同比增速底部小幅回升。2023 年 7 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 4.4%，较 6 月份的同比增速小幅回升

了1个百分点，环比下降0.2%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降5.5%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约4.25个百分点。其中，采掘工业价格下降14.7%，原材料工业价格下降7.6%，加工工业价格下降3.8%。生活资料价格下降0.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.11个百分点。

**图表 7：PPI 同比及环比增速变化走势（%）**



来源：iFind，华福证券研究所

往后看，我们认为下半年 PPI 同比增速有望触底回升。一是因为基数效应的影响，二是欧美制造业 PMI、国内出口增速以及 PPI 同比增速均反应出当前的全球工业生产活动正处在周期底部位置，后续相关指标继续高台跳水大幅下行的空间和可能性均已变小，在目前海外加息周期趋向于尾声、国内扩大内需政策陆续出台之际，我们判断下半年国内通胀出口等经济数据有望触底回升，企业盈利也有望随之企稳回升。

### 3 利好政策密集出台

为巩固经济增长形势，拉动内需，提振市场信心，8 月份利好政策继续密集出台。

一是货币政策持续发力。8 月 15 日人民银行开展 2040 亿元公开市场逆回购操作和 4010 亿元中期借贷便利（MLF）操作。其中，7 天期逆回购操作利率为 1.8%，较上月下降 10 个基点；MLF 操作利率为 2.5%，较上月下降 15 个基点。这是在 6 月降息后，央行再次降息，且 MLF 调降幅度高于上次调降的 5 个基点。本次降息是在 6 月降息后的再次调降，在时间节奏上超出市场预期，市场影响较大。8 月 21 日，央行又调降 1 年期 LPR 贷款利率 10 个基点。

二是房地产政策密集出台。8 月 25 日，住建部等三部门联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”

政策措施，8月31日，中国人民银行和国家金融监督管理总局发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》以及《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。近期房地产政策密集出台，内容涵盖调整首付比例、降低房贷利率、认房不用认贷、城中村改造等房地产领域各个方面，释放了明确的政策信号，能对房地产市场企稳回升起到积极的推升作用。

三是资本市场利好政策频出。8月18日证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问。证监会表示，为活跃资本市场，提振投资者信心，将采取以下六大措施：一是加快投资端改革，大力发展权益类基金；二是提高上市公司投资吸引力，更好回报投资者；三是优化完善交易机制，提升交易便利性；四是激发市场机构活力，促进行业高质量发展；五是支持香港市场发展，统筹提升A股、港股活跃度；六是加强跨部委协同，形成活跃资本市场合力。同日，沪深北交易所宣布所进一步降低证券交易经手费。8月27日，财政部、税务总局公告，为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。当前各项政策利好频出，“政策底”根基牢固，显示国家政策对于资本市场的高度重视和持续关怀。

#### 4 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn