



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

经济改善可持续吗？

8月经济数据点评

投资要点:

- **核心观点:** 8月经济数据明显好于预期。今年宏观数据波动较大，年初以来已经历三段修复，4月、7月两次触底，8月正式开启第三轮经济上行。这一次经济改善是否可持续？我们认为短期应无忧，房地产市场的好转将从9月开始持续带动销售和上下游开发投资回暖，有效提振经济总需求，并且外需在近期也出现边际改善信号。但拉长时间来看，如果没有增量政策出台，随着积压的住房改善型需求在“认房不认贷”调整后释放完毕，房地产销售和投资在明年仍有边际走弱风险，外需的不确定性仍然较强。因而这轮经济改善预计可持续至年底之前，但明年仍需要政策呵护，12月的中央经济工作会议是一个较好的观察窗口。
- **如何理解近期经济数据的波动？** 今年经济数据波动较大，前三季度已经历三段修复，宏观经济分别在年初、5-6月、8月开启三轮上行，中间4月、7月两次环比触底。今年经济的第一轮上行来自疫后复苏，2月后环比动能逐渐减弱，在4月见底，社零、固投等指标当月环比负增长。5-6月开启第二轮环比增速上行，动力来自于政策开始明确稳增长，6月16日国常会提出四方面的一批稳增长政策储备。但由于6月储备政策落地较慢，加上台风等天气影响，7月经济再度下行。7月24日政治局会议后开启年内第三轮上行，8月下旬房地产政策和收入政策加速落地，有效提振预期和信心，并将从9月开始对供需两侧带来实质性影响。
- **生产: 工业和服务业生产双重改善。8月工业增加值、服务业生产指数同比分别为4.5%、6.8%，两年平均增速均为4.3%，分别为3月/2月以来的最高水平。**
- **①工业方面，** 上游采矿业同比增速从1.3%提高至2.3%，中下游制造业从3.9%提高至5.4%，公用事业增速从4.1%降至0.2%，主要受高基数拖累，两年平均增速与上月持平。分行业来看，除公用事业外，只有医药制造、专用设备两个行业增速在下降，分别从-3.5%/1.5%降至-6.2%/-0.5%，其他行业增速大多回升。其中，汽车制造、电气机械、化学原料及制品、黑色金属冶炼等四个行业处于高景气区间，工业增加值的当月增速和两年平均增速均处于较高水平。
- **②服务业生产的逆势扩张值得关注，** 8月暑期临近结束，服务业环比动能较7月减弱，反映为服务业PMI环比下降1个点至50.5%，但服务业生产指数却较7月提高1.1个点，两年平均增速亦达2月以来最高水平。主要是交通、电影等行业表现较好，其他行业大多趋于回落。分行业来看，住宿和餐饮业生产指数从20%→16.1%，信息传输、软件和信息技术服务业11.2%→11.5%，金融业7.6%→7.2%，交通运输、仓储和邮政业7.3%→9%。
- **消费: 社零回升超预期，服务消费增速下降，与服务生产背离。** 8月社零同比从上月2.5%升至4.6%，两年平均增速达5%，此前3-7月长期在2.8%左右，季调环比从-0.02%提高至0.31%；服务零售累计增速从20.3%降至19.4%。
- **①商品消费中，可选消费和地产后周期增速回升。** 可选消费增速明显回升，化妆品和金银珠宝的零售增速由-4.1%/-10.0%回升至9.7%/7.2%，服装类零售增速从2.3%回升至4.5%，汽车、通讯器材等耐用品零售增速从-1.5%/3%回升至1.1%/8.5%。地产后周期产品方面，家具、家电分别从0.1%/-5.5%回升至4.8%/-2.9%，但建筑建材的零售增速尚无明显改善。
- **②服务消费与服务生产出现背离。** 服务零售累计增速从上月的20.3%降至19.4%，我们推断其当月增速可能也是下降的，因为餐饮收入累计增速从20.5%降至

19.4%，与服务零售的增速和降幅基本一致，而餐饮当月增速从 15.8% 降至 12.4%。一般而言，服务消费与生产的对应关系要好于商品消费和工业生产，因为服务产品大多是生产当期消费，对外贸易性亦弱于商品部门。由于结构性数据暂缺，尚不知本月服务消费和生产的背离来自哪些行业，但餐饮业的生产和消费是一致的。

- **投资：基建投资增速仍处于近两年低位，房地产投资降幅有所收窄，制造业投资回升。** 固定资产投资的季节环比增速经过了连续两个月的负增长后，8 月转正，增长 0.26%。分领域来看：
 - **①基建投资：基建投资当月增速仍处于近两年较低位。** 8 月基建投资累计增速从 9.4% 降至 9.0%，当月增速约为 6.2%，较上月 5.3% 有所回升，但仍处于近两年低位。去年 8 月基建当月增速从 11.5% 上升至 15.4%，基数的抬升可能对今年增速有一定影响，9 月基数仍然较高，10 月后这一影响可能有所缓解。8-9 月专项债集中发行完毕，增量资金注入对于维持基建增速有一定作用。但是，一揽子化债措施出台后，如果地方财政优先考虑化债问题，基建增速可能会有所放缓。
 - **②房地产投资：政策信号已反映在二手房价上面，一线二手房价环比降幅收窄，北京由降转升，二三线环比增速止跌；地产销售和投资当月降幅小幅收窄，销售和投资的实质性改善仍待 9 月。**
 - **a)销售方面**，商品房销售面积累计增速从 -6.5% 降至 -7.1%，销售额从 -1.5% 降至 -3.2%，但当月销售面积的降幅已经连续 2 月收窄，6 月为 -18.2%，8 月为 -12.2%。考虑到地产端的实质政策大多在 8 月下旬出台，销售端的改善要到 9 月，但市场企稳信号已经反映在 8 月的二手房房价当中，一线二手房价环比降幅收窄，北京由降转升，二三线环比增速止跌。一线城市二手房房价环比降幅迎来拐点，2-8 月环比增速持续下行，但在 8 月降幅大幅收窄 0.6 个点，其中北京市场经历了 5-7 月连续三个月的环比下降后，8 月二手房价环比上涨 0.4%。二三线城市来看，环比仍在下降，但降幅与上月持平，未在扩大，出现增速止跌的信号。这些边际变化表明，尽管一线城市“认房不认贷”、下调存量房贷利率、一批二三线城市调整限购等政策都是在 8 月底之后出台，但前置的政策预期已然对 8 月房地产市场带来了实质影响，在政策持续发酵下，预计 9 月市场将进一步回暖，并且也有望传导至房企融资、开发投资等上下游环节。
 - **b)投资方面**，房地产开发投资累计增速从 -8.5% 小幅降至 -8.8%，当月降幅则从 -12.2% 收窄至 -11%。施工方面，各项增速大致稳定，施工面积从 -6.8% 小幅下行至 -7.1%，新开工和竣工分别从 -25.1%/20.5% 降至 -24.9%/19.2%。房企资金面尚未出现改善，到位资金从 -11.2% 降至 -12.9%，其中，国内贷款降幅从 -11.5% 至 -12.8%，销售回款方面，定金和预收款/个人按揭贷款分别下降 3.5 和 3.3 个点至 -7.3%/-4.3%。往后看，随着市场销售出现实质改善，将能带动房企贷款和销售回款双双回暖，效果可参考上半年小阳春。
 - **③制造业投资：企业经营预期改善带动投资回升。** 8 月企业生产经营活动预期指数继续上行至 55.6%，BCI 企业投资前瞻指数亦继续回升至 54.71%¹，前期促进民营经济发展和扩内需一系列政策密集落地后企业信心持续恢复，经营与投资预期改善带动投资回升，8 月制造业投资当月增速从 4.3% 回升至 7.1%。
 - **展望：8 月经济改善是否可持续？** 我们认为短期无忧，房地产市场的好转将在下个季度持续带动销售和上下游开发投资回暖，有效提振经济总需求，并且外需在近期也出现边际改善信号。但拉长时间来看，如果没有增量政策出台，随着积压的住房改善型需求在“认房不认贷”调整后释放完毕，房地产销售和投资在明年仍有边际走弱风险，外需的不确定性仍然较强。因而本轮经济改善预计可持续至四季度，但明年仍需要政策呵护，年底的中央经济工作会议是一个较好的观察窗口。
 - **风险提示：** 政策效果不及预期；房地产反弹幅度和持续性较差；外需压力加大。

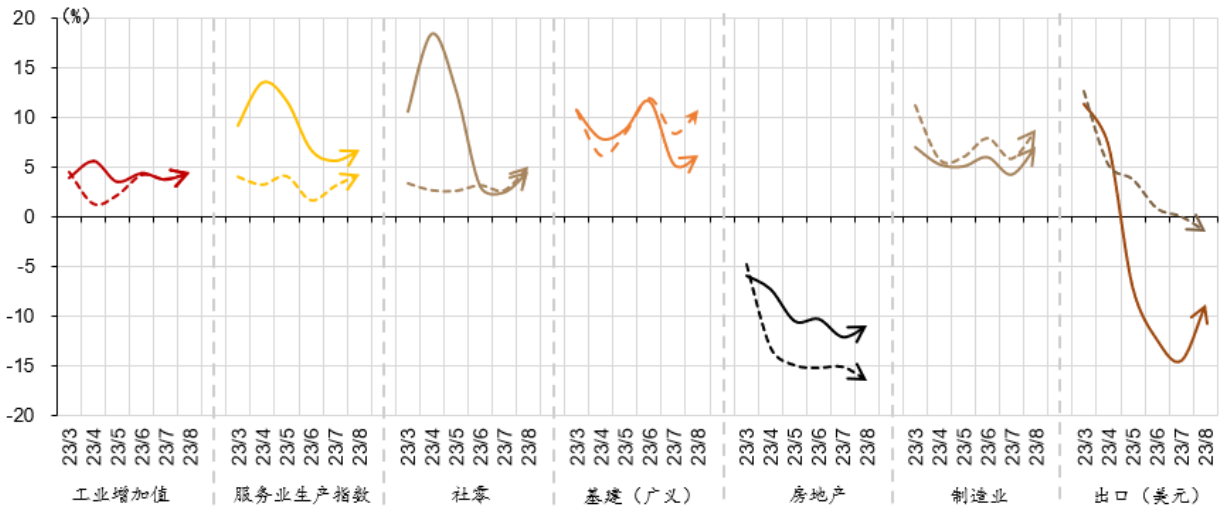
¹ 均出自 2023 年 9 月 6 日外发报告《房地产和收入政策效果将逐步显现——8 月经济金融数据前瞻》

表 1: 8 月经济数据概览

指标 (当月同比, %)		比上期	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
GDP-当季同比 (不变价)			6.3			4.5		
生产	工业增加值	0.8	4.5	3.7	4.4	3.5	5.6	3.9
	服务业生产指数	1.1	6.8	5.7	6.8	11.7	13.5	9.2
需求	社会消费品零售	2.1	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6
	固定资产投资	0.6	1.8	1.2	3.1	1.6	3.6	4.7
	基建 (广义)	1.0	6.2	5.3	11.7	8.8	7.9	10.8
	房地产	1.2	-11.0	-12.2	-10.3	-10.5	-7.3	-5.9
	制造业	2.8	7.1	4.3	6.0	5.1	5.3	7.0
	出口 (美元)	5.7	-8.8	-14.5	-12.4	-7.1	7.3	11.4
	进口 (美元)	5.1	-7.3	-12.4	-6.9	-4.6	-8.1	-1.7
指标 (当月同比/值, %)		比上月	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
通胀	CPI	0.4	0.1	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.7
	PPI	1.4	-3.0	-4.4	-5.4	-4.6	-3.6	-2.5
就业	城镇调查失业率	-0.1	5.2	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3
	其中: 16-24岁				21.3	20.8	20.4	19.6

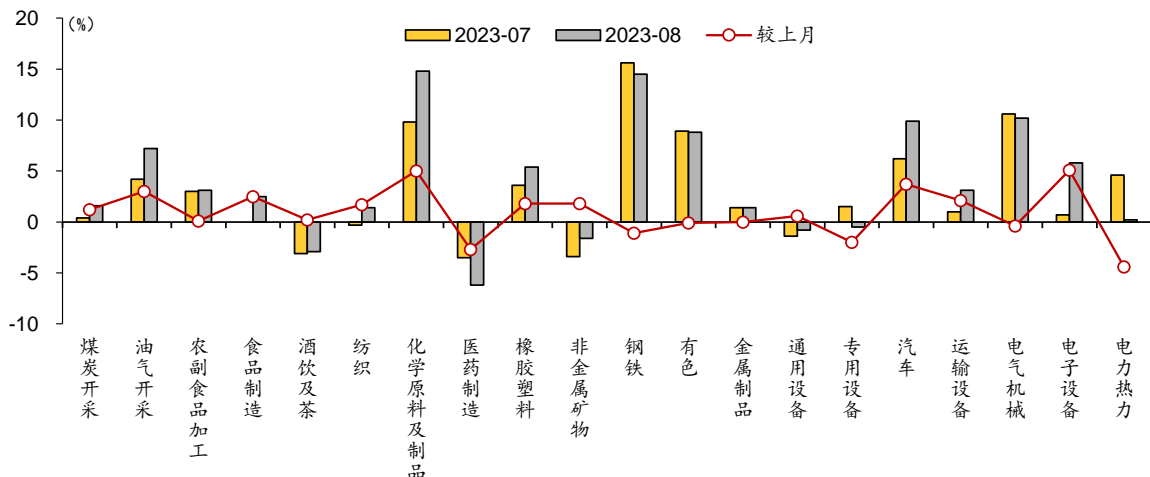
资料来源: iFind, 德邦研究所

图 1: 主要经济指标总览图(当月同比,虚线为两年平均增速)



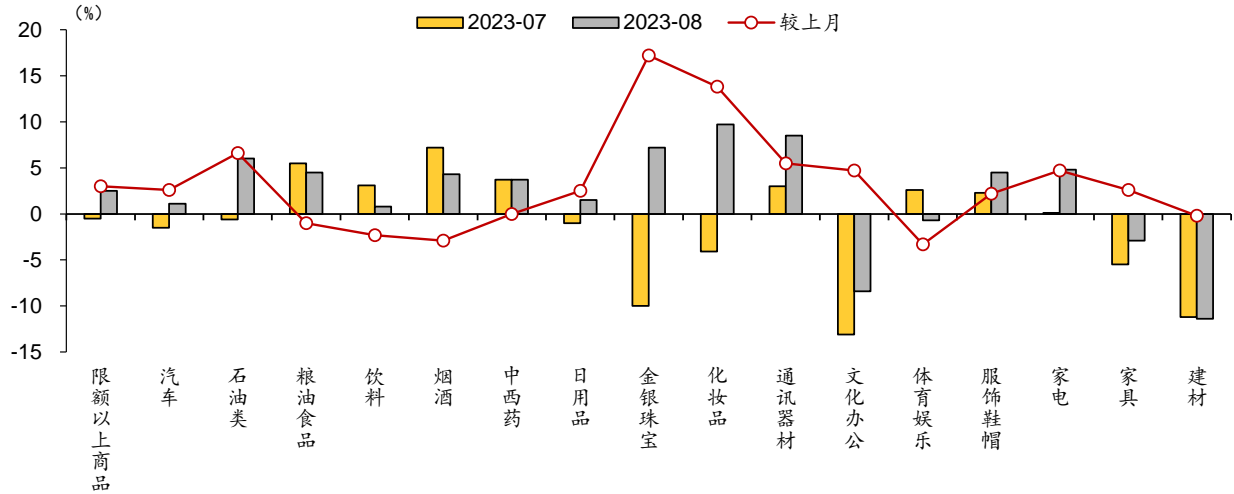
资料来源: iFind, 德邦研究所

图 2: 分行业工业增加值的同比增速



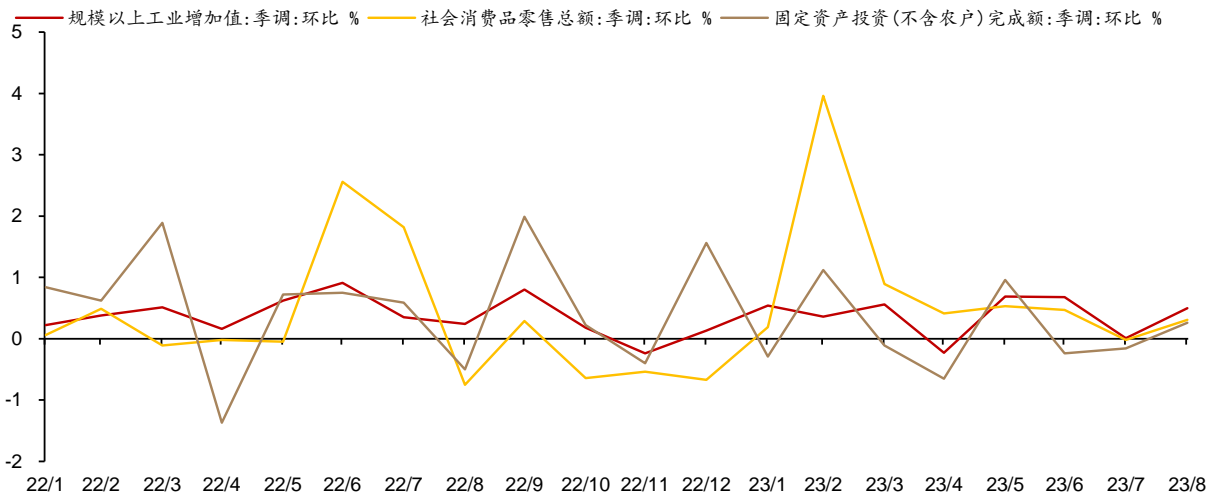
资料来源: iFind, 德邦研究所

图 3：分产品的规模以上企业商品零售-同比增速



资料来源：iFind，德邦研究所

图 4：主要经济指标的季调环比增速



资料来源：iFind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。