

## 商品价格的领先意义

——8月资产复盘与9月配置建议

### 核心内容：

**1.横盘市场破局了吗？**在8月2日的报告《横盘市场如何破局？》中，我们回顾了5月下旬以来股指、债券开始横盘的原因和突破条件，并预测8月可能继续横盘。复盘8月，由于经济和金融数据低于预期，人民银行继6月适应性降息之后，8月实施了超预期的非对称降息，之后10年期国债收益率下降至2.55%，人民币汇率也再次冲击7.3，股指受经济下行、外资流出等的影响出现了加速下行，上证综指最低到达3060。但8月最后一周，先是8月27日活跃资本市场系列措施（证券交易印花税减半、控制IPO与再融资、限制减持、融资保证金调降等）出台，然后是房地产政策出台了一线城市“认房不认贷”与存量房贷利率下调，引发了国债收益率与股指反弹，截止9月1日，10年期国债收益率回到2.59%，上证综指回到3133.2，但两者都还没回到此前横盘时的水平，仍处于情绪修复阶段。

**2.从我们的资产定价四要素框架（情绪、国内政策面、全球流动性、经济基本面）来看，当前市场处于政策组合出台之后的情绪修复期。**8月政策组合加速出台，但从效果来看，还是要看到房地产交易改善、M1与M2回升、社会融资增速回升之后才能确认政策组合的效果。全球流动性层面，美联储仍处于Higher For Longer状态，还需要等待9月20日议息会的决定；但由于人民银行开始采取措施，人民币汇率冲击到7.3后开始反弹，9月1日回到7.26，国际资金流动开始改善。经济基本面的底部可能还要等待2个季度，直至国内政策起效（预计2023Q4），以及美联储停止加息之后中国出口开始回升（预计2024Q1），内外需共振上行。特别要强调，当前温和通胀（CPI=2.0%、PPI转正）具有重要意义，这决定了货币政策能否摆脱负通胀的影响，以及财政政策的空间（财政收入增加、债务压力缓解）。

**3.按照普林格六阶段模型，在经济从衰退期到复苏期过渡的过程中，资产价格应该是债券涨（货币政策宽松）完股票涨（经济复苏预期）；股票涨完商品涨（需求全面修复）。但6月以来商品价格却是领先于股票的。**可能原因在于，大宗商品经历了明显去库存（美国原油库存6月以来加速下行；中国黑色有色库存5月以来加速下行）后，当前库存水平已经极低，因此商品价格对短期需求变化和政策变化的反映更敏感。而股票定价则过度考虑了房地产转型、人口拐点、中美竞争等长期制约因素，因此更为悲观。8月下旬政策组合开始加速出台，虽然政策生效还需要时间和一定条件，但情绪已经开始修复。另外从需求侧来看，8月制造业PMI已有三项关键指标升至临界值以上，分别是新订单、出厂价、采购量，预示着需求改善、盈利改善、初步补库存。总之，商品对需求和政策变化极度敏感，也是我们要关注PPI的原因。

### 分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

### 风险提示：

1. 政策时滞的风险
2. 通胀率持续为负的风险
3. 海外衰退的风险

图：股票、债券、商品三类资产表现



## 目 录

一、全球市场复盘.....	3
二、中国资产复盘与商品价格的领先意义.....	5
三、政策组合的可能效果.....	7
四、预测更新.....	10

## 一、全球市场复盘

**全球股市：**8月全球股票指数都出现回调，其中恒生指数、中概股100指数月度降幅超过7%。美国三大指数月度降幅在3%以内。欧洲、亚太股指月度降幅也在3%左右，仅日经指数调整幅度较低。A股在7月反弹之后再次回调，原因主要是经济复苏不及预期；尽管人民银行调降MLF收益率与LPR，但反而强化了人民币对美元贬值预期，加剧股市外资流出趋势。但下旬之后扩大内需、活跃资本市场、促进房地产、稳定汇率等政策陆续出台，A股降幅开始有所收窄。

**国内外工业品：**6月反弹，7月明显上升，反映美国经济“软着陆”概率上升，以及中国经济政策调整的影响。8月延续上行但幅度放缓：8月31日布油升至87.6美元/桶，但国际铜价、国内螺纹钢价格出现回落，CRB工业品指数8月涨幅仅0.5%，但延续趋势。

图1：2023年以来全球风险资产月度涨幅以及累计涨幅（截至8月31日）

资产价格月度涨幅：%		2023M1	2023M2	2023M3	2023M4	2023M5	2023M6	2023M7	2023M8	2023年以来 涨幅
A股 港股	万得全A	7.4	-0.4	-0.1	-0.8	-3.3	1.1	3.4	-4.9	0.1
	上证综指	5.4	0.3	0.5	1.9	-3.6	-0.7	3.4	-4.8	1.4
	沪深300	7.4	-3.1	0.2	-0.2	-5.7	0.1	5.0	-5.7	-2.1
	创业板指	10.0	-7.1	-0.4	-2.4	-5.6	-0.2	2.6	-5.3	-10.5
	恒生指数	10.4	-10.3	2.3	-2.0	-8.3	1.7	6.0	-7.7	-7.1
亚太	日经225指数	4.7	0.0	2.3	3.9	7.0	5.9	-0.2	-0.4	25.4
	韩国综合指数	8.4	-1.5	3.1	2.0	3.0	-0.7	3.2	-2.0	14.6
	富时新加坡指数	3.5	-3.4	-0.1	0.4	-3.4	0.6	5.4	-4.1	-0.6
美股	万得中概股100指数	18.5	-10.7	4.2	-10.3	-8.8	8.5	20.4	-7.2	9.5
	道琼斯指数	2.8	-3.1	1.2	3.8	-3.5	4.1	4.2	-2.1	4.8
	标普500	6.2	-1.2	3.2	2.9	0.2	5.8	4.4	-1.6	17.4
	纳斯达克指数	10.7	0.5	6.6	1.8	5.8	5.9	5.6	-2.0	34.1
欧股	英国富时指数	4.3	1.2	-3.8	3.3	-5.4	0.1	3.0	-3.3	-0.2
	法国CAC40指数	9.4	2.6	0.4	3.1	-5.2	2.6	2.5	-2.1	13.0
	德国DAX指数	8.7	1.6	1.6	2.6	-1.6	1.5	3.1	-3.2	14.5
大宗 商品	CRB工业指数	0.1	-1.7	-0.3	1.4	-5.3	2.5	8.9	0.5	1.5
	布伦特原油	-2.7	-2.6	-3.8	0.8	-8.3	1.1	15.7	2.9	-1.1
	LME铜	10.8	-2.5	2.2	-4.5	-5.6	2.4	8.1	-2.6	0.8
	螺纹钢	1.4	-1.4	-1.0	-11.8	-6.0	6.8	3.4	-2.6	-7.6
	伦敦金	5.8	-5.0	8.4	0.5	-1.4	-2.0	3.0	-1.0	6.4
汇率 利率	美元指数	-1.3	2.7	-2.0	-0.5	2.5	-0.6	-1.5	1.9	0.1
	中债国债总财富指数	0.0	0.1	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8	4.0

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**美国短端利率未变，长端利率抬升：**8月美国1年期国债收益率延续7月形成的横盘局面，中枢5.4%左右，月末仍收于5.37%，高于联邦基金目标利率下限5.25%，隐含还有1次加息的预期。美国10年期国债收益率运行在4.0%至4.35%的区间，比7月明显抬升。

**美国实际利率冲击2.0%，黄金在1920美元/盎司上下30美元震荡：**8月21日美国10年期TIPS冲高至2.0%的历史高位，8月31日收于1.85%；对应伦敦黄金价格在8月21日降至1890美元/盎司，8月31日反弹至1942美元/盎司。

**美元指数与 USDCNY：**8月美元指数从101.9反弹至8月25日的104.2，8月31日又回落至103.6，对应USDCNY即期汇率从7月31日的7.15再次冲击到7.3的位置，但人民银行已经出台稳定汇率的政策，9月1日USDCNY回到7.26。

图 2：美国 10 年期与 1 年期国债名义收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：美国 10 年期通胀保值国债（TIPS）收益率与黄金价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美元指数与 USDCNY 即期汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

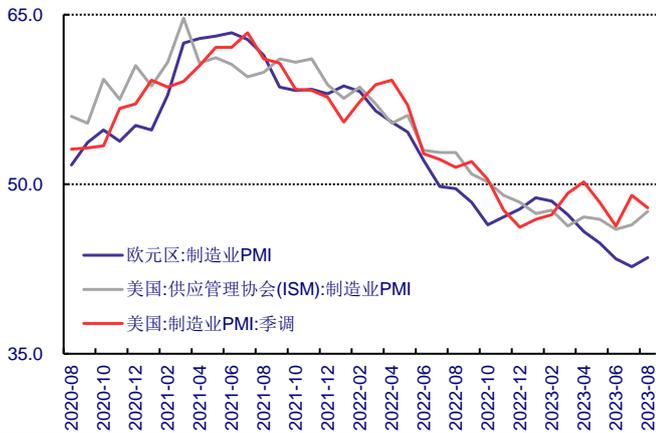
图 5：布伦特原油价格与 CRB 工业品指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

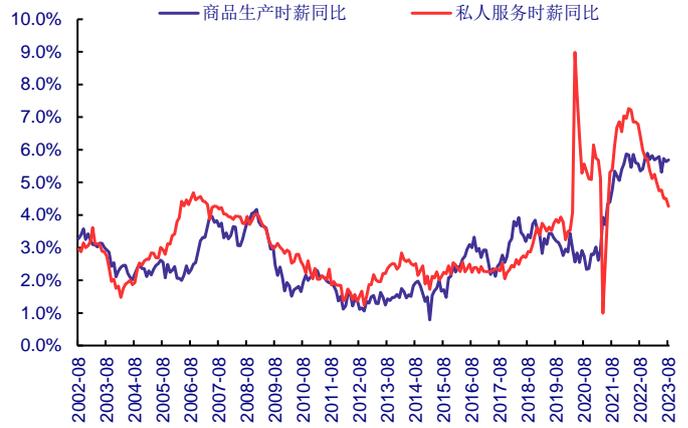
对于下一阶段的全球环境变化，市场最为关注的就是美联储确定转向的时点与美国库存周期的启动。本轮美国库存周期下行始于 2022Q3，滞后于美联储首次加息一个季度，与美国制造业 PMI、中国出口的下行时点基本一致。目前美国主动去库存仍未完成，未来周期反弹还面临两方面不确定性。一是美联储政策方向。当前经济韧性、通胀粘性（图 6 至 9），指向美联储转向宽松的时点进一步延后至 2024Q2，同时美联储缩表计划也在持续推进，形成需求收缩效应。二是虽然美国劳动力市场总体偏紧，8 月失业率虽然升至 3.8%（前值 3.5%），但是劳动参与率也上升至 62.8%（前值 62.6%），就业总体改善，个人收入增速稳定高位（8 月同比增长 4.29%，前值 4.36%），但临时就业岗位较多的私人服务时薪增速已经趋于下降，可能影响个人收入与销售增速的持续性。而个人收入与销售增速又是美国库存周期的领先指标与当前美国经济韧性的决定因素。

图 6: 美国制造业 PMI 表现好于欧元区



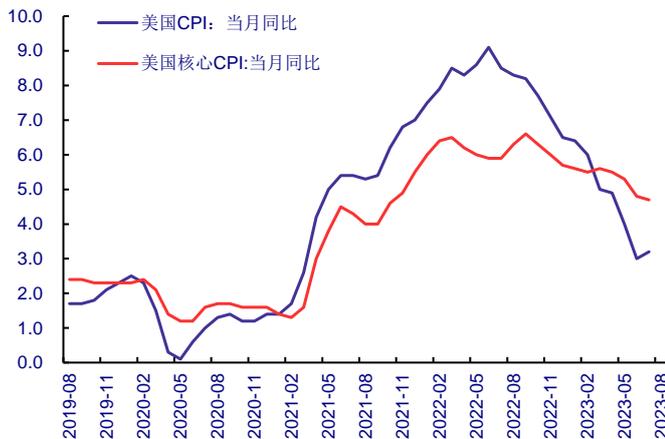
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 美国二季度 GDP 环比折年率达到 2.4%，投资项拖累缓解



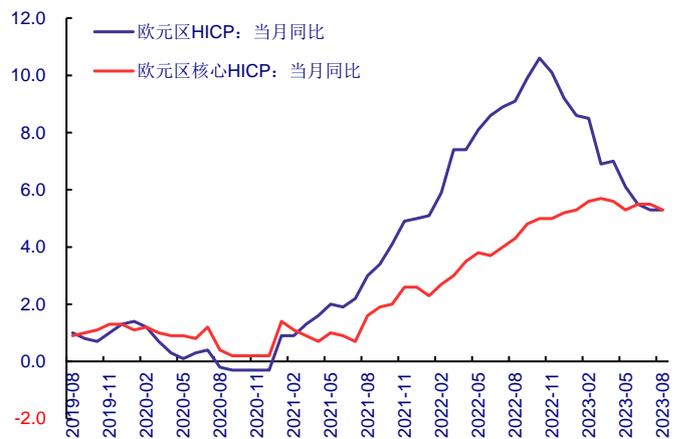
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 美国 7 月 CPI 反弹至 3.2% (前值 3.0%), 核心 CPI 则进一步下降至 4.7% (前值 4.8%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: 8 月欧元区通胀率回落至 5.3%，持平前值；核心 CPI 回落至 5.3% (前值 5.5%)

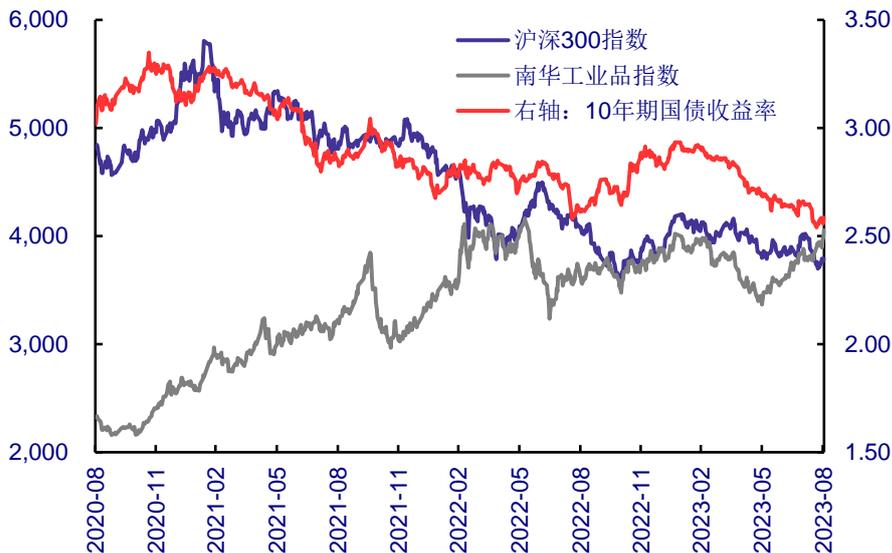


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、中国资产复盘与商品价格的领先意义

**横盘市场破局了吗?** 8月2日报告《横盘市场如何破局?》分析了6月至8月降息前国内股指、债券开始横盘(上证综指在3200左右、10年期国债收益率在2.63%左右)的原因,以及突破的条件,并预测8月可能继续横盘。复盘8月,由于经济和金融数据明显低于预期,人民银行继6月适应性降息之后,8月实施了超预期的、非对称的降息,之后10年期国债收益率下行至2.55%,人民币汇率也再次冲击到7.3,股指受经济下行、外资流出等影响出现了加速下行,上证综指最低到达3060。但到了8月最后一周,政策组合加速出台,引发了国债收益率与股指反弹,截止9月1日,10年期国债收益率回到2.59%,上证综指回到3133.2,但两者都还没回到此前横盘时的水平(图10)。

图 10：国内资产（沪深 300 指数、10 年期国债收益率、南华工业品指数）表现

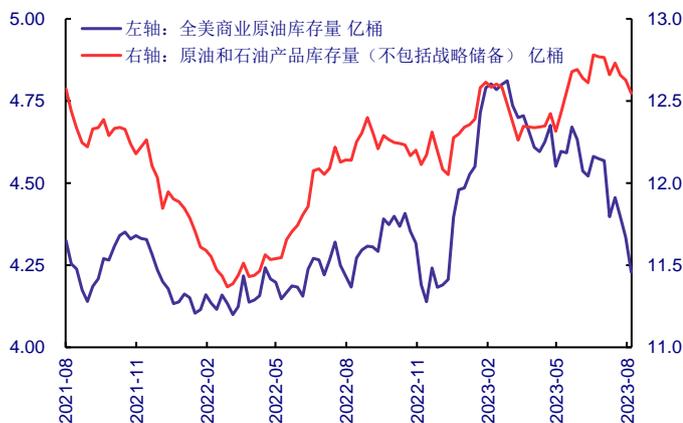


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

按照普林格的六阶段模型，在经济从衰退期到复苏期切换的过程中，资产价格应该是债券涨（货币政策宽松）完股票涨（经济复苏预期）；股票涨完商品涨（需求全面修复）。但 6 月以来商品价格却是领先于股票的。商品价格 6 月以来稳中有升。可能原因在于，大宗商品经历了较长时期被动去库存，当前库存水平已经达到极低水平，因此商品价格对短期的需求变化和政策变化反映更为敏感。而股票定价则过度考虑了房地产长期下行、人口长期下行、中美战略竞争持续等等更为长期的悲观因素，呈现出低位运行状态。

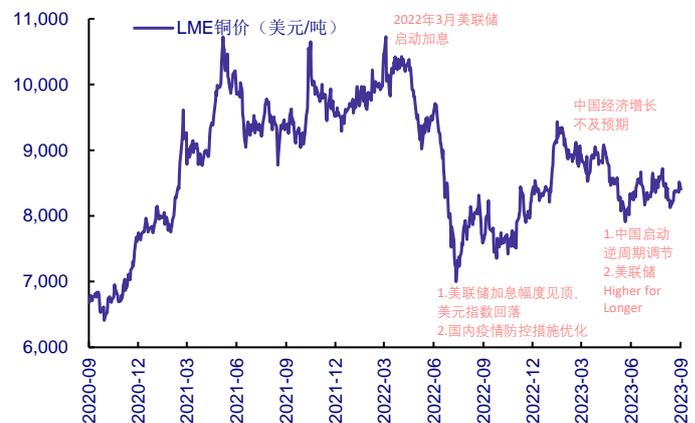
国际方面：布伦特原油价从 5 月 31 日 68.1 美元/桶的低位开始反弹，9 月 1 日达到 89.6 美元/桶；LME 铜从 5 月 31 日 8017 美元/吨的年内低位波动上行至 9 月 1 日 8515 美元/吨；期间只有 8 月美元指数反弹引发了一定波动，但总体趋势是向上的。究其原因，从需求侧来看美国经济呈现“软着陆”状态，美联储加息也已经接近尾声；从供给侧来看，主动协议、库存下降（图 11）都有贡献。而库存快速下降则与原油期限倒挂、利率上行等有关。

图 11. 美国原油库存在 5 月之后出现了快速下降（亿桶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

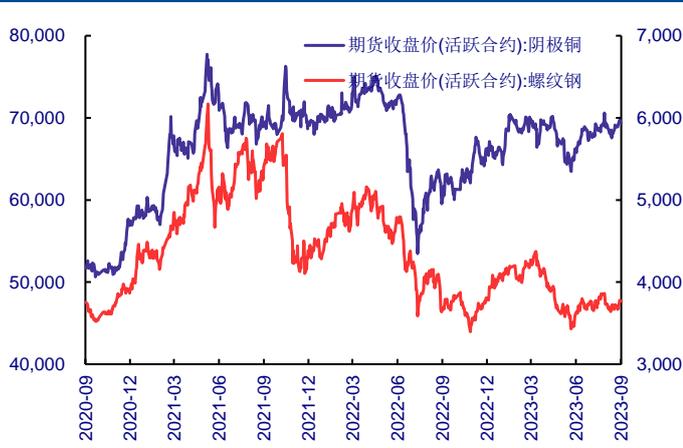
图 12. 铜价主要受美联储加息预期和全球经济影响（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**国内方面：**螺纹钢价格从5月25日的3432元/吨波动上升至9月1日的3778元/吨，阴极铜从5月25日的63460元/吨升至9月1日的69730元/吨，南华工业品指数从5月31日年内低点3361上升至9月1日4054点。同期我们看到工业产成品库存持续去化，尤其是黑色金属加工业、有色金属加工业的产成品库存都是在5月以来加速下行的。库存去化之后，价格对供需缺口的变化就会极度敏感，8月政策组合加速出台就带来了这样的变化。

图 13. 国内铜价、钢价自 6 月以来都出现企稳回升，但受房地产长期下行的压制，钢价涨幅小于铜价（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14. 黑色金属和有色金属加工业产成品库存增速都从 2023 年 5 月以来经历了加速下行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

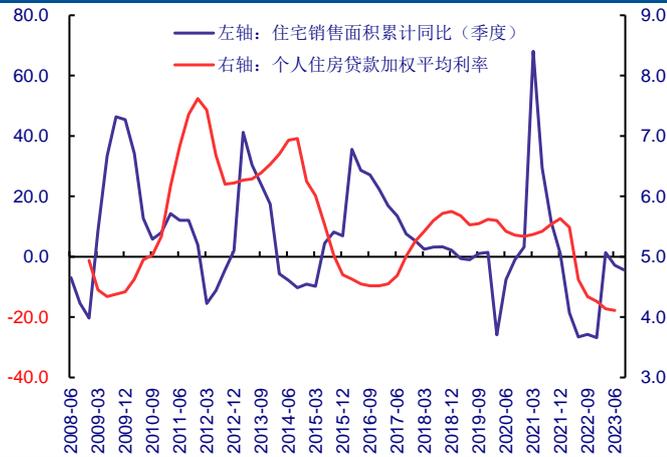
### 三、政策组合的可能效果

**8月政策组合加速出台，主要包括货币、财政、房地产、活跃资本市场四个方面，但各方面政策的生效都需要时间和一定的条件。**

**1. 货币政策方面：**MLF 收益率在 6 月、8 月分别调降了 10BP、15BP，1 年期 LPR 在 6 月、8 月都调降 10BP，5 年期 LPR 只在 6 月调降 10BP。截止 2023 年二季度，金融机构贷款加权平均利率再次降至历史低位，根据经验这有助于刺激住房销售（图 15）。但由于目前通胀率为负，实际利率被动升高，因此货币政策驱动信用扩张的效果明显受限，7 月社会融资增速降至 8.9%（图 16）。

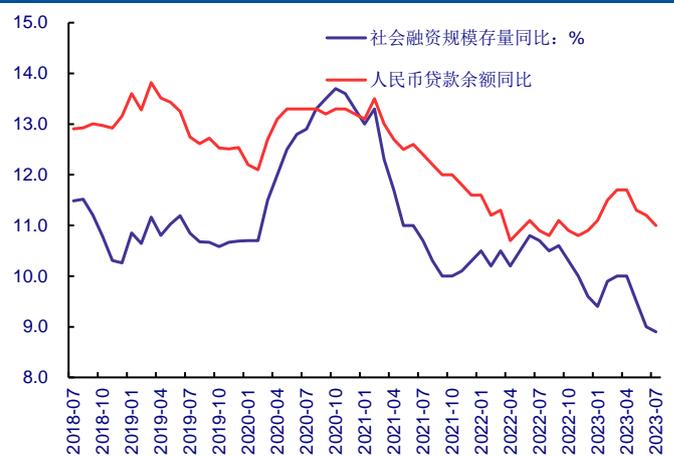
**2. 财政政策方面：**8 月 28 日十四届全国人大常委会第五次会议明确“专项债 9 月底前发行完毕、10 月底前力争资金使用完毕、且研究扩大专项债投向和用作资本金范围”。但需要注意的是，当前由于房地产行业趋势性下行，导致土地出让收入增速连续两年下降（如图 18，2022 年同比-23.3%、2023 年 1-7 月累计同比-19.1%），这会对地方政府的收入进而财政政策空间形成制约。此外，从房地产开发投资的领先指标来看（图 17），当前新开工面积跌幅极深（2022 年同比-39.4%、2023 年 1-7 月累计同比-24.5%），这预示着未来 2 年左右的房地产开发投资可能持续下行。

图 15. 房贷利率已降至历史地位，有助于刺激住房销售 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16. 2022Q2 以来广义赤字率反映财政扩张力度放缓 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**3.房地产市场方面：**8月25日住建部、人民银行、金融监管总局联合印发的《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，明确贷款记录不再作为首套房认定的标准，仅需满足家庭在当地城市名下无房即可执行首套住房信贷政策，通知发布之后一线城市都陆续实行“认房不认贷”。8月31日人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于20%和30%，二套住房利率政策下限调整为相应期限LPR+20BP；首套住房利率政策下限仍为相应期限LPR-20BP。

图 17. 土地购置面积增速与房屋新开工面积增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18. 土地出让收入在 2022 年至 2023 年都出现大幅下降 (%)

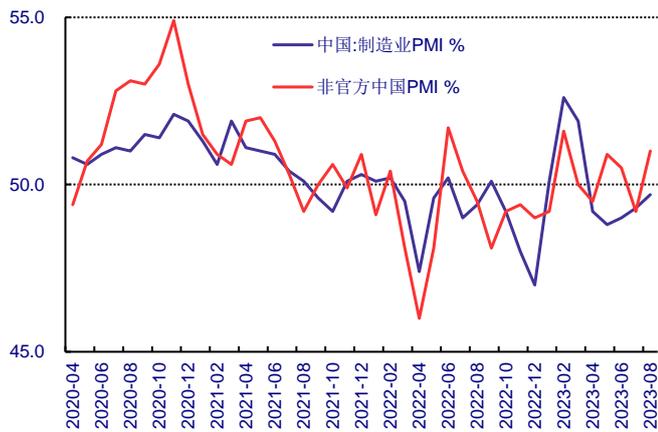


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

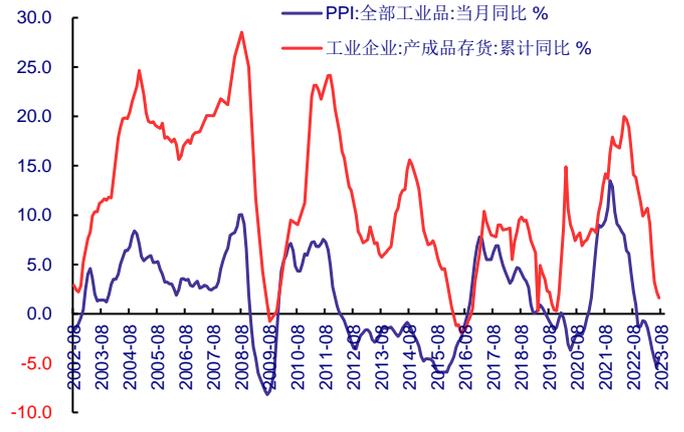
**4.资本市场方面：**8月27日出台证券交易印花税减半、优化IPO节奏与再融资机制、限制减持、调降融资保证金等措施；同时明确了“房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制”。从内容来看，以上政策的主要意义是盘活市场存量资金，在增量资金匮乏的情况下，有效利用存量资金对市场注入活力，同时提升投资者信心。由于目前的政策仅针对存量资金，预计未来还会有更多政策来吸引增量资金。

总之，对于政策组合本身，还是要看到房地产交易改善、M1 与 M2 回升、社会融资增速回升之后才能确认国内流动性改善；之后进一步通过 PPI 连续环比转正（图 20）、PMI 稳定在临界值以上（图 19）、企业盈利明显收窄降幅等指标才能确定库存周期回升，以及经济基本面改善。特别是，只有实现了温和通胀（CPI=2.0%、PPI 转正，还包括房价与金融资产价格的广义通胀），这才能保证货币政策效果，以及财政政策空间（增加地方政府收入、缓解地方政府债务）。

图 19：8 月中采 PMI 到达 49.7%、财新制造业 PMI 为 51.0%      图 20：7 月 PPI 环比-0.2%，同比收窄降幅，有助库存周期回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 四、预测更新

最新预测如表 1 所示，与 8 月 2 日预测（表 2）对比，明显调整主要有六个方面：

**1.全球变量：**考虑到美国经济韧性，通胀粘性，货币政策“Higher for Longer”，同时国内开启货币政策宽松周期，因此调高美元指数年末值至 104.5，相应调低 USDCNY 的年末值至 7.30，人民银行和外管局已经表明“稳定”的态度。

**2.通胀率：**8 月 CPI 可能反弹至+0.1%（前值-0.3%）。7 月 PPI 预计收窄降幅至-2.7%（前值-4.4%），主要原因是国内外商品价格趋于回升，加之翘尾效应明显上升。

**3.货币金融：**考虑到国内加大宏观政策调控力度、适时调整优化房地产政策等变化，将中国利率年末值再次调降至 2.5%，同时预测 M1、M2、社融增速在 Q4 出现反弹。

**4.经济运行：**维持全年固定资产投资增速预测，其中上调制造业投资、基建投资增速，但下调房地产开发投资增速。三季度房地产开发投资增速跌幅深于预期，当前房地产政策优化措施已经出台，预计房地产开发投资在 Q4 收窄降幅。此外下调工业增加值增速至 4.1%。调低消费增速预测至 5.3%。出口与进口增速预计在三季度到达谷底，美联储停止加息之后将见底回升。

**5.GDP 增速：**将全年实际增速预测调降至+5.2%，全年名义增速预测调降至 4.4%。其中，Q3、Q4 实际 GDP 预测分别调降至 4.9%、5.1%。

表 1：2023 年 09 月 05 日预测

分类	指标	月度预测						季度预测				年度
		4月	5月	6月	7月	8月	9月	Q1	Q2	Q3	Q4	2023年
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.44	3.64	3.70	3.97	4.09	4.10	3.48	3.70	4.10	3.90	3.90
	中国10年期国债收益率	2.78	2.68	2.65	2.66	2.56	2.65	2.85	2.65	2.65	2.50	2.50
	美元指数	101.7	104.2	102.9	102.2	103.2	103.5	102.1	102.9	103.5	104.5	104.5
	USDCNY即期	6.93	7.10	7.24	7.14	7.29	7.24	6.76	7.24	7.24	7.30	7.30
通胀率	CPI：当月同比	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	-0.1	1.3	0.2	-0.1	0.2	0.4
	PPI：当月同比	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-2.7	-2.6	-1.6	-4.5	-3.2	-2.3	-2.9
货币 金融	M1：同比	5.3	4.7	3.1	2.3	2.8	2.8	5.9	3.1	2.8	3.8	3.8
	M2：同比	12.4	11.6	11.3	10.7	10.8	10.8	12.8	11.3	10.8	11.0	11.0
	社会融资存量：同比	10.0	9.5	9.0	8.9	8.8	8.6	9.7	9.0	8.6	8.7	8.7
	社会融资规模新增（万亿元）	1.22	1.56	4.22	0.53	1.80	3.10	14.5	7.00	7.40	4.90	31.48
	信贷新增（万亿元）	0.72	1.36	3.05	0.35	1.00	2.30	10.60	5.12	4.50	3.20	21.90
进出口	出口（美元值）：当月同比	8.5	-7.5	-12.4	-14.5	-9.1	-11.1	0.5	-4.7	-11.6	-3.4	-5.5
	进口（美元值）：当月同比	-7.9	-4.5	-6.8	-12.4	-13.5	-11.4	-7.0	-6.5	-12.4	-7.8	-8.5
	贸易差额（亿美元）：当月值	902	658	706	806	820	740	2034	2236	2366	2450	8905
国内 经济	制造业PMI：%	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	-	-	-	-	-	-
	工业增加值：当月同比	5.6	3.5	4.4	3.7	4.0	4.5	3.0	4.5	4.1	4.8	4.1
	社会消费品零售总额：当月同比	18.4	12.7	3.1	2.5	2.0	2.0	5.8	10.7	2.1	3.2	5.3
	固定资产投资：累计同比	4.7	4.0	3.8	3.9	3.8	3.9	5.1	3.8	3.9	4.2	4.2
	——制造业投资	6.4	6.0	6.0	5.7	5.5	4.7	7.0	6.0	4.7	4.5	4.5
	——房地产开发投资	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.7	-8.7	-5.8	-7.9	-8.7	-8.1	-8.1
	——基础设施建设投资	9.8	7.5	7.2	5.8	5.0	4.9	10.8	7.2	4.9	5.5	6.5
GDP	实际GDP同比							4.5	6.3	4.9	5.1	5.2
	名义GDP同比							5.5	4.8	3.7	4.1	4.4

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理；注意：灰色背景下的数字为已经发生的实际值。

表 2: 2023 年 08 月 02 日预测 (来源: 横盘市场如何破局? ——7 月宏观指标预测与 8 月资产配置建议)

分类	指标	月度预测						季度预测				年度
		4月	5月	6月	7月	8月	9月	Q1	Q2	Q3	Q4	2023年
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.44	3.64	3.70	3.97	3.80	4.00	3.48	3.70	4.00	3.90	3.90
	中国10年期国债收益率	2.78	2.68	2.65	2.66	2.60	2.58	2.85	2.65	2.58	2.60	2.60
	美元指数	101.7	104.2	102.9	102.2	103.0	104.5	102.1	102.9	104.5	100.5	100.5
	USDCNY即期	6.93	7.10	7.24	7.14	7.18	7.20	6.76	7.24	7.20	7.05	7.05
通胀率	CPI: 当月同比	0.1	0.2	0.0	-0.7	-0.2	-0.4	1.3	0.2	-0.4	0.1	0.2
	PPI: 当月同比	-3.6	-4.6	-5.4	-3.7	-2.4	-2.4	-1.6	-4.5	-2.8	-2.1	-2.8
货币 金融	M1: 同比	5.3	4.7	3.1	3.1	3.6	3.3	5.9	3.1	3.3	4.6	4.6
	M2: 同比	12.4	11.6	11.3	11.2	11.2	11.1	12.8	11.3	11.3	11.4	11.4
	社会融资存量: 同比	10.0	9.5	9.0	9.3	9.3	9.2	9.7	9.0	9.2	9.5	9.5
	社会融资规模新增 (万亿元)	1.22	1.56	4.22	1.40	2.40	3.60	14.5	7.00	7.40	4.90	38.63
	信贷新增 (万亿元)	0.72	1.36	3.05	0.80	1.20	2.50	10.60	5.12	4.50	3.20	23.42
进出口	出口 (美元值): 当月同比	8.5	-7.5	-12.4	-12.0	-7.1	-7.7	0.5	-4.7	-9.0	-1.4	-4.3
	进口 (美元值): 当月同比	-7.9	-4.5	-6.8	-5.5	-5.8	-5.0	-7.0	-6.5	-5.4	-3.8	-5.7
	贸易差额 (亿美元): 当月值	902	658	706	730	700	700	2034	2236	2130	2360	8576
国内 经济	制造业PMI: %	49.2	48.8	49.0	49.3	-	-	-	-	-	-	-
	工业增加值: 当月同比	5.6	3.5	4.4	4.6	4.4	4.9	3.0	4.5	4.6	5.3	4.4
	社会消费品零售总额: 当月同比	18.4	12.7	3.1	6.1	5.5	4.8	5.8	10.7	4.8	7.6	7.3
	固定资产投资: 累计同比	4.7	4.0	3.8	3.9	4.2	4.1	5.1	3.8	4.1	4.2	4.2
	——制造业投资	6.4	6.0	6.0	6.3	6.2	5.4	7.0	6.0	5.4	5.3	5.3
	——房地产开发投资	-6.2	-7.2	-7.9	-8.0	-8.2	-8.2	-5.8	-7.9	-8.2	-8.4	-8.4
——基础设施建设投资 (含电力)	9.8	7.5	7.2	7.7	7.9	7.9	10.8	7.2	7.9	7.9	7.9	
GDP	实际GDP同比		-			-		4.5	6.3	5.0	5.5	5.3
	名义GDP同比							5.5	4.8	3.8	4.9	4.6

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理; 注意: 灰色背景下的数字为已经发生的实际值。

## 图表目录

图 1: 2023 年以来全球风险资产月度涨幅以及累计涨幅 (截至 8 月 31 日)	3
图 2: 美国 10 年期与 1 年期国债名义收益率	4
图 3: 美国 10 年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率与黄金价格	4
图 4: 美元指数与 USDCNY 即期汇率	4
图 5: 布伦特原油价格与 CRB 工业品指数	4
图 6: 美国制造业 PMI 表现好于欧元区	5
图 7: 美国二季度 GDP 环比折年率达到 2.4%，投资项拖累缓解	5
图 8: 美国 7 月 CPI 反弹至 3.2% (前值 3.0%)，核心 CPI 则进一步下降至 4.7% (前值 4.8%)	5
图 9: 8 月欧元区通胀率回落至 5.3%，持平前值；核心 CPI 回落至 5.3% (前值 5.5%)	5
图 10: 国内资产 (沪深 300 指数、10 年期国债收益率、南华工业品指数) 表现	6
图 11. 美国原油库存在 5 月之后出现了快速下降 (亿桶)	6
图 12. 铜价主要受美联储加息预期和全球经济影响 (美元/吨)	6
图 13. 国内铜价、钢价自 6 月以来都出现企稳回升，但受房地产长期下行的压制，钢价涨幅小于铜价 (元/吨)	7
图 14. 黑色金属和有色金属加工业产成品库存增速都从 2023 年 5 月以来经历了加速下行 (%)	7
图 15. 房贷利率已降至历史地位，有助于刺激住房销售 (%)	8
图 16. 2022Q2 以来广义赤字率反映财政扩张力度放缓 (%)	8
图 17. 土地购置面积增速与房屋新开工面积增速 (%)	8
图 18. 土地出让收入在 2022 年至 2023 年都出现大幅下降 (%)	8
图 19: 8 月中采 PMI 到达 49.7%、财新制造业 PMI 为 51.0%	9
图 20: 7 月 PPI 环比-0.2%，同比收窄降幅，有助库存周期回升	9

## 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。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

## 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](http://www.chinastock.com.cn)