

宏观

证券研究报告

2023年09月05日

经济复苏进入第三阶段的证据进一步明朗

目前看，8月经济数据大概率边际修复，需求、生产、库存等领域均出现了好转迹象。

- 1) 出口改善
- 2) 通胀反弹
- 3) 去库放缓
- 4) 利润修复
- 5) 生产修复

风险提示：经济复苏不及预期，海外基本面偏弱，出口不及预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

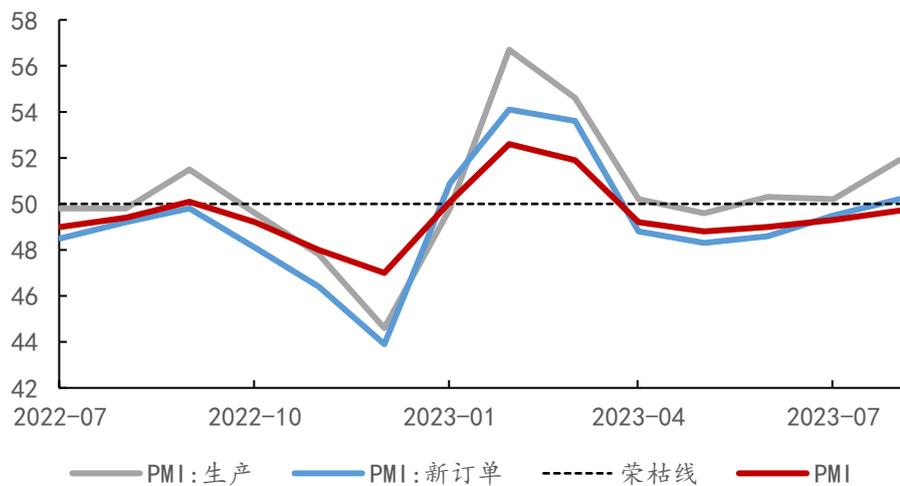
- 1 《宏观报告：宏观-行业 ESG 评价关注什么指标？——电力》 2023-09-04
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年9月第1周》 2023-09-04
- 3 《宏观报告：宏观报告-如何理解房地产政策的调整？》 2023-09-01

虽然市场预期依旧偏弱，但国内经济正在进入疫后 N 形复苏的第三阶段，在不依靠政策的情况下，经济复苏的信号依然不断增多。

PMI 作为环比定性指标，在单月维度上容易与经济数据出现背离。因此 7 月经济数据和 PMI 数据背离之后，市场担心该现象在 8 月再次出现。**但拉长时间来看，PMI 持续改善往往对应了经济拐点的到来。**

自 2010 年以来，PMI 有 5 次连续 3 个月以上的改善（2010 年 10 月、2012 年 11 月、2013 年 9 月、2014 年 5 月和 2023 年的 7 月）。前四次，经济均出现了回升。比如 2012 年，GDP 增速从第三季度的 7.5% 升至四季度 8.1%；2013 年，GDP 增速从第二季度的 7.6% 升至第三季度的 7.9%。此次连续三个月 PMI 改善大概率也意味着经济回升。

图 1：产需共同驱动 PMI 增速回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

目前看，8 月经济数据大概率边际修复，需求、生产、库存等领域均出现了好转迹象。

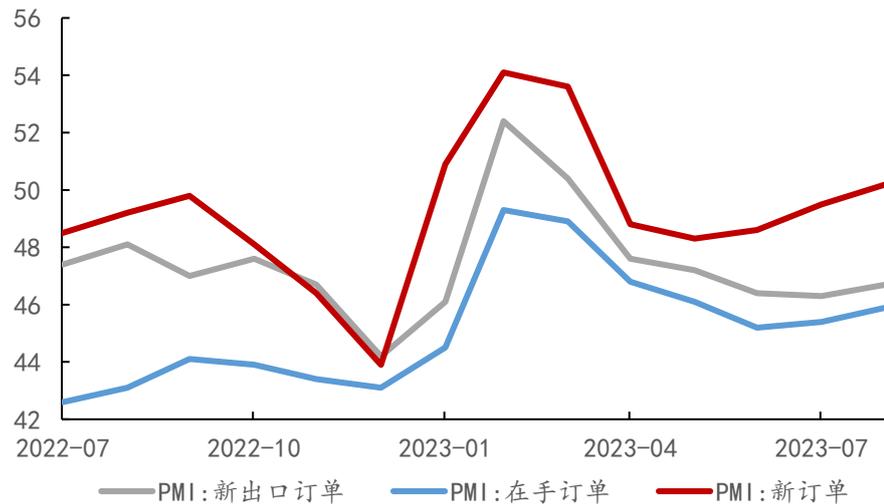
1) 出口改善

8 月出口相关指标均有所改善，PMI 出口新订单回升 0.4 个百分点至 46.7%，止住了 3 月以来的回落趋势；港口集装箱和货物周吞吐量环比 7 月分别回升 0.4% 和 0.04%，CCFI 和 SCFI 货运价格指数回升，义乌圣诞节订单量同比增长 10% 左右¹。这或表明出口增速将进入反弹阶段。

往后来看，前期高基数、工业品通缩、人民币贬值对出口增速的三重负面影响正在逐步消化，外需改善和份额维持韧性或驱动出口见底回升。（详见《出口仍然是今年经济的亮点》，2023.08.25）

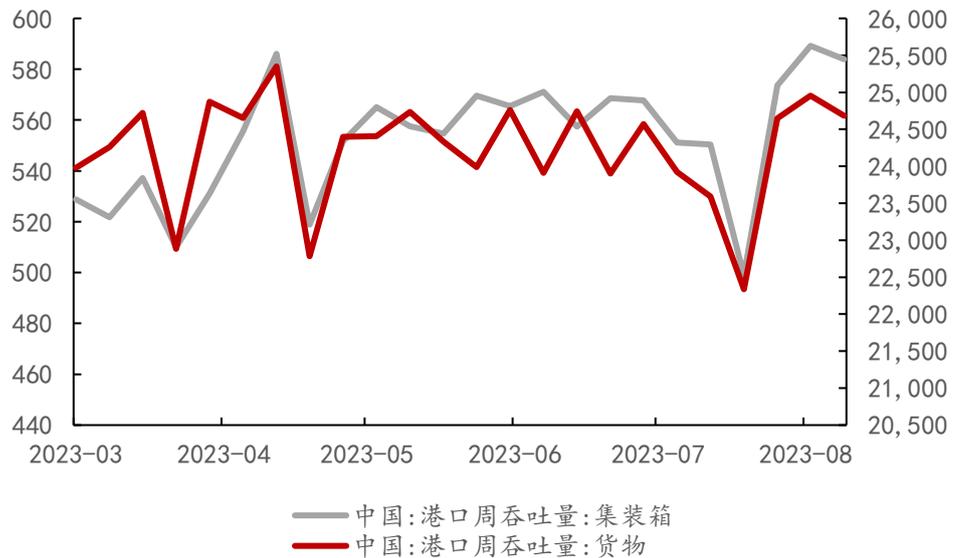
图 2：需求订单持续改善（单位：%）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/aP7cC07M3vSJSChqB7Qpgw>



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 港口集装箱吞吐量明显回升 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

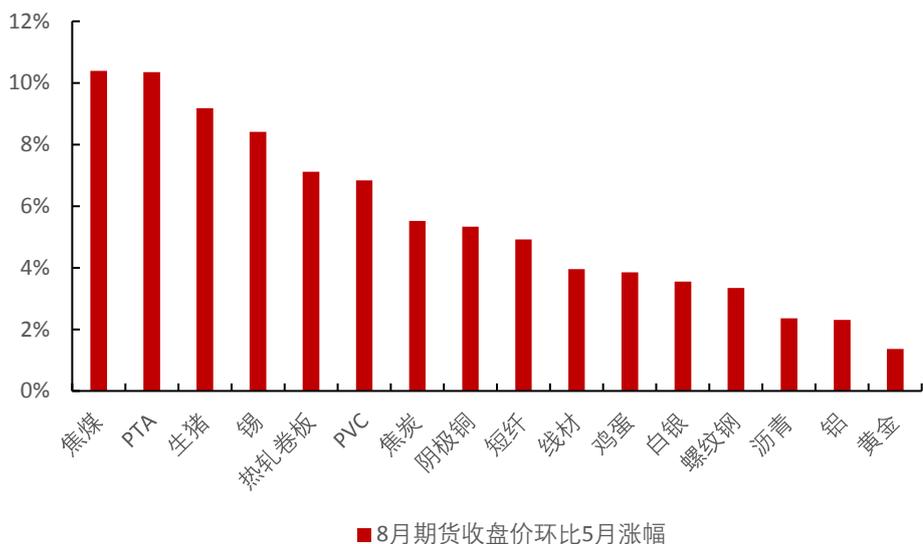
2) 通胀反弹

6月以来受益于政策发力、基本面企稳等,以螺纹钢为代表的部分大宗商品价格率先上涨,8月主要大宗商品虽然涨幅收敛,但继续上行如PVC、焦煤、线材等期货收盘价8月环比上涨4%、3.4%、2.7%。

受益于翘尾因素回落、大宗商品价格上行,基于生产资料价格指数,我们预计8月PPI环比和同比增速分别为0.4%和-2.6%(7月同比为-4.4%)。

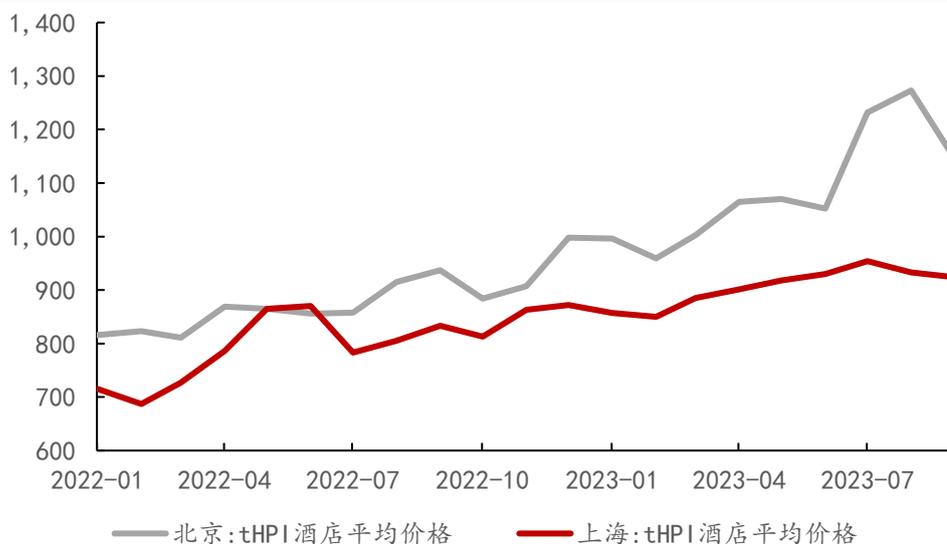
8月以猪肉为代表的菜篮子产品价格指数上涨以及酒店等行业价格维持高位或带动8月CPI环比和同比分别上行至0.3%和0.2%左右(7月同比为-0.3%)。

图 4: 主要大宗商品价格涨跌情况 (单位: %)



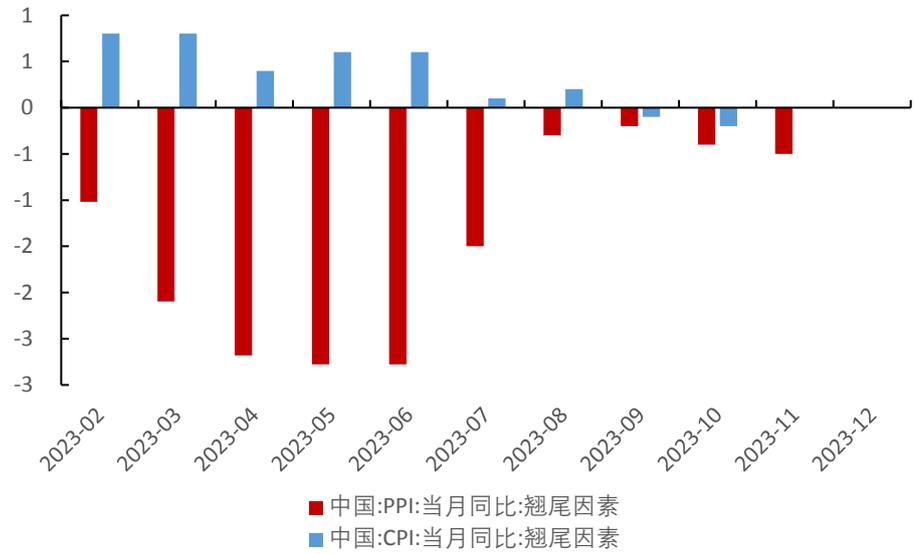
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 上海、北京酒店价格上涨 (单位: %)



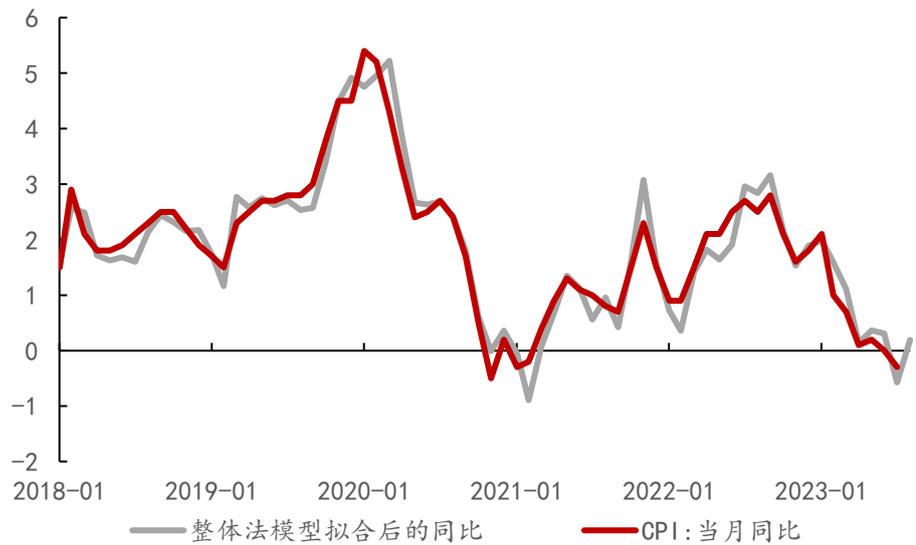
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: CPI 和 PPI 翘尾因素回落 (单位: %)



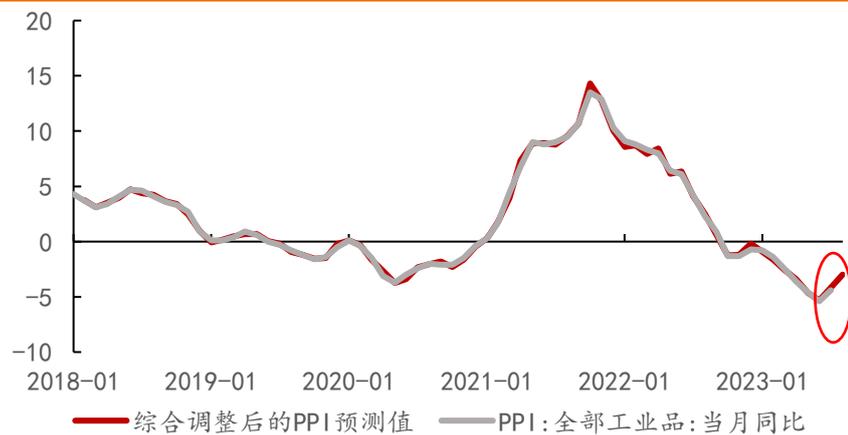
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 8月CPI重回正增长 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8: PPI 继续回升 (单位: %)



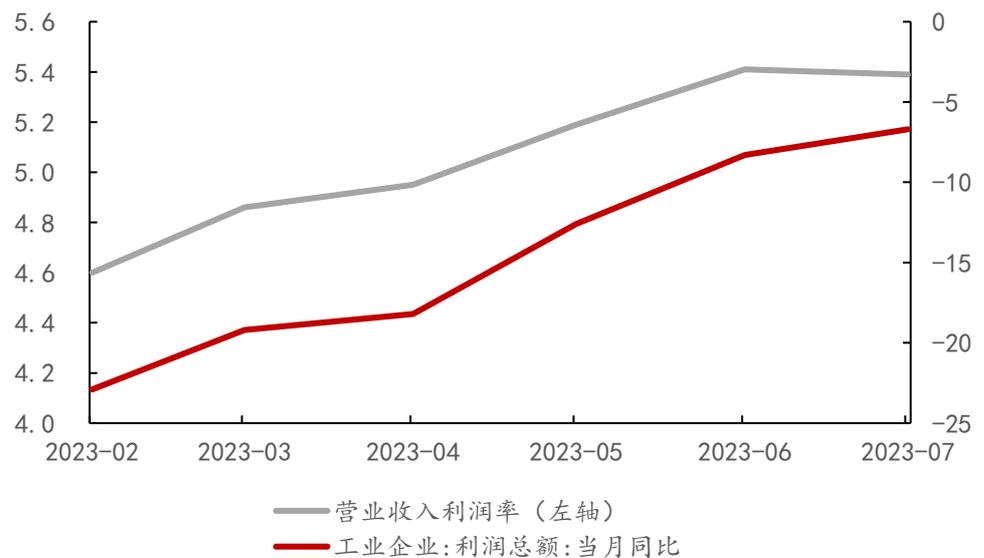
资料来源: wind, 天风证券研究所

3) 利润修复

7 月受益于工业品价格回升, 工业特别是中上游工业利润开始改善。7 月工业企业利润累计同比-15.5%, 当月同比-6.7%, 降幅较 6 月分别收窄 1.3 个和 1.6 个百分点, 利润降幅逐月收敛²。

其中, 中上游利润表现亮眼, 统计局表示“7 月份, 原材料制造业利润同比下降 7.7%, 降幅较 6 月份收窄 29.6 个百分点。其中, 钢铁、石油加工行业均由上年同期全行业净亏损转为盈利, 利润同比增加 288.0 亿元、177.5 亿元; 有色冶炼行业利润增长 1.17 倍, 增速明显加快”³。

图 9: 工业企业利润同比好转 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

4) 去库放缓

7 月工业企业产成品存货同比增速回落 0.6 个百分点为 1.6%, 处于 7.8% 的历史分位数水平, 企业库存接近底部, 且去库速度持续放缓 (4-7 月库存同比降幅分别为 3.2、2.7、1、0.6 个百分点)。7 月实际库存同比 6%, 也回落至 33% 的历史分位数水平。

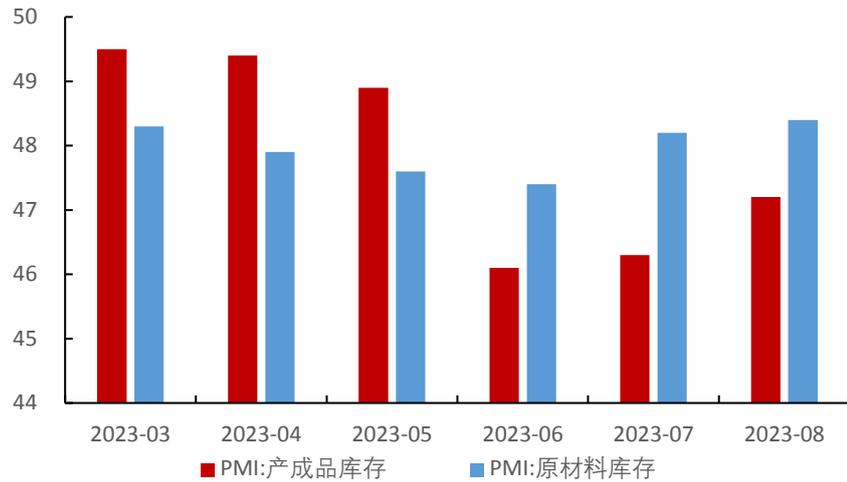
8 月 PMI 原材料库存指数和产成品库存指数继续回升 0.2 个和 0.9 个百分点至 48.4% 和 47.2%, 连续两个月回升。

随着 PPI 见底回升、名义库存走低, 结合工业企业利润数据, 我们预计 8 月企业去库或继续放缓, 并在 3 季度末-4 季度初见底, 企业去库对经济的拖累减轻。

图 10: PMI 库存指标持续回升 (单位: %)

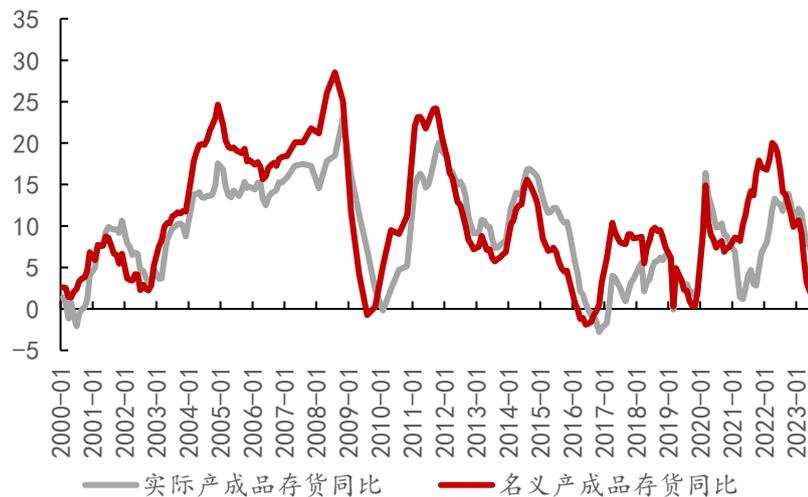
² 国家统计局工业司统计师孙晓解读工业企业利润数据 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

³ 国家统计局工业司统计师孙晓解读工业企业利润数据 - 国家统计局 (stats.gov.cn)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: PMI 库存指标持续回升 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

5) 生产修复

8 月异常天气结束, 需求好转带动工业生产进一步回暖, PMI 生产指标大幅上行 1.7 个百分点至 51.9%。

其中装备制造业和消费品制造业的生产指数分别为 53.3%和 53%, 较上月上升 3 个百分点左右; 高技术制造业生产指数为 51.7%, 较上月上升 1.4 个百分点; 高耗能行业生产指数保持在 50.1%的水平⁴。

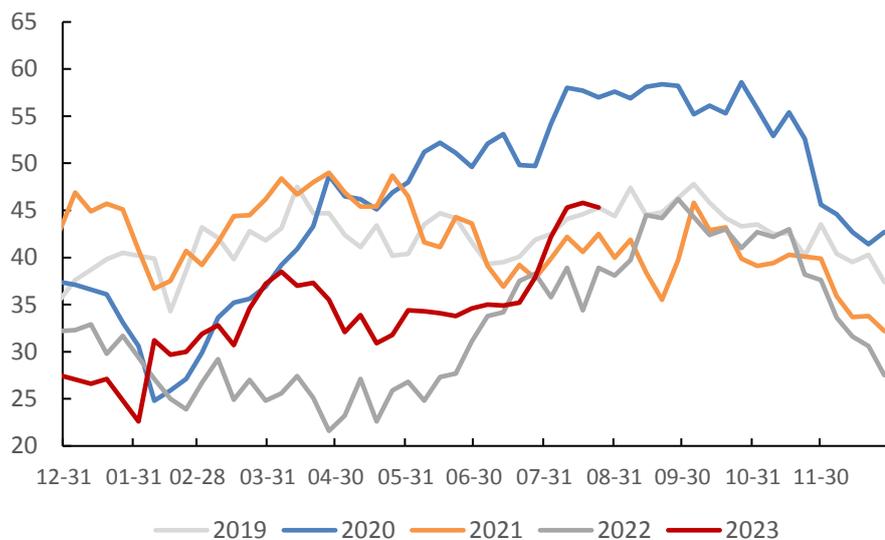
装备制造业生产强或与基建项目加快开工有关, 建筑业施工进度加快带动上游建筑建材、装备制造等行业需求回升。8 月建筑业商务活动指数为 53.8%, 比上月上升 2.6 个百分点⁵。

消费制造业强则受益于外需 (海外进入圣诞备货季) 和内需 (居民消费回暖、在手订单和新订单回升) 的改善。

⁴ [经济持续稳定恢复, 市场供需回升向好——2023 年 8 月份制造业 PMI 分析_联合会快讯_中国物流与采购网 \(chinawuliu.com.cn\)](http://chinawuliu.com.cn)

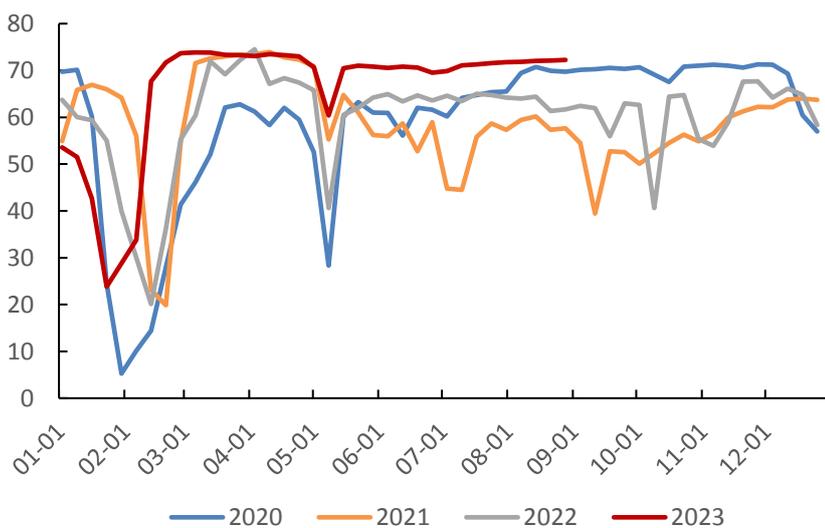
⁵ [2023 年 8 月中国采购经理指数运行情况 - 国家统计局 \(stats.gov.cn\)](http://stats.gov.cn)

图 12: 石油沥青装置开工率明显回升 (单位: %)



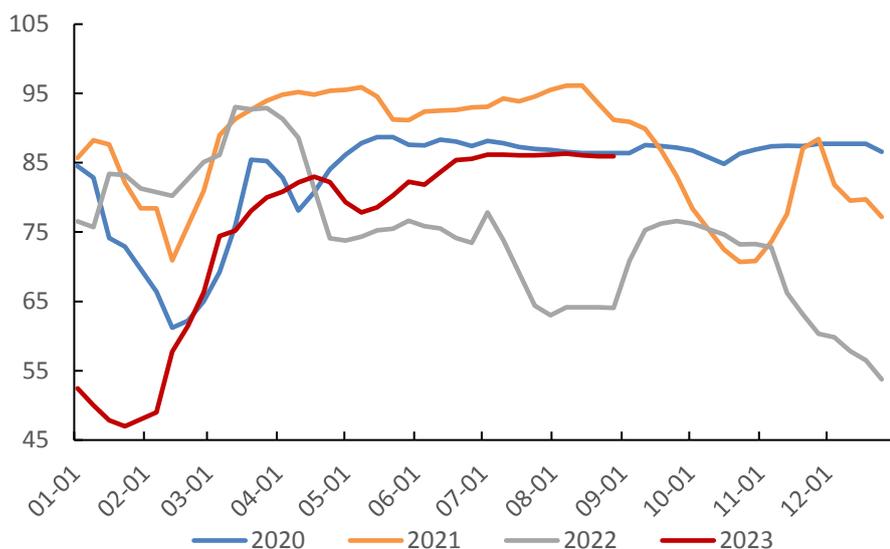
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 汽车半钢胎开工率维持高位 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 涤纶长丝开工率继续回升 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

PMI 数据连续三个月回升,表明当下经济依然处于 N 形复苏的第三阶段,而不是二次探底。

由于市场对短期经济的预期过于悲观,产生了二次探底的想法,所以将主要关注点放在政策刺激的必要性和可能性上,这也导致市场对政策的预期过高,也让高频次、低力度的政策措施难以有效提振市场预期。

在市场对短期经济过度悲观的当下阶段,我们要强调的是,不要高估政策的同时,也不要低估了经济的内生增长动能。

我们认为当下居民消费意愿依然旺盛,收入增速超过 GDP 增速,后续“资产负债表修复”结束,居民消费有望迎来新一轮的修复;同时出口依然是今年经济的亮点,出口复苏也是支撑下半年经济的重要因素之一。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com