

2023年09月17日

周期拐点的初步验证

固定收益研究团队

——2023年8月经济数据点评

陈曦 (分析师)

张鑫楠 (联系人)

chenxi2@kysec.cn

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号: S0790521100002

证书编号: S0790122030068

● 核心观点

1. 8月, 工增当月同比+4.5% (前值+3.7%, 下同); 社零当月同比+4.6% (+2.5%); 固投当月同比+1.8% (+1.2%); 失业率 5.2% (5.3%)。

2. 无论是从生产端来看, 还是从需求端的三驾马车来看, 8月经济数据的改善程度超过了市场预期。事实上, 从7月底政治局会议定调要加强逆周期调节和政策储备之后, 一系列支撑经济的政策在8月以来落地, 包括宏观政策上的宽货币(降息、降准、再贷款)、宽财政(减税缓税、加快专项债发行), 结构政策上面的地产政策调整、多部门支持民营经济等。在政策先行支撑经济的大背景下, 经济已经从二季度的底部呈现了向上的趋势, **PMI的经济景气程度和8月以来的经济数据都出现了不同程度的改善。从长期来看, 当下或许正处经济周期底部复苏的节点。**具体来看, 8月经济数据可以反映以下几个线索。

3. **服务业正在成为疫情放开以来对经济的一个主要支撑点, 8月的几个指标都指向了服务业的改善。**一是核心CPI的+0.8%和服务业CPI的+1.3%, 都好于整体CPI+0.1%的同比增速。二是服务业生产指数的涨幅扩大, 为+6.8% (+5.7%), 并且读数是好于工业增加值同比的+4.5%。三是作为占到居民消费支出40%的服务零售额1-8月的累计同比为+19.4%, 远超过社零增速+4.6%。另外, 受到暑假的影响, 旅游出行、线下消费都有一定的支撑, 比如据国家统计局“住宿和餐饮业生产指数同比增长16.1%。”

4. 民间投资仍然比较弱, 同比-2.2% (-2.3%)。民间投资当月值的占比在持续下行, 为48.7% (48.8%), 并且已经到达了2019年以来的最低水平。民间投资的低迷一方面反映了居民和小微企业的信心和预期, 从花旗中国经济意外指数来看, 市场对经济的预期在7月达到低点后开始改善, 但是仍然处于游数据以来的中下区间。**事实上, 民间投资历来是滞后于经济的, 一般来说, 政策调控会影响经济, 再进一步影响民间企业和居民部门。**因此, 在当下经济周期已经出现拐点的趋势下, 再叠加前期促进民营企业发展壮大意见、民营企业座谈会、减税降费等一系列支持民间投资的政策落地, 民间投资或许将在经济持续回暖后出现改善。

5. 从可比口径的地产投资单月同比, -11.0% (-12.2%)、建筑装潢零售额、家电零售额等地产后周期商品的同比下降可以看出地产投资仍在磨底。此外, 商品房销售面积、新开工、施工等仍然在大幅下行, 在地产政策优化之后, 9月以来的高频显示二手房的表现是要好于新房的, 新房的成交面积仍在同期低位, 对地产市场的信心仍然较差。但是分项中的一个比较重要的线索是土地购置费的改善, -3.7% (-9.9%), 土地购置费的改善如果能够持续, 那么一是可以缓解财政压力, 二是购地需求作为先行指标可以指示地产投资的走势。**在地产市场的供求关系发生重大变化的背景下, 地产的刚性需求、居住属性的比重在上升, 那么, 地产在之后或许会成为经济的滞后指标, 也就是政策支撑、经济好转、居民预期和收入回升、支撑消费以及地产。**

6. 广义基建当月投资同比在基数抬高的基础上再次加快, 读数为+6.2% (+5.3%), 作为逆周期调节的主要抓手, 基建投资在一定程度上可以代表政府支撑经济的力度。在7月底政治局会议提及“加快地方政府专项债券发行和使用”的背景下, 8月迎来专项债发行的高峰, 单月专项债净融资额为6464亿, 并且发行进度仅次于2019年和2022年, 已经达到了82.6%。在宽财政的支撑力度下, 作为支撑经济重要政策的基建投资或许会持续发力。

7. 高新技术行业在政策支撑和产业升级的背景下增速仍然处在前列, 无论是装备制造业的增加值, 还是装备制造业的投资完成额来看, 均超过了整体工业或制造业的增速。新旧动能转换或许是未来支撑经济的主要主题, 科技创新、绿色发展等相关行业的动能正在形成。

8. 短期来看, 经济最弱的阶段已经在二季度出现, 8月的经济数据呈现了整体的改善。长期来看, 当下或许正处在三年经济周期的底部。因此, 随着宽信用、宽财政的落地, 不仅拉动经济从底部回升, 对市场资金同样存在影响。对于债市, 我们提示要警惕收益率反弹的风险, 如果经济周期的回升能够顺利开启, 比如经济数据的改善可以持续, 要警惕收益率的反转。

● **风险提示:** 政策变化超预期; 经济修复不及预期; 海外风险超预期。

相关研究报告

《新一轮宽信用效果料将进一步显现——2023年8月金融数据点评》
-2023.9.12

《价格周期的回升——2023年8月价格数据点评》-2023.9.11

《资金利率中枢或将有所抬升——9月流动性展望》-2023.9.11

附图 1: 服务业表现较好



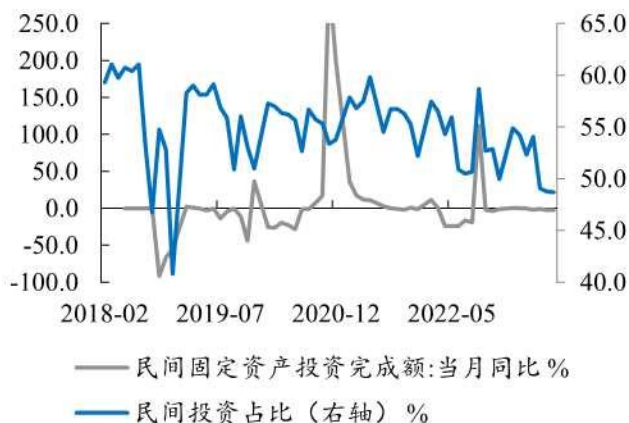
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 核心 CPI 高于整体 CPI



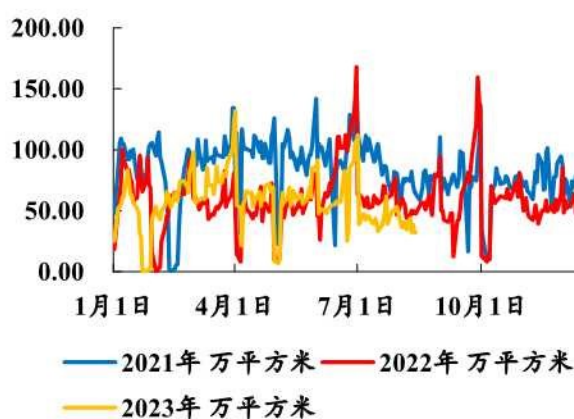
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 民间投资低迷



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 一手房销售较弱



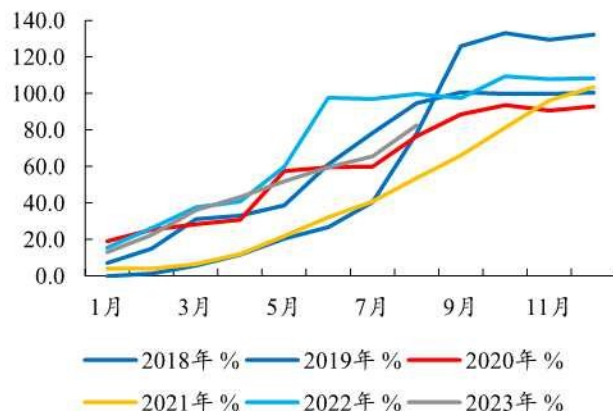
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 基建投资增速加快



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6: 专项债发行进度处季节性高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn