

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

邮箱：xiaoyu@zts.com.cn

投资要点

■ 国家统计局于今日公布经济数据：8月份工业增加值增速4.5%（高于前值3.7%，也高于Wind一致预期4.2%）；1-8月累计固定资产投资增速为3.2%（低于前值3.4%，高于Wind一致预期3.0%）；社零增速4.6%（高于前值2.5%，高于Wind一致预期3.5%）。

■ 从分项来看：

工增：8月工业增加值同比增加4.5%，高于Wind一致预期4.2%。8月增速相比7月上行0.8个百分点，比去年同期上升0.3个百分点。同比、环比均有所上行。分行业来看，化工、金属、电气、汽车制造同比增速连续数月排名靠前，医药排名最末。

消费：8月份社零超预期，商品零售回升明显，餐饮边际回落。分商品类别来看，增速最高的5类商品分别为化妆品（9.7%）、通讯器材（8.5%）、金银珠宝（7.2%）、石油制品（6.0%）和家具（4.8%）。增速排名6-10名的商品分别为粮油食品（4.5%）、服装鞋帽（4.5%）、烟酒（4.3%）、中西药品（3.7%）和日用品（1.5%），均为刚需品，在去年同期以及上个月均保持较高增速，具有较强的韧性。汽车消费表现好转，地产相关的消费依然疲软。

固投：制造业、基建增速回升，地产降幅扩大。从三大投资分项来看，8月制造业、基建投资增速不同程度回升，房地产投资增速降幅有所扩大。从环比数据来看，制造业、基建投资环比季节性回升，且高于往年同期，地产投资环比增速回升，但低于往年同期水平。商品房销售面积累计同比降幅扩大，30大中城市商品房成交面积自6月份以来持续低于往年同期水平，房地产开发资金来源累计同比增速也有所回落，按照“销售—投资”链条，地产可能还未到达底部。

就业：总体失业率有所下行。8月份城镇调查失业率为5.2%，相比前值（5.3%）下降0.1个百分点。今年失业率（除2月份外）基本都处于5.5%以下，实现“今年城镇调查失业率控制在5.5%左右”可能并不困难。分年龄段失业率暂停公布，但从季节性规律来看，青年失业率预计在7月份冲高后有所回落。

■ **结论：**

8月政治局会议以来，政策组合拳有效提振市场信心，地产政策、信贷政策等多个方面同时发力，8月金融、经济数据均有所改善。基于生产法的GDP核算原则，工业增加值和服务业生产指数增速能够较好地拟合GDP增速，预计7月份GDP增速为4.5%、8月份增速为5.2%。年初政府工作报告设定的全年GDP增速目标为“5%左右”，如果按照全年5%增速倒推，可以推算出下半年GDP增速同比增速至少要达到4.6%。8月份GDP增速5.2%，有利于全年经济增长目标的达成。

8月经济数据整体表现略高于预期，主要是工业、消费阶段性改善，基本面给债市一定的调整压力。但是，从地产相关指标看，房地产市场仍处于调整过程中，因此本轮脉冲式复苏的力度和持续性有待观察，货币政策宽松基调较难反转，昨日央行“及时”降准也明确表达出“呵护流动性”的意愿，当前收益率水平下，利率继续向上的空间有限。存款利率下降和债务风险化解背景下，结构性资产荒格局对应的“刚性”配置需求仍有待释放，中期维度上我们认为利率仍有下行空间和机会。

■ **风险提示：**稳增长政策刺激力度超预期，资金价格波动加大等。

图表目录

| | |
|--|--------|
| 图表 1: 8 月主要经济指标变化..... | - 3 - |
| 图表 2: 规上工业增加值同比增速回升 (%) | - 4 - |
| 图表 3: 工业增加值环比增速回升 (%) | - 4 - |
| 图表 4: 主要行业工业增加值同比增速 (%) | - 4 - |
| 图表 5: 社零总体、商品零售有所回升, 餐饮回落 (%) | - 5 - |
| 图表 6: 零售、餐饮与去年同期和疫情前水平仍有差距 (%) | - 6 - |
| 图表 7: 各类商品零售额同比增速 (%) | - 6 - |
| 图表 8: 8 月固投同比增速有所回升 (%) | - 7 - |
| 图表 9: 8 月制造业投资环比季节性回升, 且高于往年同期 (%) | - 7 - |
| 图表 10: 8 月 PMI 回升, 仍处在枯荣线之下 | - 8 - |
| 图表 11: 全球主要国家制造业 PMI 均在枯荣线之下..... | - 8 - |
| 图表 12: 分行业基建投资累计增速变化 (%) | - 8 - |
| 图表 13: 8 月基建投资环比增速符合季节性, 略高于往年同期 (%) | - 9 - |
| 图表 14: 8 月地产投资环比增速回升, 但低于往年同期水平 (%) | - 9 - |
| 图表 15: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) | - 10 - |
| 图表 16: 8 月地产开发投资下行 (%) | - 10 - |
| 图表 17: 8 月城镇调查失业率下行 (%) | - 10 - |
| 图表 18: 上半年 16-24 岁人口失业率持续上行 (%) | - 10 - |
| 图表 19: 基于模型推算 7、8 月 GDP 增速 (%) | - 11 - |

国家统计局于今日公布经济数据：8月份工业增加值增速 4.5%（高于前值 3.7%，也高于 Wind 一致预期 4.2%）；1-8 月累计固定资产投资增速为 3.2%（低于前值 3.4%，高于 Wind 一致预期 3.0%）；社零增速 4.6%（高于前值 2.5%，高于 Wind 一致预期 3.5%）。

图表 1: 8 月主要经济指标变化

| 同比 (%) | 2023-08 | 2023-07 | 2023-06 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| GDP | - | - | 6.3 | - | - | 4.5 |
| 规上工业增加值 | 4.5 | 3.7 | 4.4 | 4.2 | 3.8 | 3.9 |
| 固定资产投资 | 2.0 | 1.2 | 3.3 | 6.4 | 3.6 | 5.8 |
| 固投: 房地产 | -19.1 | -17.8 | -20.6 | -13.8 | -12.3 | -9.4 |
| 固投: 制造业 | 7.1 | 4.3 | 6.0 | 10.6 | 7.5 | 9.9 |
| 固投: 基建 | 6.2 | 5.3 | 11.7 | 15.4 | 11.5 | 12.0 |
| 社会消费品零售总额 | 4.6 | 2.5 | 3.1 | 5.4 | 2.7 | 3.1 |
| 社零: 商品零售 | 3.7 | 1.0 | 1.7 | 5.1 | 3.2 | 3.9 |
| 社零: 餐饮 | 12.4 | 15.8 | 16.1 | 8.4 | -1.5 | -4.0 |
| 出口总额 (美元计价) | -8.8 | -14.5 | -12.4 | 6.5 | 17.2 | 16.2 |
| 进口总额 (美元计价) | -7.3 | -12.4 | -6.9 | -0.5 | 1.4 | -0.2 |

来源: Wind, 中泰证券研究所

一、工增：同比、环比均有所上行，化工、金属、电气、汽车连续数月快速增长

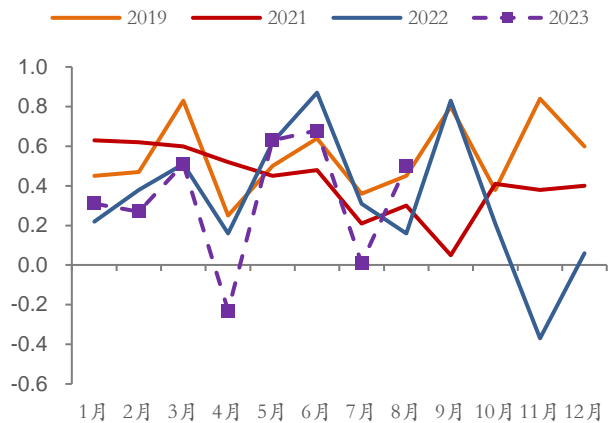
8 月工业增加值同比增加 4.5%，高于 Wind 一致预期 4.2%。8 月增速相比 7 月上行 0.8 个百分点，比去年同期上升 0.3 个百分点。

8 月工业增加值增速同比、环比均有所上行。为剔除基数效应影响，考虑当月环比增速的季节性水平，8 月份工增环比增速通常季节性回升，8 月工增环比增速 0.50%，高于 2019 年（0.45%）、2021 年（0.30%）和 2022 年（0.16%）同期。

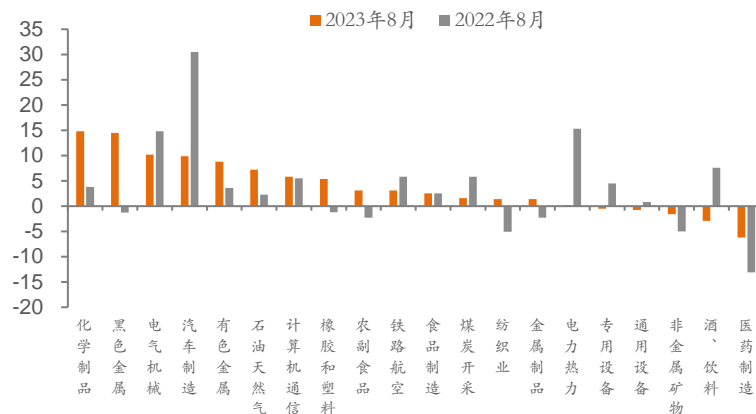
分行业来看，化工、金属、电气、汽车制造同比增速连续数月排名靠前，医药排名最末。8 月工业增加值增速最高的 5 个行业分别为化工、黑色金属、电器机械、汽车制造和有色金属，分别为 14.8%、14.5%、10.2%、9.9%和 8.8%。其中电气机械及器材制造业、汽车制造业在去年同期增速同样位居前列，体现出较强的韧性，黑色金属冶炼及压延加工业在去年同期表现不佳，增速仅为-1.3%。负增长行业为医药制造（-6.2%）、酒水饮料（-2.9%）、非金属矿物（-1.6%）、通用设备制造业（-0.8%）、专用设备（-0.5%），其中酒水饮料去年同期表现良好（7.6%）。

图表 2: 规模以上工业增加值同比增速回升 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 工业增加值环比增速回升 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 主要行业工业增加值同比增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

二、消费: 商品零售增速回升、餐饮边际回落, 刚需品消费韧性仍强

8 月份社零超预期, 商品零售回升明显。8 月社会消费品零售总额同比增长 4.6%, 高于 Wind 一致预期值 3.5%, 也比 7 月社零同比增速高 2.1 个百分点。分商品零售和餐饮收入两类来看, 商品零售走势与社零总体基本一致, 当月增速为 3.7% (前值 1.0%); 餐饮收入增速较高, 拉高整体社零增速, 但同样相比前值有所回落, 当月增速为 12.4% (前值 15.8%)。

商品零售增速回升、餐饮边际回落。2020 年、2022 年社零受疫情影响较大, 低基数可能会对同比增速造成影响。为剔除基数效应影响, 2021、2023 年考虑两年复合同比增速, 8 月份社零总额、商品零售和餐饮收入增速分别为 2.3%、1.9%和 6.0%, 社零总体、商品零售分别相比上个月回升 1.1、1.4 个百分点, 餐饮相比上个月回落 1.6 个百分点。将两年复

合增速与疫情前水平作比较，社零总体低于疫情前水平（2019年8月）5.2个百分点，商品零售低于疫情前水平5.4个百分点，餐饮低于疫情前水平3.7个百分点。

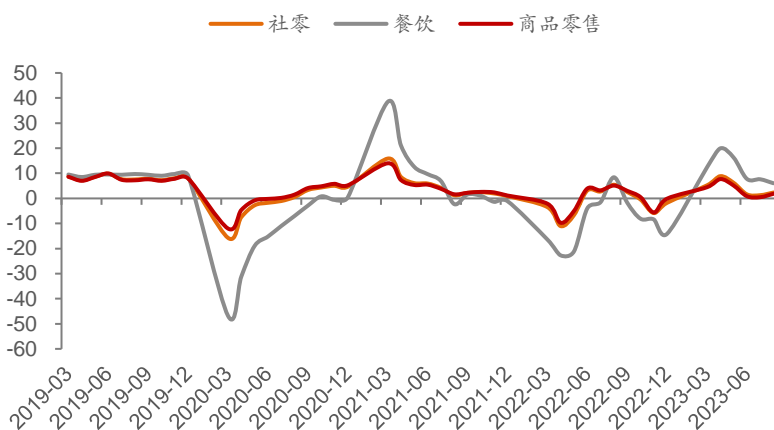
分行业来看，1) 刚需品消费韧性较强。增速最高的5类商品分别为化妆品（9.7%）、通讯器材（8.5%）、金银珠宝（7.2%）、石油制品（6.0%）和家具（4.8%）。增速排名6-10名的商品分别为粮油食品（4.5%）、服装鞋帽（4.5%）、烟酒（4.3%）、中西药品（3.7%）和日用品（1.5%），均为刚需品，在去年同期以及上个月均保持较高增速，具有较强的韧性。

2) 社交类消费由跌转涨。化妆品（9.7%）由跌转涨，高于前值（-4.1%）和去年同期（-6.4%）；金银珠宝消费同比增速（7.2%）高于前值（-10.0%），与去年同期持平。

3) 汽车消费表现好转。汽车、石油及制品增速分别为1.1%、6.0%，相比去年同期（15.9%、17.1%）大幅回落，但相比上个月由负转正。

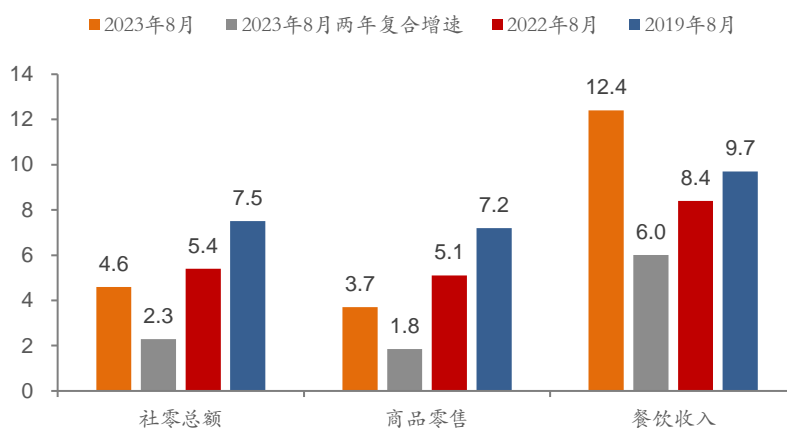
4) 地产相关的消费依然疲软。地产方面，家用电器、家具、建筑及装潢消费增速分别为-2.9%、4.8%和-11.4%，仅家具消费有所增长。6月29日，国务院总理主持召开国常会，审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，明确把促进家居消费作为当前扩内需的核心抓手之一。“家居消费涉及领域多、上下游链条长、规模体量大，采取针对性措施加以提振，有利于带动居民消费增长和经济恢复。”因此，在地产表现不佳的背景下，8月份建筑及装潢消费增速保持低迷，而家用电器相比前值（-5.5%）有所回升，家具消费正增长，在刺激政策下有所提振。

图表 5: 社零总体、商品零售有所回升，餐饮回落 (%)

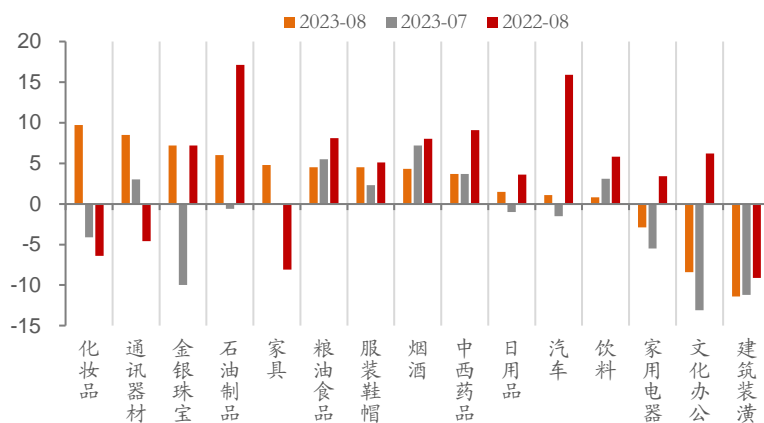


来源：WIND，中泰证券研究所

注：2021年、2023年增速为两年复合增速。

图表 6: 零售、餐饮与去年同期和疫情前水平仍有差距 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

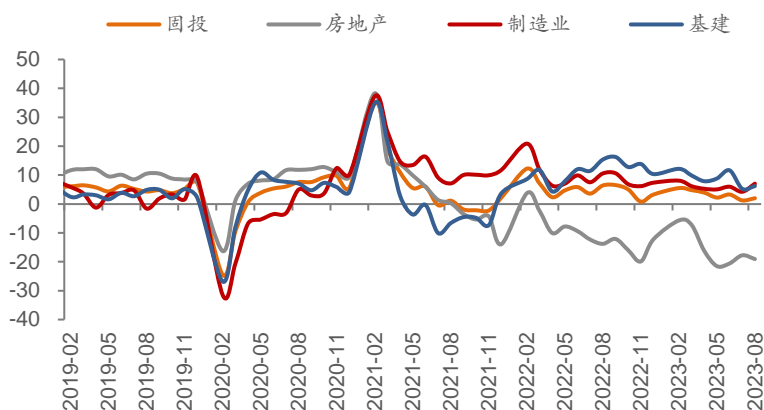
图表 7: 各类商品零售额同比增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

三、固投: 制造业、基建增速回升, 地产降幅扩大

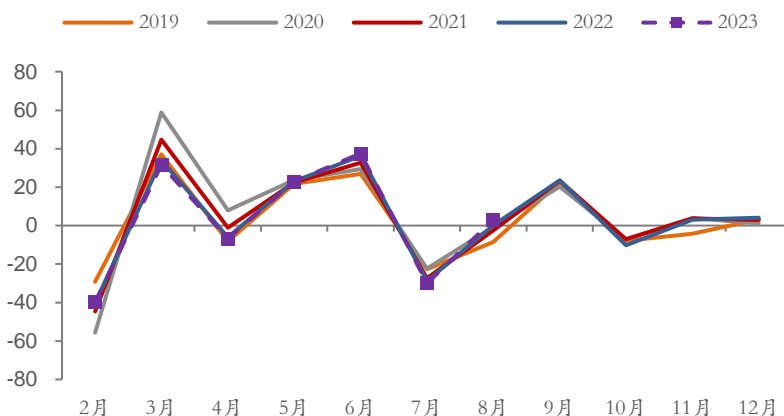
今年前 8 个月固定资产投资累计同比增长 3.2%, 较 1-7 月累计增速下降 0.2 个百分点, 高于 Wind 一致预期 3.0%; 8 月固投当月同比增速 2.0%, 较 7 月份回升 0.8 个百分点。

从三大投资分项来看, 8 月制造业、基建投资增速不同程度回升, 基建和制造业同比增速分别为 6.2%、7.1%, 分别较上月上升 1.1、2.8 个百分点, 仍是固投拉动项; 房地产投资增速降幅有所扩大, 由 -17.8% 降至 -19.1%, 仍为固投的主要拖累项。

图表 8: 8 月固投同比增速有所回升 (%)


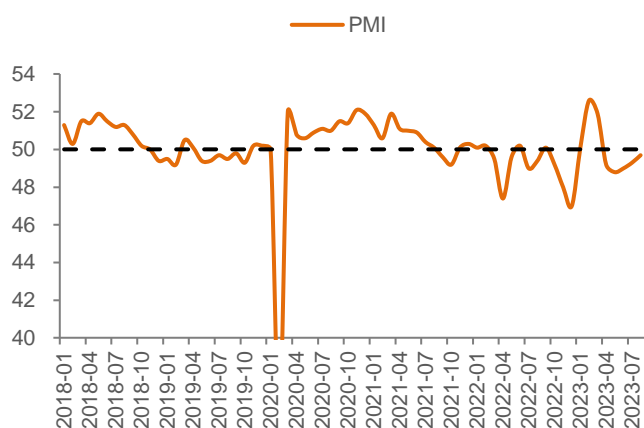
来源: WIND, 中泰证券研究所

制造业投资修复动能回升。前 8 个月，制造业固投累计同比增长 5.9%，比前值高 0.2 个百分点，高于 Wind 一致预期值 5.3%。剔除基数影响，可以看出制造业投资环比增速季节性回升，并且其环比增速高于 2019 年以来的同期水平。

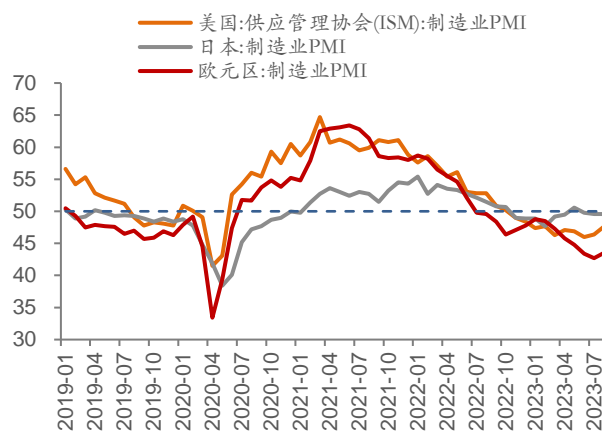
图表 9: 8 月制造业投资环比季节性回升，且高于往年同期 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

短期内，制造业投资仍面临不利因素，主因内生动力仍不强，叠加外需拖累。第一，从国内高频数据来看，8 月份 PMI 虽然边际回升，由 7 月份的 49.3 回升至 49.7，仍处在枯荣线以下，显示实体经济修复动能仍然较弱。新订单 PMI 回升至 50.2 (前值 49.5)，新出口订单 PMI 回升至 46.7 (前值 46.3)，显示我国国内经济内生动力边际修复，但外需仍形成拖累。大型企业 PMI 已连续数月在枯荣线之上，但中小企业 PMI (49.6、47.7) 仍在枯荣线之下。第二，全球经济增长放缓使外需持续承压。从全球主要国家和地区的 PMI 来看，美国、日本、欧元区 8 月份制造业 PMI 分别为 47.6、49.6 和 43.5，美国、欧元区自 2021 年一季度以来就处于下行趋势，2022 年以来滑落至枯荣线以下，日本 PMI 于 5 月份短暂回升至枯荣线以上，但随后又回落至枯荣线以下。短期内，预计外需仍难以支撑中国出口增速，间接拖累相关制造业投资增速。

图表 10: 8 月 PMI 回升, 仍处在枯荣线之下


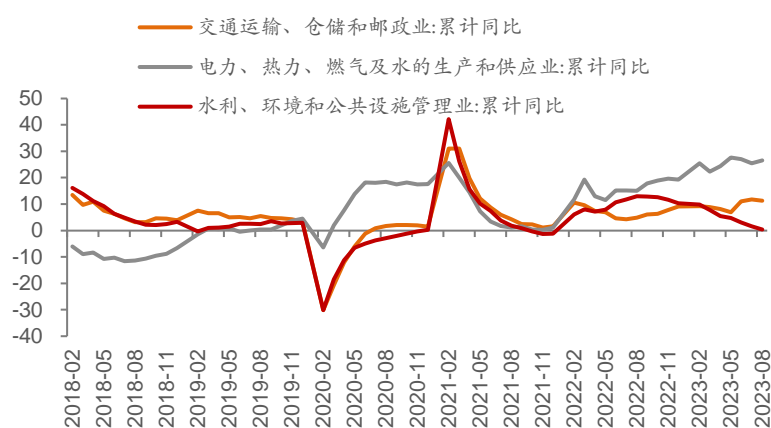
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 11: 全球主要国家制造业 PMI 均在枯荣线之下


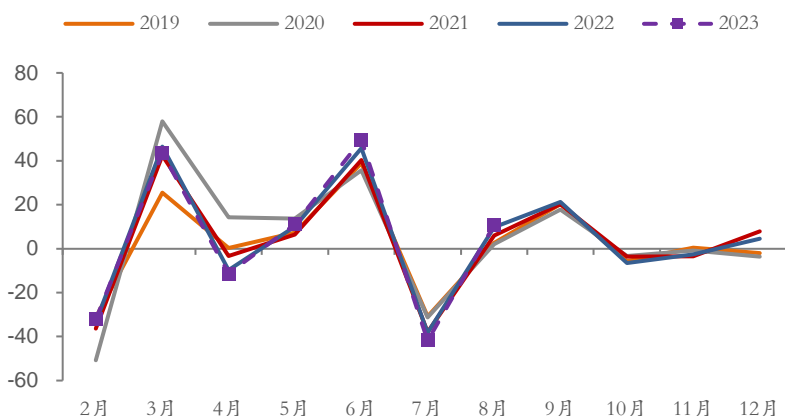
来源: WIND, 中泰证券研究所

基建投资增速有所回落。前 8 个月, 基建固投同比增长 9.0%, 相比 1-7 月累计增速下降 0.4 个百分点, 高于预期值 7.9%。分大类行业来看, 交通运输、仓储和邮政业投资同比增速 (11.3%) 较前值回落 0.4 个百分点, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速 (26.5%) 较前值回升 1.1 个百分点, 水利、环境和公共设施管理业投资增速 (0.4%) 较前值回落 1.2 个百分点。

基建投资增速回升符合季节性规律, 环比增速略高于往年同期。剔除基数影响, 可以看出基建投资环比增速季节性回升, 与制造业类似, 其环比增速同样高于 2019 年以来同期水平。

图表 12: 分行业基建投资累计增速变化 (%)


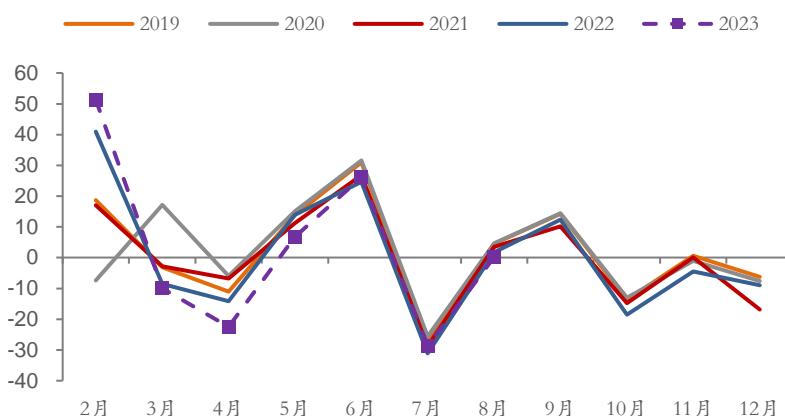
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 13: 8 月基建投资环比增速符合季节性, 略高于往年同期 (%)


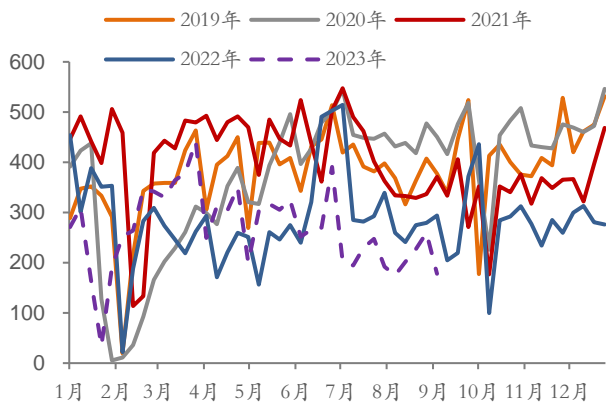
来源: WIND, 中泰证券研究所

地产投资降幅扩大。前 8 个月, 房地产开发投资累计同比下降 8.8%, 相比 1-7 月累计增速下降 0.3 个百分点, 低于预期值-8.6%。从单月来看, 8 月地产投资增速当月同比为-19.1%, 相比前值 (-17.8%) 降幅有所扩大。剔除基数效应, 考虑环比增速, 可以看出地产投资环比增速季节性回升, 但环比增速低于 2019 年以来同期水平。

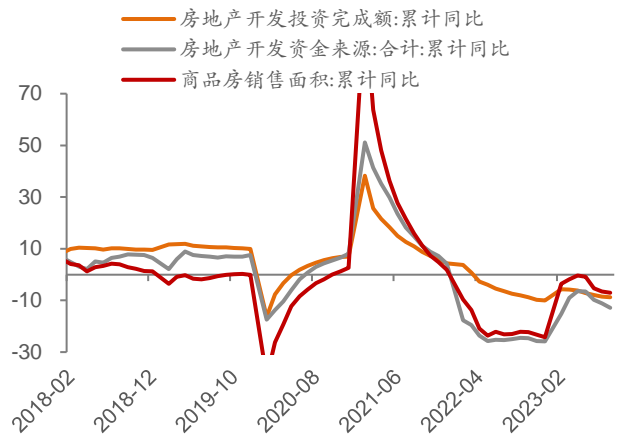
商品房销售面积低于往年同期。前 8 个月商品房销售面积累计同比增速为-7.1%, 相比前 7 个月累计增速 (-6.5%) 降幅扩大。从高频数据来看, 6 月份以来, 30 大中城市商品房成交面积持续低于往年同期水平。房地产开发资金来源累计同比增速也有所回落, 由-11.2%降至-12.9%, 降幅自 5 月份以来连续扩大, 显示销售端降温背景下, 房企资金回笼进度也有所放缓, 资金压力进一步上升。按照“销售—投资”链条, 地产可能还未到达底部。

图表 14: 8 月地产投资环比增速回升, 但低于往年同期水平 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 15: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)


来源: WIND, 中泰证券研究所

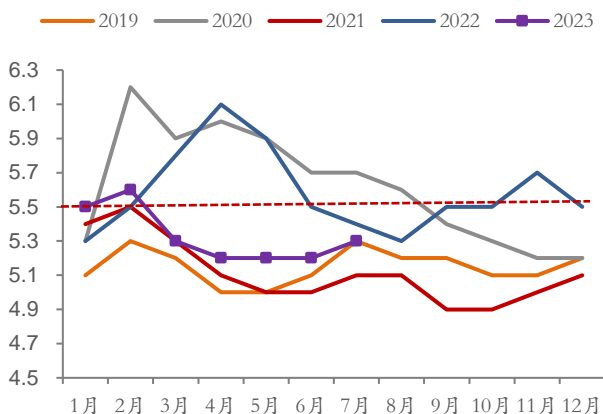
图表 16: 8 月地产开发投资下行 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

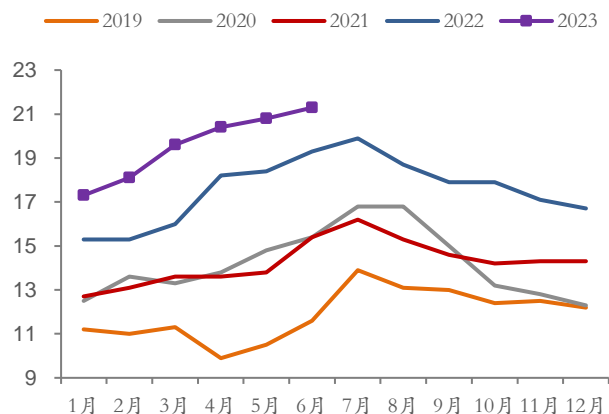
四、就业: 总体失业率下行

总体失业率有所下行。8 月份城镇调查失业率为 5.2%，相比前值(5.3%)下降 0.1 个百分点。今年失业率(除 2 月份外)基本都处于 5.5% 以下，实现“今年城镇调查失业率控制在 5.5% 左右”可能并不困难。

分年龄段失业率暂停公布，但从季节性规律来看，青年失业率预计在 7 月份冲高后有所回落。国家统计局新闻发言人就 2023 年 7 月份国民经济运行情况答记者问时表示，“自今年 8 月份开始，全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率将暂停发布，主要原因是：经济社会在不断发展变化，统计工作需要不断完善，劳动力调查统计也需要进一步健全优化……毕业前寻找工作的学生是否应纳入劳动力调查统计，社会各方面有不同的看法，需要进一步研究……在劳动力调查统计中，对于青年人年龄范围的界定，也需要进一步研究”¹。从往年规律来看，每年 6-7 月是青年失业率高点，8-12 月持续回落。

图表 17: 8 月城镇调查失业率下行 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 18: 上半年 16-24 岁人口失业率持续上行 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

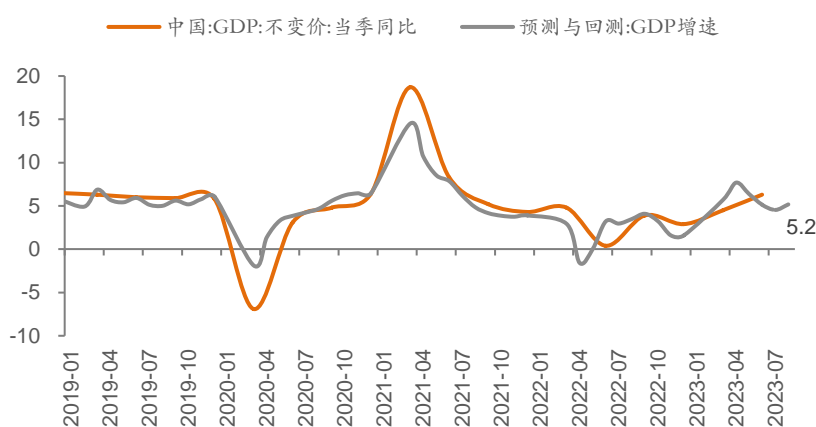
¹ http://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202308/t20230815_1942020.html

五、结论

8月政治局会议以来，政策组合拳有效提振市场信心，地产政策、信贷政策等多个方面同时发力，8月金融、经济数据均有所改善。

基于生产法的GDP核算原则，工业增加值和服务业生产指数增速能够较好地拟合GDP增速，预计7月份GDP增速为4.5%、8月份增速为5.2%。将工业增加值、服务业生产指数作为GDP的核心解释变量构建回归模型，R-Square高达98.4%。将月度工业增加值、服务业生产指数代入模型，得出7月份GDP增速预测值为4.5%，8月份GDP增速预测值为5.2%。

图表 19: 基于模型推算7、8月GDP增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

年初政府工作报告设定的全年GDP增速目标为“5%左右”，如果按照全年5%增速倒推，可以推算出下半年GDP增速同比增速至少要达到4.6%。8月份GDP增速5.2%，有利于全年经济增长目标的达成。

8月经济数据整体表现略高于预期，主要是工业、消费阶段性改善，基本面给债市一定的调整压力。但是，从地产相关指标看，房地产市场仍处于调整过程中，因此本轮脉冲式复苏的力度和持续性有待观察，货币政策宽松基调较难反转，昨日央行“及时”降准也明确表达出“呵护流动性”的意愿，当前收益率水平下，利率继续向上的空间有限。存款利率下降和债务风险化解背景下，结构性资产荒格局对应的“刚性”配置需求仍有待释放，中期维度上我们认为利率仍有下行空间和机会。

风险提示: 稳增长政策刺激力度超预期，资金价格波动加大等。

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|-------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。