

宏观经济点评

证券研究报告

# 2023年8月经济数据点评

宏观经济组  
分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组  
联系人：袁征宇  
yuanzhengyu@gjzq.com.cn

## 经济企稳了吗？

### 事件：

9月15日，国家统计局公布数据显示，8月规模以上工业增加值同比4.5%、预期4.2%、前值3.7%；社会消费品零售总额同比4.6%、预期3.5%、前值2.5%；固定资产投资累计同比3.2%、预期3%、前值3.4%。

### 经济拐点信号显现，需求修复的持续性仍待跟踪

经济见底回升，投资和社零等需求项表现亮眼。8月，基建投资、社零消费、制造业投资分别好于市场预期1.1、1.1和0.6个百分点。基建投资的提速或与地方债发行加速有关，近期国务院、财政部等均指出后续加快专项债发行使用、推动项目加快落地等，8月社融中政府债券融资1.18万亿元、同比多增超8700亿元。

商品消费好转主因限额以下消费推动，或与外来务工人员就业改善有关。8月，限额以上企业商品销售当月同比增长2.5%、低于商品销售整体增速1.2个百分点，指向中低收入人群消费修复更快。近期调查失业率的分化或可佐证，年初以来外来户籍人口失业率持续回落、8月降至4.8%，而本地户籍人口失业率窄幅波动、近期回升至5.3%。

低库存行业补库叠加全球制造业景气回暖，制造业投资修复加快。近期，工业企业库存去化明显加快、多数行业实际库存的历史分位数均处于较低水平。受稳增长落地、商品消费回暖提振，部分低库存行业资本开支有所加快。与此同时，海外制造业景气也出现筑底回升迹象、美国制造业PMI已连续两月回升，部分外需依赖型行业有望受益。

8月主要经济指标读数均有所改善、产需见底回升。分项看，生产环比进一步扩张，投资和消费环比均由负转正，指向经济修复加快。但与此同时，需求修复的持续性仍待观察，需紧密跟踪居民收入和企业利润的修复情况。整体来看，伴随稳增长和地产政策“组合拳”的落地，经济内生动能有望不断增强。

### 常规跟踪：内生动能修复加快，产需见底回升

工业生产修复加快，服务业止跌回升。8月，工业增加值当月同比4.5%、较7月回升0.8个百分点，环比增长0.5%。其中，制造业生产当月同比5.4%、较上月回升1.5个百分点。分行业看，化学原料、黑色金属、计算机通信、汽车等行业边际明显改善。服务业生产指数回升1.1个百分点至6.8%、但服务业活动预期仍在回落，后续仍需跟踪。

投资需求回暖，但地产仍有待改善。8月，固定资产投资当月同比回升0.8个百分点至2%、环比由负转正至0.26%。其中，基建投资当月同比回升0.9个百分点至6.3%、两年复合同比10.7%。制造业投资当月同比7.1%、较上月大幅回升2.8个百分点，汽车等中上游行业明显改善。房地产投资仍较低迷、当月同比-10.9%，竣工端支撑进一步增强。

社零增长回升，商品消费明显改善。8月，社会消费品零售总额同比4.6%、较7月回升2.1个百分点，环比增长0.31%。其中，商品消费回升2.7个百分点至3.7%、两年复合同比4.4%；餐饮收入回落3.4个百分点至12.4%、两年复合同比10.4%。分行业看，化妆品、金银珠宝、汽车、石油制品、家具等行业边际改善。

城镇调查失业率保持基本平稳。8月，城镇调查失业率5.2%、较上月回落0.1个百分点；外来户籍人口就业延续改善，失业率由5.2%大幅降至4.8%。

### 风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

## 内容目录

1、经济拐点信号显现，需求修复的持续性仍待跟踪.....	3
2、常规跟踪：内生动能修复加快，产需见底回升.....	4
风险提示.....	7

## 图表目录

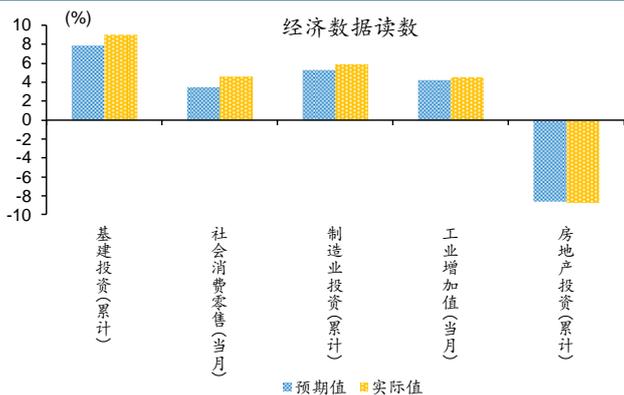
图表 1：8 月，主要经济指标读数好于预期.....	3
图表 2：主要经济指标当月同比变化(两年平均).....	3
图表 3：国务院、财政部多次强调加快专项债发行.....	3
图表 4：8 月以来，地方债发行明显加快.....	3
图表 5：近期，限额以下商品零售修复更好.....	4
图表 6：8 月，外来务工人员就业明显改善.....	4
图表 7：近期，制造业企业加速去库.....	4
图表 8：近期，全球制造业景气见底回升.....	4
图表 9：工业生产小幅回升.....	5
图表 10：多数行业生产边际改善.....	5
图表 11：服务业生产止跌回升.....	5
图表 12：服务业活动预期仍在回落.....	5
图表 13：8 月，固定资产投资小幅回升.....	5
图表 14：8 月，电燃水投资明显改善.....	5
图表 15：8 月，制造业投资明显改善.....	6
图表 16：8 月，多数行业投资边际改善.....	6
图表 17：8 月，地产投资降幅小幅收窄.....	6
图表 18：近期，商品房成交有所改善.....	6
图表 19：8 月，社零消费明显改善.....	6
图表 20：8 月，多数商品消费边际改善.....	6
图表 21：8 月，城乡居民消费均改善.....	7
图表 22：8 月，网上消费小幅回落.....	7
图表 23：8 月，城镇调查失业率季节性回落.....	7
图表 24：8 月，外来户籍人口失业率大幅回落.....	7

9月15日，国家统计局公布数据显示，8月规模以上工业增加值同比4.5%、预期4.2%、前值3.7%；社会消费品零售总额同比4.6%、预期3.5%、前值2.5%；固定资产投资累计同比3.2%、预期3%、前值3.4%。

### 1、经济拐点信号显现，需求修复的持续性仍待跟踪

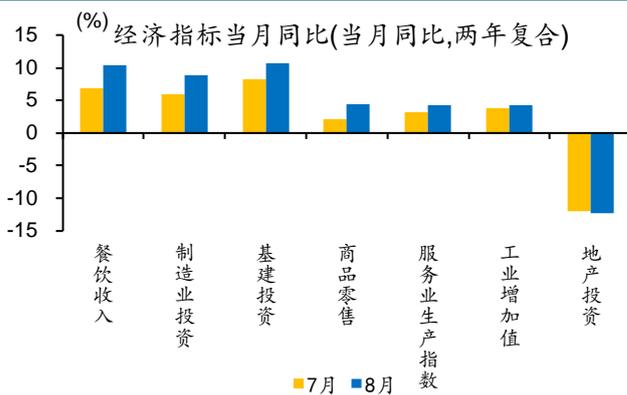
经济见底回升，投资和社零等需求指标表现亮眼。8月，除地产外、主要经济指标读数均好于市场预期，基建投资、社零消费、制造业投资等需求端的表现较为突出，分别好于市场预期1.1、1.1和0.6个百分点。两年复合同口径下，餐饮收入、制造业投资、基建投资和商品消费改善明显，分别较7月回升3.6、2.9、2.4和2.3个百分点。

图表 1：8月，主要经济指标读数好于预期



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：主要经济指标当月同比变化(两年平均)



来源：Wind、国金证券研究所

基建投资的提速或与地方债发行加速有关。近期，国务院、财政部等均指出后续加快专项债发行使用、推动项目加快落地等。其中，地方新增专项债8月发行已有加速，当月社融中政府债券融资1.18万亿元、同比多增超8700亿元。按照指导意见，剩余专项债力争在9月底前发行完毕、10月底前使用完毕，短期内基建投资有望保持较快增长。

图表 3：国务院、财政部多次强调加快专项债发行

部门	日期	会议/文件	具体内容
中央	2023/7/24	7月中央政治局会议	要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。
国务院	2023/8/28	关于今年以来预算执行情况的报告	今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围，引导带动社会投资。
发改委	2023/8/28	今年以来国民经济和社会发展计划执行情况	要加大宏观政策调控力度，强化各类政策协调配合，加强逆周期调节和政策储备...更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用...
财政部	2023/8/30	2023年上半年中国财政政策执行情况报告	加快地方政府专项债券发行使用，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围，持续加强专项债券项目储备和投后管理，提升专项债券资金使用效益，引导带动社会投资。

来源：Wind、国金证券研究所

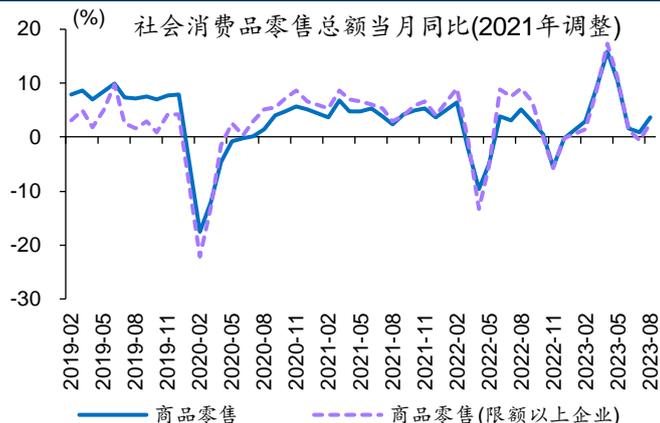
图表 4：8月以来，地方债发行明显加快

部门	日期	会议/文件	具体内容
中央	2023/7/24	7月中央政治局会议	要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。
国务院	2023/8/28	关于今年以来预算执行情况的报告	今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围，引导带动社会投资。
发改委	2023/8/28	今年以来国民经济和社会发展计划执行情况	要加大宏观政策调控力度，强化各类政策协调配合，加强逆周期调节和政策储备...更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用...
财政部	2023/8/30	2023年上半年中国财政政策执行情况报告	加快地方政府专项债券发行使用，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围，持续加强专项债券项目储备和投后管理，提升专项债券资金使用效益，引导带动社会投资。

来源：Wind、国金证券研究所

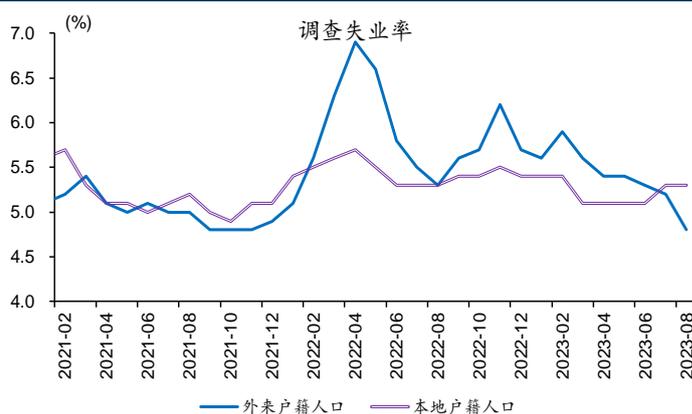
商品消费好转主因限额以下消费推动，或与外来务工人员就业改善有关。8月，限额以上企业商品销售当月同比增长2.5%、低于商品销售整体增速1.2个百分点，指向中低收入人群消费修复更快。近期调查失业率的分化或可佐证，年初以来外来户籍人口失业率持续回落、8月录得4.8%的低点，而本地户籍人口失业率窄幅波动、近期回升至5.3%。

图表 5: 近期, 限额以下商品零售修复更好



来源: 中国政府网、财政部、国家发改委、国金证券研究所

图表 6: 8月, 外来务工人员就业明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

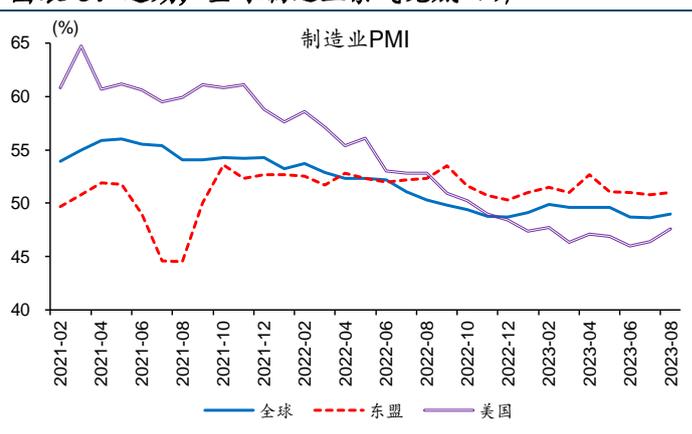
低库存行业补库叠加全球制造业景气回暖, 制造业投资修复有所加快。近期, 工业企业库存去化明显加快, 多数行业实际库存的历史分位数均处于较低水平。受稳增长落地、商品消费回暖提振, 部分低库存行业资本开支有所加快。与此同时, 海外制造业景气也出现筑底回升迹象、美国制造业 PMI 已连续两月回升, 部分外需依赖型行业有望受益。

图表 7: 近期, 制造业企业加速去库

	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)			
	历史分位数(%)	2023-07	2023-06	2023-05	历史分位数(%)	2023-07	2023-06	2023-05
烟草	76	18.9	19.1	18	77.3	18.9	18.6	17.5
专用设备	57.3	12.6	12	13.2	57.2	12.6	12.5	13.6
文教文体娱	50	10.2	6.6	4.9	55.6	10.2	1.7	0.4
运输设备	53.9	8.9	9.4	4.1	49.5	8.9	9.3	3.8
有色加工	25.6	3.6	2.6	3.3	37.3	3.6	9.8	11.7
医药	33	9.5	11.3	9.7	31.7	9.5	11.3	9.9
电气机械	39.1	8.1	6.2	4.9	29.5	8.1	8.1	6.3
农副食品	21.3	2.2	5.4	6.2	27.1	2.2	7.5	6.7
仪器仪表	30.8	9	12.2	13.1	23.4	9	11.4	11.4
汽车	21.8	4.2	5.7	8.7	22.9	4.2	7	9.8
食品	12.6	3.5	6.8	11.2	22.1	3.5	8.1	12.1
皮革制鞋	13.9	2.1	2.8	3.4	21.7	2.1	0.5	1
木材	21.7	4.1	7.2	7.8	20.8	4.1	8.7	8.9
黑色加工	11.3	-6.9	-12.2	-11.2	20.8	-6.9	3.8	5.6
酒和饮料	20	4.3	6.8	7.4	20.4	4.3	5.7	6.3
纺织	13.4	0.5	1.7	0.9	19.5	0.5	6.4	5.2
非金属制品	6.9	3.2	5.3	8	18.9	3.2	11.7	14
化学纤维	6.5	-11.4	-13.2	-10.3	7.8	-11.4	-6.5	-6
橡胶和塑料	10.3	-0.4	0	0.1	7.3	-0.4	4.4	4.2
通用设备	10.8	3.1	2.6	2.1	7.2	3.1	3	2.5
家具	2.6	-0.5	-1.8	-1.7	6.9	-0.5	-2.1	-1.9
化学原料	1.3	-4.1	-0.5	6.1	6.7	-4.1	14.4	18.3
石油煤炭加工	2.6	-17.6	-15	-9.3	4.4	-17.6	5.1	5.8
造纸	4.3	-6.3	-1.3	0.2	3.9	-6.3	5.4	5.8
印刷复制	2.6	-1.8	-3.1	-4.6	3.3	-1.8	-2.8	-4.3
计算机通信	9.1	-0.4	0.7	-0.4	1.7	-0.4	2.7	1.3
服装服饰	0.8	-3.3	-3.7	-3.6	1.4	-3.3	-4.3	-4.6
金属制品	0.4	-4	-4.5	-4	0.4	-4	-0.2	0.3

来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 近期, 全球制造业景气见底回升



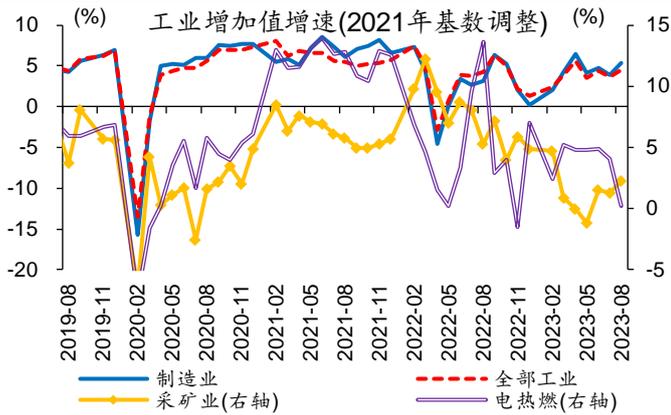
来源: Wind、国金证券研究所

8月主要经济指标读数均有所改善, 产需见底回升。分项看, 生产环比进一步扩张, 投资和消费环比均由负转正, 指向经济修复加快。但与此同时, 需求修复的持续性仍待观察, 需紧密跟踪居民收入和企业利润的修复情况。整体来看, 伴随稳增长和地产政策“组合拳”的落地, 经济内生动能有望不断增强。

## 2、常规跟踪: 内生动能修复加快, 产需见底回升

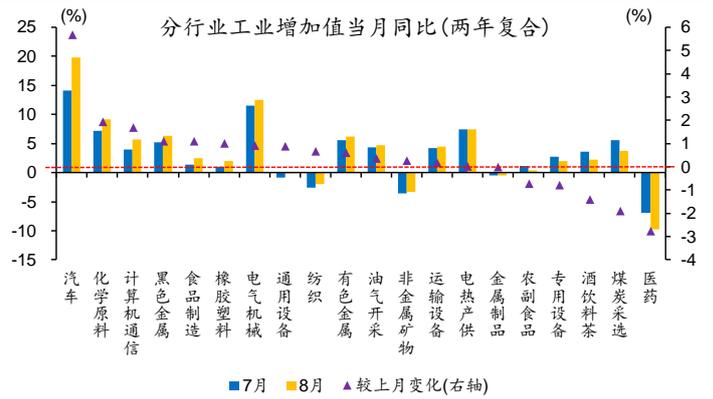
工业生产修复加快, 服务业止跌回升。8月, 工业增加值当月同比 4.5%、较 7 月回升 0.8 个百分点, 环比增长 0.5%。其中, 制造业生产当月同比 5.4%、较上月回升 1.5 个百分点。分行业看, 上游的化学原料、黑色金属、有色金属, 中游的计算机通信、汽车, 下游的食品制造、纺织等行业边际明显改善。医药、煤炭采选等行业边际走弱。服务业生产指数较上月回升 1.1 个百分点至 6.8%, 但服务业活动预期仍在回落, 后续仍需跟踪。

图表 9：工业生产小幅回升



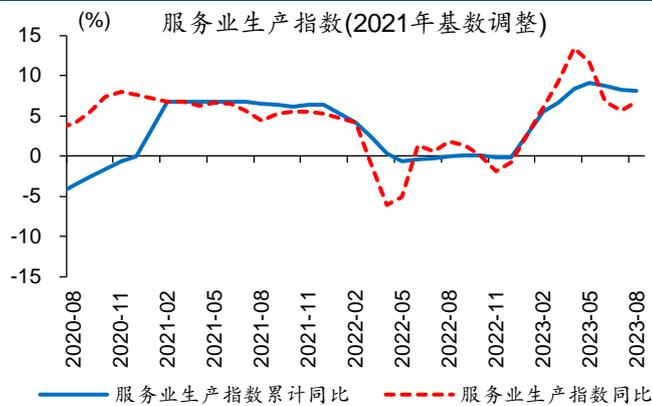
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：多数行业生产边际改善



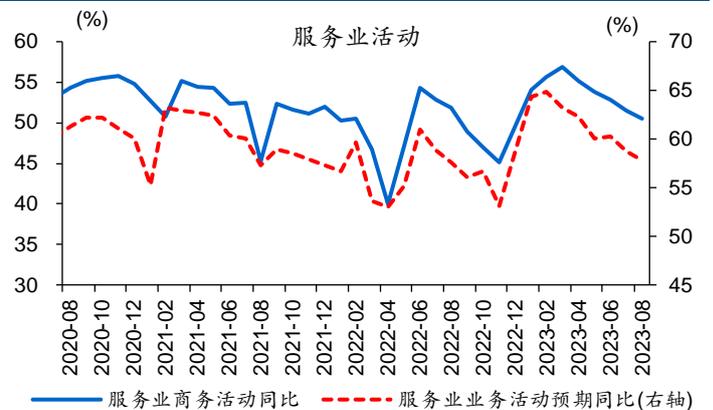
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：服务业生产止跌回升



来源：Wind、国金证券研究所

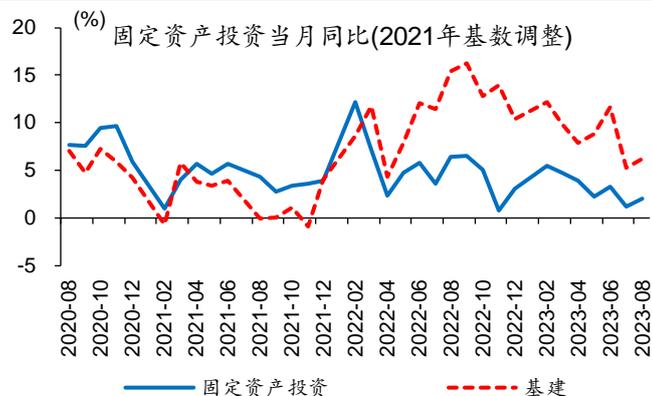
图表 12：服务业活动预期仍在回落



来源：Wind、国金证券研究所

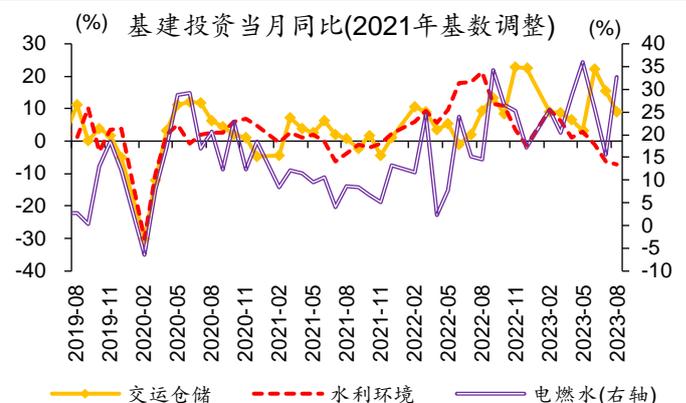
投资需求回暖，电燃水对基建支撑较强。8月，固定资产投资当月同比 2%、较 7 月回升 0.8 个百分点，环比由负转正至 0.26%。其中，基建投资当月同比 6.3%、较上月回升 0.9 个百分点，两年复合同比 10.7%。分项看，电燃水两年复合同比大幅回升 7.8 个百分点至 23.2%，交运仓储和水利环境分别小幅回升 0.5 和 0.7 个百分点至 9.1%和 6.1%。

图表 13：8 月，固定资产投资小幅回升



来源：Wind、国金证券研究所

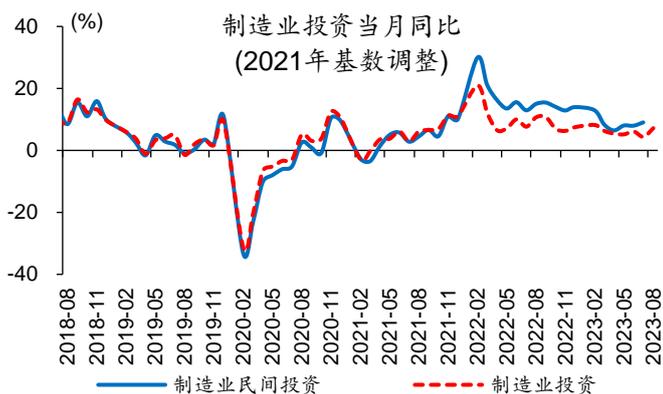
图表 14：8 月，电燃水投资明显改善



来源：Wind、国金证券研究所

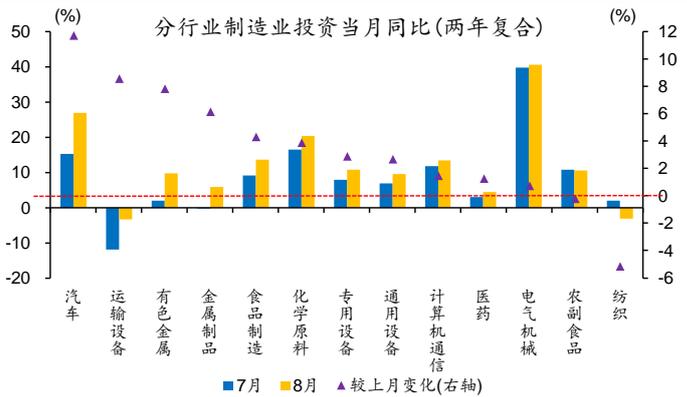
制造业投资明显改善，多数行业投资回暖。8月，制造业投资当月同比 7.1%、较上月大幅回升 2.8 个百分点。其中，上游的有色金属、化学原料，中游的汽车、运输设备和金属制品，下游食品制造等行业投资明显好转，与我们前期提示的低库存行业的补库线索基本一致（详见《库存周期下，蕴藏的投资机遇》）。

图表 15: 8月, 制造业投资明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

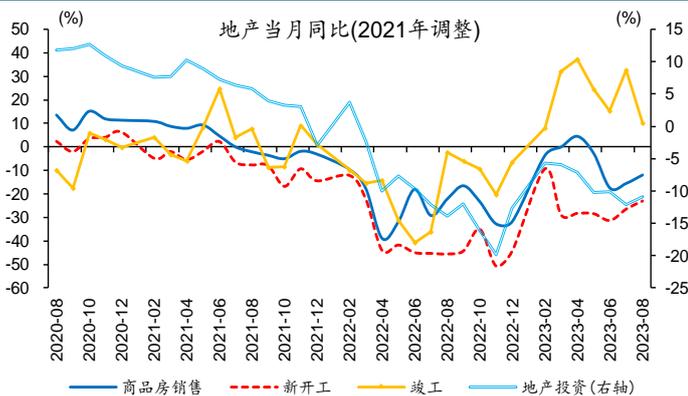
图表 16: 8月, 多数行业投资边际改善



来源: Wind、国金证券研究所

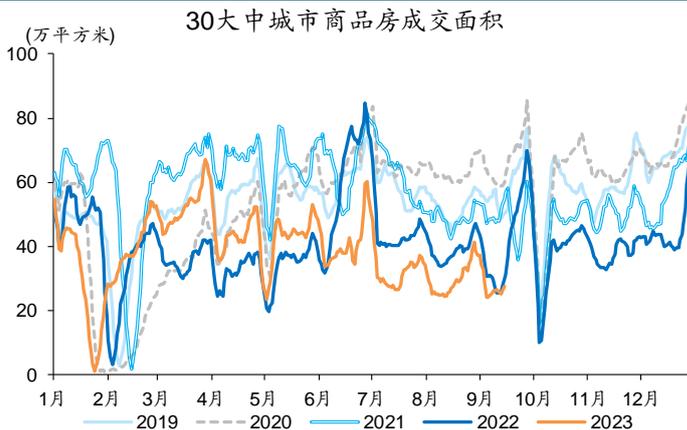
房地产投资仍较低迷, 竣工端支撑进一步增强。8月, 房地产投资当月同比-10.9%、降幅较7月收窄1.3个百分点。两年复合同比看, 竣工回升11.5个百分点至3.6%; 新开工延续疲软、降幅小幅收窄1.3个百分点至-35.3%; 商品房销售回升5.5个百分点至-17.2%。近期地产政策密集出台, 商品房销售出现阶段性企稳迹象。

图表 17: 8月, 地产投资降幅小幅收窄



来源: Wind、国金证券研究所

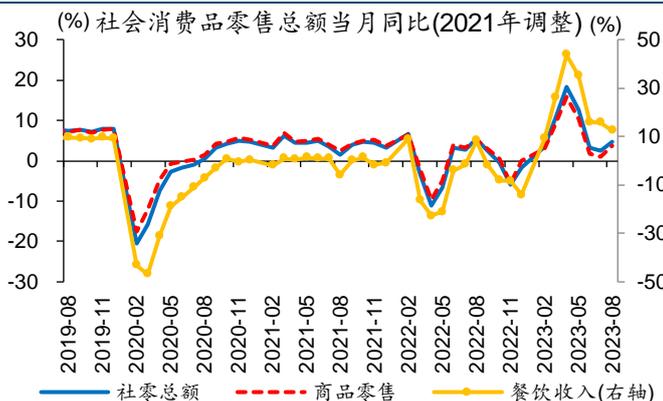
图表 18: 近期, 商品房成交有所改善



来源: Wind、国金证券研究所

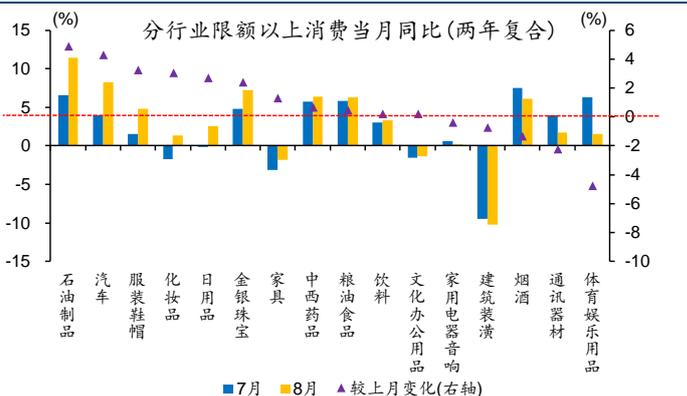
社零增速回升, 商品消费明显改善。8月, 社会消费品零售总额同比4.6%、较7月回升2.1个百分点, 环比增长0.31%。其中, 商品消费回升2.7个百分点至3.7%、两年复合同比4.4%; 餐饮收入回落3.4个百分点至12.4%、两年复合同比10.4%。分行业看, 可选消费中的化妆品和金银珠宝、出行链相关的汽车和石油制品、后地产链相关的家具等行业边际改善。此外, 乡村消费修复快于城镇, 网上消费小幅回落1.3个百分点至11%。

图表 19: 8月, 社零消费明显改善



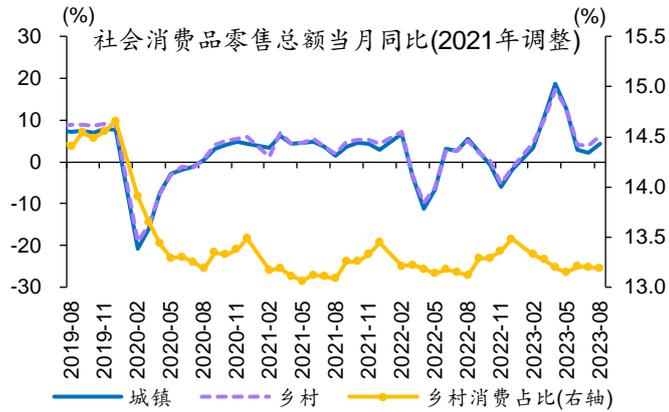
来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 8月, 多数商品消费边际改善



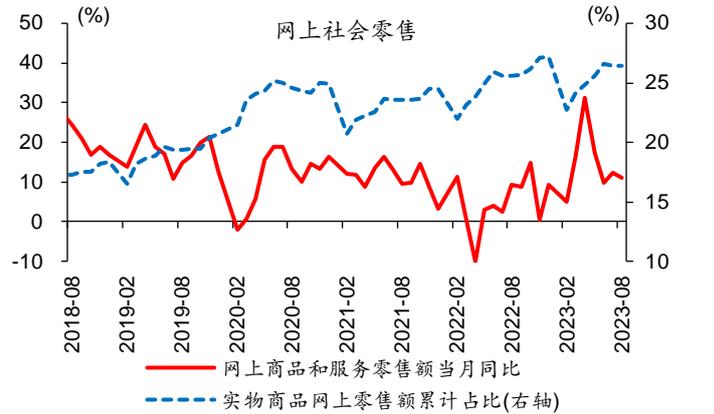
来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 8月, 城乡居民消费均改善



来源: Wind、国金证券研究所

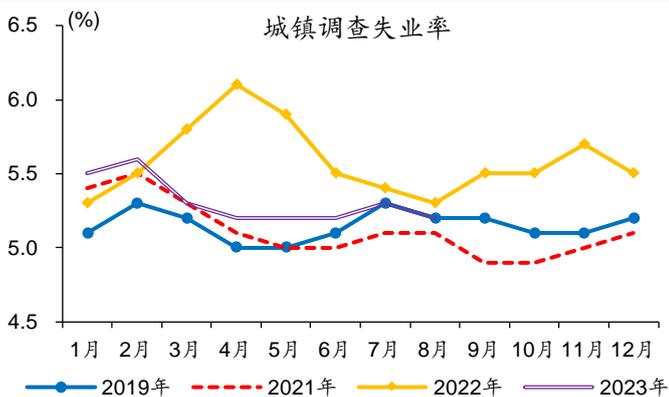
图表 22: 8月, 网上消费小幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

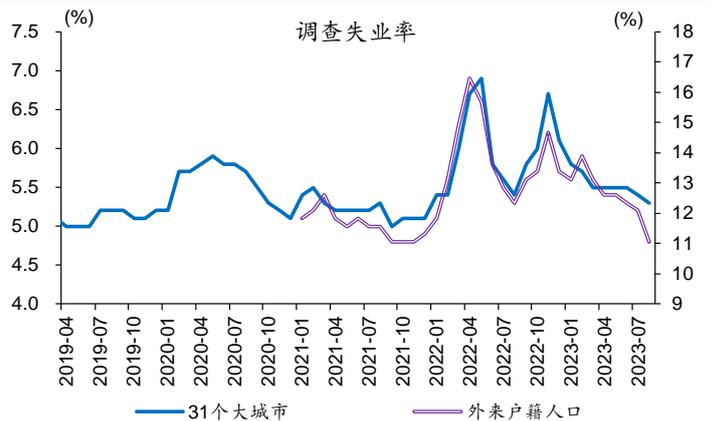
城镇调查失业率保持基本平稳。8月, 城镇调查失业率 5.2%、较上月回落 0.1 个百分点; 外来户籍人口就业延续改善, 失业率由 5.2% 降至 4.8%。

图表 23: 8月, 城镇调查失业率季节性回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 8月, 外来户籍人口失业率大幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402