

对经济最悲观的时候可能已经过去

——8月经济数据点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

事件：

国家统计局9月15日公布2023年8月经济数据。总体而言，8月总需求与总产出均出现了一些边际企稳甚至改善的迹象，这可能也意味着整体经济的环比增速也已经触底。环比增长的触底与稳增长政策持续的发力、库存的回补、外需的改善、市场出清等多方面因素有关。展望未来，尽管在三季度甚至年底前中国经济的负产出缺口是否能够收敛仍有较大不确定性，但我们认为，对中国经济最悲观的预期可能已然过去。权益市场也会逐步受到基本面企稳的支撑。考虑到库存投资、供给出清以及近期稳增长政策的不断推出与加速落地，我们重申到明年2季度或之前中国经济有望温和复苏的判断。

事件点评

➤ 需求端：改善迹象显现

8月需求端改善超预期。季节性调整后，8月社会消费品零售回升，其中商品消费的底部回升是主要支撑，但餐饮消费从高位有所回落；地产销售有所企稳；固定资产投资规模有所回升，制造业、基建投资在8月环比均出现回升，地产投资也有所企稳。

➤ 生产端：工业生产边际回升

与需求整体边际改善相一致，生产端也出现一定改善的迹象。季节性调整后，8月工业增加值环比增长0.8%（前值-2.6%），显示工业生产在7月的回落后边际回升。同时，发电量与出口交货值在季节性调整后也有所回升。

➤ 就业形势有所企稳

8月的城镇调查失业率5.2%，季节性调整后，城镇调查失业率与上月持平。31大中城市调查失业率也略有好转，季调后较上月下降0.1个百分点。

➤ 未来经济与政策展望

总体而言，从季节性调整后的数据来看，8月总需求与总产出均出现了一些边际企稳甚至改善的迹象。我们认为，中国工业部门可能已经止住了二季度以来环比下滑的颓势，出现企稳的迹象，这可能也意味着整体经济的环比增速已经触底。

环比增长的触底与稳增长政策持续的发力、库存的回补、外需的改善等多方面因素有关，此外，市场出清的影响可能也不能忽视（《潜龙在渊——中国经济如何复苏？》）。当然，在三季度甚至年底前中国经济的负产出缺口是否能够收敛仍有较大不确定性。

这意味着国债收益率在短期明显回升之后，到年底可能仍有一定的下行空间。

不过，我们认为，对中国经济最悲观的预期可能已然过去。权益市场也会逐步受到基本面企稳的支撑。考虑到库存投资、供给出清以及近期稳增长政策的不断推出与加速落地，我们重申到明年2季度或之前中国经济有望温和复苏的判断。

风险提示：经济、政策与预期不一致，中美关系恶化超预期。

相关报告

- 1、《通胀数据总体符合预期，9月或不加息：——美国8月CPI数据点评》2023.09.14
- 2、《出口环比改善可持续吗？——8月外贸数据点评》2023.09.07

1. 需求端：改善迹象显现

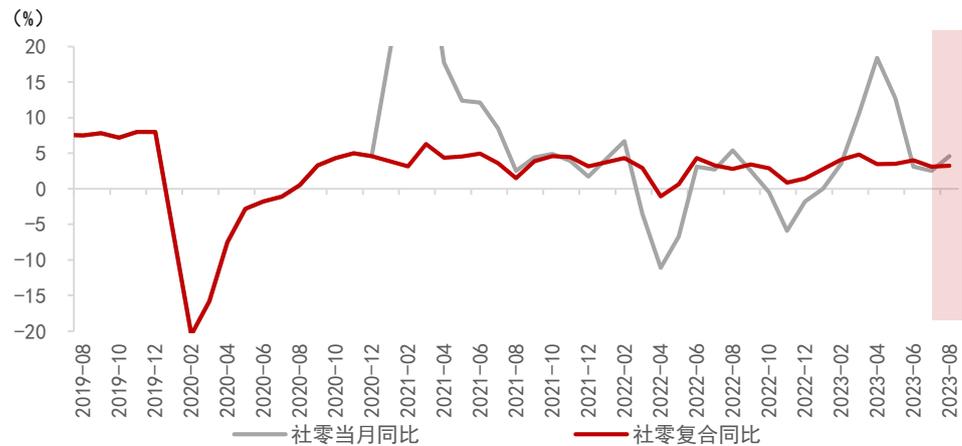
8月需求端改善超预期。季节性调整后，8月社会消费品零售回升，其中商品消费的底部回升是主要支撑，但餐饮消费从高位有所回落。此外，8月地产销售有所企稳。季调之后，8月固定资产投资规模有所回升，制造业、基建投资在8月环比均出现回升，地产投资也有所企稳。

首先，8月消费动能有所增强，主要受到商品消费支撑。

8月社会消费品零售同比增长4.6%（前值2.5%），较上月回升0.6个百分点，好于市场一致预期（3.5%）。

季节性调整后，社零环比上行；以2019年为基期的复合同比增速也显示，8月社零增速略有回升（四年CAGR3.2%，前值3.1%），这可能意味着8月消费动能边际增强。

图表1：社会消费品零售增速



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比均以2019年为基期

分消费类别而言，8月商品消费反弹，餐饮消费回落。

季节性调整后，商品消费从底部明显反弹——当然距离前期的高点仍有不小差距；餐饮消费则在两个月的持续回升后有所回落。具体而言，8月商品消费环比上升2.1%（前值-7.2%），餐饮消费环比下降5.2%（前值2.2%）。

图表2：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）

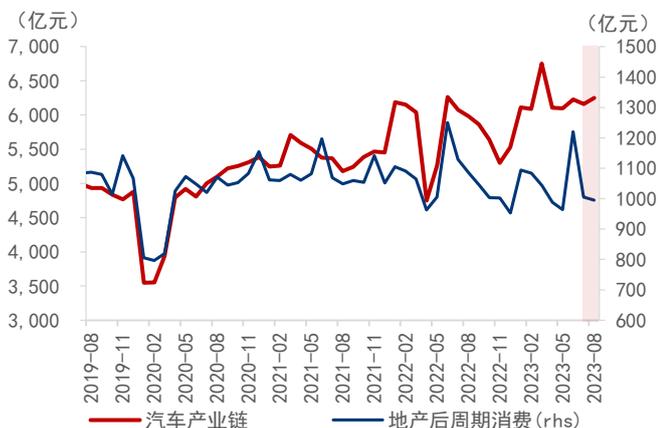


资料来源：Wind，国联证券研究所

分板块来看，继多数商品消费板块在7月回落之后，8月大部分商品消费有所反弹。从限额以上的商品销售观察：

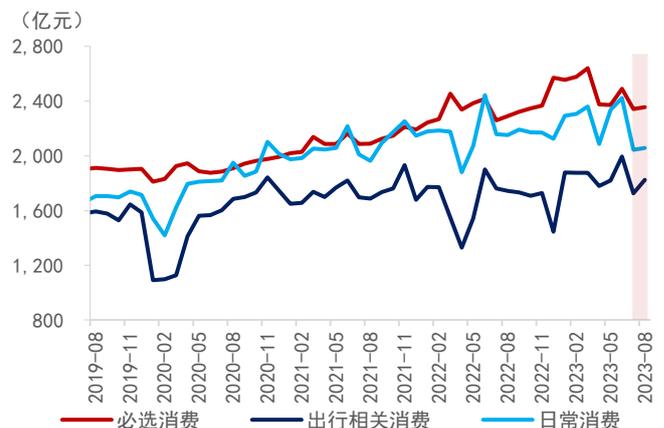
- 鞋帽服装、化妆品等与外出相关商品消费明显回升，季节性调整后，在8月环比增长5.7%（前值-13.5%）。
- 汽车消费有所回升。季节性调整后，7月汽车消费环比增长1.5%（前值-1.1%）。
- 日用品等日常商品消费低位企稳，季节性调整后，在8月环比增长0.8%（前值-15.7%）。
- 粮油、食饮及药品等必选消费也保持了平稳，季节性调整后，其8月环比增速为0.6%（前值-5.9%）。
- 只有家具家电等地产后周期商品消费继续下降。季节性调整后，其8月环比为-1.0%（前值-17.6%）。

图表3：汽车与地产后周期消费（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：其他板块的商品消费（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

其次，地产销售出现一定企稳的迹象。

从经过季节性调整的数据来看，8月商品房销售规模恢复到年化12亿平方米的水平，环比上升1.3%（前值-6.3%），其中住宅销售面积环比下降0.3%（前值-4.5%）。

图表5：商品房销售面积（季调）

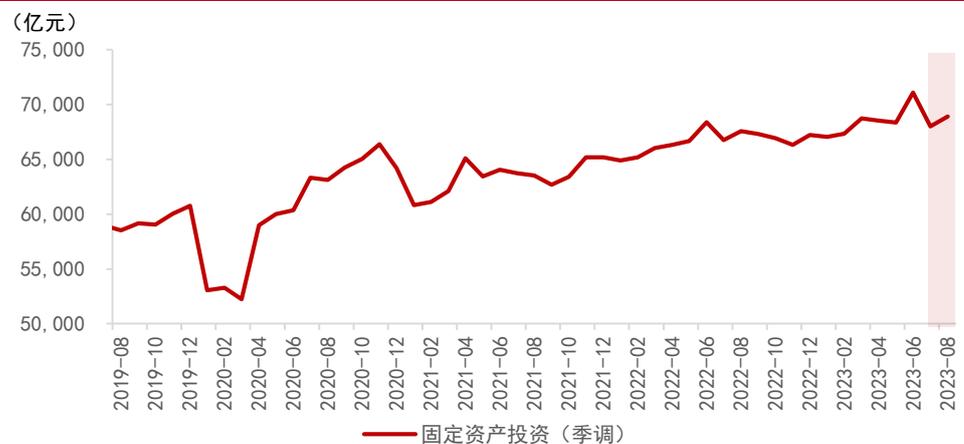


资料来源：Wind，国联证券研究所

最后，固定资产投资整体有所回升。季节性调整后，制造业、基建投资在8月环比均出现回升，地产投资也有所企稳。

从经过季节性调整后的数据来看，8月固定资产投资环比增速为1.3%（前值-4.4%）。

图表6：固定资产投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

从结构上来看：

地产投资有所企稳。季节性调整后，8月地产投资环比上升0.4%（前值-5.1%）。但值得注意的是，考虑到当前地产投资仍受到存量投资支撑（包括“保交楼”、“保竣工”），就如统计局之前的分析所言¹，以及较高的地产库存，即使政策推动地产销售企稳，不能排除地产投资还面临一定的下行压力。

基建投资出现回升。季节性调整后，8月基建投资环比上升2.0%（前值-15.9%）。其中，除电力外的基建投资环比增长1.1%（前值-3.8%）。

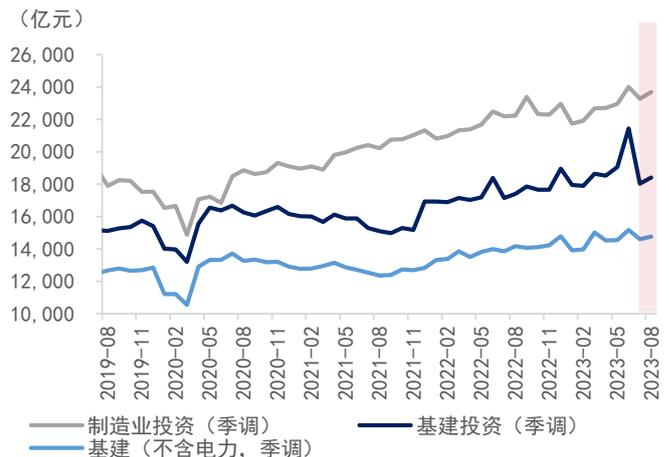
制造业投资有所反弹。今年上半年，制造业投资表现强势，季调环比持续回升直至7月出现回落，8月制造业投资重新回升，环比增长1.8%（前值-3.0%），接近历史高点，是今年需求端最重要的引擎之一。

图表7：房地产投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：基建与制造业投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

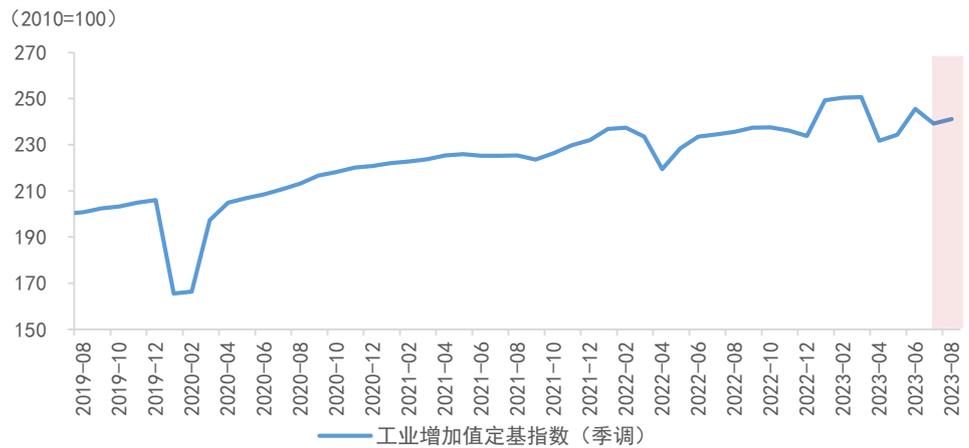
2. 生产端：工业生产边际回升

与需求整体边际改善相一致，生产端也出现一定改善的迹象。

季节性调整后，8月工业增加值环比增长0.8%（前值-2.6%），显示工业生产在7月的回落后边际回升。就绝对水平而言，8月工业生产仍略弱于6月，更弱于一季度的水平，但好于4、5月。8月发电量季节性调整后环比也有所回升（1.2%）。

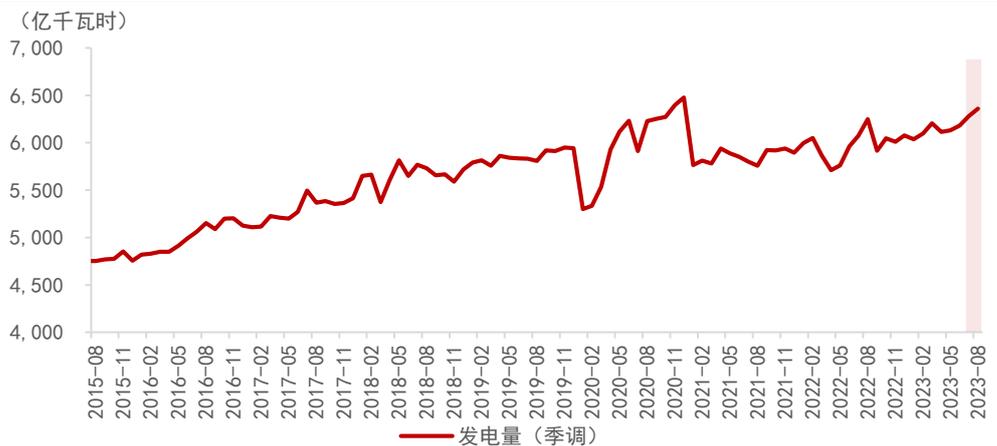
¹ 7月17日，国务院新闻办就上半年国民经济运行情况答记者问提到，“目前房地产新开工面积还在下降，竣工面积在增加，施工面积整体下降，未来看，房地产投资还会处于低位运行。”

图表9：工业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：发电量（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

同时，8月出口交货值也有一定的回升。季节性调整后，8月工业企业出口交货值环比上升0.5%（前值0.4%）——与此前公布的8月出口数据季调之后反弹保持一致（《出口环比改善可持续吗？——8月外贸数据点评》）。

图表11：出口交货值（季调）



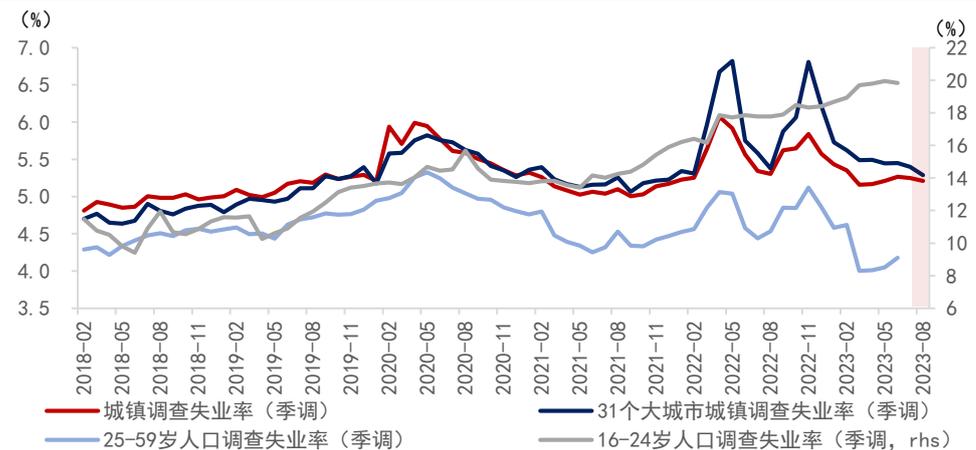
资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 就业形势有所企稳

8月的城镇调查失业率5.2%，较上月（前值5.3%）下降0.1个百分点。季节性调整后，城镇调查失业率与上月持平。

此外，31大中城市调查失业率也略有好转，季节性调整后较上月下降0.1个百分点。

图表12：调查失业率



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 未来经济与政策展望

总体而言，8月季节性调整后的数据来看总需求与总产出均出现了一些边际企稳甚至改善的迹象，与早前公布的PMI指标显示的制造业产出可能阶段性企稳的特征相一致（《制造业下行压力缓和——8月PMI数据以及未来经济展望》）。

从需求端来看，消费动能较上月有所增强，地产销售与投资有所企稳，制造业与基建投资也出现了一定的回升，除此以外，受到大宗商品价格近期反弹的影响，库存投资可能也有所上升；供给端，工业生产也边际回升。

从目前的情况来看，中国工业部门可能已经止住了二季度以来环比下滑的颓势，有企稳的迹象，这可能也意味着整体经济的环比增速已经触底。环比增长的触底与稳增长政策持续的发力、库存的回补、外需的改善等多方面因素有关，此外，市场出清的影响可能也不能忽视（《潜龙在渊——中国经济如何复苏？》）。

当然，在三季度甚至年底前中国经济的负产出缺口是否能够收敛（粗略估计 GDP 单季环比增速要超过 1.1%）仍有较大不确定性：

一方面，内需回升的力度可能受到多方面因素的限制。消费方面，居民资产负债表和疤痕效应的修复仍需时间，可能持续对消费的修复造成影响；投资方面，虽然制造业投资和基建投资有望对经济构成持续支撑，但较高的地产库存水平仍将对未来的地产投资造成拖累。统计局也预计，未来地产投资“还会处于低位运行”。

另一方面，外需对经济的支撑可能也比较有限。我们预计，季节性调整后的出口规模在未来一到两个月可能继续环比回升，在今年后续月份大概率也将保持平稳。尽管这一预测已经高于市场一致预期，但这依然意味着外需难以推动负产出缺口缩小。

这意味着国债收益率在短期明显回升之后，到年底可能仍有一定的下行空间。

不过，对中国经济最悲观的预期可能已然过去。权益市场也会逐步受到基本面企稳的支撑。除了库存投资的贡献之外，近期以来持续超预期的数据是否意味着供给出清推动的经济复苏的效果正在逐步显现需要密切关注——供给出清推动复苏的一个重要特征就是“经济是通过供给创造了需求”，看不到特别明显的对需求端的直接刺激经济就能恢复（《潜龙在渊——中国经济如何复苏？》）。

叠加近期稳增长政策在不断推出与加速落地，我们重申到明年 2 季度或之前中国经济有望温和复苏的判断。

近期落地稳增长政策还包括：9 月 14 日，央行宣布将于次日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，有助进一步降低企业资金成本。8 月底 9 月初四个一线城市陆续宣布执行“认房不认贷”政策，9 月以来多个省会城市已全面取消限购，同时首套存量房贷利率的调整也将在 9 月中下旬开放申请与逐步落实。此外，应急流动性金融工具（SPV）以及发行特殊再融资债券进行债务置换²，也有望缓解地方财政的压力，有利于增加基建投资。

² 据财新 8 月 19 日报道，“央行或将设立应急流动性金融工具（SPV），由主要银行参与，通过这一工具给地方城投提供流动性，利率较低，期限较长。”

5. 风险提示

经济、政策与预期不一致，中美关系恶化超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼