

宏观动态报告

2023年09月15日

政策释放下经济平稳回升，房地产仍未止跌

——2023年8月经济数据分析

核心内容：

8月经济各部门低位回升。消费、投资、工业生产增速均超过预期，8月经济运行展现了平稳迹象。8月居民出行继续增加，餐饮消费持续上行，商品消费也有所回升，消费底部区域已经确认。投资下滑速度减缓，制造业投资和基建投资均有所回升，出口虽然下滑，但是出口总额仍然较高，工业生产持续上行，工业生产可期待秋高峰。8月份房地产继续下滑，没有止跌，这是经济回升的阻碍。3季度在政策托底的作用下整体经济增速可能低位平稳运行，4季度补库存带动经济温和恢复。

消费回升，必需品和非必需品同时走高，但非必需品上升速度更快，这得益于汽车消费回暖。8月生活必需品消费回升，非必需品中汽车、石油制品、金银珠宝消费回升，手机消费平稳，房地产相关消费和文化办公用品稍显疲软。8月份居民旅游和外出餐饮继续上行。居民对于未来预期恢复速度偏弱，消费的恢复仍然是缓慢的。

投资的回落速度低于预期，制造业、基建回升，但房地产继续下行，民间投资惯性走低。制造业投资有所反复，电气机械和汽车投资惯性增长。基建投资单月快速上行(+9.9%)，政府项目推出明显加快。房地产投资仍然回落，下行速度不减(-19.0%)。政府项目加快推出托底投资，房地产是拖累投资最大的行业。

工业增加值8月份同比环比均上行。8月是生产底部反弹，9月继续走高。出口产业带动生产回升，中、下游行业生产回升，化学原料、橡胶、汽车、电子产品生产上行。生产总体低于去年，订单的不稳定带来了生产波动增加。8月内需订单在回升，9月生产秋高峰仍然可以期待。

就业成为政策锚点，开始边际改善。城镇调查失业率8月再次回落至5.2%（前值5.3%）。外来户籍和外来农业户籍的调查失业率分别降至4.8%（前值5.2%）、4.4%（前值4.8%）。

8月和9月央行降息降准，政府融资加快发行，房地产支持政策快速推出，政策对经济的支持在逐步增加。政策层为承托经济推出降息降准，并且货币宽松并未结束，主要对冲经济下行。3、4季度政府融资加快，现有项目投资会加快推进，各部门政策组合加速。

消费、生产底部回升，回升力度平稳，投资受房地产拖累仍然下行，2季度GDP增长偏缓，3季度GDP的环比增速超过2季度，但仍然低于历史水平。按照消费、投资在GDP的中比例，我们预计年度GDP增速在5.1%左右。预测增速与中央年度经济5%左右的目标保持一致，现阶段经济并未失速。政策以就业为主，这就预示着经济政策的实施和起效都较为温和，政策支持更多的是承托经济，而不是拉动经济。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：(8610) 8092 7606

✉：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.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

目 录

一、消费：稳定的回升	3
二、房地产仍未止跌	4
三、固定资产投资：制造业投资出现回升	6
（一）固定资产投资	6
（二）基础设施投资	6
（三）制造业投资消费端反弹	7
四、8月工业与服务业都出现改善	8
五、就业也开始改善	9

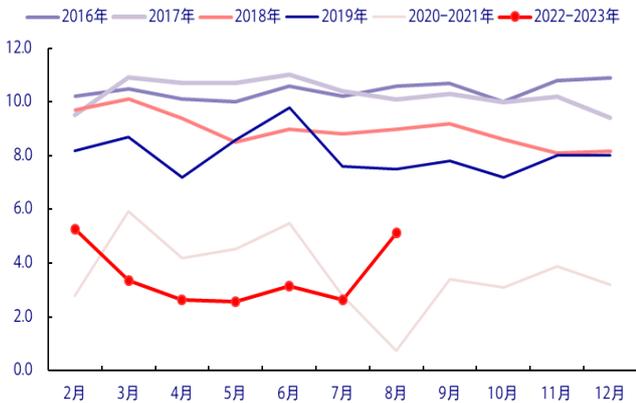
一、消费：稳定的回升

2023年8月份社会零售总额 37,933 亿元，增长速度为 4.6%。1-8 月份社会零售总额增长 7.0%，去除汽车增长 7.2%。

8 月份全社会消费回升，商品和餐饮消费上行，居民必需品和非必需品消费走高。从两年平均水平来看，8 月平均消费增速 5.1%，比 7 月份上行 2.5 个百分点。其中 8 月份商品零售增长 4.9%，上行 2.4 个百分点，餐饮消费 10.9%，上行 3.9 个百分点。限额以上商品来看 8 月份居民必需品消费增长 3.9%，非必需品消费上行 0.8%。

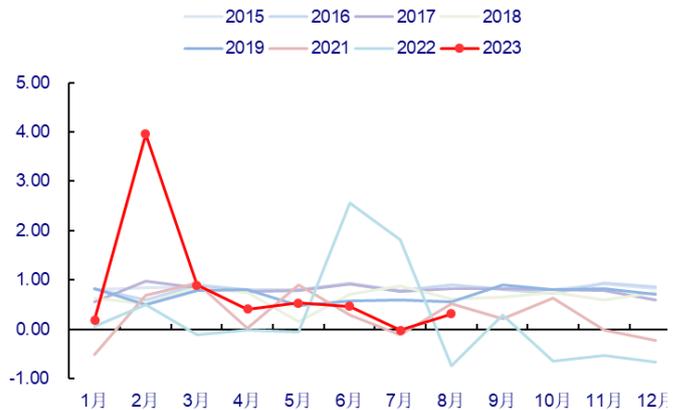
8 月份消费品零售总额季调环比增长 0.3%，环比逐步恢复，消费整体平稳。8 月份居民外出旅游继续旺盛，对商品消费同时回升。但是消费速度仍然平稳，居民对于未来收入的预期阻碍了消费的回升。

图 1：2022-2023 年 8 月平均消费增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

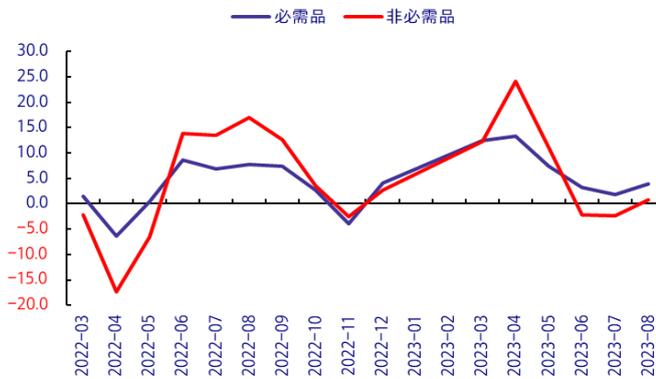
图 2：8 月份消费环比增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

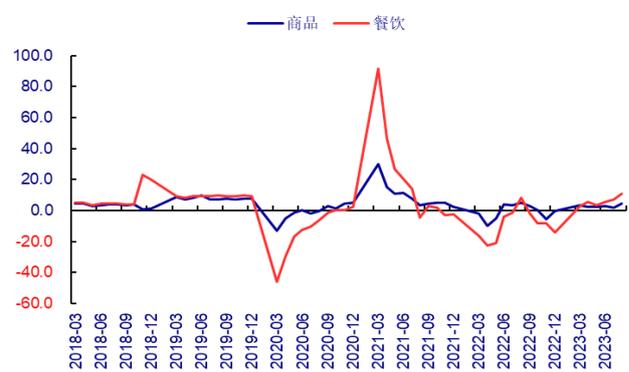
8 月份从两年平均增速来看：（1）居民生活必需品消费小幅回升。食品消费增速 6.3%，上行 0.5%；日用品消费增速转正，上行 2.5%；药品和服装消费增速走高，分别为 6.4%和 4.8%。（2）汽车和石油消费增速上行。石油及石油制品消费上行 11.5%，汽车上行 4.4 个百分点至 8.5%。（3）居民娱乐和奢侈品消费基本平稳。金银珠宝消费增长 7.2%，比上月回升 1.1 个百分点；通讯器材消费下降 2.0 个百分点至 1.9%。（4）房地产相关消费仍然下滑。建筑及装潢材料消费下滑 10.2%，家具下滑 1.6%，家用电器和音像制品增长 0.25%。

图 3: 必需品和非必需品消费 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (2023 年数据为 2022 年和 2023 年平均数)

图 4: 两年平均商品和餐饮消费增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (2023 年数据为 2022 年和 2023 年平均数)

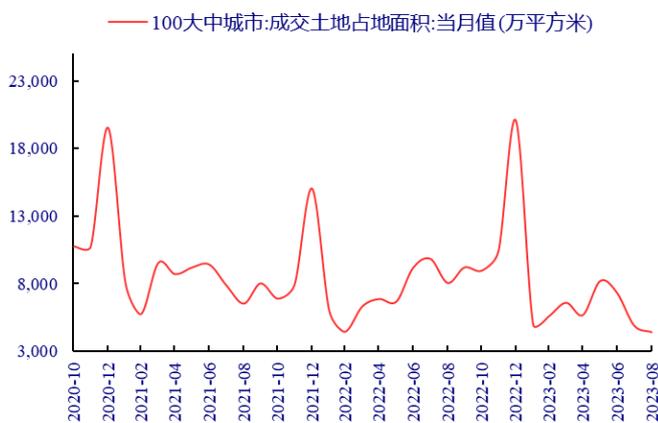
8 月份整体来说, 居民消费保持稳定。居民生活用品平稳增长, 汽车和石油制品消费回升速度加快, 手机消费小幅回落, 金银珠宝消费回升, 房地产相关消费仍然疲软。除居民外, 办公用品销量也有所下滑, 这是政府消费和企业消费共同疲软带来的。

8 月份的消费增速虽然好于 7 月, 但是恢复的速度缓慢稳定。旅游餐饮的上行并不能带动整体消费回升, 大宗商品消费仍然具有不稳定性, 房地产低迷也是消费疲软的重要原因。3 季度消费增速低位平稳, 预计消费增速 3.9%, 全年消费增速 6.4%。

二、房地产仍未止跌

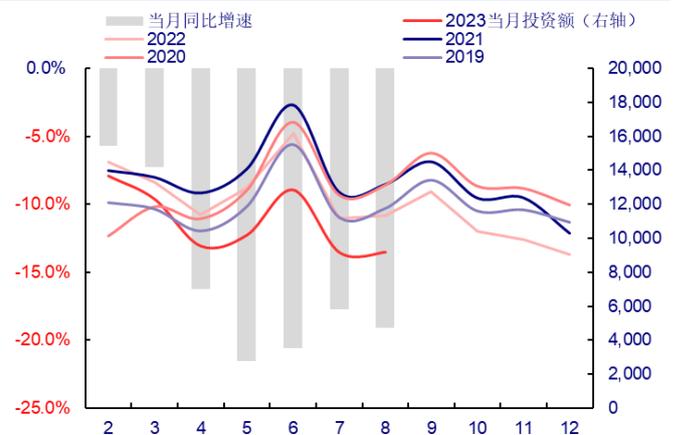
2023 年 1-8 月份房地产投资额 7.69 万亿元, 比去年同期下降了 8.8%。房地产单月投资负增长 19%, 8 月房地产投资下滑幅度加深。

图 5: 100 大中城市土地成交面积



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 1-7 月份房地产投资额 (亿元)



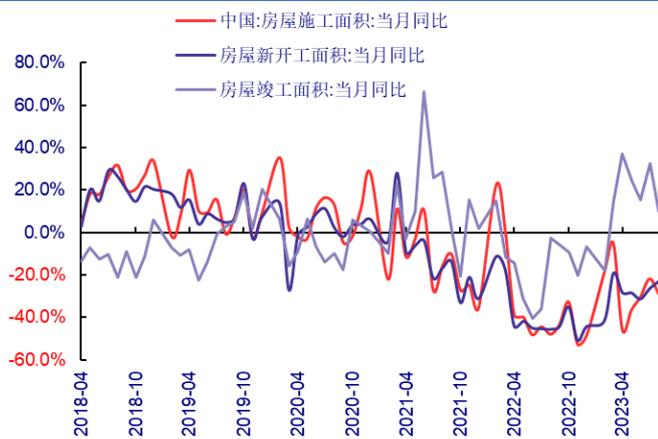
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从生产端来看, 新屋开工和施工处于底部, 竣工增速稍有回升。1-8 月份, 新增房地产新开工面积 6921 万平方米, 比去年同期的 8955 万平方米下滑 23%; 施工面积比去年同期回

落 29%至 6732 万平方米。竣工面积 5.3 万亿平方米，上行 10%（前值 33%）。8 月单月房地产新开工继续下滑，施工面积下滑速度增大。房地产开发商需要更多支持，从竣工来看，保交楼政策支持的效果逐步减退。从土地流转来看，8 月份 100 大中城市土地成交面积增速，房地产开发商拿地 8 月份仅有 5 月的一半，环比下降 9.7%，同比下降 45%，综合来看开发商拿地和新开项目意愿依旧低迷。

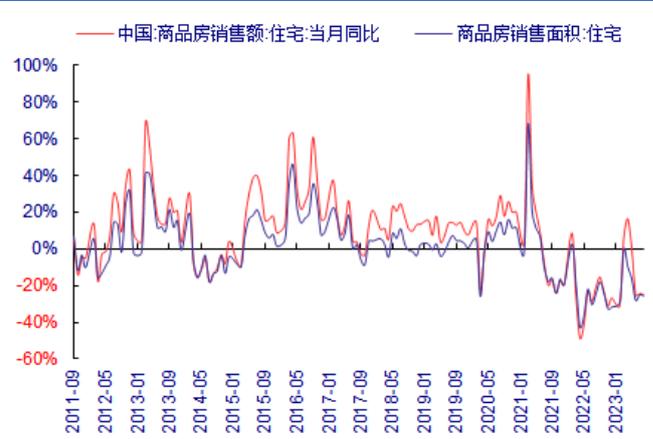
从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额继续下滑。8 月份单月商品房销售面积-5.5%（前值-4.3%），降幅扩大；商品房销售额增速由正转负累计下降-1.5%（前值 0.7%），高频数据上，30 城成交面积也显示商品房销售低迷，鉴于“认房不认贷”等促需求政策各城市落实时间不同，因此需求端的政策效果有待观察。

图 7：房屋开工下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：7 月商品房销售面积和销售额



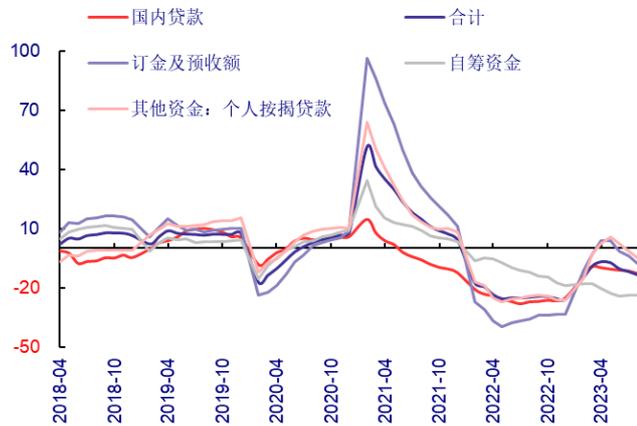
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

房地产行业开发资金来源累计同比降幅继续成扩大趋势，本月录得-13.59%（前值-11.89）。国内贷款、订金及预收款和个人按揭贷款降幅扩大，分别为-13.10%（前值-11.77%）、-7.74%（前值-4.19%）和-23.97%（前值-24.07%）。自筹资金略微收窄降幅，录得-23.97%（前值-24.07%）

房地产行业压力仍然较大，房地产行业仍然在出清过程中，地产政策对销售有滞后效应。进入 8 月份有关房地产的政策密集出台，包括证监会放开房企融资限制，“认房不认贷”、降低首付以及短端 LPR 降低和存量 LPR 下调等，但多数政策接近月底发出，对 8 月数据的效果有限，且房地产政策通常有时滞效应，购房者从出台政策到决定购房再到完成交易时间跨度大。

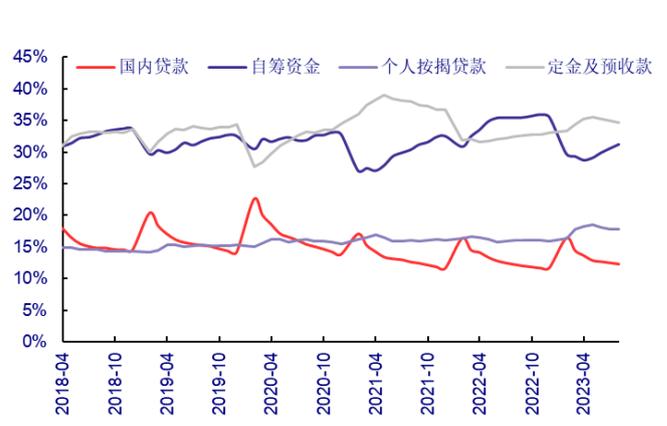
目前需求端的政策已陆续出台，政策效果有待观察，预计 9 月会有所好转。但供给端房企资金压力和拿地、开工意愿依旧没有得到缓解。2023 年预计房地产投资 11 万亿左右，房地产开发面积在 10 亿平方米，投资增速下滑至-9.0%左右。

图 9：房地产到位资金增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：房地产资金来源占比



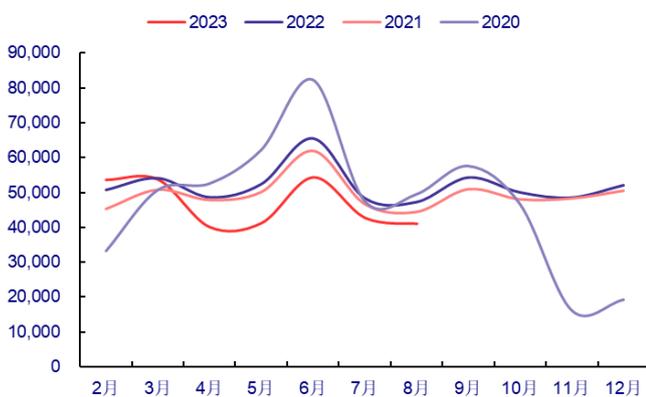
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、固定资产投资：制造业投资出现回升

(一) 固定资产投资

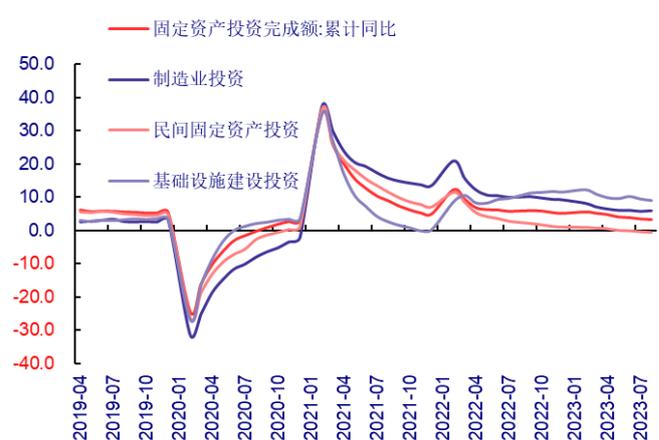
1-8 月固定资产投资额为 327,042 亿元，同比增长 3.2%（前值 3.4%），增速小幅回落。其中制造业投资 5.9%（前值 5.7%），基础设施投资同比 8.96%（前值 9.41%），民间投资同比 -0.7%（前值 -0.5%）。当月来看，1-8 月固定资产投资额增加 4.14 万亿（前值增 4.28 万亿），增幅放缓，且低于过去三年平均水平。3 月以来固定资产投资当月额持续低于过去三年平均水平。

图 11：固定资产单月投资额 (亿)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：三大产业单月投资增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 基础设施投资

1-8月基础设施投资同比增长8.96%（前值9.41%）。分行业看，铁路建设继续维持高增幅，同比增长23.4%（前值24.9%）；道路建设同比1.9%（前值2.8%）；公共设施同比负增长0.6%（前值0.8%）；水利建设同比4.8%（前值7.5%）。基础设施投资增速整体边际递减，但政府融资方面在8月有超预期情况，8月金融数据上政府融资的超预期的达到了11.8万亿元带动了社会融资增速的回升，因此政府融资的增加有望在下半年带动基础设施投资的增长。

图 13：基础设施投资各行业增速（%）

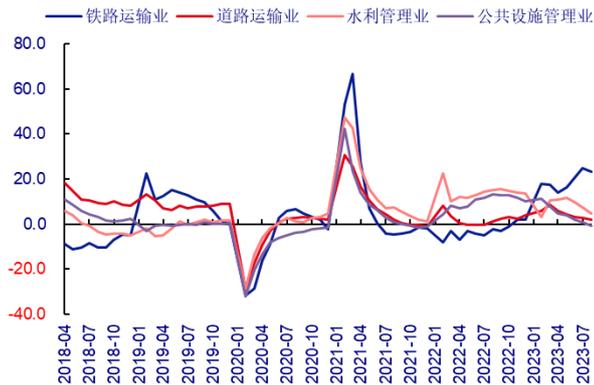
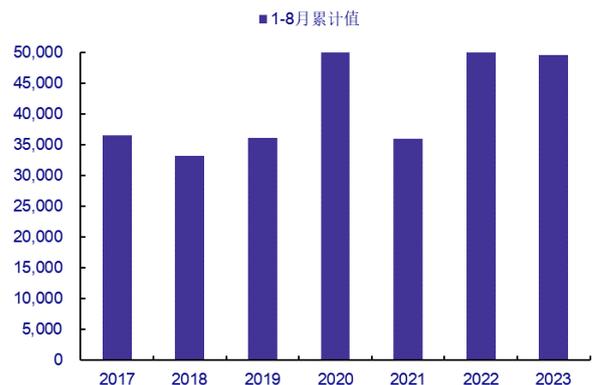


图 14：1-8 月份政府债券融资额度（亿）



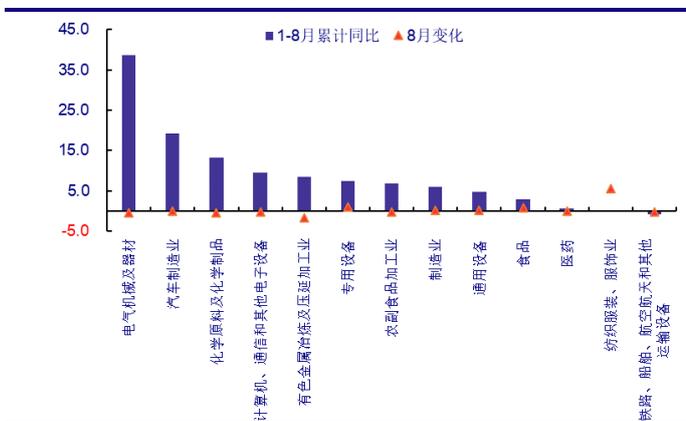
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）制造业投资消费端反弹

1-8月份制造业投资增速5.9%，较上月回升0.2%。分行业看，电气机械及器材制造投资依旧保持高增长，达到38.6%（前值39.1%）；其他高增长的行业有汽车制造业（19.1%）、化学原料及化学制品业（13.2%）、计算机（9.5%）、通信和其他电子设备（8.5%）、有色金属（8.5%）、专用设备（7.5%）以及农副食品加工（6.8%）。但整体来看高增长行业增速开始边际降速，除专用设备外本期变化全部为负；而下游消费品制造业投资增速有明显反弹：食品制造业，同比增长2.8%（前值2%）；纺织服装修正投资增速下滑态势，本期同比增长0%（前值-5.5%）。下游消费投资增速反弹的主要驱动来源于扩大内需的政策预期利好，8月中央经济工作会议强调要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需。企业对政策预期带动投资增速。

图 15：制造业各行业累计投资增速（%）



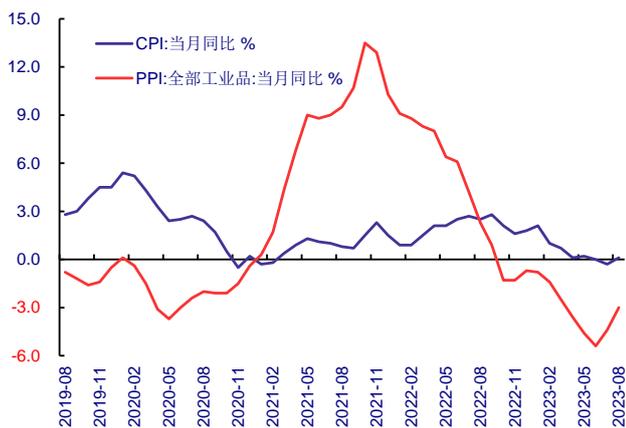
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、8月工业与服务业都出现改善

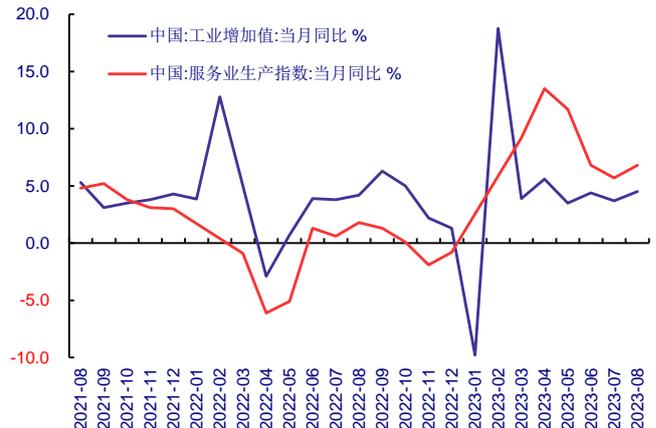
8月工业增加值增速与服务业生产指数增速都出现改善，采矿业与制造业是工业增速的主要支撑。8月工业增加值环比+0.5%，同比+4.5%（前值+3.7%）；1-8月累计同比+3.9%。分三大门类来看，8月采矿业同比+2.3%（前值+1.3%），制造业同比+5.4%（前值+3.9%），电力热力燃气供水同比+0.2%（前值+4.1%），在电力热力燃气供水业增速回落的情况下，采矿业和制造业驱动了工业增加值增速的上行。8月服务业生产指数同比+6.8%（前值+5.7%），其中信息技术行业生产指数同比+11.5%（前值11.2%）。服务业生产指数增速自4月出现下行趋势之后迎来首次反弹。

价格数据同样可以印证。8月CPI环比+0.3%，同比+0.1%（前值-0.3%），消费品需求不足的情况正在改善。8月PPI环比+0.2%，开始回正，同比降幅收窄至-3.0%（前值-4.4%），工业品需求不足的情况也开始改善。PPI收窄降幅，有利于工业企业利润的修复，以及投资增速、出口增速等名义增速的修复。从政策层面来看，通胀率回归正常，有利于降低实际利率和货币政策效果释放，有利于缓解地方债压力，提升财政收入，增加政策效果和空间。

图 16: 8月CPI回归正值, PPI连续收窄降幅, 有助于工业 图 17: 7月工业增加值同比3.7%, 服务业生产指数同比5.7%



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

分子行业来看，金属与化工仍然保持较高增速，与7月以来PPI持续收窄降幅一致；装备制造业开始出现局部修复，特别是汽车、电子行业在8月出现反弹；消费品和非金属建材仍然受到房地产的拖累。如下表所示，能源和原材料行业中，化工、黑色金属加工、有色金属加工保持较高增速，特别是化工行业在8月进一步加速至14.8%。装备制造之中，电气机械和器材制造增速至10.2%，汽车制造、电子设备制造业增速则分别反弹至9.9%、5.8%，这是8月工业生产的最大亮点之一。消费品制造业、非金属建材仍存在负值情况，与房地产开发投资增速进一步下行有关。

图 18：工业主要子行业增加值增速以及近三个月趋势

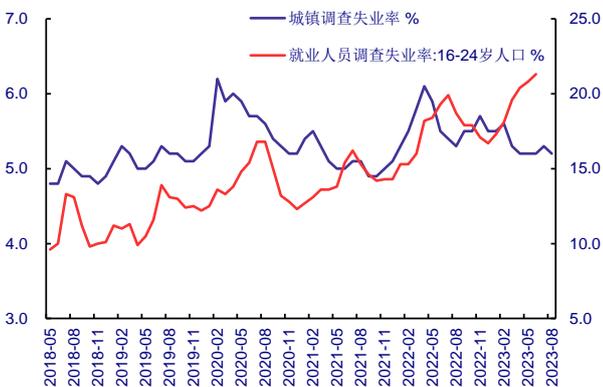
行业分类	规模以上工业增加值增速：%	6月当月	7月当月	8月当月	近三个月趋势	1-8月累计
		同比	同比	同比		同比
能源供应	煤炭开采和洗选业	2.0	0.4	1.6		1.5
	石油和天然气开采业	4.1	4.2	7.2		4.4
	电力、热力生产和供应业	5.4	4.6	0.2		3.8
原材料加工	化学原料和化学制品制造业	9.9	9.8	14.8		8.6
	橡胶和塑料制品业	3.0	3.6	5.4		1.7
	非金属矿物制品业	-0.4	-3.4	-1.6		-0.3
	黑色金属冶炼和压延加工业	7.8	15.6	14.5		7.6
	有色金属冶炼和压延加工业	9.1	8.9	8.8		7.7
装备制造	金属制品业	2.4	1.4	1.4		1.6
	通用设备制造业	-0.2	-1.4	-0.8		2.4
	专用设备制造业	3.4	1.5	-0.5		4.2
	汽车制造业	8.8	6.2	9.9		11.7
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.7	1.0	3.1		6.3
	电气机械和器材制造业	15.4	10.6	10.2		14.5
	计算机、通信和其他电子设备制造业	1.2	0.7	5.8		0.9
消费品制造	农副食品加工业	2.2	3.0	3.1		0.2
	食品制造业	3.1	0.0	2.5		2.3
	酒、饮料和精制茶制造业	0.2	-3.1	-2.9		-0.6
	纺织业	-0.4	-0.3	1.4		-1.6
	医药制造业	-2.1	-3.5	-6.2		-4.9

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、就业也开始改善

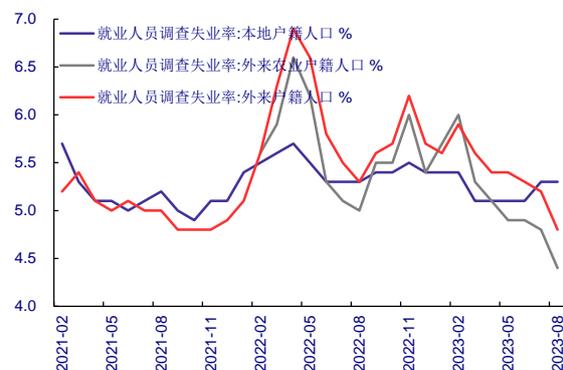
城镇调查失业率下降，外来与农业户籍改善尤为明显。城镇调查失业率 7 月反弹至 5.3%，8 月再次回落至 5.2%。我们观察到外来户籍和外来农业户籍的调查失业率分别降至 4.8%（前值 5.2%）、4.4%（前值 4.8%）。

图 19：8 月城镇失业率下降 0.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 20：本地户籍失业率反弹，外来与农业户籍失业率继续下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 2022-2023 年 8 月平均消费增速 (%)	3
图 2: 8 月份消费环比增速 (%)	3
图 3: 必需品和非必需品消费 (%)	4
图 4: 两年平均商品和餐饮消费增速 (%)	4
图 5: 100 大中城市土地成交面积	4
图 6: 1-7 月份房地产投资额 (亿元)	4
图 7: 房屋开工下行	5
图 8: 7 月商品房销售面积和销售额	5
图 9: 房地产到位资金增速 (%)	6
图 10: 房地产资金来源占比	6
图 11: 固定资产单月投资额 (亿)	6
图 12: 三大产业单月投资增速 (%)	6
图 13: 基础设施投资各行业增速 (%)	7
图 14: 1-8 月份政府债券融资额度 (亿)	7
图 15: 制造业各行业累计投资增速 (%)	7
图 16: 8 月 CPI 回归正值, PPI 连续收窄降幅, 有助于工业	8
图 17: 7 月工业增加值同比 3.7%, 服务业生产指数同比 5.7%	8
图 18: 工业主要子行业增加值增速以及近三个月趋势	9
图 19: 8 月城镇失业率下降 0.1%	9
图 20: 本地户籍失业率反弹, 外来与农业户籍失业率继续下降	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。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

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”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，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第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，并不构成对客户的投资咨询建议，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

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn