



宏观研究

【粤开宏观】8 月经济数据好转背后的真实图景

2023 年 09 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】房地产政策优化后，还存在的地产灰犀牛及应对》2023-09-03

《【粤开宏观】北交所实施重磅改革，5 大看点需密切关注》2023-09-03

《【粤开宏观】城中村改造要点、规模测算及影响分析》2023-09-04

《【粤开宏观】资本市场表现背后的宏观线索：8 月金融数据解读》2023-09-11

《【粤开宏观】中小银行风险的成因及治理路径：金融风险系列报告之一》2023-09-15

摘要

8 月制造业 PMI、出口、物价、信贷社融、工业增加值、消费等数据几乎全面超预期改善，然而 6 月底社会各界还在激烈讨论中国是否出现“资产负债表衰退”，7 月经济数据超预期回落，房地产相关政策于 8 月下旬才密集出台，8 月以来 A 股更是持续走弱。

8 月主要经济数据指标全面好转，经济和金融数据、经济的供给和需求数据基本上都在向好，好于市场预期，好于微观主体感受。数据改善与市场预期之间的偏差，一方面反映出疫后经济总体呈逐步恢复态势，另一方面也反映出宏观总需求不足、微观主体信心不足的问题还没有得到根本性解决，民间投资继续下行、信贷中居民中长期贷款和企业中长期贷款并没有明显改善、房地产市场仍未稳住等问题仍需引起高度关注。

我们认为，疫情以来，在基数效应明显以及结构分化严重的情况下，数据的波动性加大、分析难度加大，尤其是只看部分总量数据、不剔除基数效应的话，将可能导致误判形势，乃至提出错误的应对政策。第一，即使环比数据没有明显改善，在去年出口、物价低基数作用下，今年的出口和物价也是 V 型走势，详见《PPI 同比是否已见底？何时走出负增长？》（8 月 9 日报告），当时我们不赞同通缩，不赞同仅看当月同比来判断出现了通缩；第二，要客观上认识到 7 月 24 日政治局会议以来，政策在持续发力，尤其是专项债等发行加快，推动社融、基建投资等加快，房地产政策的效果要在 9 月体现；第三，经济自身有周期的作用，出清到一定程度内在孕育上行力量，比如短期的库存周期；第四，8 月经济数据好转主要是基数效应、极端天气减弱、暑期消费带动、外需超预期回暖。第五，我们仍然认为要理性看待，当前仍处于疫后恢复过程之中，还是结构性恢复而非全面恢复。比如，社融源自政府债券和票据冲量，企业中长期贷款和居民中长期贷款同比少增；出口降幅收窄但仍是负增长；房地产市场仍未企稳；民间投资负增长幅度加大；总需求不足、微观主体信心不振的问题没有根本上解决。逆周期调节要继续发力，包括财政、货币和房地产政策仍有空间，但是政策的应对要及时加强与市场的沟通，避免政策的碎片化与缺乏系统谋划。

一、8 月经济数据何以全面好转？

其一，**基数效应扰动**。例如去年 CPI 和出口同比走势前高后低，导致其今年走势大概率前低后高，8 月恰好是回升的时点，CPI 同比由-0.3%升至 0.1%，出口同比由-14.5%升至-8.8%。

其二，**极端天气冲击减弱**。据应急管理部消息，7 月份为今年以来灾害损失最重月份，受灾较重的省份有福建、重庆、北京、河北、内蒙古等，对居民出行消费和企业开工运输等造成严重冲击。7 月社零消费环比增速为-0.02%，是全年唯一负增长的月份。8 月灾害天气较少，且暑期居民出行旅游需求旺盛，



社零消费环比增速回升至 0.31%。

其三，美国经济韧性超预期，外需小幅回暖。8 月美国、欧元区制造业 PMI 分别较上月回升 1.2 和 0.8 个百分点，韩国、中国台湾出口同比分别较 7 月回升 8.1 和 3.1 个百分点。8 月中国出口结构中，电脑、地产后周期产品（家电、家具、灯具）、劳动密集型产品（纺织、服装、箱包、玩具）等降幅明显收窄。

其四，专项债发行和使用进度加快，基建投资两年平均增速回升。7 月 24 日中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，随后监管部门通知地方，要求新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕。8 月新增专项债 0.59 万亿元，处于历史偏高水平，受此影响，1-8 月广义基建投资两年平均增速由 9.5% 升至 9.7%，8 月农民工失业率也由 4.8% 降至 4.4%。

其五，PPI 同比连续 2 个月回升，带动工业企业补库存，叠加贷款利率持续下行，刺激制造业投资回暖。PPI 直接影响工业企业营收和利润，PPI 同比触底回升，将加快企业生产和补库存；8 月 15 日央行超预期降息，加大对实体经济支持力度。1-8 月制造业投资两年平均增速由 7.8% 升至 7.9%。

二、经济数据回升势头能否持续？还有哪些隐忧？

8 月经济数据回暖有助于提振信心和预期，打破实体经济下行、资本市场低迷和社会预期不振的负向循环。未来几个月，基数效应对经济数据回升有利，因为这一波下行压力从去年开始，尤其是物价、出口数据在去年下半年较差，对于今年下半年则是基数的利好。数据上经济最难的时候过去了，未来关于通缩的讨论将逐步减少。

但是数据只是数据，它是计算出来的结果，微观情况、企业和居民感受以及信心，这些内在的都还需要去修复和改善。

一方面，经济内生增长动能和政府逆周期调控的作用在增强。其一，PPI 同比回升将提高企业营收和利润，加快企业补库存和制造业投资；其二，出口形势虽然仍有较大不确定性，但去年下半年基数大幅下行将对未来几个月的同比增速形成支撑，而且随着圣诞节临近，海外订单将季节性增加；其三，随着中秋和国庆“双节”临近，“十一”长假的带动作用将会继续显现；其四，8 月下旬以来，中央和地方政府密集出台稳地产政策，叠加“金九银十”的楼市传统旺季，居民刚性和改善性需求释放有助于房地产销售和投资企稳；其五，政府的税收收入与 PPI 高度相关，土地出让收入与楼市密切相关，PPI 回升和楼市企稳，有利于财政增收，增加地方财力和调控能力；其六，9 月专项债继续大量发行，对于基建投资形成支撑；其七，8 月 15 日和 9 月 14 日，央行分别超预期降息和降准，反映了其支持实体经济发展的决心和态度，将促进居民消费和企业投资。

另一方面，经济恢复基础仍不牢固：第一，房地产和出口仍是主要的拖累力量，后续走势需密切观察；第二，微观主体的信心与预期仍较低迷，将削弱政策刺激效果，例如 1-8 月民间投资同比增速为 -0.7%，尚未企稳；第三，青年失业率是个重要问题，基建投资和餐饮旅游业恢复更多利好农民工，与青年就业之间存在供需错配；第四，政策效果和空间或逐步减弱，例如当前积压的居民购房需求可能在 9-10 月集中释放后难以持续，三季度专项债加快发



行和使用可能导致四季度基建投资回落等。

三、加大力度稳定预期、提振信心

从资本市场表现来看，信心强弱的排序是：大宗商品>债券>股票>汇率。南华商品指数自6月以来便持续上涨，10年期国债收益率于8月21日触底，上证综指频繁在政策刺激后冲高回落、总体下行，人民币汇率贬值幅度较大。其中固然有不同市场的独特定价因素存在，例如原油减产等供给冲击对大宗商品价格的影响，美元指数上升对人民币汇率的影响等，但也反映出市场参与者对经济基本面跟踪的紧密程度。

微观主体信心低迷将拖累经济恢复，要加大力度稳定预期、提振信心。最直接的方式是让企业和居民短期看到经济、金融有起色，中长期能看到政策的稳定性连续性、制度的完备性、法治的彻底落实、理论和认知有重大突破。

风险提示：海外经济增长不及预期、国内政策效果不及预期



目 录

| | |
|-------------------------------|---|
| 一、8 月经济数据何以全面好转? | 5 |
| 二、经济数据回升势头能否持续? 还有哪些隐忧? | 8 |
| 三、加大力度稳定预期、提振信心..... | 9 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1: 主要经济指标表现..... | 5 |
| 图表 2: CPI 和出口同比走势..... | 5 |
| 图表 3: 7 月社零消费环比负增长, 8 月回正..... | 6 |
| 图表 4: 8 月美国和欧元区制造业 PMI 回升..... | 6 |
| 图表 5: 8 月农民工失业率大幅下降..... | 7 |
| 图表 6: PPI 同比回升将带动工业企业补库存..... | 7 |
| 图表 7: 9 月 1 日北京认房不认贷政策出台后, 房地产销售上升, 此前则在观望..... | 8 |
| 图表 8: 1-8 月民间投资同比增速为-0.7%..... | 9 |
| 图表 9: 8 月以来, 大宗商品和 A 股走势明显分化..... | 9 |



一、8 月经济数据何以全面好转？

8 月制造业 PMI、出口、物价、信贷社融、工业增加值、消费等数据几乎全面超预期改善，国内经济呈现出加快恢复态势。

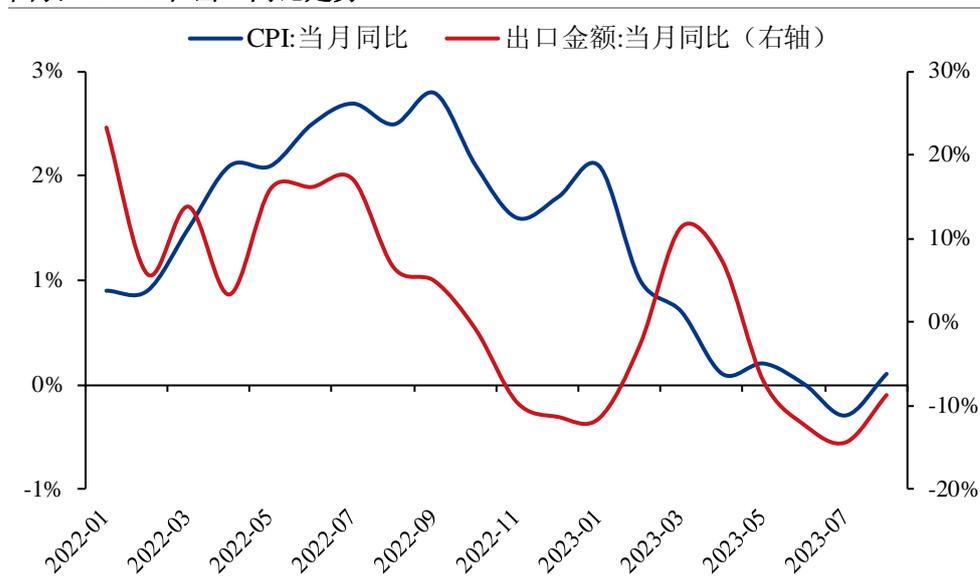
图表1：主要经济指标表现

| 类别 | 指标 | 1-2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 8月预期 |
|----------|-----------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|
| 生产（当月同比） | 工业增加值 | 2.4 | 3.9 | 5.6 | 3.5 | 4.4 | 3.7 | 4.5 | 4.2 |
| | 服务业生产指数 | 5.5 | 9.2 | 13.5 | 11.7 | 6.8 | 5.7 | 6.8 | - |
| 消费（当月同比） | 社会消费品零售总额 | 3.5 | 10.6 | 18.4 | 12.7 | 3.1 | 2.5 | 4.6 | 3.5 |
| | 商品零售 | 2.9 | 9.1 | 15.9 | 10.5 | 1.7 | 1.0 | 3.7 | - |
| | 餐饮收入 | 9.2 | 26.3 | 43.8 | 35.1 | 16.1 | 15.8 | 12.4 | - |
| 投资（累计同比） | 固定资产投资 | 5.5 | 5.1 | 4.7 | 4.0 | 3.8 | 3.4 | 3.2 | 3.0 |
| | 房地产投资 | -5.7 | -5.8 | -6.2 | -7.2 | -7.9 | -8.5 | -8.8 | -8.6 |
| | 制造业投资 | 8.1 | 7.0 | 6.4 | 6.0 | 6.0 | 5.7 | 5.9 | 5.3 |
| | 基建投资（广义） | 12.2 | 10.8 | 9.8 | 9.5 | 10.2 | 9.4 | 9.0 | 7.9 |
| 出口（当月同比） | 出口（美元计价） | -8.1 | 11.4 | 7.3 | -7.1 | -12.4 | -14.5 | -8.8 | -9.5 |

资料来源：Wind、粤开证券研究院

其一，基数效应扰动。例如去年 CPI 和出口同比走势前高后低，导致其今年走势大概率前低后高，8 月恰好是回升的时点，CPI 同比由-0.3%升至 0.1%，出口同比由-14.5%升至-8.8%。

图表2：CPI 和出口同比走势



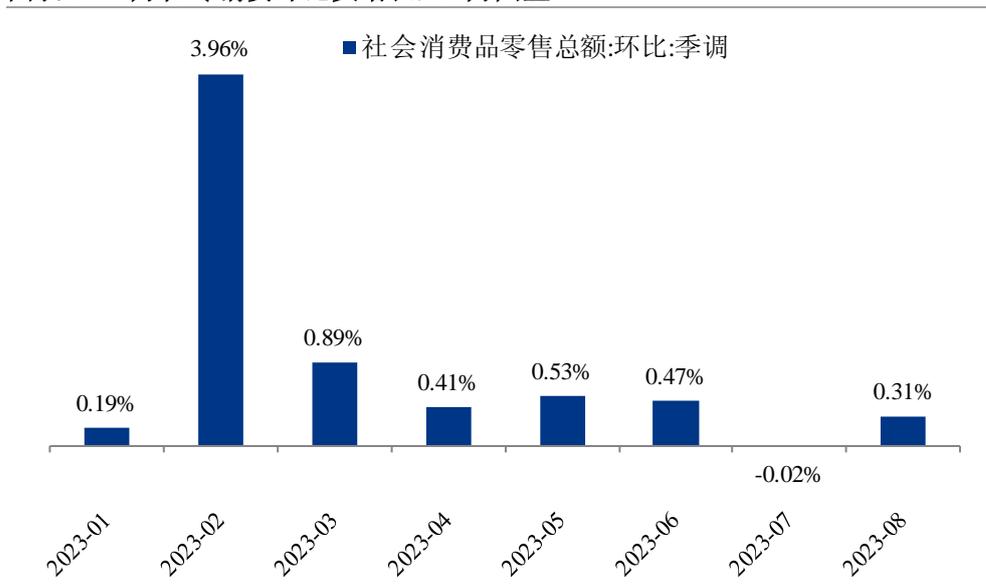
资料来源：Wind、粤开证券研究院

其二，极端天气冲击减弱。据应急管理部消息，7 月份为今年以来灾害损失最重月份，受灾较重的省份有福建、重庆、北京、河北、内蒙古等，对居民出行消费和企业开工运输等造成严重冲击。据国家气象局消息，截至 9 月 5 日，共有 4 个台风登陆我国，包括“泰利”（7 月 17 日）、“杜苏芮”（7 月 28 日）、“苏拉”（9 月 2 日）和“海葵”（9 月 3 日），8 月恰好是空白。7 月社零消费环比增速为-0.02%，是全年唯一负增长的月份。



8月灾害天气较少，且暑期居民出行旅游需求旺盛，社零消费环比增速回升至0.31%。

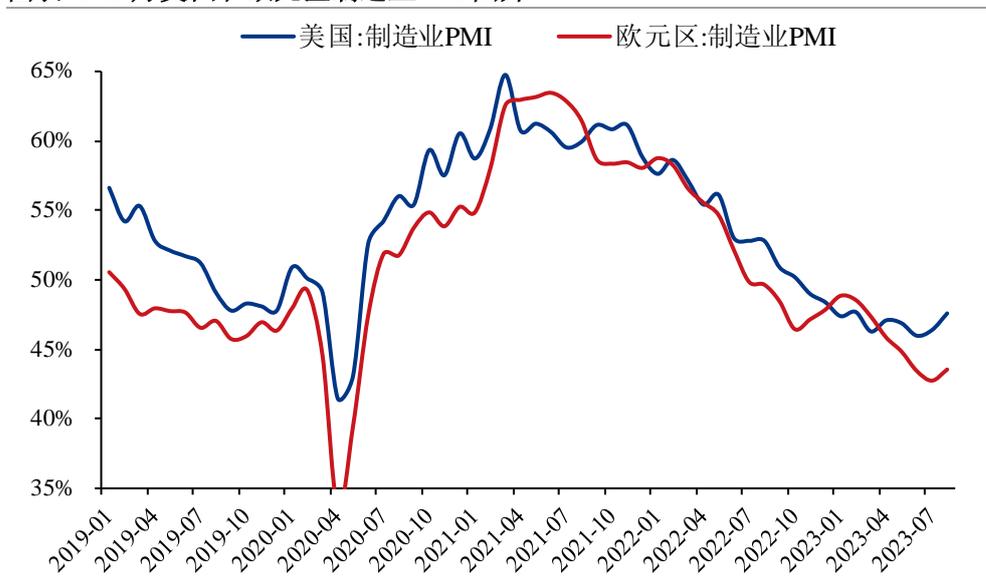
图表3：7月社零消费环比负增长，8月回正



资料来源：Wind、粤开证券研究院

其三，美国经济韧性超预期，外需小幅回暖。8月美国、欧元区制造业PMI分别较上月回升1.2和0.8个百分点，韩国、中国台湾出口同比分别较7月回升8.1和3.1个百分点。8月中国出口结构中，电脑、地产后周期产品（家电、家具、灯具）、劳动密集型产品（纺织、服装、箱包、玩具）等降幅明显收窄。

图表4：8月美国和欧元区制造业PMI回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

其四，专项债发行和使用进度加快，基建投资两年平均增速回升。7月24日中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，随后监管部门通知地方，要求新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上在10月底前使用完毕。8月新增专项债0.59万



亿元,处于历史偏高水平,受此影响,1-8月广义基建投资两年平均增速由9.5%升至9.7%,8月农民工失业率也由4.8%降至4.4%。

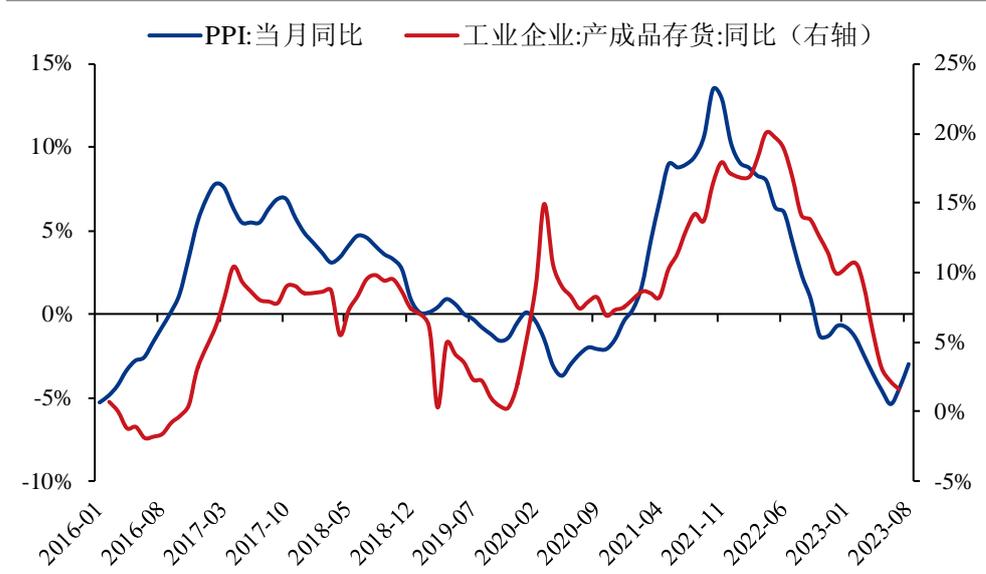
图表5: 8月农民工失业率大幅下降



资料来源: Wind、粤开证券研究院

其五, PPI 同比连续 2 个月回升, 带动工业企业补库存, 叠加贷款利率持续下行, 刺激制造业投资回暖。PPI 直接影响工业企业营收和利润, PPI 同比触底回升, 将加快企业生产和补库存; 8 月 15 日央行超预期降息, 加大对实体经济支持力度。8 月制造业 PMI 为 49.7%, 比上月上升 0.4 个百分点, 连续 3 个月回升, 其中生产、新订单指数分别为 51.9% 和 50.2%, 新订单指数为 4 月以来首次扩张。1-8 月制造业投资两年平均增速由 7.8% 升至 7.9%。

图表6: PPI 同比回升将带动工业企业补库存



资料来源: Wind、粤开证券研究院



二、经济数据回升势头能否持续？还有哪些隐忧？

8 月经济数据回暖有助于提振信心和预期，打破实体经济下行、资本市场低迷和社会预期不振的负向循环。未来几个月，基数效应对经济数据回升有利，因为这一波下行压力从去年开始，尤其是物价、出口数据在去年下半年较差，对于今年下半年则是基数的利好。数据上经济最难的时候过去了，未来关于通缩的讨论将逐步减少。

但是数据只是数据，它是计算出来的结果，微观情况、企业和居民感受以及信心，这些内在的都还需要去修复和改善。

一方面，经济内生增长动能和政府逆周期调控的作用在增强。其一，PPI 同比回升将提高企业营收和利润，加快企业补库存和制造业投资；其二，出口形势虽然仍有较大不确定性，但去年下半年基数大幅下行将对未来几个月的同比增速形成支撑，而且随着圣诞节临近，海外订单将季节性增加；其三，随着中秋和国庆“双节”临近，“十一”长假的带动作用将会继续显现；其四，8 月下旬以来，中央和地方政府密集出台稳地产政策，叠加“金九银十”的楼市传统旺季，居民刚性和改善性需求释放有助于房地产销售和投资企稳；其五，政府的税收收入与 PPI 高度相关，土地出让收入与楼市密切相关，PPI 回升和楼市企稳，有利于财政增收，增加地方财力和调控能力；其六，9 月专项债继续大量发行，对于基建投资形成支撑；其七，8 月 15 日和 9 月 14 日，央行分别超预期降息和降准，反映了其支持实体经济发展的决心和态度，将促进居民消费和企业投资。

图表7：9 月 1 日北京认房不认贷政策出台后，房地产销售上升，此前则在观望

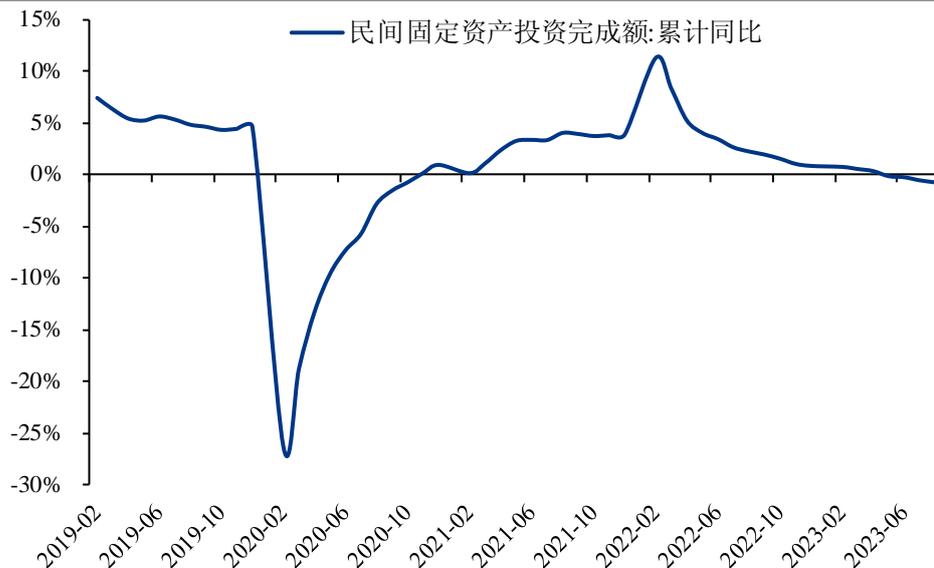


资料来源：Wind、粤开证券研究院

另一方面，经济恢复基础仍不牢固：第一，房地产和出口仍是主要的拖累力量，后续走势需密切观察；第二，微观主体的信心与预期仍较低迷，将削弱政策刺激效果，例如 1-8 月民间投资同比增速为-0.7%，尚未企稳；第三，青年失业率是个重要问题，基建投资和餐饮旅游业恢复更多利好农民工，与青年就业之间存在供需错配；第四，政策效果和空间或逐步减弱，例如当前积压的居民购房需求可能在 9-10 月集中释放后难以持续，三季度专项债加快发行和使用可能导致四季度基建投资回落等。



图表8：1-8月民间投资同比增速为-0.7%



注：2021年为两年平均增速

资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、加大力度稳定预期、提振信心

从资本市场表现来看，信心强弱的排序是：大宗商品>债券>股票>汇率。南华商品指数自6月以来便持续上涨，10年期国债收益率于8月21日触底，上证综指频繁在政策刺激后冲高回落、总体下行，人民币汇率贬值幅度较大。其中固然有不同市场的独特定价因素存在，例如原油减产等供给冲击对大宗商品价格的影响，美元指数上升对人民币汇率的影响等，但也反映出不同市场参与者对经济基本面的判断和预期。

图表9：8月以来，大宗商品和A股走势明显分化



资料来源：Wind、粤开证券研究院



微观主体信心低迷将拖累经济恢复，要加大力度稳定预期、提振信心。最直接的方式是让企业和居民短期看到经济、金融有起色，中长期能看到政策的稳定性连续性、制度的完备性、法治的彻底落实、理论和认知有重大突破。

第一，要继续采取扩张性的财政、货币政策，优化房地产政策支持经济持续恢复，对冲外需下行，增加企业和居民收入。包括降准降息，专项债加快发行进度并使用结存限额，京沪等城市调整普通住宅认定标准，取消新房限价、加快房企资金回笼等。

第二，要推动活跃资本市场的制度改革，通过提高上市公司质量、引导中长期资金入市、完善交易制度等方面提振股市，改善企业和居民资产负债表。提高上市公司吸引力是“活跃资本市场”的核心任务，要保持入口畅通、加大退市力度，提高上市公司整体质量，进而增强市场吸引力；强化分红导向，优化分红、回购制度，提高市场长期吸引力。引入长期资金是“活跃资本市场”的关键举措。要进一步完善做市商制度，优化激励补偿机制。

第三，从政策、制度、法治和理论突破四个层面，解决社会主义市场经济和民营经济的相关理论问题极为迫切，才能真正稳定市场信心与预期。

一是在涉及方向性调整的政策出台前，充分听取企业家的意见，设置时间表和路线图，避免政策摆动过大，同时推出正反两方面的政商关系案例，清乱象、树典型。要及时回应舆论关切，宣传部门要提高宣传水平，避免一边倒的正面宣传与居民、企业感受脱节，创新宣传形式维护政府公信力。

二是完善制度建设，尤其是系统梳理《反不正当竞争法》《反垄断法》等法律法规，避免以短期政策替代规范的制度。

三是落实法治，将中央的精神落到实处，既规范市场主体行为，又规范行政执法机构行为，最终形成稳定的预期。

四是当前非常有必要从理论解决国有经济占比下降与社会主义公有制为主体是否矛盾的问题、区分企业家精神与剥削、讲清楚共同富裕并不必然通过消灭私有制的方式实现，才能从认知、理念上解决地方政府在执行政策时的所有制歧视问题、解决社会舆论动辄污名化民营企业家的的问题。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com