

宏观

证券研究报告

2023年09月16日

经济复苏预期兑现

市场低估了经济复苏的韧性，进而高估了经济对政策的依赖，这是市场产生连绵不断的悲观情绪的源头。

当前距离疫情结束仅半年有余，尚处于复苏初期，疫后复苏本身就存在“心有余而力不足”的波折，也存在“总量恢复快于结构改善”的特征，我们认为不必过于在意经济和金融数据中的一些瑕疵，更该在意的是经济的方向，是在复苏路上，还是二次探底。

因此，在市场对经济复苏预期依旧偏弱的当下，我们继续强调经济不靠政策依然能够自发性复苏的韧性。这是降低市场不切实际的政策期待的关键，也是市场情绪能否真正出现转机、重拾信心的前提。

风险提示：国内经济复苏不及预期，海外经济增速低于预期，补库存速度偏慢

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-从8月中国出口看全球经济》2023-09-12
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年9月第2周》2023-09-10
- 3 《宏观报告：美国经济是否已经开始复苏？-制造业新周期可能已经启动》2023-09-07

8 月经济数据显著高于市场预期。

社零（当月）、工增（当月）、固定资产投资（累计）同比增速分别为 4.6%、4.5%和 3.2%，明显高于 wind 一致预期的 3.5%、4.2%和 3%。

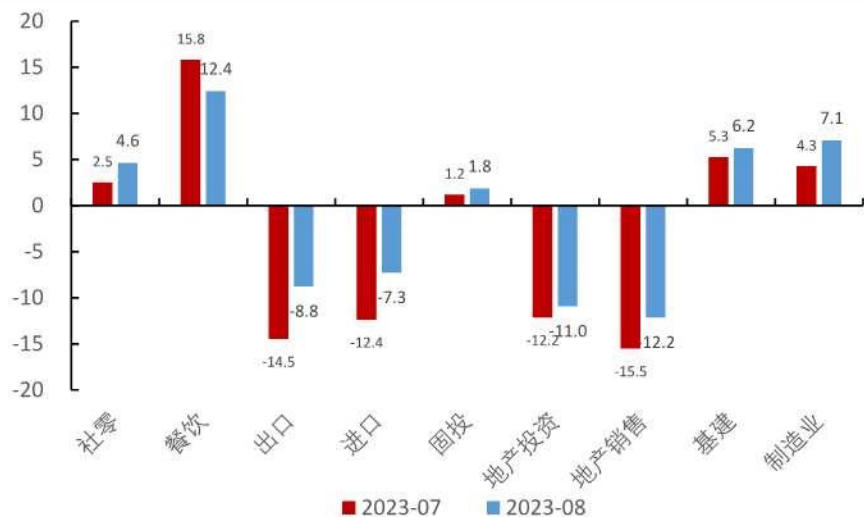
8 月经济数据的全面好转，再次验证了此前我们对于经济正处于 N 形复苏第三阶段的判断。（详见《经济复苏进入第三阶段的证据进一步明朗》，2023.9.5）

二季度受透支效应和主动信用收缩的影响，经济短暂向下偏离了疫后的潜在增长中枢。

三季度以来，随着透支效应减弱、消费恢复（内生动能）更加充分、出口拉动（外生动能）重新回升，经济开始向疫后的潜在增长中枢靠拢。

我们认为市场低估了经济复苏的韧性，进而高估了经济对政策的依赖，这是市场产生连绵不断的悲观情绪的源头。

图 1：8 月经济分项数据当月同比增速均有所好转（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：考虑到基数调整原因，固定资产等数据的当月同比使用累计增速和累计数据倒推得到）

第一，居民收入企稳，驱动社零明显回升。

8 月社零同比增长 4.6%（wind 一致预期为 3.5%），两年复合同比增长 5%，相比 7 月分别回升 2.1 个和 2.4 个百分点。

结构上，消费复苏从线下服务消费向一般耐用品消费扩散。8 月日用品、家具、文化办公用品、通讯器材等商品消费同比分别回升 2.5 个、4.7 个、4.7 个和 5.5 个百分点。

我们在《经济不用悲观》（2023.08.20）中曾指出，线下服务消费体现居民消费意愿，一般耐用品消费反映居民消费能力。今年以来，线下服务消费和边际消费倾向体现的居民消费意愿不弱，上半年居民实际可支配收入增速也超出实际 GDP 增速，限制居民消费能力的主要原因是资产负债表受损，修复资产负债表暂时挤占了居民的消费能力。

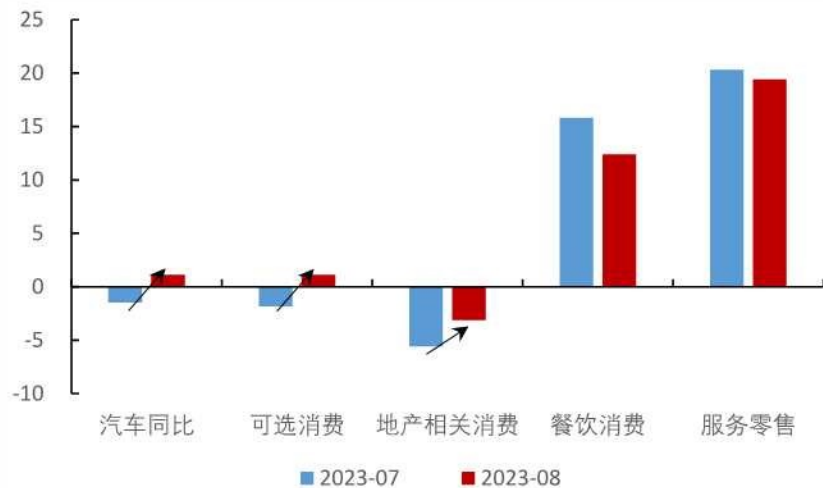
8 月更广义的商品消费开始修复，说明居民修复资产负债表可能接近尾声，消费能力的改善可能已经开始。

图 2：社零两年复合增速明显修复（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 更广义的商品消费开始修复 (单位: %)

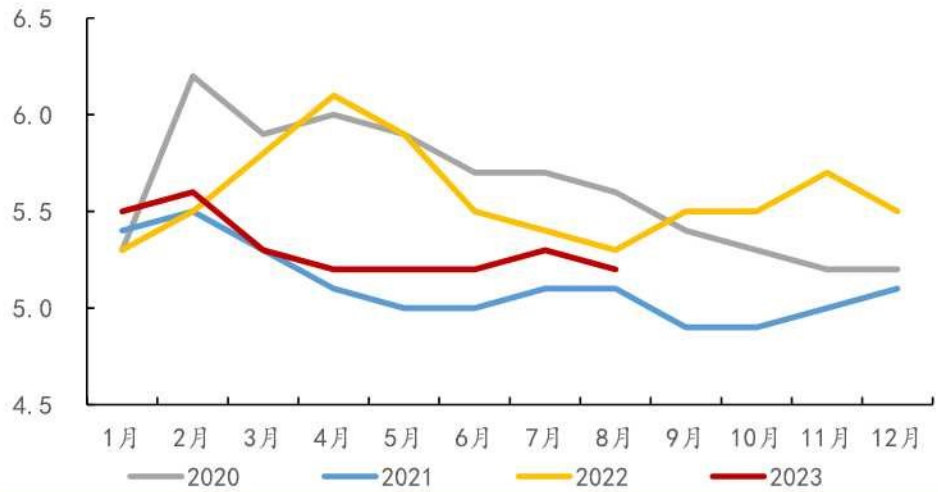


资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 规模以上商品类别同比的计算使用同比增速倒推去年规模, 进而计算同比)

消费的背后是收入, 收入的背后是就业。8 月 PMI 服务业从业人员指数环比上行 0.4 个百分点至 47.2%; 全国城镇调查失业率比上月下降 0.1 个百分点; 外来劳动力调查失业率比 7 月下滑 0.4 个百分点至 4.8%。

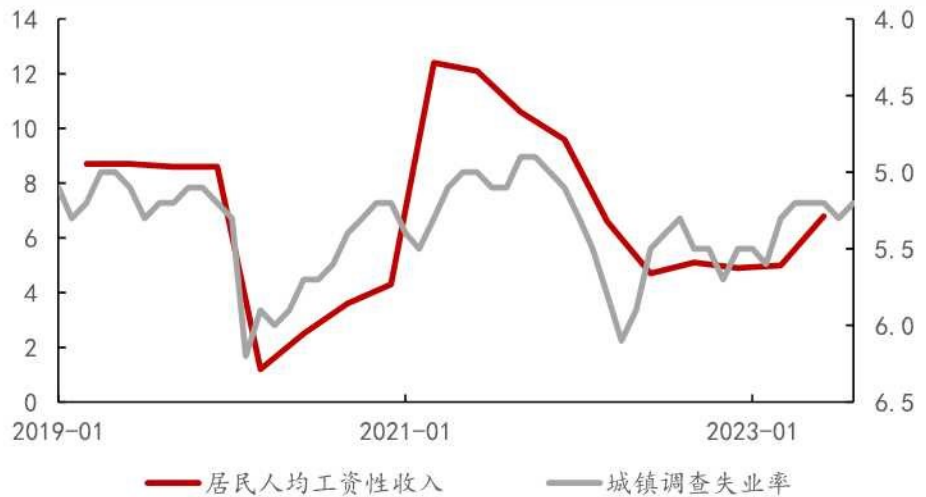
居民资产负债表修复接近尾声, 体现为居民提前还贷已经度过峰值。从 RMBS 早偿率指数来看, 居民提前还贷的峰值出现在 6 月, 7 月开始提前还贷下降, 也反映出居民正在从修复资产负债表, 变为修复消费能力。

图 4: 失业率小幅改善 (单位: %)



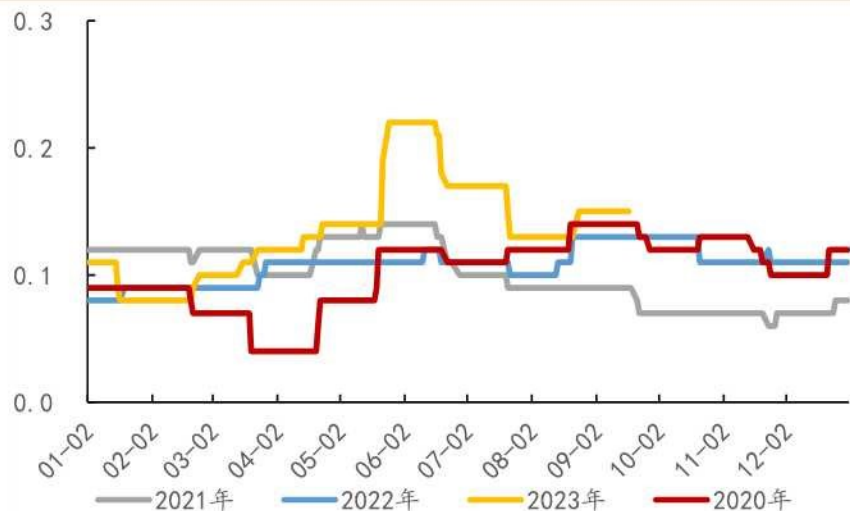
资料来源: wind, 天风证券研究所

图5: 失业率下滑或意味着居民工资性收入会继续修复 (双轴单位: %, 失业率左轴)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (工资性收入为同比增速)

图6: 居民“RMBS”早偿率指数回落 (单位: %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

第二，内外需修复带动工业生产和制造业投资好转。

8月工业增加值同比回升0.8个百分点至4.5%，出口交货值同比回升1.9个百分点至-4.5%。分行业来看，计算机、通信和其他电子设备制造业、化学原料和化学制品制造业、汽车制造业同比增速相比7月分别回升5.1个、5个和3.7个百分点，涨幅明显。

同时，8月制造业投资累计同比上行0.2个百分点至5.9%（wind一致预期为5.3%），当月同比回升2.8个百分点至7.1%。

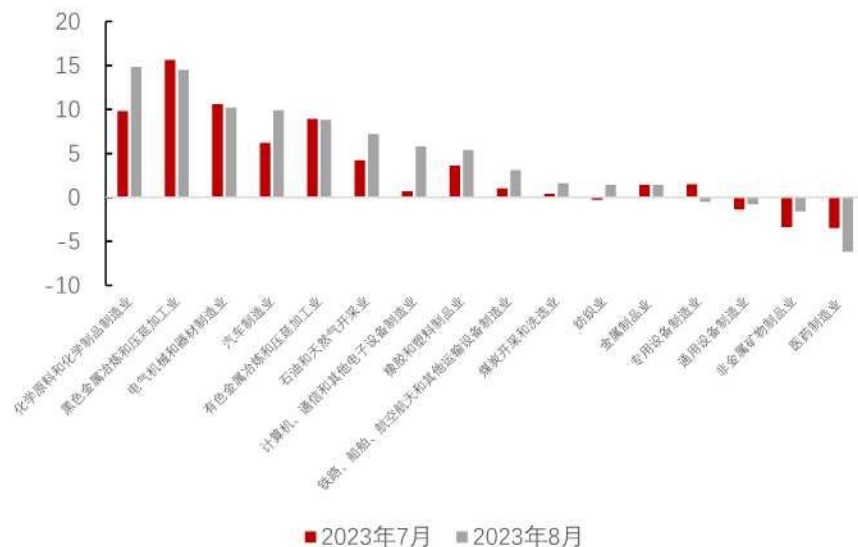
偏低的库存水平以及需求复苏是相关行业生产、投资走强的主要原因。

在经历了1年多的库存去化后，7月国内产成品库存名义增速已经回落至7.8%的历史分位数水平，实际库存回落至33%的历史分位数水平。其中，以化学原料和化学制品为代表部分行业库存历史分位数已经在5%以下。

同时，受益于美国经济复苏带来的需求好转（详见《从8月中国出口看全球经济》，2023.09.12）以及国内居民消费的修复，以汽车为代表的商品需求开始回暖，7月化学原料及化学制品制造业、计算机等行业营业收入增速回升0.6和0.4个百分点，8月汽车销量创下历史同期新高。

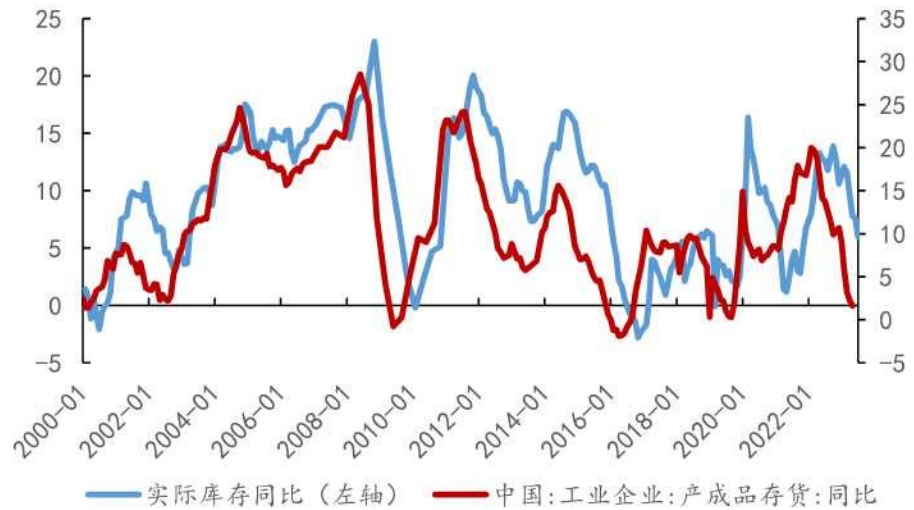
低库存下的需求回暖开始驱动行业生产加速，制造业投资回升。

图7：部分行业工业增加值同比增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图8：库存已经处于较低水平（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 分行业库存水平 (单位: %)

指标名称	营业收入累计同比			产成品存货同比		
	2023/07	历史分位数	相比上月变化	2023/07	历史分位数	相比上月变化
专用设备制造业	1.6	17.1%	-0.9	12.6	57.2%	0.6
煤炭开采和洗选业	-13.6	1.4%	-1	10.5	54.5%	-4.8
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	6.8	67.1%	-1.4	8.9	53.7%	-0.5
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-5.1	17.1%	-1.2	10.2	49.7%	3.6
采矿业	-10.7	4.2%	-0.6	2.1	45.0%	-2.5
电气机械及器材制造业	12.7	62.8%	-1	8.1	38.8%	1.9
医药制造业	-2.6	11.4%	0.3	9.5	32.7%	-1.8
仪器仪表制造业	6.4	34.2%	-0.6	9	30.5%	-3.2
有色金属冶炼及压延加工业	0.6	12.8%	0.8	3.6	25.3%	1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-5.1	20.0%	1	4.1	21.8%	-3.1
汽车制造	11.8	77.1%	-1.3	4.2	21.8%	-1.5
农副食品加工业	4.3	28.5%	-0.6	2.2	20.9%	-3.2
酒、饮料和精制茶制造业	6.5	32.8%	-0.4	4.3	20.0%	-2.5
有色金属矿采选业	-1.7	20.0%	-0.7	-5.4	14.8%	-2.5
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-7.5	21.4%	-0.5	2.1	13.5%	-0.7
燃气生产和供应业	5.2	15.7%	-0.5	-10	13.5%	-1.4
纺织业	-4.7	22.8%	0.2	0.5	13.1%	-1.2
食品制造业	2	14.2%	-0.6	3.5	12.6%	-3.3
黑色金属冶炼及压延加工业	-7.6	12.8%	2	-6.9	11.3%	5.3
通用设备制造业	2.6	30.0%	-1.1	3.1	10.9%	0.5
橡胶和塑料制品业	-3.1	18.5%	0.7	-0.4	10.3%	-0.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	-3.8	10.0%	0.4	-0.4	9.1%	-1.1
石油和天然气开采业	-10.3	12.8%	-1.2	-14.6	8.2%	2.2
非金属矿物制品业	-6.5	8.5%	-0.8	3.2	6.9%	-2.1
制造业	-0.5	14.2%	-0.1	1.6	6.6%	-0.5
化学纤维制造业	-1	22.8%	1.1	-11.4	6.5%	1.8
黑色金属矿采选业	-6.9	18.5%	4.4	-13.2	4.8%	-2.4
造纸及纸制品业	-5.1	15.7%	0.4	-6.3	4.3%	-5
家具制造业	-9.3	17.1%	0.6	-0.5	2.6%	1.3
印刷业和记录媒介的复制	-6.6	12.8%	0	-1.8	2.6%	1.3
石油、煤炭及其他燃料加工业	-3.9	15.7%	-1.2	-17.6	2.6%	-2.6
化学原料及化学制品制造业	-7.9	11.4%	0.6	-4.1	1.3%	-3.6
纺织服装、服饰业	-8.5	18.5%	-0.4	-3.3	0.8%	0.4
金属制品业	-3.6	12.8%	-0.3	-4	0.4%	0.5

资料来源: wind, 天风证券研究所

总的来说, PMI 数据连续 3 个月改善、通胀回升、金融数据反弹、经济数据超预期, 这些数据迹象均表明当前经济正处于 N 形复苏的第三阶段。

当前距离疫情结束仅半年有余, 尚处于复苏初期, 疫后复苏本身就存在“心有余而力不足”的波折, 也存在“总量恢复快于结构改善”的特征, 我们认为不必过于在意经济和金融数据中的一些瑕疵, 更该在意的是经济的方向, 是在复苏路上, 还是二次探底。

因此, 在市场对经济复苏预期依旧偏弱的当下, 我们继续强调经济不靠政策依然能够自发性复苏的韧性。这是降低市场不切实际的政策期待的关键, 也是市场情绪能否真正出现转

机、重拾信心的前提。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com