

宏观利率

经济指标整体改善

——2023年8月经济数据点评兼论利率影响

2023年9月15日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

➤ **市场启示：降准将进一步改善经济，收益率仍有反弹空间。**短期看经济有望持续恢复。除政策效应继续显现外，经济内生驱动有所改善，比如价格的回升和企业信心的回升；部分制造业主动补库；城镇失业率已回到疫情前水平等。9月以来狭义资金面略有收紧，9月15日央行降准0.25个百分点，显示继续呵护流动性和持续推进经济复苏的决心。在经济平稳改善和资金面稳定的判断下，建议关注银行资产配置偏好变化对债券的影响。今年1-8月10年国债收益率下降了28bp，1年MLF利率、1年LPR和5年LPR分别调降了25bp、20bp、10bp。二季度一般贷款利率较去年四季度下降了9bp，可见受制于净息差约束，这轮贷款利率下降明显低于市场利率降幅。随着降准和存款利率下调带来银行负债端成本的改善，对于银行资产配置来讲，未来贷款相较于债券的优势有所提升。这个逻辑对于债券偏不利。

➤ **社零边际改善，服务消费明显扩大。**8月社零同比增长4.6%（前值2.5%），累计同比增长7.0%（前值7.3%），无论是单月数据还是两年平均增速均明显好转。服务消费明显扩大，为消费增长提供有力支撑。1-8月，服务零售额同比增长19.4%。具体看，第一，服务类、出行类消费表现较好。第二，地产链相关消费走势分化。第三，生活必需类消费稳中向好。第四，升级类消费边际改善，整体仍受制于收入恢复不足。

➤ **房地产销售及投资增速持续调整。**8月房地产开发投资完成额累计增速-8.8%（前值-8.5%）；商品房销售面积累计跌幅扩大至-7.1%（前值-6.5%）；房地产开发资金来源累计跌幅扩大至-12.9%（前值-11.2%）；房屋竣工面积累计增速19.2%（前值20.5%），新开工面积累计增速-24.4%（前值-24.5%），施工面积累计增速-7.1%（前值-6.8%）。

➤ **基建投资增速继续放缓。**8月基建投资（不含电力）累计增速6.4%（前值6.8%）。随着8月、9月专项债加快发行带来基建实物工作量的提升，预计未来一个阶段基建投资有望保持韧性。

➤ **制造业投资增速有所回升，民间投资降幅扩大。**8月制造业投资累计增速5.9%（前值5.7%），测算当月同比增速为6.9%，明显高于前值4.4%。8月民间投资累计同比-0.7%（前值-0.5%），连续四个月负增长。

➤ **市场需求逐步恢复支撑工业生产边际改善。**8月规模以上工业增加值同比增长4.5%（前值3.7%），两年平均增长4.4%（前值3.8%）。8月规上工业产销率为97.4%，较上月略有回落。

➤ **风险提示：**稳增长政策力度超预期；地方政府债务风险。



8月经济数据平稳向好，整体高于预期。具体看，8月规模以上工业增加值同比增长4.5%（前值3.7%，预期值4.2%）；全国固定资产投资累计同比增长3.2%（前值3.4%，预期值3.0%），其中制造业投资累计同比增长5.9%（前值5.7%，预期5.3%），基础设施投资累计同比增长9.0%（前值9.4%，预期值7.9%），基础设施（不含电力）累计同比增长6.4%（前值6.8%）；全国房地产开发投资累计同比增长-8.8%（前值-8.5%，预期值-8.6%）；社会消费品零售总额当月同比增长4.6%（前值2.5%，预期值3.5%）。

图1：工业增加值当月增速（%）

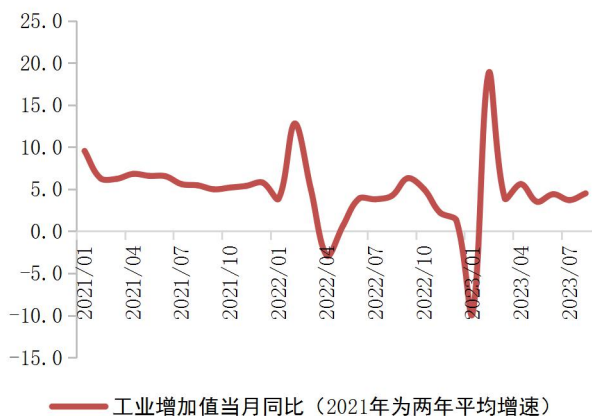
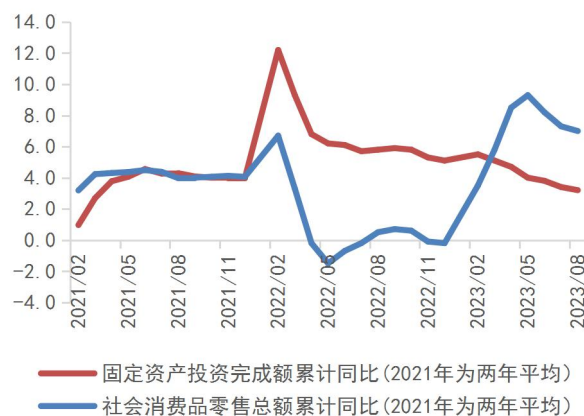


图2：固定资产投资及消费累计增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

社零边际改善，服务消费明显扩大。8月社零同比增长4.6%（前值2.5%），累计同比增长7.0%（前值7.3%），无论是单月数据还是两年平均增速均明显好转。服务消费明显扩大，为消费增长提供有力支撑。1-8月，服务零售额同比增长19.4%。具体看，

第一，服务类、出行类消费表现较好。8月餐饮收入同比增长12.4%（前值15.8%），用两年平均增速平抑疫情波动影响后，连续三个月增速加快。在暑期旅游、文体娱乐活动消费的带动下，相关服务消费增长较快。8月，住宿和旅游价格涨幅都在扩大，铁路运输、航空运输、住宿等行业的商务活动指数都保持在55%以上的较高景气区间；全国电影票房收入同比增长超过一倍，演出市场票房收入也成倍增长。汽车销售增速有所改善。8月汽车类零售额同比增速为1.1%（前值-1.5%），从两年或四年平均增速看，汽车消费今年整体回升。

第二，地产链相关消费走势分化。8月建筑及装潢材料类零售额增速-11.4%（前值-11.2%），没有明显好转。在政策驱动下，家具类、家用电器和音响器材类消费边际有所改善，分别增长4.8%（前值0.1%）、-2.9%（前值-5.5%），这两类两年平均增速均有所改善。

第三，生活必需类消费稳中向好。粮油、食品类、饮料类、烟酒类、中西药品类零售额增速较为稳定，日用品类、服装鞋帽纺织品类消费增速有所回升。

第四，升级类消费边际改善，整体仍受制于收入恢复不足。8月，限上商品零售额中，化妆品类和金银珠宝类零售额均边际改善，且两年平均增速也有所改善；通讯器材类边际改善尚未带动两年平均增速改善；体育、娱乐用品类零售额增速则连续两个月走差。

表 1：分行业社会消费品零售总额增速（%）

指标名称	2022/12	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	比上年同期	比上期
粮油、食品类	10.5	9.0	4.4	1.0	-0.7	5.4	5.5	4.5	-3.6	-1.0
饮料类	5.5	5.2	-5.1	-3.4	-0.7	3.6	3.1	0.8	-5.0	-2.3
烟酒类	-7.3	6.1	9.0	14.9	8.6	9.6	7.2	4.3	-3.7	-2.9
服装鞋帽针纺织品类	-12.5	5.4	17.7	32.4	17.6	6.9	2.3	4.5	-0.6	2.2
化妆品类	-19.3	3.8	9.6	24.3	11.7	4.8	-4.1	9.7	16.1	13.8
金银珠宝类	-18.4	5.9	37.4	44.7	24.4	7.8	-10.0	7.2	0.0	17.2
日用品类	-9.2	3.9	7.7	10.1	9.4	-2.2	-1.0	1.5	-2.1	2.5
体育、娱乐用品类	-13.3	1.0	15.8	25.7	14.3	9.2	2.6	-0.7	-4.5	-3.3
家用电器和音像器材类	-13.1	-1.9	-1.4	4.7	0.1	4.5	-5.5	-2.9	-6.3	2.6
中西药品类	39.8	19.3	11.7	3.7	7.1	6.6	3.7	3.7	-5.4	0.0
文化办公用品类	-0.3	-1.1	-1.9	-4.9	-1.2	-9.9	-13.1	-8.4	-14.6	4.7
家具类	-5.8	5.2	3.5	3.4	5.0	1.2	0.1	4.8	12.9	4.7
通讯器材类	-4.5	-8.2	1.8	14.6	27.4	6.6	3.0	8.5	13.1	5.5
石油及制品类	-2.9	10.9	9.2	13.5	4.1	-2.2	-0.6	6.0	-11.1	6.6
建筑及装潢材料类	-8.9	-0.9	-4.7	-11.2	-14.6	-6.8	-11.2	-11.4	-2.3	-0.2
汽车类	4.6	-9.4	11.5	38.0	24.2	-1.1	-1.5	1.1	-14.8	2.6

数据来源：Wind，山西证券研究所

投资方面，8月固定资产投资累计增长3.2%（前值3.4%），国内消费和补库存需求对制造业形成支撑，基建投资韧性，地产投资及民间投资降幅继续扩大。

房地产销售及投资增速持续调整。8月房地产开发投资完成额累计增速-8.8%（前值-8.5%）；商品房销售面积累计跌幅扩大至-7.1%（前值-6.5%）；房地产开发资金来源累计跌幅扩大至-12.9%（前值-11.2%），其中来自国内贷款的部分累计跌幅-12.8%（前值-11.5%），来自个人按揭贷款的部分为-4.3%（前值-1.0%），自筹资金累计跌幅-22.9%（前值-23.0%）；房屋竣工面积累计增速19.2%（前值20.5%），新开工面积累计增速-24.4%（前值-24.5%），施工面积累计增速-7.1%（前值-6.8%）。

基建投资增速继续放缓。8月基建投资（不含电力）累计增速6.4%（前值6.8%），测算当月同比增长3.9%（前值4.6%）。随着8月、9月专项债加快发行带来基建实物工作量的提升，预计未来一个阶段基建投资有望保持韧性。

制造业投资增速有所回升，民间投资降幅扩大。8月制造业投资累计增速5.9%（前值5.7%），测算当月同比增长为6.9%，明显高于前值4.4%。8月民间投资累计同比-0.7%（前值-0.5%），连续四个月负增长。

分行业看，受益于消费的稳定复苏，部分消费品类制造业投资表现平稳，其中食品制造业、纺织业投资累计增速均较上月回升 0.8 个百分点，医药制造业累计增速持平于上月，农副食品加工业略有回落。化学原料及化学制品制造业的投资较为韧性，累计增速较上月回落 0.5 个百分点。装备制造业投资增长 14.3%。在新能源汽车发展向好的带动下，汽车制造业投资增长 19.1%。受出口影响较大的制造业，如电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业投资较上月有所回落。

表 2：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2022/12	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	比上年同期	比上期
农副食品加工业	15.5	13.2	10.1	5.8	8.1	6.4	7.0	6.8	-9.0	-0.2
食品制造业	13.7	5.1	5.8	0.0	0.5	1.4	2.0	2.8	-14.2	0.8
纺织业	4.7	-11.0	-4.3	-7.7	-3.6	-2.0	-2.3	-1.5	-9.1	0.8
化学原料及化学制品制造业	18.8	17.2	19.2	15.5	15.9	13.9	13.7	13.2	-4.7	-0.5
医药制造业	5.9	-0.6	-1.9	1.2	-0.6	1.7	0.6	0.6	-6.1	0.0
有色金属冶炼及压延加工业	15.7	16.2	10.8	8.3	6.5	14.2	10.2	8.5	-4.1	-1.7
金属制品业	11.8	7.4	2.2	1.8	0.8	0.0	-1.1	-0.4	-13.1	0.7
通用设备制造业	14.8	10.5	7.6	5.6	4.5	3.7	4.6	4.8	-12.1	0.2
专用设备制造业	12.1	12.2	10.6	8.6	8.6	7.7	6.4	7.5	-7.5	1.1
汽车制造业	12.6	23.8	19.0	18.5	17.9	20.0	19.2	19.1	6.2	-0.1
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.7	-6.6	-7.9	-8.2	-1.3	2.8	-0.6	-0.8	-10.3	-0.2
电气机械及器材制造业	42.6	33.7	43.1	42.1	38.9	38.9	39.1	38.6	0.2	-0.5
计算机、通信和其他电子设备制造业	18.8	17.3	14.5	14.2	10.5	9.4	9.8	9.5	-9.2	-0.3

数据来源：Wind，山西证券研究所

市场需求逐步恢复支撑工业生产边际改善。8月规模以上工业增加值同比增长 4.5%（前值 3.7%），两年平均增长 4.4%（前值 3.8%）。8月规上工业产销率为 97.4%，较上月略有回落。

分行业看，消费品工业方面，除医药制造业增加值降幅扩大外，基本生活品类制造业如农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业、纺织业增加值均表现向好；8月原材料制造业增加值增长 10.4%，比上月加快 1.6 个百分点。工业品制造业边际改善，其中化学原料及化学制品制造业、橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业增速分别较上月回升 5.0、1.8、1.8 个百分点。装备制造业增长加快。8月装备制造业增加值同比增长 5.4%，比上月加快 2.1 个百分点。其中，汽车、电子行业分别增长 9.9%和 5.8%。

表 3：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2022/12	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	比上年同期	比上期
农副食品加工业	-2.0	-4.9	-1.6	-1.3	2.2	3.0	3.1	5.4	0.1

食品制造业	-0.1	2.5	2.9	0.1	3.1	0.0	2.5	0.0	2.5
酒、饮料和精制茶制造业	3.4	-1.0	2.0	0.0	0.2	-3.1	-2.9	-10.5	0.2
纺织业	-3.0	-3.1	-3.0	-1.8	-0.4	-0.3	1.4	6.5	1.7
化学原料及化学制品制造业	11.0	7.1	7.5	3.9	9.9	9.8	14.8	11.0	5.0
医药制造业	-1.4	-8.3	-7.2	-4.4	-2.1	-3.5	-6.2	6.9	-2.7
橡胶和塑料制品业	-7.3	1.7	2.9	2.5	3.0	3.6	5.4	6.6	1.8
非金属矿物制品业	-1.8	3.8	-0.6	-2.6	-0.4	-3.4	-1.6	3.4	1.8
黑色金属冶炼及压延加工业	2.8	6.0	4.3	3.1	7.8	15.6	14.5	15.8	-1.1
有色金属冶炼及压延加工业	6.3	7.0	7.4	7.1	9.1	8.9	8.8	5.2	-0.1
金属制品业	-1.2	4.8	2.7	-0.1	2.4	1.4	1.4	3.7	0.0
通用设备制造业	-3.4	4.6	13.5	6.1	-0.2	-1.4	-0.8	-1.6	0.6
专用设备制造业	-0.5	7.3	9.1	3.9	3.4	1.5	-0.5	-5.0	-2.0
汽车制造业	-5.9	13.5	44.6	23.8	8.8	6.2	9.9	-20.6	3.7
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.0	8.6	9.5	7.6	4.7	1.0	3.1	-2.7	2.1
电气机械及器材制造业	10.8	16.9	17.3	15.4	15.4	10.6	10.2	-4.6	-0.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.1	1.2	1.8	0.0	1.2	0.7	5.8	0.3	5.1

数据来源：Wind，山西证券研究所

市场启示：降准将进一步改善经济，收益率仍有反弹空间。短期看经济有望持续恢复。除政策效应继续显现外，经济短期内生驱动有所改善，比如价格的回升和企业信心的回升；部分制造业主动补库；城镇失业率已回到疫情前水平等。9月以来狭义资金面略有收紧，9月15日央行降准0.25个百分点，显示继续呵护流动性和持续推进经济复苏的决心。在经济平稳改善和资金面稳定的判断下，建议关注银行资产配置偏好变化对债券的影响。今年1-8月10年国债收益率下降了28bp，1年MLF利率、1年LPR和5年LPR分别调降了25bp、20bp、10bp。二季度一般贷款利率较去年四季度下降了9bp，可见受制于净息差较低的约束，这轮贷款利率下降明显低于市场利率降幅。随着降准和存款利率下调带来银行负债端成本的改善，对于银行资产配置来讲，未来贷款相较于债券的优势有所提升。这个逻辑对于债券偏不利。

风险提示：稳增长政策超预期；地缘政治风险。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

