

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：陈怡

执业证号：S0100122120020

电话：13817480407

邮箱：chenyi@mszq.com

9月15日，统计局公布8月经济数据。8月社零消费当月同比4.6%，规上工增当月同比4.5%，固定资产投资当月同比2.0%。

即便有降准利好因素催化下，8月经济数据发布之后，债市利率上行，人民币汇率一度拉升，说明对于这份8月经济数据，市场直观感受是超预期向好。

现在的问题是，市场苦苦等待的经济拐点是否已经显现，8月偏强的经济读数能否证明拐点已现？

➤ 先看超预期的消费，8月社零同比读数向好，与之前核心通胀给出的方向信号相悖。

8月社零同比录得4.6%，较前值走高2.1pct。分板块观察，不同板块表现分化，各有成因。

餐饮消费增速走低，或因假期因素逐步消退。

8月餐饮消费同比增速下滑3.4个百分点。这和之前公布的核心CPI物价数据环比回落指向的信息一致，随着假期因素逐步消退，线下服务消费出现降温。

汽车、石油制品、金银珠宝消费超预期，暗合国际大宗涨价因素。

8月表现超预期的社零分项主要在汽车产业链消费以及场景消费。

拆分细节，发现石油制品消费（包含在汽车链消费板块中）以及金银珠宝消费（包含在场景消费板块中）增幅最为显著。

我们认为8月原油、黄金等国际大宗商品价格上涨，或是这两大类消费超预期表现的主要成因。

地产链消费同比跌幅小幅收敛，或主因家居消费补贴政策初见成效。

8月家具家电表现颇为亮眼，但家装消费反而跌幅扩大。结合8月房地产销售数据仍在低位徘徊，说明8月家具家电消费反弹更多起因政策补贴，而非地产行业本身修复。

➤ 再看超预期的工业生产，8月工增超预期主要由上游产出扩张带动。

8月规上工增当月同比录得4.5%，较上月走高0.8个百分点，显著超预期。

本期工增强势的分项主要集中在上游——煤炭采选、油气开采、化工制造等行业。除去汽车，和终端需求更为密切相关的下游生产，普遍偏弱。

8月工增总体度数乍看超预期，但细拆结构之后，工增修复主因上游涨价带动。

8月PPI同比增速出现拐点，上游行业工业生产扩张也在情理之中。

若PPI反弹无法有效拉动下游补库，国内企业盈利周期难言企稳。

相关研究

1. 2023年9月央行降准点评：降准的“药效”-2023/09/15

2. 美国8月CPI数据点评：美国二次通胀会不会来？-2023/09/14

3. 宏观事件点评：资金紧张是否应归咎于汇率贬值？-2023/09/12

4. 全球大类资产跟踪周报：国内外风险偏好再度回落-2023/09/10

5. 宏观专题研究：哪些地区还缺房子？-2023/09/06

➤ **更长期也更深刻的投资数据，8月仍维持偏弱格局。**

地产投资同比读数收敛，并非指向房地产投资端压力的缓解。

8月地产投资同比-10.9%，较上月跌幅收窄1.3个百分点。考虑去年下半年房地产投资下滑较快，同比读数的反弹应并不意味着地产投资端压力的缓解。

高频数据观察下，无论是住房销售还是土地成交情况都未出现明显改善迹象。

剔除掉电力投资后，基建的表现较为平庸。

8月基建投资（不含电力）同比3.9%，较上月走低0.7个百分点。

我们之前在年中展望中提示，基于地方债务风险约束，地方财政在下半年配合基建投资的意愿较为有限。今年1-8月份，土地出让收入下滑-19.6%，地方财政压力对基建表现的约束逐步显现。

制造业投资表现相对有韧性，结构性优势较为明显。

8月制造业投资当月同比7.1%，较上月读数大幅走高。汽车、电气机械、专用设备等行业制造投资维持较高增速。背后隐含的线索应仍是我国出口升级以及相关产业政策的支持。

➤ **8月：最差时期已经过去，但宏观经济或仍在磨底。**

8月经济读数之所以好于预期，一部分原因归于上游大宗涨价，一部分原因归于政策效果正向反应，另一部分原因是出口驱动的高端制造升级。

8月数据向好的板块主要在社零消费、工业生产和制造业投资。

家居消费更可归因于政策效果显现而非地产销售改善，出口制造升级的长期主线是制造业投资的解释因素，除此之外，真正让8月经济读超预期核心因素是大宗涨价。

国际大宗商品涨价不仅直接带来上游行业工业生产扩张，同时也从价格维度支撑了部分社零消费板块走强。

穿透8月经济数据，底层的经济驱动力和增长老故事没有发生变化。

8月投资数据偏弱提示，终端需求承压的局面至今尚未改变。

我们始终认为今年宏观经济基本面的关键在于地产，接下来需要重点关注的仍是本轮地产何时结束下行，销售中枢何时企稳。

值得强调的是，本轮PPI反弹对工业企业盈利周期的拉动或相对有限。

市场普遍期待，8月PPI同比反弹后能带动年内需求反弹，然而事实或许并非如此。我们一直强调，本轮大宗和经济周期的相关性截然不同于以往常规经验。

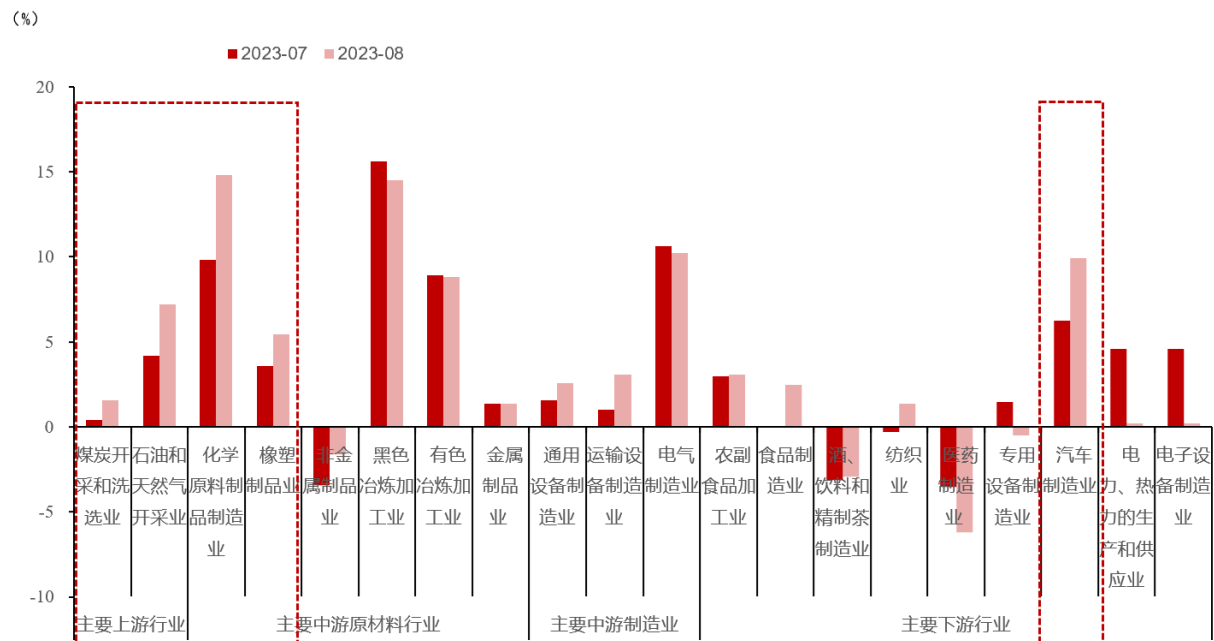
本轮大宗商品价格受海外基本面和货币政策扰动较大，而国内需求增速无法回避地产进入长周期的另一侧的现实问题。

基于不同的宏观逻辑，PPI作为刻画国内工业需求的指标或出现阶段性失灵，PPI工业品价格和核心CPI走势或将持续背离，届时PPI价格周期和工业企业盈利周期背离的情况或将再度出现。

由此未来一段时间资产价格组合或许迎来一些“反常”表现，或许未来一段时间内我们将观察到，偏强的商品和债券同时出现。

➤ **风险提示：**地产政策超预期，海外地缘政治超预期。

图1：主要行业工业增加值当月同比表现



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026