

2023年09月15日

制造业生产活动加快

定期报告

8月经济数据点评

投资要点

- ◆ 8月经济数据显示资产端确定性改善，尤其是制造业生产以及可选消费，但仍面临地产投资以及民营经济疲弱的压力。
- ◆ 1) 制造业生产端表现较为亮眼，首先是制造业工业增加值持续恢复，8月增速为5.4%，明显高于其他大类。8月制造业PMI生产指数亦显著改善1.7至51.9，创近五个月新高。其次从投资端来看，1至8月制造业投资增速扭转2022年四季度以来持续下降的趋势。
- ◆ 2) 出口交货值增速连续两个月改善，8月为-4.5%，前值-6.4%，一定程度上受益于油价上涨导致的海外通胀压力。
- ◆ 3) 社零增速结束连续三个月的下降，8月反弹2.1pct至4.6%（预测值3.5%）。具体来看，升级型消费好转，必选消费较弱，房地产后周期消费仍在磨底。
- ◆ 4) 压力之处在于房地产投资以及民间投资。房地产方面，房地产投资降幅自3月以来持续扩大，1至8月为-8.8%，前值-8.5%。反映行业景气度的国房景气指数8月继续下降0.21pct至93.56，再创2016年12月以来新低。销售和新开工当月增速虽受益于短期刺激政策，但修复程度有限，仍需等待购房信心好转。
- ◆ 5) 民营投资仍面临较大压力，民间固定资产投资增速自2022年以来持续下降，并且自5月转为负增长，截至8月降幅持续扩大至-0.7%，前值为-0.5%，大幅低于国企7.4%的增速。民间固定投资占比亦继续下降，8月为历史最低位51.8%。
- ◆ 投资建议
- ◆ 降准不意味货币政策宽松，在新增专项债加速发行、季末流动性需求上升、政策要求加强金融支持实体背景下，降准只是平滑流动性波动的工具，因而降准后的流动性趋势有待观察。此外，叠加资产端经济数据多数改善，今日主要利率债收益率全线上行。
- ◆ 预计稳定宏观杠杆率，即社会融资规模与名义经济增速相匹配的目标保持不变，叠加金融让利实体的政策要求，资本市场仍面临剩余流动性收缩。
- ◆ 利率债方面，在年内剩余时间里，十债收益率将在2.6%左右窄幅震荡，区间或在2.5%-2.7%。
- ◆ 权益市场方面，仍面临汇率超调、外资持续净流出、民营经济疲软等压力，短期内，降准一定程度上巩固民营经济企稳信心，利好以国证2000、中证1000代表的小盘以及科创50、恒生科技等成长板块。
- ◆ 中长期，在金融让利实体要求下，金融市场剩余流动性或难持续增加。上证50代表的价值板块更具安全性，或可逢低介入。而以民营为主的创业板或估值偏高的中证1000、科创50或仍面临较大压力。
- ◆ 风险提示：政策超预期放松，经济恢复不及预期。

分析师

罗云峰

SAC执业证书编号：S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

SAC执业证书编号：S0910523050002

yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

资产配置周报（2023-9-10）-看多债券
2023.9.10ESG市场跟踪双周报
（2023.8.28-2023.9.10）-亚马逊与马士基签署
低碳航运协议 2023.9.10

转债相对于权益性价比提升 2023.9.10

真空绝热板行业高新技术企业-赛特转债
（118044.SH）申购分析 2023.9.10

中药转债梳理 2023.9.8



目录

一、生产端：持续恢复	3
二、消费：底部改善，强于预期	4
三、固定资产投资：制造业投资扭转下降趋势	5
四、投资建议	7
五、风险提示	7

图表目录

图 1：工业增加值环比改善	3
图 2：出口交货值增速连续两个月改善	4
图 3：8 月社零增速继续下降	5
图 4：消费主体人群失业率保持低位	5
图 5：各产业固定资产投资增速	6
图 6：民间投资占比创新低	6

一、生产端：持续恢复

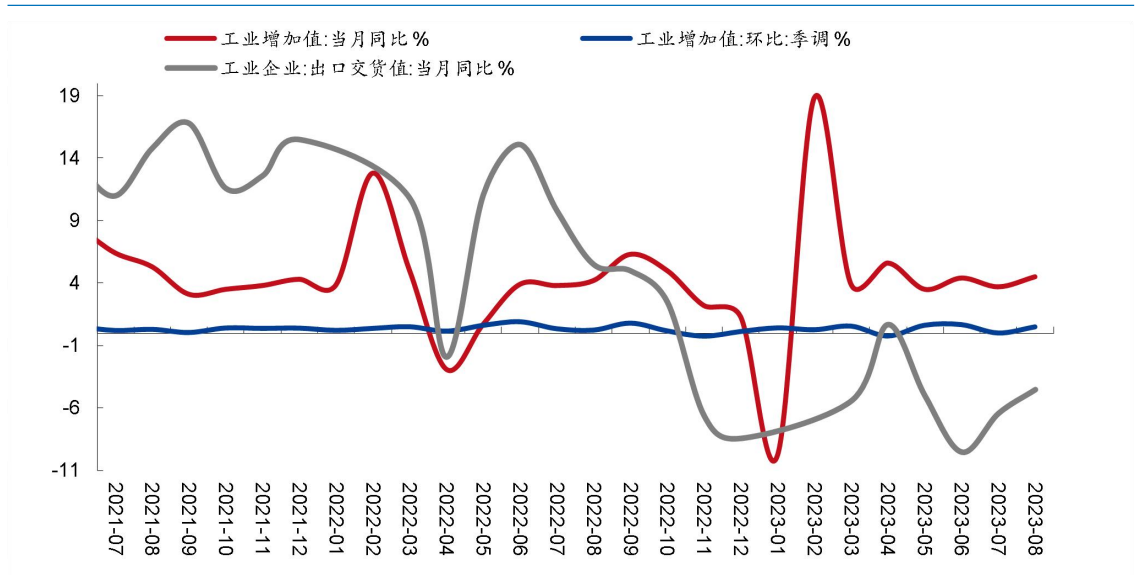
8月工业增加值同比增4.5%，高于预期的4.2%，前值3.7%，环比季调0.5%，前值0.01%。出口对工业生产的拖累继续减弱，8月出口交货值增速连续两个月改善，8月为-4.5%，前值-6.4%。

分门类看，8月制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业的工业增加值同比增速分别变动1.5pct、2.2pct、1.0pct、-3.9pct至5.4%、2.9%、2.3%、0.2%。

分行业来看，与7月一致，8月41个细分行业中有23个行业的工业增加值保持同比正增长。受新品发布等因素带动，计算机通信等电子设备增加值同比增速提高5.1pct至5.8%；油价上行利润改善背景下，石油和天然气开采业、化学原料及化学制品制造业的增加值同比增速分别提高3pct、5pct至7.2%、14.8%；汽车制造业工业增加值增速回升3.7pct至9.9%，汽车产量增速由负转正，8月提升8.3pct至4.5%；医药制造业增加值连续九个月保持负增长；生铁、粗钢、钢材同比增速均收窄。

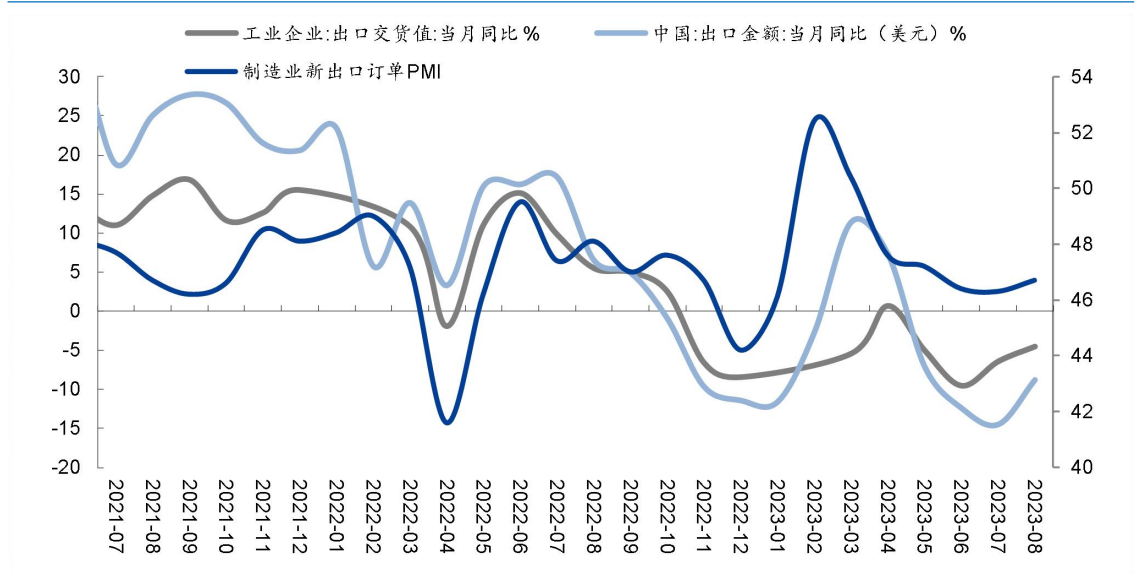
需求仍弱于生产，8月工业企业产品销售率为97.4%，同比下降0.7pct，环比下降0.4pct。

图 1：工业增加值环比改善



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：出口交货值增速连续两个月改善



资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、消费：底部改善，强于预期

社零增速结束连续三个月的下降，8月反弹 2.1pct 至 4.6%（预测值 3.5%），季调环比为 0.31%，前值-0.02%。其中，汽车以外的消费品零售额增速反弹 2.1pct 至 5.1%。

具体来看，升级型消费好转，必选消费较弱。社交属性较强的化妆品、金银珠宝呈现季节性的大幅改善，零售增速分别提升 13.8pct、17.2pct 至 9.7%、7.2%，金银珠宝的销量增长一定程度上受本币贬值影响；汽车消费回暖，汽车零售增速由负转正；受新品发布以及消费升级带动，通讯器材类消费回升 5.5pct 至 8.5%。

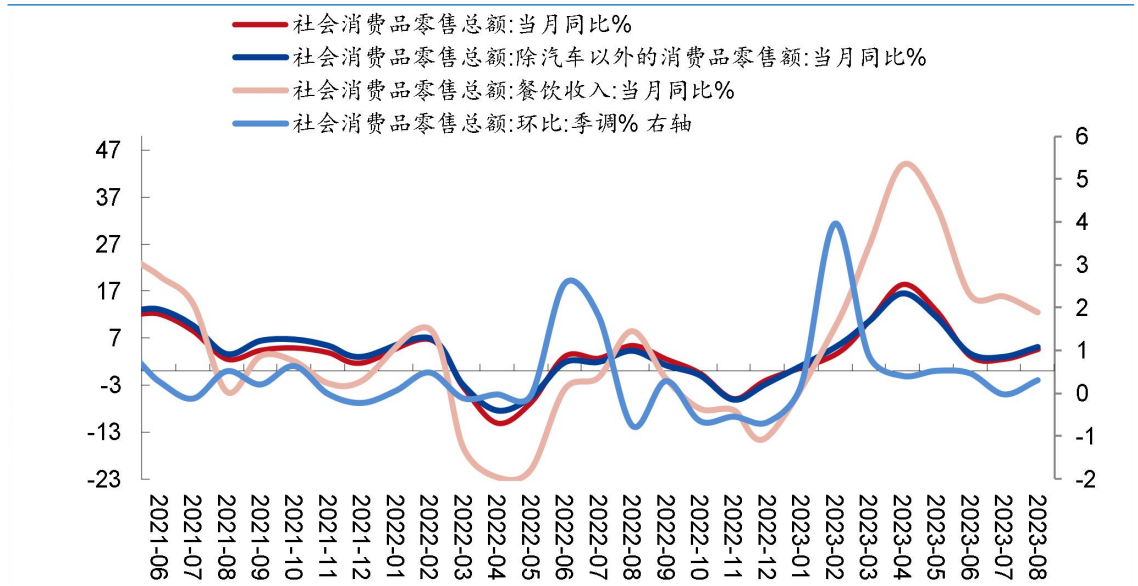
房地产消费仍在磨底，房地产后周期的家电、家具改善幅度较弱，建筑及装潢材料保持-10%以上的跌幅。

必选消费如粮油食品、日用品、中西药品增速涨跌互现，波动幅度较小；餐饮收入在基数抬升影响下增速连续 4 个月下降，8 月为 12.4%；受出行旅游带动，石油及制品消费增速提高 6.6pct 至 6%。

1 至 8 月服务零售额同比增 19.4%，较前值下降 0.9pct，但显著快于社会消费品零售增速，预计长假带动下将保持高增速。

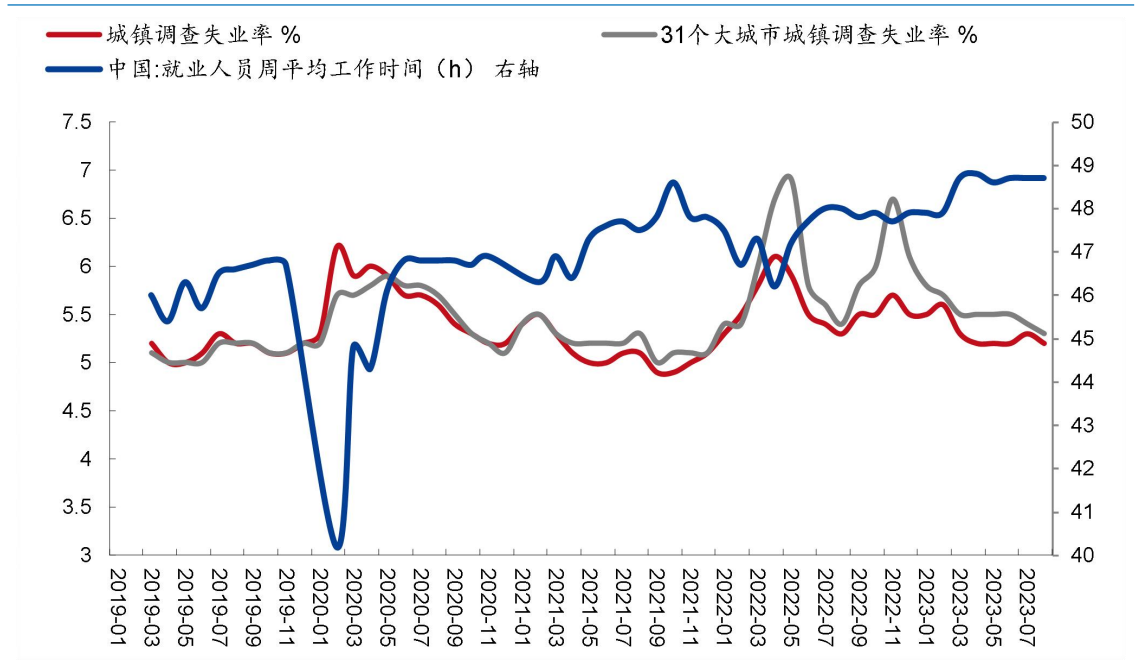
8 月消费的底部改善一定程度上受就业改善带动。31 个大城市城镇调查失业率连续两个月下降，8 月为 5.3%，预计 3 季度人均可支配收入增速可继续上行。

图 3: 8 月社零增速改善



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 31 个大城市城镇调查失业率连续两个月下降



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、固定资产投资：制造业投资扭转下降趋势

2023 年以来，固定资产投资增速持续下降，1 至 8 月为 3.2%，强于市场预期的 3.0%，前值 3.4%。从季调环比来看，8 月固投增速由负转正，为 0.26%，前值-0.16%。

房地产投资降幅自 3 月以来持续扩大，个别指标短期受益于近期调控放松政策。1 至 8 月房地产投资增速为-8.8%，前值-8.5%，8 月当月房地产施工面积降幅有所扩大，1 至 8 月待售面积增速则持续增长，竣工面积增速在保交楼压力下保持高位。边际改善之处在于，8 月当月商品房销售额以及新开工面积降幅均有所收窄。反映行业景气度的国房景气指数 8 月继续下降 0.21pct

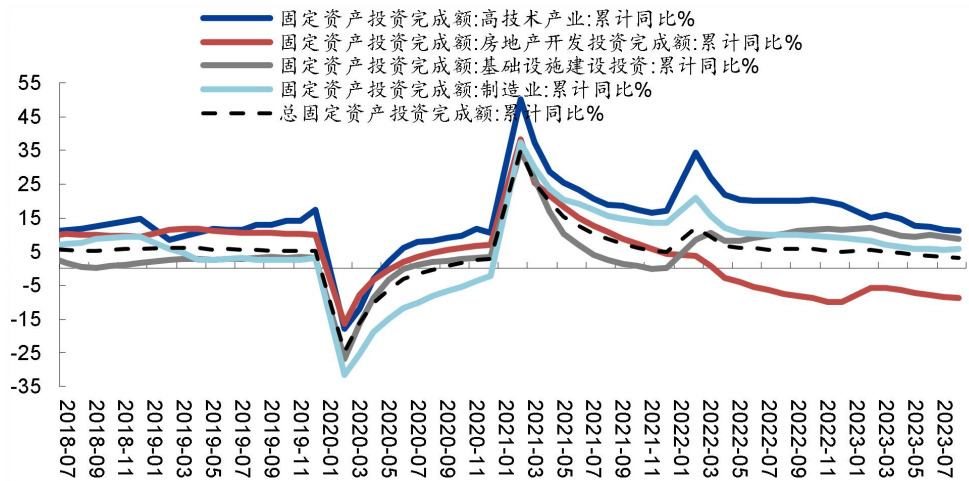
至 93.56，再创 2016 年 12 月以来新低。整体而言，房地产投资仍存在较大压力，库存难以有效释放，销售和新开工修复程度有限，仍需等待购房信心好转。

不含电力的基建投资增速年内持续下滑，8 月为 6.4%，前值 6.8%，但仍超出固定资产投资的总体增速，在专项债加速发行背景下仍为稳投资的主要抓手。

制造业投资增速扭转 2022 年四季度以来持续下降的趋势，1 至 8 月反弹 0.2pct 至 5.9%，8 月制造业 PMI 生产指数显著改善 1.7 至 51.9，创近五个月新高。高技术产业固投增速持续领先但连续 5 个月下降，8 月降低 0.2pct 至 11.3%。其中医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业分别高增 17.5%、12.8%。

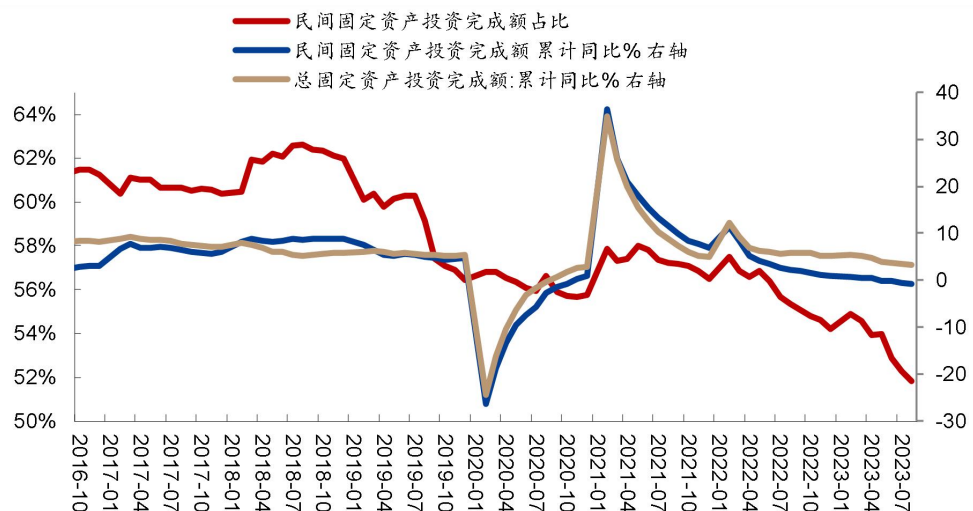
民营投资仍面临较大压力，民间固定资产投资增速自 2022 年以来持续下降，并且自 5 月转为负增长，截至 8 月降幅持续扩大至 -0.7%，前值为 -0.5%，大幅低于国企 7.4% 的增速。民间固定资产投资占比亦继续下降，8 月为历史最低位 51.8%。

图 5：各产业固定资产投资增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：民间投资占比创新低



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、投资建议

降准不意味货币政策宽松，在新增专项债加速发行、季末流动性需求上升、政策要求加强金融支持实体背景下，降准只是平稳流动性波动的工具，因而降准后的流动性趋势有待观察。此外，叠加资产端经济数据多数改善，今日主要利率债收益率全线上行。

预计稳定宏观杠杆率，即社会融资规模与名义经济增速相匹配的目标保持不变，叠加金融让利实体的政策要求，资本市场仍面临剩余流动性收缩。

利率债方面，在年内剩余时间里，十债收益率将在 2.6% 左右窄幅震荡，区间或在 2.5%-2.7%。

权益市场方面，仍面临汇率超调、外资持续净流出、民营经济疲软等压力，短期内降，准一定程度上巩固民营经济企稳信心，利好以国证 2000、中证 1000 代表的小盘以及科创 50、恒生科技等成长板块。

中长期，在金融让利实体要求下，金融市场剩余流动性或难持续增加。上证 50 代表的价值板块更具安全性，或可逢低介入。而以民营为主的创业板或估值偏高的中证 1000、科创 50 或仍面临较大压力。

五、风险提示

经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn