

经济全面企稳，人民币汇率压力边际缓解

2023年9月11日-9月17日周报

报告摘要

◆ 8月经济数据全面好转，稳增长仍需政策接力

8月经济数据呈现全面好转态势。单月消费、制造业投资、基建投资增速较上月上行，单月房地产投资和出口数据降幅较上月收窄，且消费、投资、出口、社融数据全面超市场预期。此外，8月CPI同比实现由负转正，PPI同比降幅较7月缩窄，经济陷入“通缩”的风险进一步下降。总体来看，8月经济数据的全面好转，一方面得益于外需的边际好转和内需的逐步企稳，另一方面也得益于增量稳增长政策的初步起效。往后看，经济企稳向好的趋势仍需巩固，尤其是私人部门扩表意愿仍处低位的问题需要进一步解决，预计宽货币、宽信用和宽财政仍将是后续政策主基调。

2023年8月，社零环比由7月的负值转正，录得+0.31%，较7月+0.33PCTS，显示消费动能有所回升。8月社零同比亦较7月回升，录得+4.6%，较7月+2.1PCTS。另一方面，8月社零环比为2011年以来同月倒数第二，显示8月消费动能较7月回升的同时，与历年8月相比依然较弱，仍有待进一步复苏。8月社零数据较7月改善，环比实现转正的同时，同比亦较上月回升。另一方面，8月社零环比与历年8月相比不算强。从具体消费品类角度，8月石油类制品因油价上调为限额以上商品零售贡献了36%的涨幅，但对居民消费意愿的指示性较弱，刨除了石油制品后，8月消费复苏的幅度需进一步理性看待。目前高频数据显示居民出行仍然活跃，叠加8月末9月初降低存量房贷利率等有助于进一步释放居民消费潜力的增量稳增长政策持续出台，往后看，预计消费仍将维持复苏态势，但复苏的力度和节奏仍有待进一步观察。

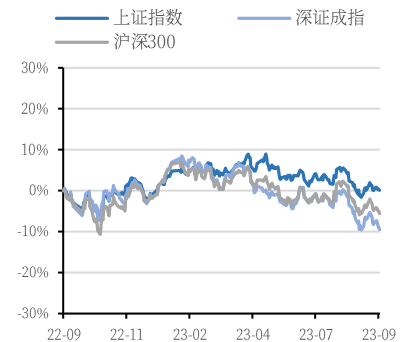
2023年8月，制造业投资增速+7.1%，较上月+2.8PCTS，较1-7月增速+1.4PCTS，带动1-8月制造业投资增速较1-7月+0.2PCTS。8月制造业投资的回暖反映出工业企业预期出现边际好转，这种回暖主要缘于外需和内需的同步改善，与8月录得49.7，环比回升0.4个点，连续第三个月保持回升官方制造业PMI数据相互印证。往后看，美国经济衰退概率的不断下降叠加RECP全面生效之下，外需下行对制造业的拖累预计有所减轻，同时，在8月末九月初一系列增量稳增长政策出台下，内需有望逐步企稳。总体来看，在内外需同步企稳的支撑下，制造业企业预期有望继续改善，预计后续制造业投资继续保持韧性。

2023年8月，房地产投资增速-11.0%，较上月+1.2PCTS，低于1-7月增速，带动1-8月房地产投资增速较1-7月-0.3PCTS，带动8月固投增速-2.8PCTS，拖累程度较上月略微减轻。2023年8月房地产相关数据依然呈现4个主要特征：1，房地产开发投资降幅仍然较大，达10%以上。2，房企开发资金同比降幅仍然达20%以上，房企融资仍需改善。3，房屋施工面积同比降幅仍然较大，达30%以上，其中新开工面积和竣工面

主要数据

上证指数	3117.7434
沪深300	3708.7766
深证成指	10144.5949

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyys@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

金融市场分析周报	—2023-09-15
三季度降准预期兑现，巩固经济回升向好基础	—2023-09-15
社融触底后改善明显	—2023-09-14

积继续明显分化，分别录得-23.6%和+10.6%，显示保交房依然是房企的主要目标。4，虽然8月商品房销售金额和面积同比跌幅均较7月缩窄，但跌幅仍然分别达到15%以上和12%以上，显示居民购房意愿继续维持低位。8月房地产相关数据依然不理想，房地产开发投资同比、房企开发到位资金和商品房销售依然跌幅较大。8月末到9月初，包括降低存量房贷利率、一线城市实行“认房不认贷”在内的一系列增量稳房地产的政策相继出台。相关政策能否有效刺激居民购房意愿的提升，从而一定程度“盘活”整个房地产价值链条，9月和10月将是重要的观察窗口。

2023年8月，基建投资同比+6.2%，较上月+1.0PCTS，增速上行，且排在近60个月月度同比增速的第22位（2021年为两年复合增速）。8月基建投资增速的回升主要系相比去年更加平均的财政发力效果显现。根据我们的统计，今年7月和8月分别发行新增专项债1963亿元和5946亿元，与去年7月之后专项债发行额骤降区别明显。往后看，9月到12月期间，年内尚有8000亿元左右专项债待发行，叠加7月和8月发行的专项债后续转化成相应基建项目投资，年内基建的景气度仍有保障。

2023年8月，规模以上工业增加值同比+4.5%，超出市场预期（+4.15%），较7月份同比增速上行0.8PCTS；环比+0.5%。2023年1-8月规模以上工业增加值同比增长3.9%，较1-7月份累计同比增速上行0.1PCTS。同比和环比增速同步改善，表明我国8月份工业生产显著修复。分三大门类看，采矿业增加值同+2.3%（前值+1.3%），制造业+5.4%（前值+3.9%），公用事业同比+0.2%（前值+4.1%），除公用事业受季节性影响同比增速下行，采矿业和制造业的同比增速均较7月上行。近期宏观政策组合拳连续出击，财税、房地产、货币政策接连发力，房地产行业企稳修复，内需改善态势明显。叠加我国外贸提质升级，新能源汽车产业链带动出口边际改善，工业生产边际转暖。

◆ 三季度降准落地，以期缓解资金面压力

本周（9月11日-9月15日），本周资金面整体仍相对较紧，8月跨月结束后资金利率回落速度趋缓，近期资金利率的中枢水平较8月同期明显上移。截止9月15日，DR007报收1.91%，较上周五上行5BP；SHIBOR1W报收1.90%，较上周五上行6BP。在资金面趋紧态势下，逆回购方面，央行公开市场操作规模维持千亿级别，周内央行周内累计投放7D逆回购7040亿元，但在高额到期量7450亿元下，公开市场操作流动性仍处于净回收状态，本周净回收流动性410亿元。

9月14日，央行发布公告，当前，我国经济运行持续恢复，内生动力持续增强，社会预期持续改善。为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，中国人民银行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。据测算，央行本次降准释放中长期流动性超过5000亿元。逆周期调节下总量和结构性货币政策仍有空间，此次降准重新印证了央行呵护流动性态度明确。

往后看，9月是季末月，地方债发行缴款与经济改善带来的信贷投放、节假日等因素均会对资金面形成扰动。此外，下半年进入MLF到期高峰，9月至12月MLF到期量为2.4万亿元，大规模的置换需求叠加稳增长政策下半年落地对应的资金需求，央行通过降准释放中长期资金，保持银行体系流动性合理充裕。

◆ 全国外汇市场自律机制专题会议召开，人民币汇率压力边际缓解

截至9月15日，我国10年期国债收益率报收2.64%，较上周五持平；美国10年

期国债收益率录得 4.33%，较上周五上行 7BP，中美利差拉大，人民币汇率压力边际升高。近期在美国一系列强势经济数据支撑下，美元指数持续上行。全球非美货币则遭遇贬值潮，自 2023 年 7 月中旬以来，欧元兑美元汇率已连跌八周，累计贬值幅度已超 5%。9 月 8 日，离岸美元兑人民币突破 7.36 关口。面对人民币汇率的波动风险，9 月 11 日全国外汇市场自律机制专题会议在北京召开，会议强调金融管理部门坚决防范汇率超调风险，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏。央行释放的预期管理信号有力提振了市场信心，本周五美元兑人民币即期汇率报收 7.2691，较上周五下降了 724 基点。

9 月 13 日，美国劳工部发布最新通胀数据，8 月 CPI 同比上涨 3.7%，较前值 3.2% 反弹 0.5 个百分点。美联储本轮加息周期接近尾声，市场对于 9 月美联储停止加息已经形成了一致预期，截止 9 月 15 日，CME FEDWatch 显示 9 月议息会议停止加息的概率高达 97%。但是在顽固的核心通胀和坚韧的就业数据下，美联储紧缩政策的持续时间可能长于预期。本周十年期美债收益率持续处于高位，美元指数持续上升，人民币短期内仍面临较大的贬值压力。长期来看，随着各项政策的持续加码效果显现，国内经济内生动力的增强，各项经济数据企稳向好下人民币汇率有望迎来积极因素，人民币汇率波动有望回归。

◆ 周内流动性宽松预期下十年期国债收益率下行

近期债市在基本面修复及流动性趋紧双向夹击下，出现了一波显著回调，其中市场对资金面的担忧是本轮债市情绪震荡的主要因素。8 月跨月结束后资金利率回落速度趋缓，近期资金利率的中枢水平较 8 月同期明显上移，已超过政策利率。叠加前期债市急升累积的止盈压力，市场近期交易情绪显著回落，长端利率回调。

在资金面持续趋紧和经济筑底回升的背景下，央行 9 月 14 日发布公告，降准 25BP。对于三季度降准落地，此前市场有较强预期，但由于近期人民币汇率持续承压，9 月 8 日美元兑人民币汇率突破 16 年以来的高点，本次降准落地的时点超过市场预期。继 8 月中旬超预期降息之后，时隔一个月降准落地，体现货币政策宽松力度进一步加码，此次降准重新印证了央行呵护流动性态度明确，债市资金面的忧虑得以缓解，十年期国债收益率下行。整体上资金面压力下债市收益率波动幅度放大。

往后看，长期看十年期国债收益率或仍有下行空间，我们仍然维持短期冲击构成配置时点的判断。首先，虽然 8 月的各项经济数据均呈现企稳改善趋势，但是当前经济基本面仍处于弱复苏状态。上半年债市对基本面数据的钝化表明，债市对基本面存在谨慎的观望和验证情绪，基本面对债市压制有限。其次，为了更好地支持重点领域和薄弱环节，货币政策作为政策组合拳的重要一环，逆周期下货币政策仍有空间，资金面或有超预期的利好兑现。

信用债交易延续上周趋势，大部分种类的收益率仍处于上行阶段，信用利差拉大。截止 9 月 14 日，AAA 级 3 年期中短期票据收益率较 1 周前上行 1.53BP，录得 2.87%；信用利差较一周前上行 4.27BP，录得 43.65BP，AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.85%，较一周前下行 0.15BP，信用利差录得 41.89BP，较一周前上行 2.56BP。整体上信用债交易情绪回落速度趋缓。

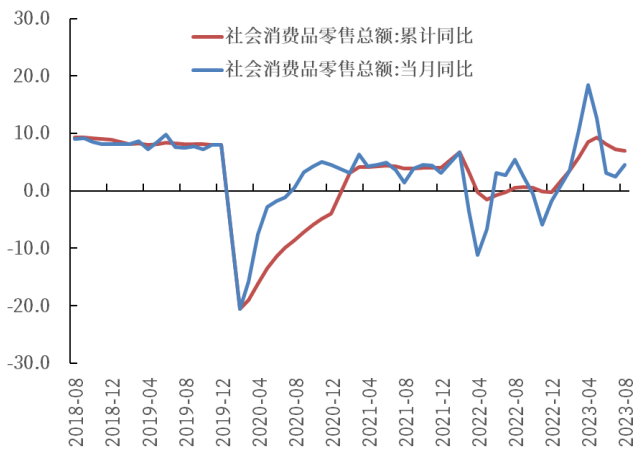
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 月度经济数据情况

	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08
社零(当月同比)	4.6%	2.5%	3.1%	2.7%	18.4%	10.6%	3.5%	1.8%	5.9%	0.5%	2.5%	5.4%
社零:商品零售(当月同比)	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	0.1%	5.6%	0.5%	3.0%	5.1%
社零:餐饮(当月同比)	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	14.1%	8.4%	8.1%	1.7%	8.4%
固投(累计同比)	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	3.3%	5.8%	3.9%	5.8%
制造业投资(累计同比)	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%	10.0%
基建投资(累计同比)	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%	10.4%
房地产开发投资(累计同比)	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-9.8%	-8.8%	-8.0%	-7.4%
固投(当月同比)	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%	0.7%	5.8%	3.6%	5.5%
制造业投资(当月同比)	7.1%	4.3%	4.0%	3.1%	3.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	6.9%	10.7%	10.6%
基建投资(当月同比)	6.2%	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	10.4%	12.8%	16.3%	15.4%
房地产开发投资(当月同比)	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-19.9%	-16.1%	-12.1%	-13.8%
出口金额(美元,当月同比)	-8.8%	-14.5%	-12.40%	-7.5%	-8.5%	-4.8%	-6.8%	-9.9%	-8.7%	-0.3%	-3.9%	-7.2%
进口金额(美元,当月同比)	-7.3%	-12.4%	-5.80%	-4.5%	-7.9%	-1.4%	-10.2%	-7.5%	-10.6%	-0.7%	-0.3%	-0.2%
工业增加值(当月同比)	4.5%	3.7%	4.40%	3.5%	3.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	6.3%	4.2%
服务业生产指数(当月同比)	6.8%	5.7%	6.80%	11.7%	13.5%	9.2%	5.5%	10.8%	1.9%	0.1%	1.3%	1.8%
制造业PMI		49.3	49	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4
非制造业PMI		51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6
建筑业PMI		53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5
服务业PMI		50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47	48.9	51.9

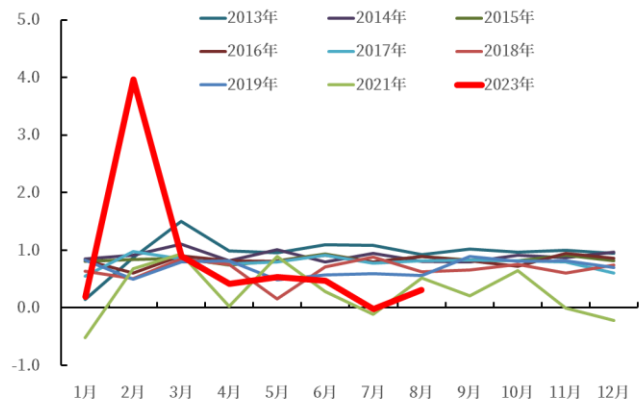
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 8月社零同比回升(%)



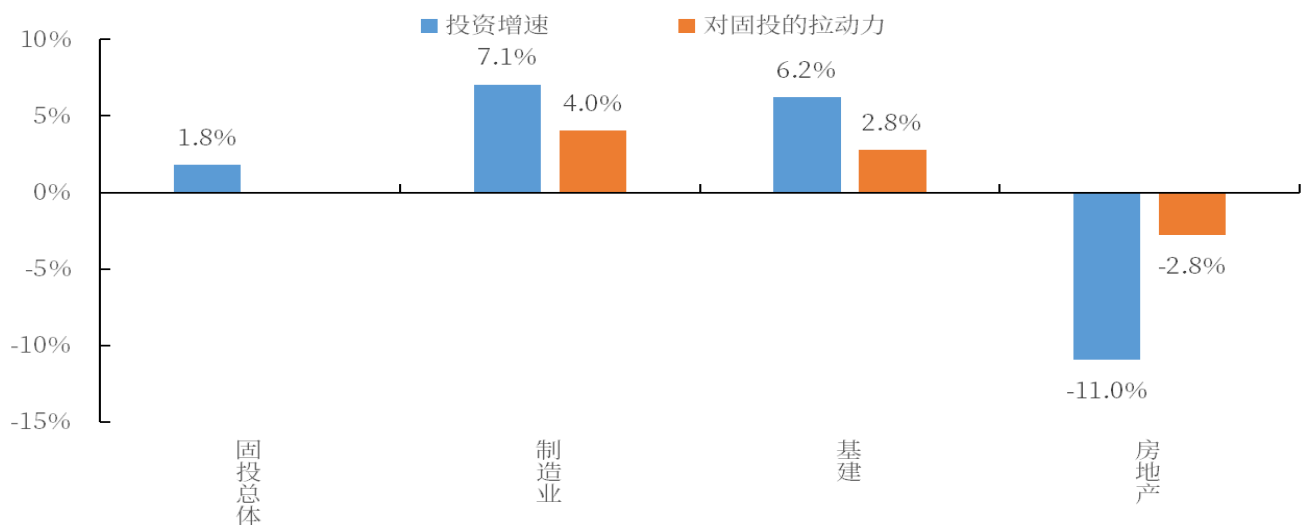
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图3 8月社零环比与历年8月相比不算强(%)



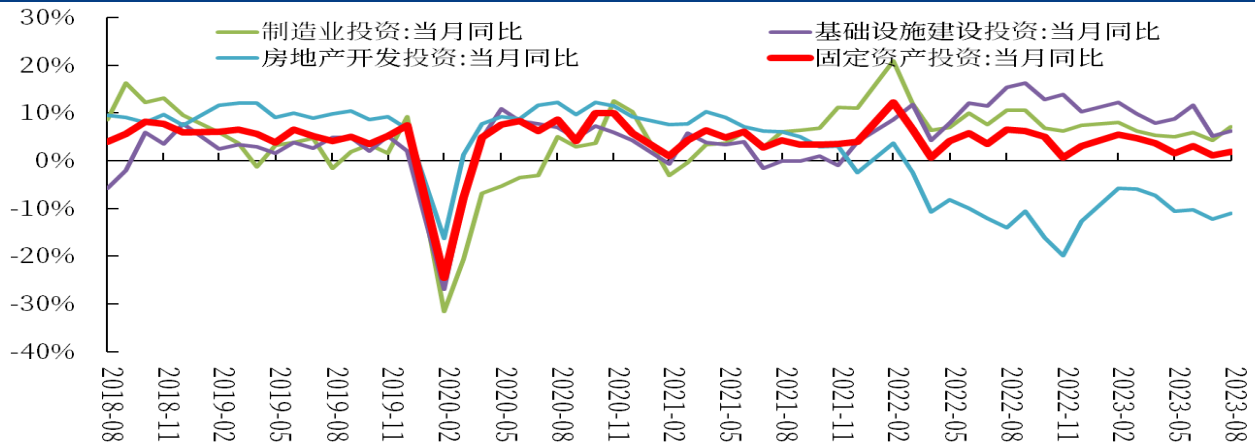
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 2023年8月固投及主要分项投资增速及拉动力



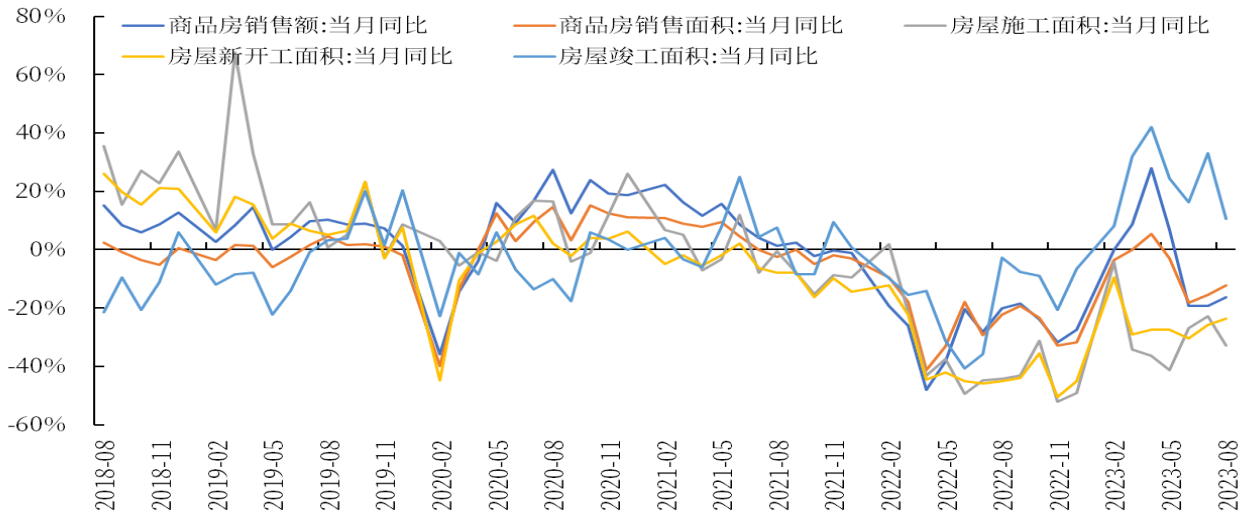
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 固投及主要分项当月同比走势



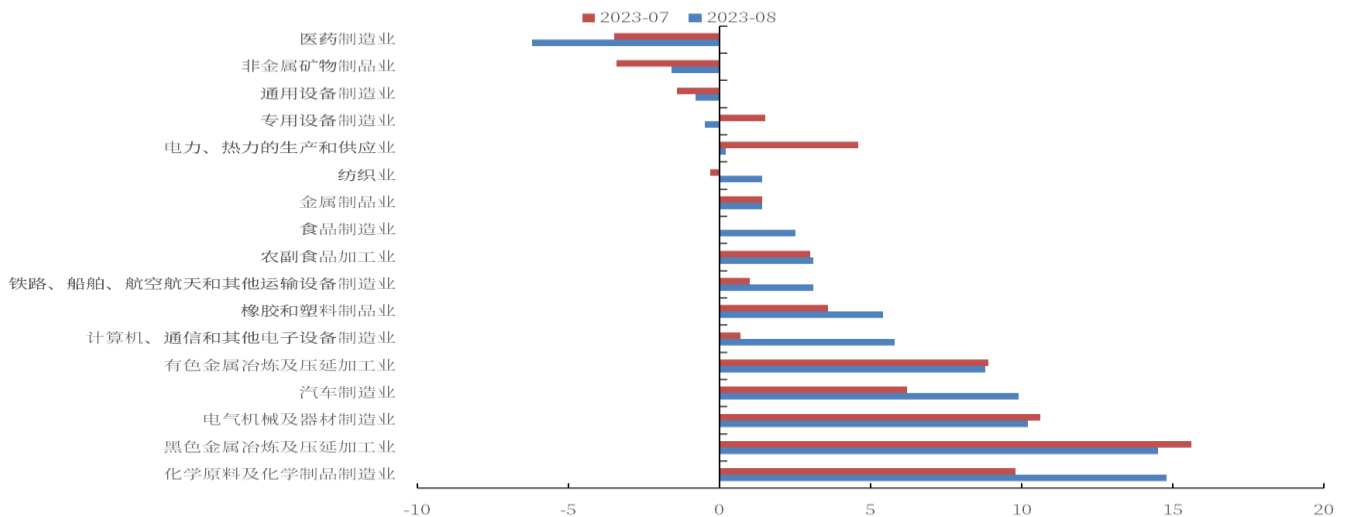
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图6 房屋销售及施工同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图7 8月大部分行业工业增加值同比增速与7月相比边际改善 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所



公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637