

经济延续修复态势，股债双牛行情可期

——2023年8月宏观经济深度解读

核心观点

8月经济边际改善，供需两端均呈现结构性亮点，经济景气水平总体保持稳定。从供给端看，工业和服务业边际改善好于市场预期。从需求端来看，市场销售边际加快，投资动能平稳增长。7月政治局会议提出的相关政策正在逐步落实，但不稳定不确定因素依然较多，国内需求仍显不足，经济内生动能恢复的微观基础仍需巩固。我们认为，货币政策将继续宽松基调，年内仍有进一步降息的可能性，预计无风险收益率进一步下探，形成股债双牛格局。

□ 工业生产稳中有进，持续性需政策护航

8月规模以上工业增加值同比增长4.5%，高于Wind一致预期4.2%与我们预期4.0%。从环比看，8月规模以上工业增加值比上月增长0.5%。8月工业生产增长修复有所加快，体现工业稳增长政策有所见效，但需求修复过程仍有波折，工业企业利润增速维持低位且处于去库阶段，工业生产内生动力有所不足，修复的持续性还在于需求侧政策护航。8月份全国服务业生产指数同比为6.8%，较上月大幅回升，主因接触型服务业保持较高景气。

□ 投资需求延续放缓态势，制造业资本开支不确定性较高

1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为3.2%，高于市场一致预期（Wind一致预期3.0%），与我们的预测值3.3%更为接近。分领域看，1-8月份制造业投资同比增速为5.9%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为6.4%，房地产开发投资同比增速为-8.8%。我们重点提示，外需增长存在不确定性，国内市场需求制约不足仍然存在，近期部分大宗商品价格继续下行，制造业市场价格总体回落，企业效益仍处于恢复期。

□ 社零增速企稳向上，地产后周期是主要拖累

8月社会消费品零售总额同比+4.6%（前值2.5%），社零增速显著回升，高于市场预期（Wind一致预期为3.5%）。其一，暑期出行需求持续释放，人员流动强度依然较高，接触类、出行类消费保持复苏态势。其二，可选消费表现不俗，化妆品、通讯器材、金银珠宝、汽车分别增长9.7%、8.5%、7.2%、1.1%。不过，8月楼市保持偏弱运行，家具、建筑装潢等地产后周期消费品依然承压。

□ 整体就业稳定，农民工就业状况良好

8月全国城镇调查失业率为5.2%，较前值下降0.1%，失业压力有所缓解。一方面，7月大学生毕业季已过，结构性失业压力有所缓解。另一方面，国内出行链热度延续，住宿餐饮业、交通运输业、旅游等行业发挥了吸纳劳动力就业的重要作用，外出农民工就业状况良好，外来农业户籍人口调查失业率为4.4%。

□ 风险提示

大国博弈超预期；地缘政治形势变化超预期。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：廖博

执业证书号：S1230523070004

liaobo@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

分析师：潘高远

执业证书号：S1230523070002

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1 《降准兑现，预计四季度仍有降息》 2023.09.14

2 《加息终点可能走高，降息终点更为重要》 2023.09.14

3 《人工智能科技革命推演——人工智能如何影响宏观经济系列报告之一》 2023.09.13

正文目录

1 经济保持恢复态势，8月供需两端呈现结构性亮点	4
2 工业生产稳中有进，持续性需政策护航	5
3 投资动能边际走弱，基建领域支撑较强	6
3.1 制造业投资延续放缓趋势，资本开支偏弱	9
3.2 地产投资增速回落，未来需依赖城中村等不依赖销售的投资	11
3.3 基建增速平稳，仍待后续发力	13
4 社零增速企稳向上，地产后周期是主要拖累	14
5 整体就业稳定，农民工就业状况良好	15
6 风险提示	16

图表目录

图 1: 经济内生动能较弱.....	4
图 2: 服务业修复速度快于制造业.....	4
图 3: 工业增加值主要门类: 8 月同比.....	6
图 4: 主要工业产品产量增速与去年同期对比.....	6
图 5: 8 月资本开支的环比动能仍弱于季节性.....	6
图 6: 8 月资本开支延续放缓趋势.....	6
图 7: 8 月 PMI 仍低于荣枯线反映市场需求或有不足.....	7
图 8: 市场主体对企业利润的前景仍有分歧.....	7
图 9: 企业盈利是资本开支的先决条件.....	7
图 10: 企业盈利仍处于下行通道.....	8
图 11: 私营部门利润总额降幅收窄速度较慢.....	8
图 12: 铁路运输业固定资产投资稳步增长.....	9
图 13: 房地产行业景气度仍有较大改善空间.....	9
图 14: 2023 年制造业投资内生动能震荡放缓.....	10
图 15: 8 月制造业投资内生动能强于季节性.....	10
图 16: 中小企业资本开支尚未修复至常态化中枢位置.....	11
图 17: 高技术制造业投资增速高于整体制造业平均水平.....	11
图 18: 本月停工面积改善小幅放缓 (%).....	12
图 19: 房地产投资各项累计同比增速 (%).....	12
图 20: 四大城市二手房出售挂牌量指数.....	13
图 21: 四大城市二手房出售挂牌价指数.....	13
图 22: 8 月社会消费品零售总额增速显著回升.....	14
图 23: 地产后周期消费依然是社零主要拖累项.....	14
图 24: 8 月民航执行客运航班量高于历史同期水平.....	15
图 25: 12 城地铁客运量处于历史同期最高水平.....	15
图 26: 8 月乘用车市场热度延续, 达到历史同期最高水平.....	15
图 27: 30 大中城市商品房销售仍处于低位.....	15
图 28: 8 月全国城镇调查失业率为 5.2%, 较前值下降 0.1%.....	16
图 29: 农民工就业情况良好, 整体就业稳定.....	16

1 经济保持恢复态势，8月供需两端呈现结构性亮点

高频数据显示，8月经济维持恢复向好势头，供需两端均呈现结构性亮点。8月份，在调查制造业PMI的21个行业中，有12个行业PMI环比上升，经济景气水平总体保持稳定。从供给端看，工业和服务业边际改善好于市场预期。8月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.5%（Wind一致预期为4.2%），比上月加快0.8个百分点；8月份，全国服务业生产指数同比增长6.8%，比上月加快1.1个百分点。从需求端来看，市场销售边际加快。8月份，社会消费品零售总额37933亿元，同比增长4.6%，比上月加快2.1个百分点；1-8月份，服务零售额同比增长19.4%。

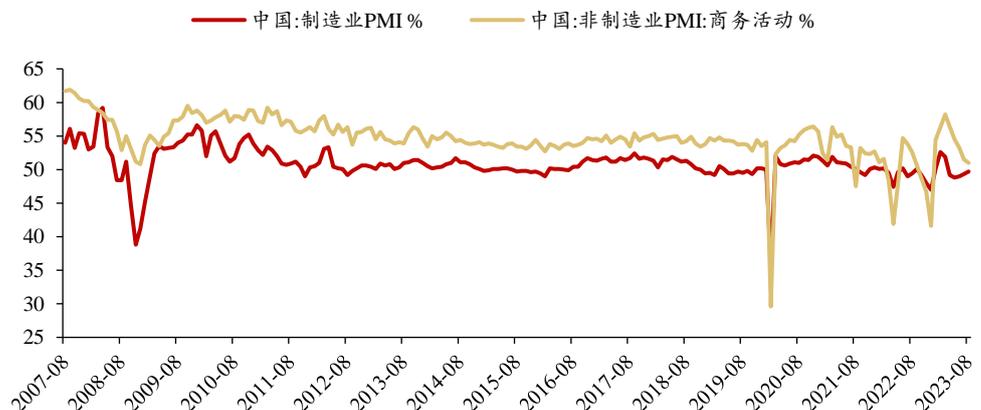
从三季度以来的经济运行来看，经济总体处于向潜在增速中枢回归的过程，但结构性就国内总需求不足的矛盾仍需要高度重视。8月份，制造业采购经理指数为49.7%，比上月上升0.4个百分点；非制造业商务活动指数为51.0%，比上月下降0.5个百分点，但持续位于扩张区间；综合PMI产出指数为51.3%，比上月上升0.2个百分点，我国基本面的活跃度保持相对稳定，我们预计2023年GDP增速为5.1%。大类资产方面，预计后续海外流动性将伴随加息暂缓有所改善，我国有望延续宽松货币政策基调，国内利率债和成长股受益。

图1：经济内生动能较弱



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：服务业修复速度快于制造业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 工业生产稳中有进，持续性需政策护航

8月规模以上工业增加值同比增长4.5%，高于Wind一致预期与我们预期。从环比看，8月规上工业增加值比上月增长0.5%。8月工业生产增长修复有所加快，体现工业稳增长政策有所见效，但需求修复过程仍有波折，工业企业利润增速维持低位且处于去库阶段，工业生产内生动力有所不足，修复的持续性还在于需求侧政策护航。

当前工业企业仍处于利润增速、去库趋势延续的环境中，工业生产景气总体企稳但强度仍有待加强。汽车半钢胎开工率、焦炉开工率、炼油厂开工率、PTA产量环比均小幅回升，高炉生产率较上月持平，螺纹钢产量环比有所回落。据国家能源局数据，8月第二产业用电量同比增长7.6%，增速较上月有所回升，除高温天气拉动用电需求外，也体现工业生产较为稳健。8月PMI生产指数较上月环比回升，保持在荣枯线以上，表明制造业生产活动保持扩张。

8月以来，工业细分行业的稳增长政策陆续出台，包括石化化工、钢铁、建材、有色、汽车、机械等行业，这将对今明两年工业生产的增速作出较为明确的指引，有助于工业生产的修复及预期稳定。

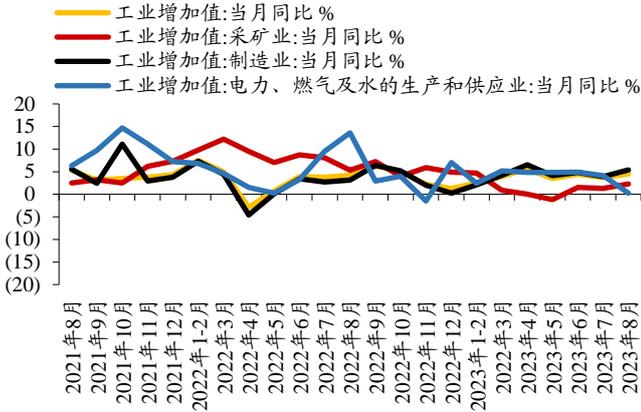
需求对工业生产的带动总体较弱，对工业生产的支撑仍较有限。内需方面，制造业投资受制于企业盈利压力；地产投资尚处低位；基建投资在气候扰动减退后有所改善但强度有限。8月PMI新订单指数回升至扩张区间，表明制造业市场需求有所改善，但修复持续性仍需相关扩内需政策支持。外需方面，8月出口增速总体偏弱。

8月份全国服务业生产指数同比为6.8%，较上月大幅回升，主因接触型服务业保持较高景气。8月暑期居民出行、旅游等消费活动对服务业起到一定支撑作用，国内主要城市地铁客流量、国内执飞航班数量环比抬升，体现居民出行意愿较强。8月铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数均处于较高景气区间。

从分项数据上看，8月份采矿业同比上升2.3%，制造业同比增长5.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%，制造业增速回升幅度较大。我们主要关注的工业产品产量中，8月份原煤（2.0%）、汽车（4.5%）、十种有色金属（6.1%）、钢材（11.4%）和发电量（1.1%）正增长，水泥（-2.0%）负增长。代表新动能的太阳能电池、服务机器人、光电子器件产品产量同比高增。

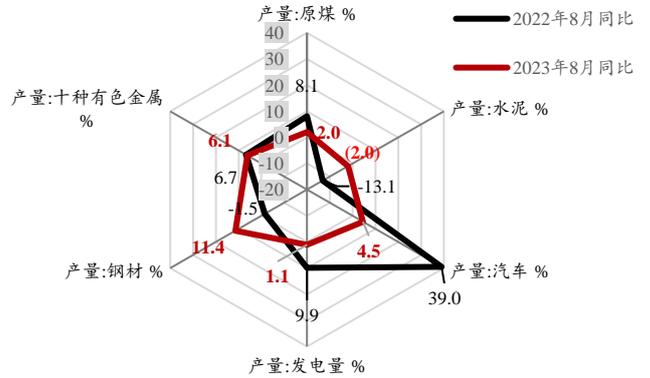
展望未来，生产端修复强度关键仍取决于需求侧强度能否得到有力提振，随着相关支持政策的落地发力，年内工业生产稳中有进的可能性较大。

图3: 工业增加值主要门类: 8月同比



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图4: 主要工业产品产量增速与去年同期对比



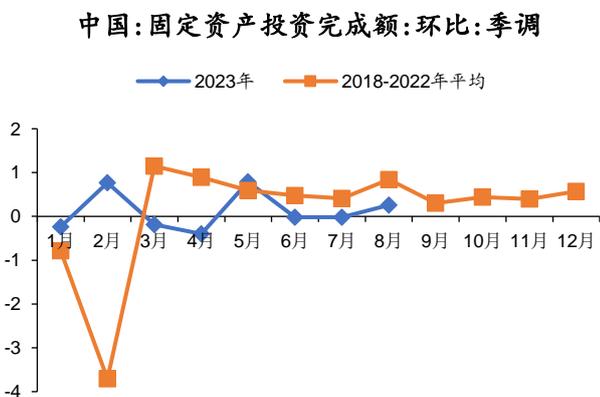
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

3 投资动能边际走弱, 基建领域支撑较强

1-8 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 累计增速为 3.2%, 高于市场一致预期 (Wind 一致预期 3.0%), 与我们前期报告《货币政策有望延续宽松, 股债双牛行情可期——2023 年 8 月宏观经济预测》的预测值更为接近。分领域看, 1-8 月份制造业投资同比增速为 5.9%, 基础设施投资 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 同比增速为 6.4%, 房地产开发投资同比增速为 -8.8%。从投资项目类型看, 重大项目是固定资产投资的最主要支撑。1-7 月份, 计划总投资亿元及以上项目 (简称“大项目”) 投资同比增长 10.1%, 增速比全部投资高 6.7 个百分点; 对全部投资增长的贡献率比 1-6 月份提高 5.1 个百分点。

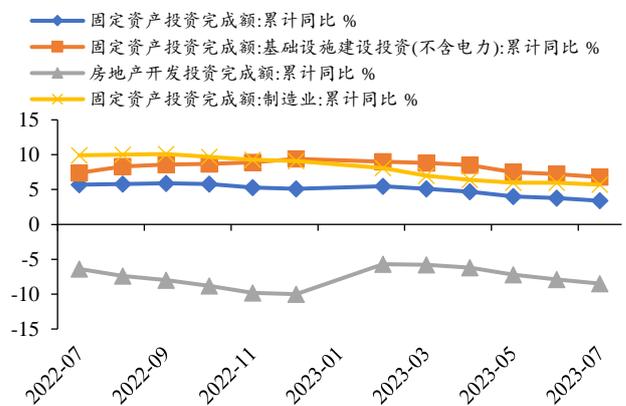
综合研判, 固定资产投资的最大不确定性来自制造业。8 月份, 制造业采购经理指数为 49.7%, 比上月上升 0.4 个百分点, 制造业景气水平有所改善。我们重点提示, 外需增长存在不确定性, 国内市场需求制约不足仍然存在, 近期部分大宗商品价格继续下行, 制造业市场价格总体回落, 企业效益仍处于恢复期。

图5: 8月资本开支的环比动能仍弱于季节性



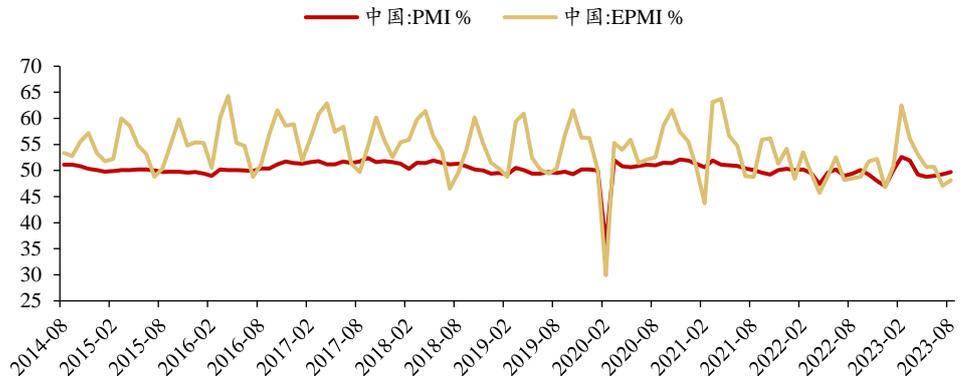
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 8月资本开支延续放缓趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7：8月 PMI 仍低于荣枯线反映市场需求或有不足



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第一，企业盈利尚未走出下行通道。1-7月份，在41个工业大类行业中，13个行业利润总额同比增长，28个行业下降。主要行业利润情况如下：电气机械和器材制造业增长33.7%，通用设备制造业增长14.5%，专用设备制造业增长2.1%，汽车制造业增长1.0%，纺织业下降20.3%，煤炭开采和洗选业下降26.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降26.4%，非金属矿物制品业下降28.8%，农副食品加工业下降32.6%，有色金属冶炼和压延加工业下降36.7%，化学原料和化学制品制造业下降54.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降87.0%，黑色金属冶炼和压延加工业下降90.5%。从历史经验看，规模以上制造业企业利润总额的增速大约领先制造业投资12个月左右。

图8：市场主体对企业利润的前景仍有分歧



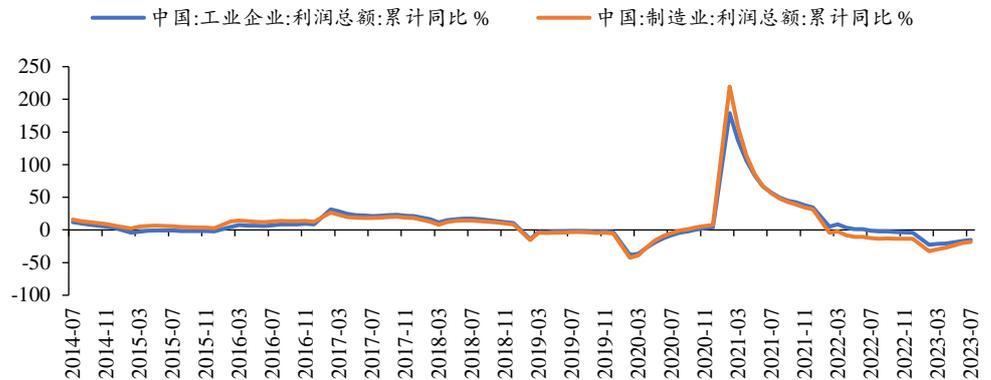
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：企业盈利是资本开支的先决条件



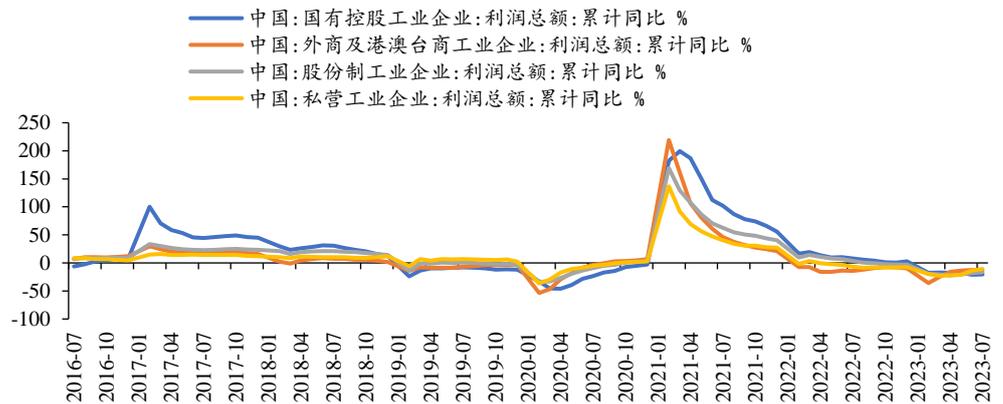
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10: 企业盈利仍处于下行通道



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

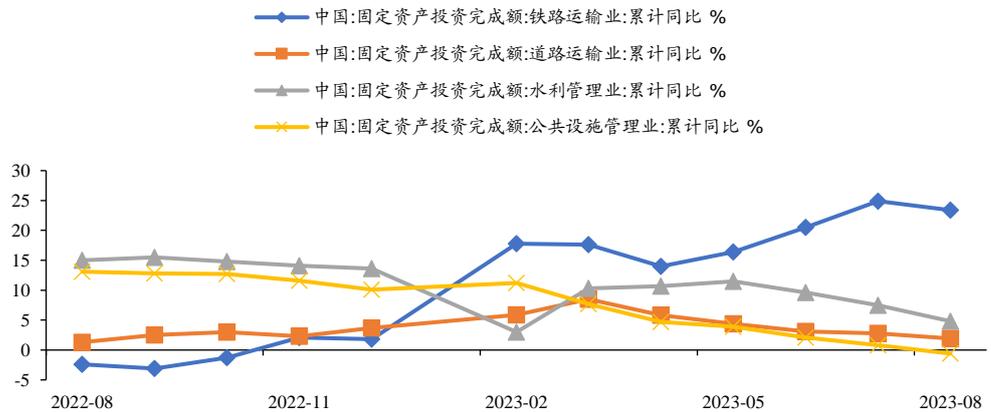
图11: 私营部门利润总额降幅收窄速度较慢



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第二，基础设施投资有效支撑投资需求平稳增长。1-8月份，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.4%，主要受到铁路运输业投资的拉动。据国铁集团数据，1-8月份，全国铁路完成固定资产投资4320亿元，现代化铁路基础设施体系加快构建，一批“十四五”规划纲要确定的重点项目建设取得新进展。值得关注的是，各级政府主要围绕“十四五”规划纲要确定的重大工程，以联网、补网、强链为重点，突出补短板、强弱项、重配套，推动一批重点项目建设取得新进展。

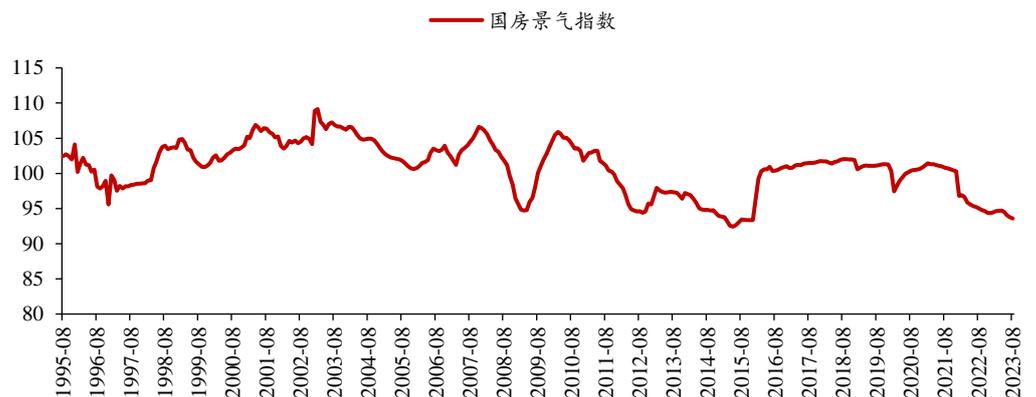
图12: 铁路运输业固定资产投资稳步增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第三, 地产投资仍处于结构调整的关键节点。投资方面, 1-8 月份, 全国房地产开发投资 76900 亿元, 同比下降 8.8%。销售方面, 1-8 月份, 全国商品房销售面积 73949 万平方米, 同比下降 7.1%; 商品房销售额 78158 亿元, 下降 3.2%。2023 年 8 月 31 日, 地产金融政策出现重要调整, 人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》及《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》。我们认为, 存量首套房贷款利率下调有助于减轻高利率借款人还款负担、改善居民收入预期, 拉动消费及投资、减少提前还贷。考虑到政策落地带动销售回暖, 对地产投资形成提振存在一定时滞, 预计年内房地产投资或更多借力城中村改造(详细内容可参考我们的前期报告《城中村改造有多大规模?》和《地产金融政策出现重要边际变化》)。

图13: 房地产行业景气度仍有较大改善空间



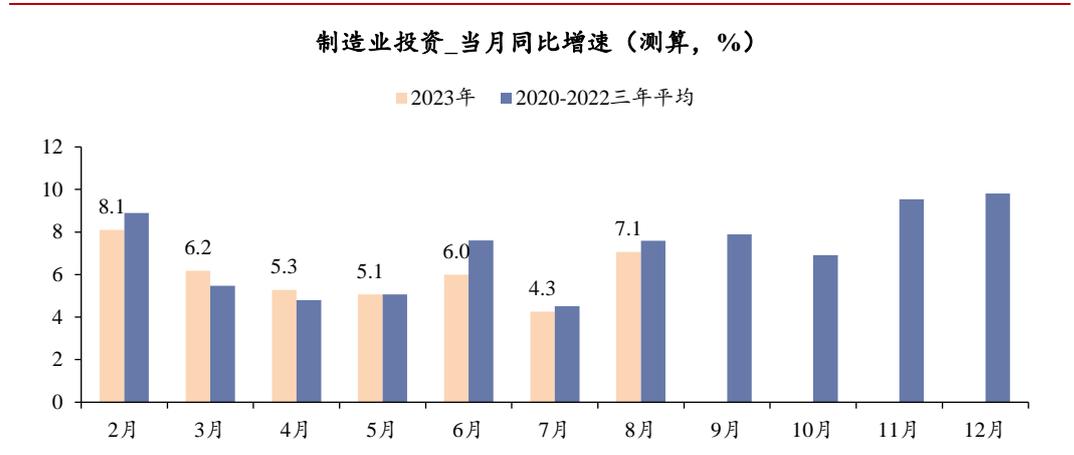
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.1 制造业投资延续放缓趋势, 资本开支偏弱

1-8 月份, 制造业投资累计增速为 5.9%。8 月份, 受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响, 制造业 PMI 继续位于临界点以下, 或进一步压制投资需求。

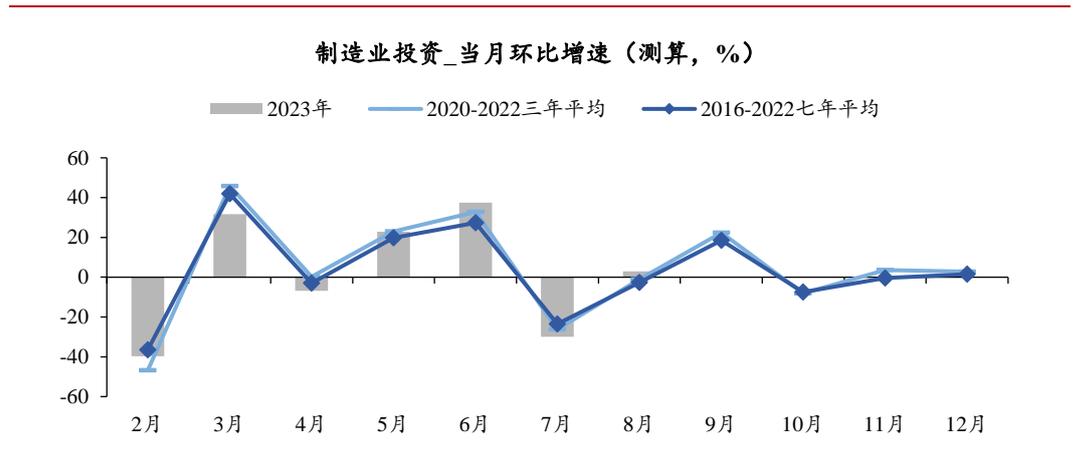
据我们测算，8月当月制造业投资同比增速为7.1%，低于历史三年均值，但投资规模环比增长2.9%，高于历史三年平均水平。

图14：2023年制造业投资内生动能震荡放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

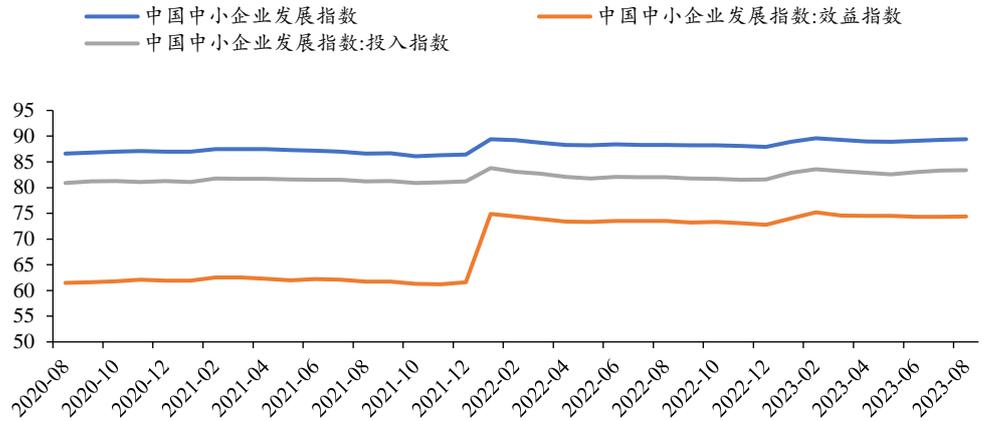
图15：8月制造业投资内生动能强于季节性



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第一，中小企业资本开支未见明显修复。中国中小企业协会近日发布的数据显示，8月中小企业发展指数为89.4，比上月上升0.1点，连续三个月回升，且高于2022年同期水平，与2021年同期持平，仍处在景气临界值100以下。企业效益状况仍不理想，8月份，效益指数为74.4，仍处于历史较低位。究其原因，由于市场需求不足，销售价格低迷，企业收入与利润好转主要是恢复性的，经济增长的内生动力还不强。特别是小微企业困难仍较突出，订单持续下降、应收账款拖欠等困难仍在持续。

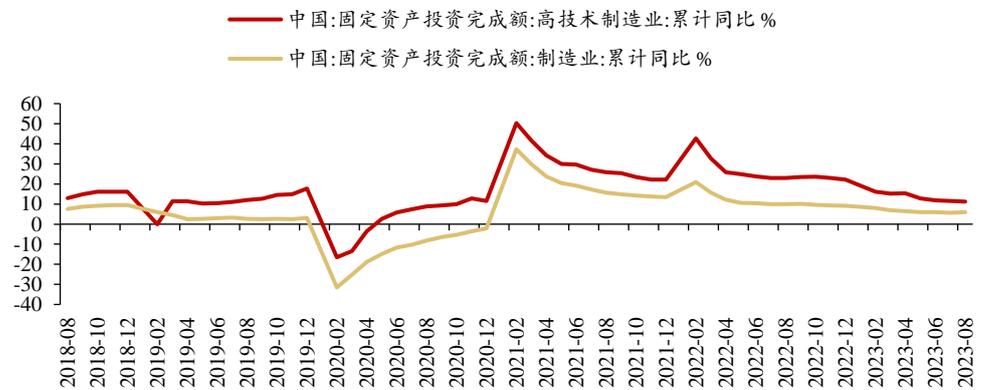
图16: 中小企业资本开支尚未修复至常态化中枢位置



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第二, 高技术制造业主要拉动制造业投资。2023年1-8月份, 高技术制造业投资同比增长11.2%, 增速较1-7月份下滑0.3个百分点, 但依然比制造业投资高出5.3个百分点。高技术制造业中, 医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长17.5%、12.8%。

图17: 高技术制造业投资增速高于整体制造业平均水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们判断, 当前制造业库存底部渐近, 但当前情形下库存周期磨底时间较长、补库强度较弱的可能性较大。我们预计后续逆周期政策及政策储备仍将着重围绕改善企业盈利, 预计后续仍有降息概率, 财政政策仍可能采取一系列措施帮助企业降低经营负担、改善企业盈利质量。

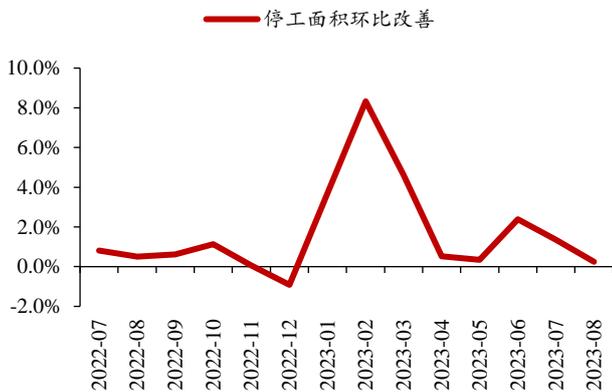
3.2 地产投资增速回落, 未来需依赖城中村等不依赖销售的投资

数据走势: 2023年1-8月地产投资累计增速-8.8%, 投资增速低于市场预期但与我们前期预测-8.9%基本一致。投资增速进一步回落主要源于保交楼进程放缓, 未来投资修复更多

需依赖城中村等不依赖销售的投资；地产销售仍然偏弱，需重点观测金九银十背景下需求端政策的落地效果。

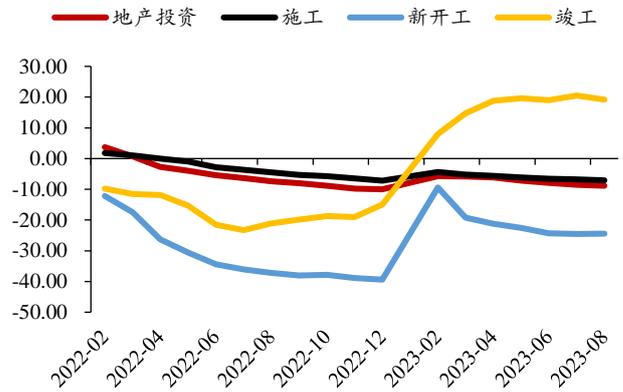
2023年1-8月，房地产开发投资累计同比-8.8%，前值-8.5%。新开工、施工、竣工累计同比-24.4%、-7.1%、19.2%，前值累计同比分别为-24.5%、-6.8%、20.5%，除新开工整体趋稳外施工和竣工增速均有所回落，印证我们前期对于保交楼放缓的判断。商品房销售面积和销售额1-8月累计同比分别为-7.1%和-3.2%，前值为-6.5%和-1.5%，相较前值进一步回落，自5月基数效应退去后销售承压依然明显，后续需进一步观测近期需求侧政策落地后的政策效果。房地产开发到位资金累计同比-12.9%，前值累计同比为-11.2%，从分项来看，其中国内信贷、自筹、定金与预收款和个人按揭贷款累计同比为-12.8%、-22.9%、-7.3%、-4.3%，前值累计同比为-11.5%、-23.0%、-3.8%、-1.0%，各大资金到位分项全面回落，其中销售疲软使得定金预收款与个人按揭分项回落尤其明显。本月投资数据的走软一定程度仍源于保交楼有所放缓，我们估算的8月数据也指向停工面积环比改善放缓。

图18：本月停工面积改善小幅放缓（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图19：房地产投资各项累计同比增速（%）



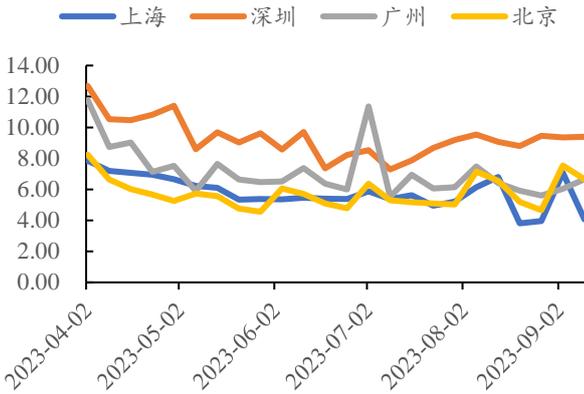
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2023年8月，房地产开发投资当月增速-19.1%，相较前值-17.8%进一步回落，**当月增速结束了连续两月的反弹态势**。新开工、施工、竣工当月同比-23.1%、-28.8%、10.1%，前值当月同比分别为-26.5%、-21.7%、32.7%，施工和竣工增速相较前值均有明显回落主要源于保交楼进程放缓。商品房销售面积和销售额8月当月同比分别为-24.0%和-23.7%，前值为-23.8%和-24.1%。房地产开发到位资金本月同比-26.1%，前值当月同比为-21.0%，资金到位相较前值回落明显；从分项来看，其中国内信贷、自筹、定金与预收款和个人按揭贷款当月同比为-24.9%、-23.3%、-32.3%、-27.5%，前值为-15.0%、-21.5%、-21.9%、-24.4%，个人按揭以及定金分项受到销售下行的明显拖累。

从销售端来看，截至9月1日北上广深四大一线城市全面落地“认房不认贷”，极大程度推动了置换需求；当前政策效果表现为一线城市二手房挂牌量均有所上行，主要为房屋置换者“腾挪”认房额度出售老房；但挂牌价整体平稳，指向当前需求释放仍然较为缓慢。未来仍需进一步观测金九银十背景下需求端政策的落地效果。

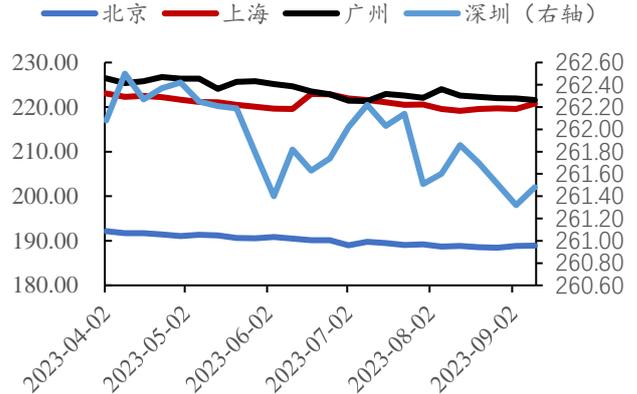
从投资端来看，在保交楼进程逐步放缓的背景下，未来更多将借力不依赖销售的投资即城市更新，尤其是城中村改造。我们估算十四五期间全国平均每年城中村改造投资规模可能略低于1万亿。预计未来央企将是城中村改造的投资主体，银行信贷是资金来源的核心发力点。

图20: 四大城市二手房出售挂牌量指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 四大城市二手房出售挂牌价指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.3 基建增速平稳，仍待后续发力

2023年1-8月基础设施（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.4%，其中，铁路运输业投资增长23.4%，水利管理业投资增长4.8%，道路运输业投资增长1.9%，公共设施管理业投资下降0.6%。前期高温降雨天气扰动下降，但卖地收入不足仍有利空，基建维持平稳增长，后续重点关注财政或准财政体系发力。

8月基建较低迷，这次有何不一样？2023年以来财政前置发力带动基建开门红，后续基建投资边际回落，主因在于两大方面：1、房地产修复较慢导致卖地收入不足，在严控新增隐性债务和防范系统性风险的背景下，专项债难以递补卖地收入不足形成的资金缺口，基建项目的结构性资金缺口施压基建投资；2、厄尔尼诺气候带来的高温、大规模降雨天气扰动基建施工强度。

进入2023年8月，长时间高温及大规模降雨逐步减少，天气因素的边际扰动下降，我们预计基建施工强度有望回升，但2023年8月基建投资同比4.2%，与7月较为接近，并未出现显著回升，与2022年有所不同。2022年Q3基建投资面临相似的宏观“环境”，一方面2022年9月起天气因素扰动显著下降，基建施工强度回升；另一方面彼时为解决卖地收入不足问题，积极采取了加速专项债发行、加速国有金融机构利润上缴等政策措施，并运用了政策性金融工具等准财政工具，因而基建投资出现了一轮显著回升。我们认为，当前来看，天气因素扰动已经显著减少，下一步重点聚焦卖地收入拖累问题。

卖地收入不足仍有扰动，重点关注后续准财政发力。截至7月财政数据来看，政府性基金科目中卖地收入增速仍处于较低水平，2023年1-7月仍较2022年同期下降近5400亿元，考虑专项债对项目收益率要求较高且要求专款专用的使用方式，即便加速发行也难以完全填补卖地收入不足对狭义基建的扰动，同时，我们预计土地出让收入在房地产销售出现大幅回升前可能较难出现显著回升。

在当前经济处于弱修复进程状态下，7月政治局会议明确定调“用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策”。近期，财政一方面积极出台了一次性奖金个税减免、减半征收证券交易印花税等相关减税降费政策，另一方面要求加快专项债发行进度，8月金融数据中政府债券的大幅增加已有体现。

我们认为，下一步重点关注准财政工具的出台，解决卖地收入不足问题，或将推动基建增速边际回升。

4 社零增速企稳向上，地产后周期是主要拖累

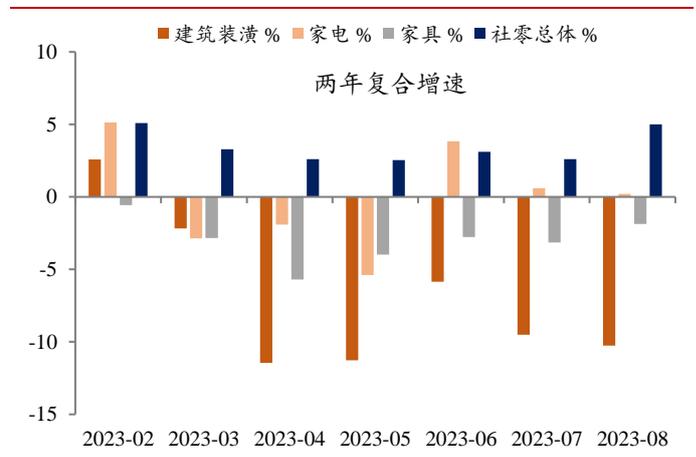
8月社会消费品零售总额同比+4.6%（前值2.5%），社零增速显著回升。从两年复合增速来看，3月份以来，社零两年复合增速维持在3%上下，8月则回升至5.0%，消费品零售情况显著改善。其一，暑期出行需求持续释放，人员流动强度依然较高，接触类、出行类消费持续恢复，8月餐饮收入同比+12.4%，继续维持高增速。其二，可选消费表现不俗，化妆品、通讯器材、金银珠宝、汽车分别增长9.7%、8.5%、7.2%、1.1%。不过，8月楼市保持偏弱运行，家具、建筑装潢等地产后周期消费品依然承压。

图22：8月社会消费品零售总额增速显著回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

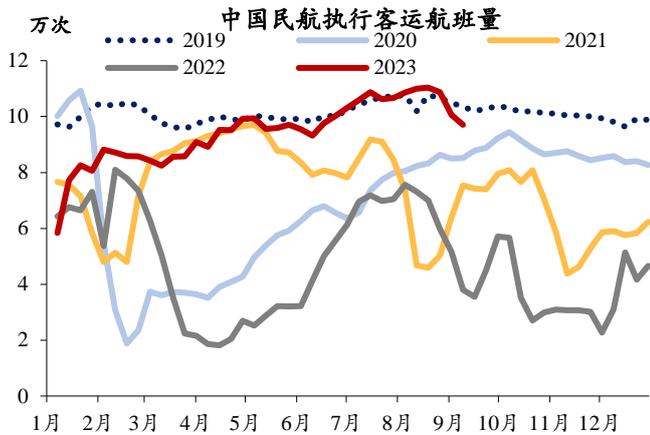
图23：地产后周期消费依然是社零主要拖累项



资料来源：Wind，浙商证券研究所

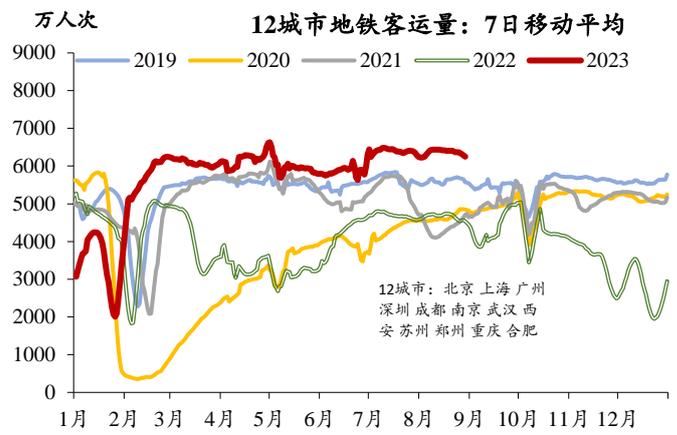
8月暑期出行需求持续释放，人员流动强度依然较高，民航执飞量、地铁客运量都保持在历史同期最高水平。城际交通方面，8月民航执行客运航班量稳中有升，高于2019年同期水平，体育赛事、演唱会、商务会展等活动景气度不断提升，带动出行链相关消费。市内交通方面，12城地铁客运量处于历史同期最高水平，暑期档电影票房创历史新高，餐饮收入同比增长12.4%。除此之外，四川、大连、武汉、江西等多地抓住暑期消费季机会，发放文旅、汽车、绿色家电等多领域消费券，聚焦新兴消费业态，加大补贴力度，促进消费平稳复苏。

图24：8月民航执行客运航班量高于历史同期水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

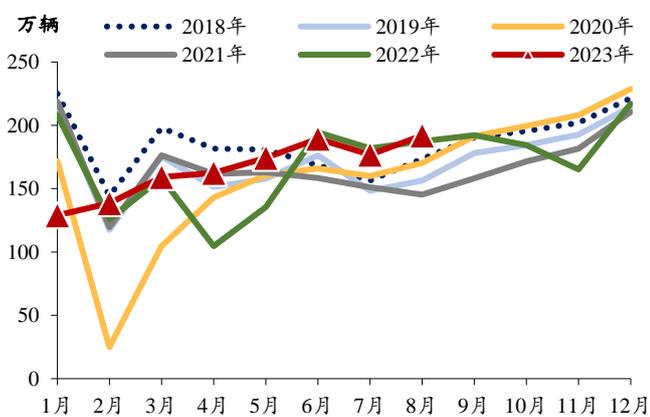
图25：12城地铁客运量处于历史同期最高水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

8月可选消费表现不俗，地产后周期消费依然是主要拖累项。8月化妆品、通讯器材、金银珠宝、汽车分别增长9.7%、8.5%、7.2%、1.1%，可选消费品出现修复迹象。据乘联会信息，8月乘用车市场零售达192.0万辆，同比增长2.5%，环比增长8.6%，达到历史同期最高的水平。不过，8月楼市依然偏弱运行，30大中城市商品房销售面积仍低于去年同期水平，家电、家具、建筑装潢零售增速落后总体社零，是社零数据的主要拖累项。

图26：8月乘用车市场热度延续，达到历史同期最高水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图27：30大中城市商品房销售仍处于低位

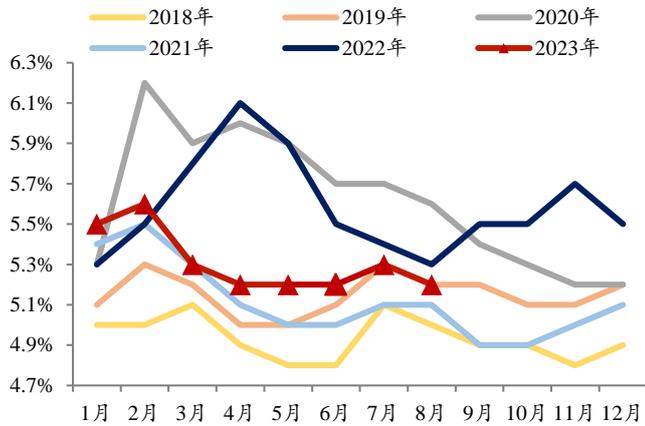


资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 整体就业稳定，农民工就业状况良好

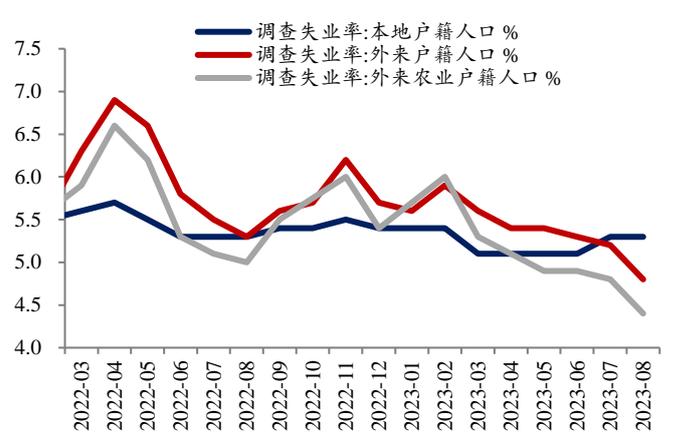
8月全国城镇调查失业率为5.2%，较前值下降0.1%，失业压力有所缓解。一方面，7月大学生毕业季已过，结构性失业压力有所缓解。另一方面，国内出行链热度延续，住宿餐饮业、交通运输业、旅游等行业发挥了吸纳劳动力就业的重要作用，外出农民工就业状况良好，外来农业户籍人口调查失业率为4.4%。

图28: 8月全国城镇调查失业率为5.2%，较前值下降0.1%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图29: 农民工就业情况良好, 整体就业稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

就业优先政策持续发力, 近期政策主要聚焦于高校毕业生。8月4日人社部等四部门发布通知, 对重点群体创业就业实施税收减免优惠, 其中持有《就业创业证》或《失业就业登记证》的脱贫人口从事个体经营可享受最低两万元扣税额度。为进一步拓宽高校毕业生就业渠道, 8月14日~20日, 人社部百日千万招聘专项行动推出4个线上招聘专场, 共有23.8万余家用人单位参与, 招聘需求达610.2万人次。预计后续就业优先政策持续发力, 全年可以顺利完成5.5%以内的失业率目标。

6 风险提示

大国博弈超预期; 地缘政治形势变化超预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>