



宏观专题

房地产和收入政策效果将逐步显现

8月经济金融数据前瞻

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001
邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

王洋

资格编号: S0120121110003
邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

占烁

资格编号: S0120122070060
邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **核心观点:** 前期稳增长政策效果已经初步显现, 8月 PMI 尽管仍在荣枯线以下, 但已经连续第三个月小幅回升, 除就业外, PMI 各项主要指标在 8 月全面回升。8 月底密集出台的房地产政策和增加居民收入相关政策将形成稳增长接力, 在接下来几个月持续创造有效需求, 稳定经济增长。8 月底, 房地产政策落地后, 市场热度出现回暖, 预计 9 月开始的房地产销售将明显改善, 上下游需求将随之好转。此外, 8 月出台延续和新增的 13 项个税政策, 加上下调存量房贷利率, 将释放相当规模的减税和让利给居民部门, 有助于增收和扩大消费。接下来, 关注后续城中村改造政策落地, 以及房地产需求端是否会有新措施; 下调个税税率也可作为政策工具, 在必要的时候推出。
- **8 月经济数据前瞻:** (1) **工业生产:** 需求对生产的拖累或得到改善。8 月 PMI 新订单指数连续回升后在二季度以来首度升至扩张区间, 前期拖累生产节奏的需求偏弱问题得到改善后生产景气指标加速上升, 但全月来看生产端或并未显著扩张。预计 8 月工业增加值同比增速为 4.0%。
- (2) **消费:** **商品消费方面,** 可选消费表现相对较好, 汽车零售环比延续季节性下降。**服务消费方面,** 人口流动环比下降, 票房收入回归常态, 快递量同比微增, 服务消费需求或已充分恢复。预计 8 月社零增速可能为 3% 左右。
- (3) **投资:** ①**基建投资:** 专项债发行加速和资金使用加速或正支撑基建实物工作量增加; 8 月初北方部分地区洪涝灾害后道路、建筑修复需求需求较多。预计 8 月广义基建累计增速 9.6% 左右。②**房地产投资:** 主要城市商品房销售在 7 月“二次探底”后, 在 8 月延续弱势, 仍在近年同期低位水平。8 月底地产政策密集发力, 全国多地包括北上广深均放开“认房不认贷”, 或将提振商品房销售。8 月房地产投资累计同比增速从上月的-8.5% 小幅扩大至-8.8% 左右。③**制造业投资:** 制造业企业投资意愿持续改善。PMI 生产经营活动预期指数继续上行至 55.6%, BCI 企业投资前瞻指数环比也在 7 月边际企稳后明显回升至 54.71%, 政策催化下企业预期持续改善。预计制造业投资累计增速 5.7% 左右, 与上月持平。
- (4) **外贸:** 外需下行边际放缓, 但 8 月出口压力仍存。韩越 8 月出口增速延续分化, 全球需求下行边际放缓, 8 月全球制造业 PMI 回升至 49%, 仍处于收缩区间; 全球 PMI 新订单指数 4 月以来首次回升, 同样仍处于收缩区间。中国 8 月 PMI 新

出口订单指数在荣枯线下边际回升。外需仍有较大不确定性。考虑到去年基数较高，8月出口压力仍大，预计同比增速为-11%左右。

- **(5) 物价：8月猪肉价格上行意义显著，CPI同比或转正。**8月食品价格分化，猪价环比回升对CPI意义显著。PMI服务业销售价格指数环比回升至49.9%，已非常接近临界点，预计服务价格环比基本企稳。商务部监测的生产资料价格指数环比上升1.5%，连续两个月回升。预计8月CPI同比为0.3%，PPI同比为-2.8%，再次确认7月成为年内仅有的CPI、PPI同比双双下降的月份。
- **金融数据前瞻：8月贷款和社融环比改善，或依然同比少增。**8月18日央行等三部委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上提出“要注重保持好贷款平稳增长的节奏，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”，然而与去年相比，今年并没有政策性开发性金融工具等撬动中长期配套贷款投放的有力工具。在8月18日金融管理部门电视电话会议之后，8月下旬票据利率反而持续下滑，贷款投放依旧以“抢票冲量”为主，金融管理部门专题会议的影响或在9月份逐步显现。预计2023年8月份金融机构口径贷款新增0.86万亿左右，较2022年同期同比少增约0.4万亿，对应贷款余额增速或小幅回升至11.30%；预计2023年8月份社会融资规模新增2.0万亿左右，对应社融存量同比增速小幅回落至9.10%。
- **风险提示：**疫情扰动风险；房地产下行程度和长度超预期；外需快速回落，出口下降速度超预期。

内容目录

1. 工业生产：需求好转有望带动生产加速扩张	6
2. 消费：同比增速预计 3%左右	8
3. 投资：基建或带动投资增速阶段性上行	9
3.1. 基建：专项债发行冲刺、资金使用加速有望提振基建投资	9
3.2. 房地产：政策落地，预期明显提振	10
3.3. 制造业：企业投资意愿持续改善	11
4. 外贸：出口压力依然明显	12
5. 通胀：8 月 CPI 或回正	13
6. 金融：环比改善、同比偏弱	14
7. 风险提示	16

图表目录

图 1: 两个 PMI 双双上行	7
图 2: 官方制造业 PMI 及主要分项 (%)	7
图 3: 南方八省发电耗煤量	7
图 4: 整车货运物流指数	7
图 5: 预估日均产量:粗钢:全国(旬)	7
图 6: 汽车半钢胎开工率	7
图 7: 义乌小商品价格指数: 首饰类	8
图 8: 义乌小商品价格指数: 电子电器类	8
图 9: 各月汽车零售	9
图 10: 29 城地铁日均客运量	9
图 11: 电影票房收入	9
图 12: 邮政快递投递量	9
图 13: 水泥发运率	10
图 14: 开工率:石油沥青装置	10
图 15: 30 城商品房销售面积 (7DMA)	10
图 16: 14 城二手房销售面积 (7DMA)	11
图 17: 8 月投资前瞻指数延续回升	11
图 18: 韩国越南 8 月出口增速延续分化	12
图 19: 中国 PMI 新出口订单指数边际回升但仍处于收缩区间	12
图 20: 全球 PMI 新订单指数边际回升但仍处于收缩区间	12
图 21: 8 月猪价、菜价上涨, 水果价格下跌	13
图 22: 生产资料价格指数环比继续回升	13
图 23: 2023 年 8 月票据利率与 CD 利差先升后降	15
图 24: 2023 年 8 月份政府债融资同环比均大幅多增	15
表 1: 8 月经济金融数据前瞻	5

前期稳增长政策效果已经初步显现。从8月PMI来看,尽管仍在荣枯线以下,但已经连续第三个月小幅回升,除就业外,PMI各项主要指标在8月全面回升,其中新订单指数回升0.7个点至50.2%,自4月以来首次回到扩张区间,显示出这一轮稳增长政策初步见效。

8月底密集出台的房地产政策和增加居民收入相关政策将形成稳增长接力,在接下来几个月持续创造有效需求,稳定经济增长。8月底,四大一线城市陆续宣布“认房不认贷”,并且央行和金融监管总局发文降低首付比例和二套房贷利率下限¹。政策落地后,市场热度出现回暖,预计9月开始的房地产销售将明显改善,房地产后周期家居、家电等消费,以及地产开发投资上下游的螺纹钢、水泥和玻璃等行业的需求将随之好转。此外,8月出台延续和新增的13项个税政策,加上下调存量房贷利率,将释放相当规模的减税和让利给居民部门,有助于增收和扩大消费。接下来,关注后续城中村改造政策落地,以及房地产需求端是否会有新措施;下调个税税率也可作为政策工具,在必要的时候推出。

表 1: 8月经济金融数据前瞻

	23M8E	23M7	23M6	23M5	23M4	23M3
GDP: 当季(%)			6.3			4.5
GDP: 累计 (%)			5.5			4.5
CPI(%)	0.3	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.7
PPI(%)	-2.8	-4.4	-5.4	-4.6	-3.6	-2.5
工业增加值(%)	4.0	3.7	4.4	3.5	5.6	3.9
固定资产投资:累计(%)	3.2	3.4	3.8	4	4.7	5.1
基建	9.6	9.4	10.2	9.5	9.8	10.8
房地产	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8
制造业	5.7	5.7	6.0	6	6.4	7
社会消费品零售(%)	3.0	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6
进口(%)	-8.0	-12.4	-6.8	-4.5	-7.9	-1.4
出口(%)	-11.0	-14.5	-12.4	-7.1	7.3	11.4
人民币贷款:新增(亿元)	8600	3459	30500	13600	7188	38900
社会融资规模:新增(亿元)	20000	5282	42241	15556	12171	53800

资料来源: Wind, 德邦研究所测算

¹ 中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整优化差别化住房信贷政策的通知 (pbc.gov.cn)

1. 工业生产：需求好转有望带动生产加速扩张

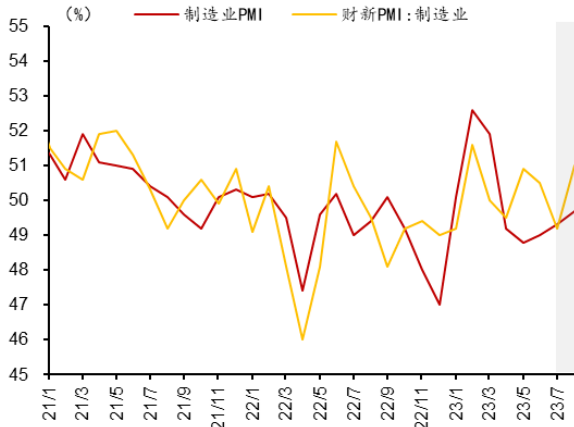
需求对生产的拖累或得到改善。8月官方制造业PMI指数处于49.7%的收缩区间，较上月上升0.4个点；财新制造业PMI较上月回升1.8个点至51.0%，回到扩张区间。官方制造业PMI连续三个月回升，已接近扩张区间临界点，具体来看，8月工业生产环比继续改善，PMI生产指数大幅上升1.7个百分点至51.9%，新订单指数连续回升后在二季度以来首度升至扩张区间，前期拖累生产节奏的需求偏弱问题得到改善后生产景气指标加速上升，考虑到PMI调查问卷在下旬发放，企业生产节奏在8月下旬或有明显提速，但全月来看生产或并未显著扩张。

公路货运指数稳定运行，持续高于去年同期。8月南方八省电厂日耗煤量均值为230.6万吨，与去年同期基本持平，一方面，根据国家气候中心，今夏全国平均气温为1961年以来第二高，仅低于去年夏季，空调等耗电量加大是去年和今年夏季南方八省电厂日耗煤量均值显著高于往年的主要原因。从G7的公路货运指数来看，今年8月均值为113.3，较去年同期增加13.4%，比2021年同期则低10.2%，较2021年降幅与7月持平，环比也相对平稳，在6-7月分别环比上升8.0%和11.9%后8月环比上升1.4%，本轮稳增长始于7月，8月是政策措施陆续落地期，尚需时间形成实物工作量，8月供给端修复或为阶段性放缓，待促消费扩内需政策逐步生效、项目逐步落地，9月供给端环比修复有望再次加快。

从重点行业来看，汽车、钢铁等行业生产均边际向好。汽车半钢胎开工率8月均值为72.07%，环比上升0.63个百分点；8月前20天日均粗钢产量为296.8万吨，与7月持平，高于去年同期的275.2万吨。两项数据较7月改善幅度均较7月较6月改善幅度收窄，从扩内需政策出台到实际效果显现在数据上仍需一段时间，随着稳地产政策陆续出台和专项债发行加速后实物项目开启施工，对后续重点行业生产仍可保持乐观。

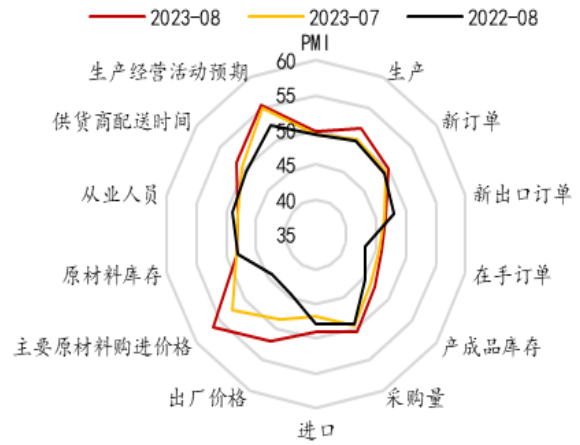
工业生产环比持续改善，预计同比增速为4%左右。

图 1：两个 PMI 双双上行



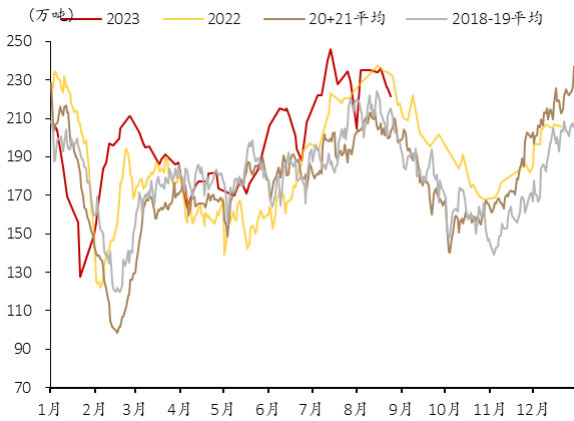
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2：官方制造业 PMI 及主要分项 (%)



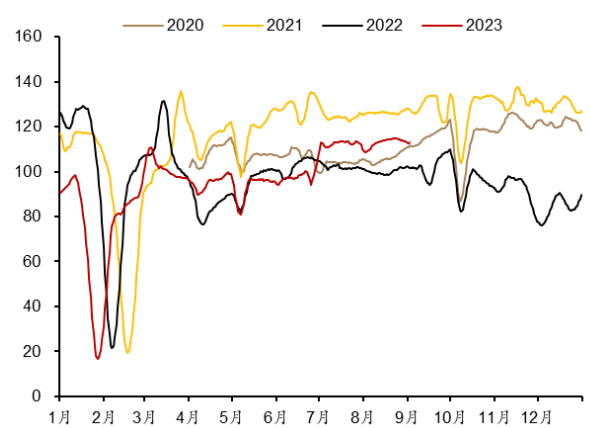
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3：南方八省发电耗煤量



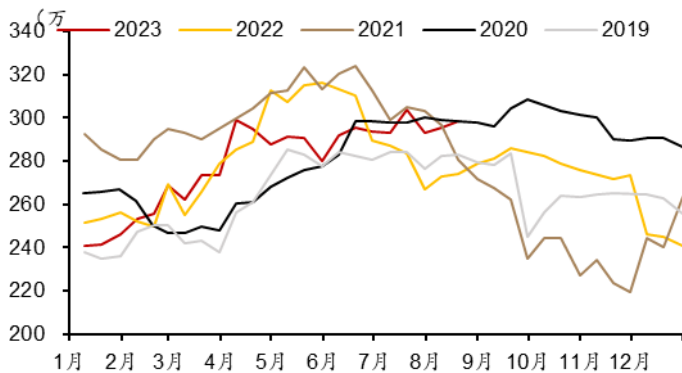
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4：整车货运物流指数



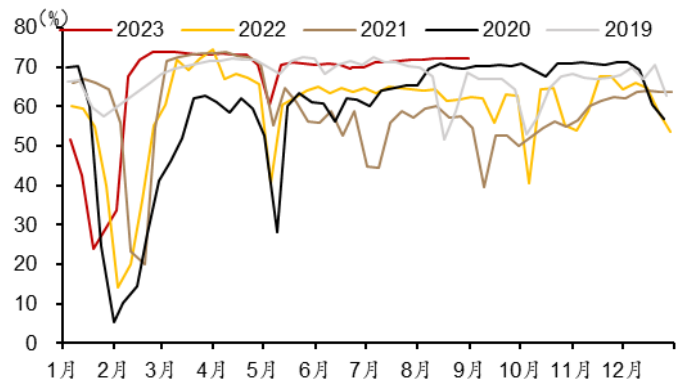
资料来源: G7, 德邦研究所

图 5：预估日均产量:粗钢:全国(旬)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 6：汽车半钢胎开工率



资料来源: Wind, 德邦研究所

2. 消费：同比增速预计 3%左右

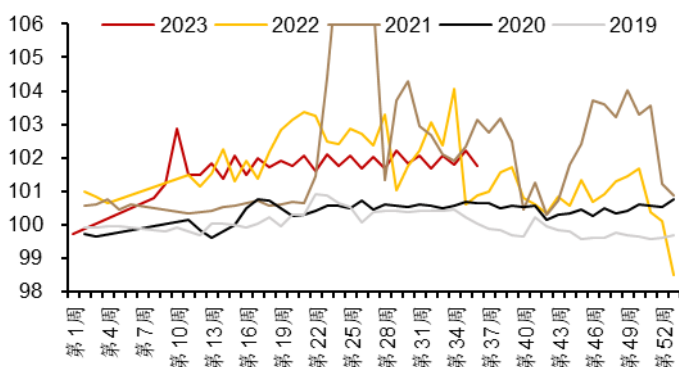
商品消费方面，可选消费表现相对较好。从义乌小商品价格指数看，8 月首饰类价格指数月均值为 101.94，环比下降 0.03 点，同比低于去年同期 0.04 点；8 月电子电器类价格指数月均值为 104.93，环比上升 0.99 点，同比高于去年同期 1.08 点。虽然今年商品消费恢复相对较缓，但义乌首饰类小商品价格指数持续位于较高水平，首饰类消费热度持续较高；义乌电子电器类小商品价格指数在《关于促进电子产品消费的若干措施》发布后逐步走高，以往类似电子产品促消费政策主要在各地单独推进，而今年发改委从全国层面发布的电子产品促消费政策或将有效提振电子产品消费。此外，7-8 月汽车等大宗消费略显疲软也为居民消费在首饰、电子产品等可选消费方向上留出了空间。

汽车零售环比延续季节性下降，同比高基数影响下低于去年同期。根据乘联会的周度零售数据，8 月乘用车日均销量约为 4.96 万辆，环比下降 12.3%，较去年同期下降 16.5%。去年 7 月商务部等 17 部门发布《关于搞活汽车流通 扩大汽车消费若干措施的通知》，重点提及新能源汽车消费与活跃二手车市场，规定各地区不得设定本地新能源汽车车型备案目录，取消二手车限迁政策，政策驱动下去年 7-8 月汽车零售销量保持较高，今年在高基数因素影响汽车零售销量同比明显减少。今年 7 月下旬发改委发布《关于促进汽车消费的若干措施》，与去年 7 月促汽车消费政策相比，今年的政策措施以延续前期激励方式为主，虽然也提及新能源汽车消费和二手车市场，但主要关注点分别为新能源汽车配套设施与落实取消二手车限迁，并无显著增量措施，这或是今年 8 月同样作为政策落地后时点汽车零售不及去年同期的主要原因。

服务消费方面，人口流动环比下降，票房收入回归常态，快递量同比微增。8 月，29 城地铁日均客运量为 275.9 万，较 7 月减少 1 万，7 月往往是暑期出行最高峰，旅游需求和假期观影等休闲娱乐需求旺盛带动人口流动达到年内高点，8 月是暑期后半段，出行量通常季节性低于 7 月。从票房收入和邮政快递投递量也可以佐证 8 月服务消费环比弱于 7 月，8 月电影票房收入总计 75.28 亿元，显著低于 7 月的 97.84 亿元，与同样没有疫情影响的 2019 年同期相比基本持平，指向电影行业或已基本回归常态。从快递业务量来看，8 月邮政快递投递量总计 97.51 亿件，显著低于 7 月的 123.81 亿元，但同比增加 5.75%，依然好于去年。

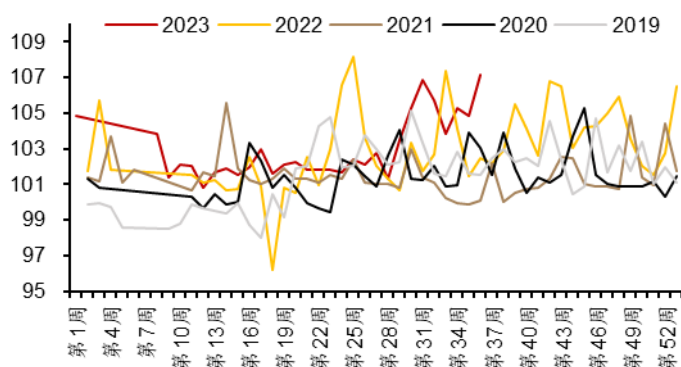
预计 8 月社零增速可能为 3%左右。

图 7：义乌小商品价格指数：首饰类



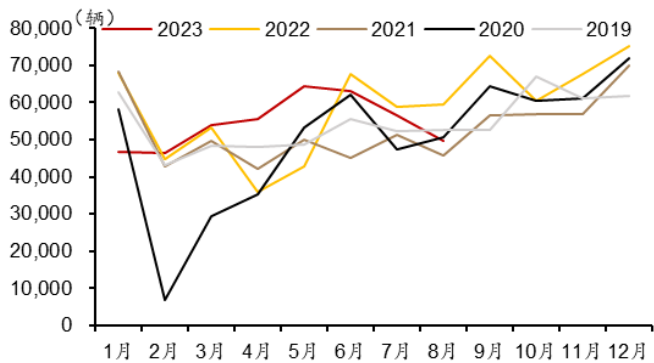
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：义乌小商品价格指数：电子电器类



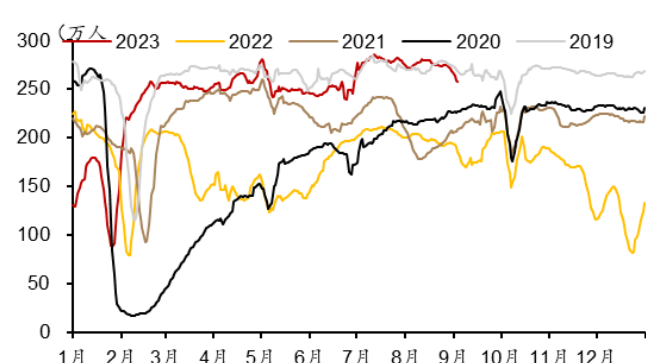
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：各月汽车零售



资料来源：Wind，德邦研究所

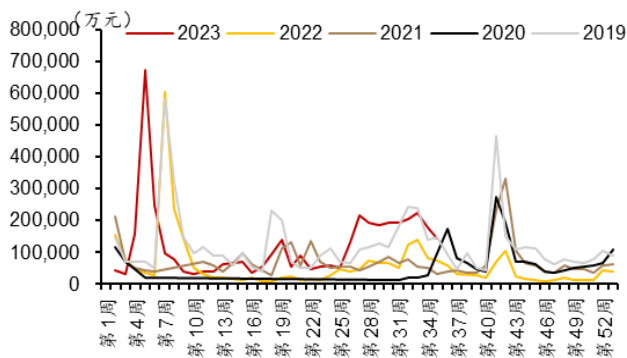
图 10：29 城地铁日均客运量



资料来源：Wind，德邦研究所

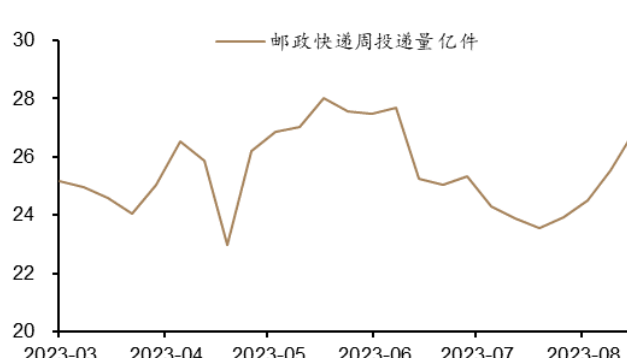
注：各年份 8 月汽车零售周度数据日均值，截至 8 月 27 日当周

图 11：电影票房收入



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：邮政快递投递量



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 投资：基建或带动投资增速阶段性上行

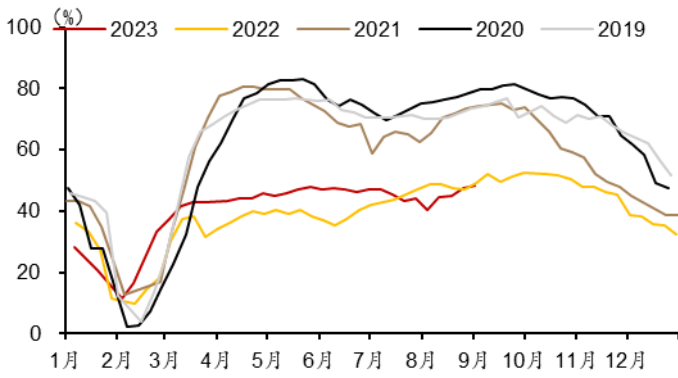
3.1. 基建：专项债发行冲刺、资金使用加速有望提振基建投资

专项债发行进入冲刺阶段，有望推升基建投资增速。8 月 28 日国务院关于今年以来预算执行情况的报告中明确提出今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。根据全国人大批准的预算报告，2023 年全年新增专项债额度在 3.8 万亿，1-8 月总计发行了 3.09 万亿，也就意味着 9 月需要发行新增专项债 7083 亿，与 1-8 月月均值 3856 亿相比大幅增加。8 月地方政府新增专项债规模在 5946 亿，已较前期明显增加，9 月专项债发行量或进一步增加，同时由于专项债资金 10 月底前使用完毕的要求，8-10 月基建资金到位量的增加或驱动基建实物工作量提高，推升基建投资增速。

以开工数据来看，基建实物工作量或正增加。8 月水泥发运率 44.2%，比去年同期低 3.9 个百分点，也远低于 2018-2021 年同期的 70.9% 左右；石油沥青装置开工率 44.9%，比去年同期高 7.7 个百分点，已上升至接近 2018-2021 年同期均值的 46.2% 左右，且在 2018 年以来同期水平力仅低于 2020 年。7 月下旬石油沥青开工率快速上升后维持在了近年相对高位水平，一方面，8 月初北方部分地区洪涝灾害后道路、建筑修复需求需求较多；另一方面，8 月地方政府专项债发行加速，基建实物工作量或正加速落地。

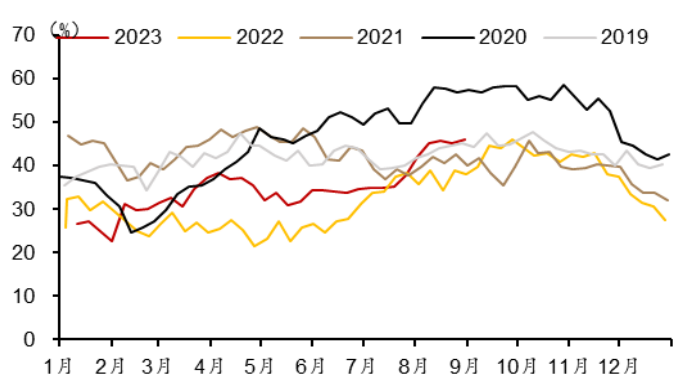
预计 8 月广义基建累计增速 9.6% 左右。

图 13: 水泥发运率



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 开工率:石油沥青装置



资料来源: Wind, 德邦研究所

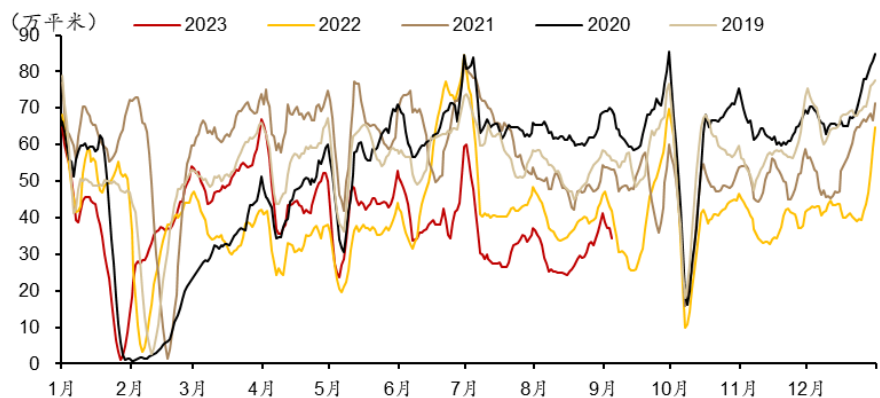
3.2. 房地产: 政策落地, 预期明显提振

从高频数据来看, 8月主要城市商品房销售继续磨底。30个大中城市新房日均销售面积约为30.6万平, 在7月环比大幅下降11.1万平后再次环比下降0.3万平, 环比降幅1%; 比2019-2021年同期均值低23.8万平。二手房方面, 8月14个城市的日均成交面积为22.7万平, 较7月增加1.6万平, 环比上升7.7%; 比2019-2021年同期均值低1.5万平左右。主要城市商品房销售在7月“二次探底”后, 在8月延续了弱势局面, 仍在近年同期低位水平。今年以来地产销售整体弱势, 结构上新房销售明显弱于2019-2021年同期, 而二手房销售热度较高, 阶段性大幅高于2019-2021年同期, 或是居民对开发企业信心不足、更倾向于购置二手现房所致。

政策落地, 需求释放可期。8月底地产政策密集发力, 全国多地包括北上广深均放开“认房不认贷”, 首套房存量房贷利率调整要求也已出台, 政策力度较超预期, 尤其是“认房不认贷”的大面积应用, 或将提振商品房销售, 根据诸葛找房的数据, 政策落地以来9月初的几日北京、上海涨价房源量快速增加, 侧面反映出市场对一线城市“认房不认贷”放开后楼市热度增加预期较好。

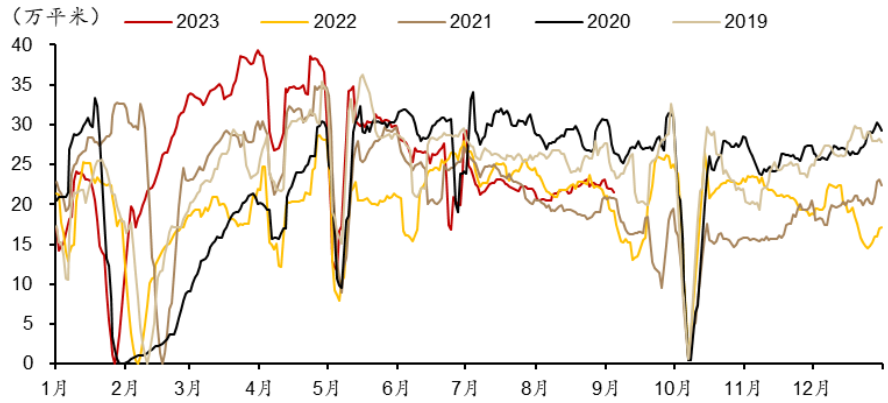
8月房地产投资累计同比增速从上月的-8.5%小幅扩大至-8.8%左右。

图 15: 30城商品房销售面积(7DMA)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 14 城二手房销售面积 (7DMA)



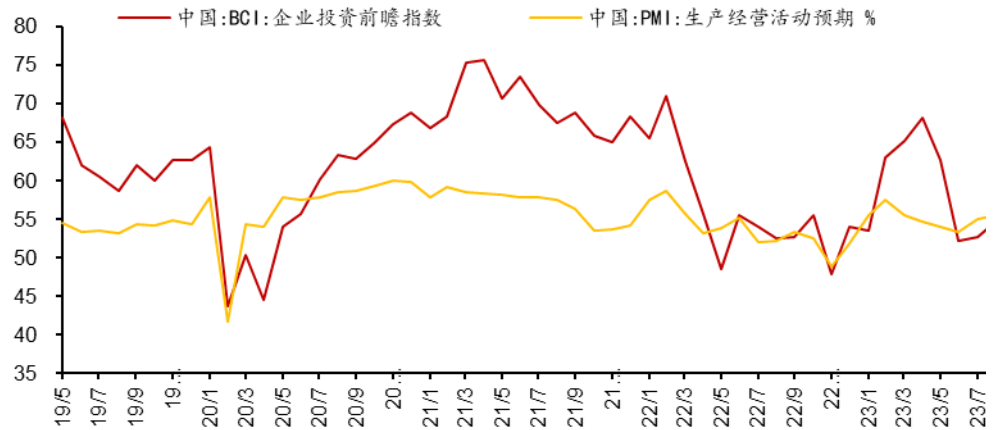
资料来源: Wind, 德邦研究所

3.3. 制造业: 企业投资意愿持续改善

制造业企业投资意愿持续改善。8月PMI小幅回升,已非常接近50%荣枯线,其中,生产经营活动预期指数在7月时隔4个月首次回升后继续上行至55.6%,前期促进民营经济发展和扩内需一系列政策密集落地后企业信心持续恢复。同时,BCI企业投资前瞻指数环比也在7月边际企稳后明显回升至54.71%,8月BCI企业投资前瞻指数和PMI生产经营活动预期指数双双延续回升,政策催化下企业预期持续改善。

预计制造业投资累计增速5.7%左右,与上月持平。

图 17: 8 月投资前瞻指数延续回升



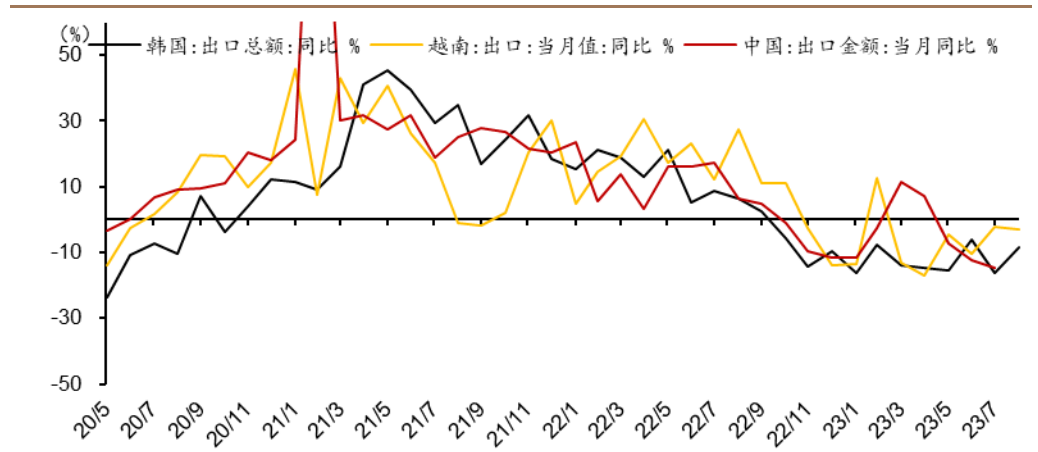
资料来源: Wind, 德邦研究所

4. 外贸：出口压力依然明显

外需下行边际放缓，但8月出口压力仍存。韩越8月出口增速延续分化，韩国8月出口同比下降8.4%，降幅缩小8个百分点，越南同比下降3.03%，降幅扩大0.91个百分点。全球需求下行边际放缓，8月全球制造业PMI回升至49%，为3月以来首次回升，但仍处于收缩区间；全球PMI新订单指数回升至48.1%，为4月以来首次回升，同样仍处于收缩区间。中国8月PMI新出口订单指数在荣枯线下边际回升，结构上看大型和小型企业新出口订单指数明显回升，中型企业新出口订单指数却反而大幅下降，外需仍有较大不确定性。

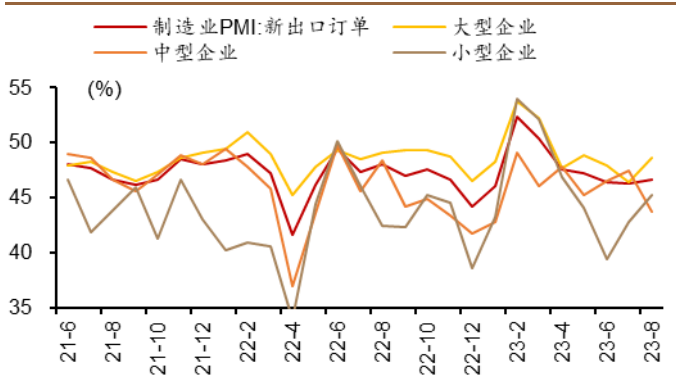
考虑到去年基数较高，8月出口压力仍大，预计同比增速为-11%左右。

图 18：韩国越南 8 月出口增速延续分化



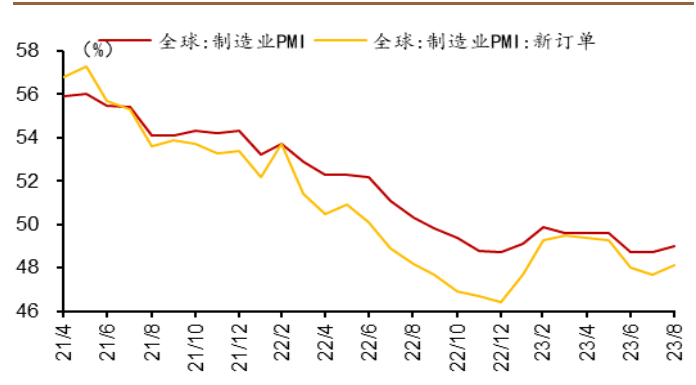
资料来源：Wind，德邦研究所

图 19：中国 PMI 新出口订单指数边际回升但仍处于收缩区间



资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：全球 PMI 新订单指数边际回升但仍处于收缩区间



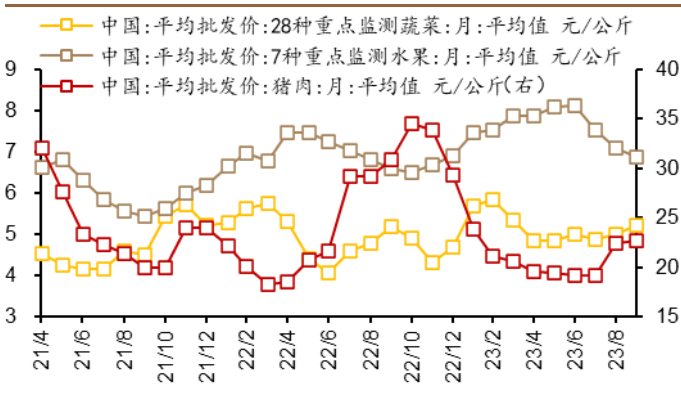
资料来源：Wind，德邦研究所

5. 通胀：8月CPI或转正

8月猪肉价格上行意义显著，CPI同比或转正。8月猪肉平均批发价为22.45元/公斤，较7月环比上涨17.47%；重点监测的28种蔬菜价格环比上涨2.21%，重点监测的7种水果价格环比下跌5.58%，食品价格分化，猪价环比回升意义显著。PMI服务业销售价格较能反映CPI服务项的变化，8月该指标环比上升0.6个百分点至49.9%，已非常接近临界点，预计服务价格环比基本企稳。此外，商务部监测的生产资料价格指数环比上升1.5%，连续两个月回升。

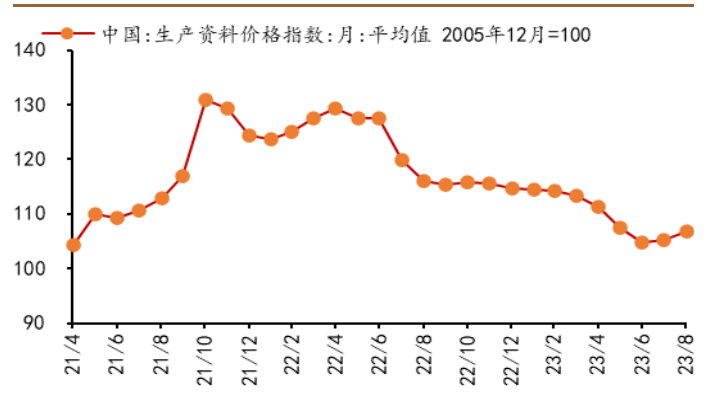
综合来看，预计8月CPI同比为0.3%，PPI同比为-2.8%，再次确认7月成为年内仅有的CPI、PPI同比双双下降的月份。

图 21：8月猪价、菜价上涨，水果价格下跌



资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：生产资料价格指数环比继续回升



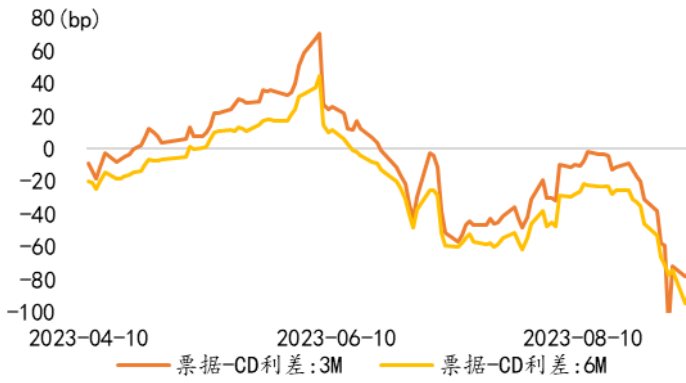
资料来源：Wind，德邦研究所

6. 金融：环比改善、同比偏弱

8月贷款和社融环比改善，或依然同比少增。2022年8月份是去年中长期贷款同比增速的拐点，回溯来看：先是2022年6月29日国常会决定使用3000亿元政策性开发性金融工具撬动基建投资，在落地到具体项目之后，8月24日国常会再增加3000亿元以上额度，这即是总额度7399亿元政策性开发性金融工具的来源；其次8月22日央行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会，确立“保持贷款总量增长的稳定性”的贷款工作基调；再次进入9月份之后央行创设设备更新改造专项再贷款等新型政策工具。在央行“降息”、新增政策性开发性金融工具和新创设再贷款工具等多项因素的加持下，中长期贷款在去年8月份之后进入投放高景气阶段，政策引领是2022年8月至2023年一季度末贷款稳健投放主要因素，并且非金融企业中长期贷款占比持续保持高位。对比今年，8月18日央行等三部委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上，同样提出“要注重保持好贷款平稳增长的节奏，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”，然而今年并没有政策性开发性金融工具等撬动中长期配套贷款投放的有力工具。基于此：(1)从指征贷款投放景气度的票据利率走势来看，8月份，3个月期和6个月期国股银票转贴现利率月度均值上升，3个月期国股银票转贴现利率从7月份平均值1.6676%上升至8月份平均值1.7630%，6个月期国股银票转贴现利率则从7月份的平均值1.6386%上升至8月份平均值1.7561%，但从月末来看，8月最后一周，6M和3M国股银票转贴现利率分别从7月最后一周的1.66%和1.68%下滑至1.63%和1.58%，3M和6M票据利率月均值上升、月月底下滑意味着8月中上旬银行放贷意愿有所上升，但月底存在“抢票据”冲量贷款现象，以银票转贴现利率作为银行资产端、以同业存单收益率作为银行负债端，8月份票据融资利率和同业存单收益率之差月均值有所回升，从利差的月末最后一周来看，3个月期和6个月期票据与同业存单利差平均值分别从-37.24bp和-51.80bp扩张至8月份的-47.30bp和-54.40bp，这也就意味着在8月18日金融管理部门电视电话会议之后，8月下旬票据利率反而持续下滑，贷款投放依旧以“抢票冲量”为主，金融管理部门专题会议的影响或在9月份逐步显现。

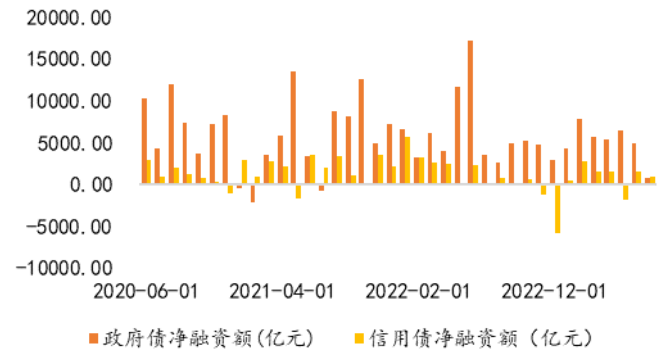
预计2023年8月份金融机构口径贷款新增0.86万亿左右，较2022年同期同比少增大约0.4万亿，对应贷款余额增速或小幅回升至11.30%；(2)预计2023年8月份社会融资规模新增2.0万亿左右，对应社融存量同比增速小幅回落至9.10%，从Wind统计数据看，2023年8月份新增政府债券净融资约为12351亿元，较2022年同期同比大幅多增9745亿，Wind统计企业债净融资规模增长1961亿元，较2022年同期多增798亿元。由于2022年地方政府债发行前置，导致基数效应对社融结构的扰动较大，7月底中央政治局会议定调稳增长发力后，8月各地要求年内专项债限额于9月内发行完毕，8月份政府债券融资环比明显加速。

图 23: 2023 年 8 月票据利率与 CD 利差先升后降



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 24: 2023 年 8 月份政府债融资同环比均大幅多增



资料来源: Wind, 德邦研究所

7. 风险提示

- (1) 疫情扰动风险；
- (2) 房地产下行程度和长度超预期；
- (3) 外需快速回落，出口下降速度超预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，侧重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。