

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号: S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152692

杨亚仙
分析师
SAC 执证编号: S0110522080001
yangyaxian@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152627

相关研究

- 宏观经济周报: 震荡调整, 等待机会
- 宏观经济周报: 短期继续乐观
- 宏观经济周报: 政策超预期, 短期可以乐观一些

- 2023 年 8 月经济数据全面改善, 制造业 PMI 连续回升、出口降幅收窄、PPI 环比上行、社融同比底部反弹、工增触底回升、消费低位企稳、投资整体向好、房地产竣工新开工销售均有所好转。724 政治局会议对资本市场和房地产积极定调以来, 政策出台速度也明显加快。
- 第一, 工业增加值同比增速触底回升。2023 年 8 月工业增加值同比增长从 7 月的 3.7% 增加至 4.5%, 超过 wind 一致预期的 4.2%, 且增速中枢逐步抬升。剔除基数效应后也略有好转, 季调环比由上月的 0.01% 回升至 0.5%。从四年平均增速来看, 多数行业增速呈现回升态势, 化学原料及化学制品制造业回升幅度最大, 汽车制造业小幅回落。
- 第二, 消费增速也出现低位企稳的现象。8 月社会消费品零售总额四年平均同比增速小幅回升。餐饮收入增速弱于商品零售, 未延续此前两个月连续回升的态势, 与服务业生产指数四年平均增速小幅走弱相呼应, 或与暑期出游热从 8 月下旬开始降温有关, 出行数据明显下行。分商品来看, 金银珠宝回升幅度较大, 或与贵金属价格的上涨有关, 在人民币汇率贬值的影响下, 沪金价格已创近 11 年以来新高。地产后周期类仍然较弱。
- 第三, 固定资产投资整体向好。除了地产构成较大拖累外, 制造业投资和基建投资均出现明显回升, 固定资产投资四年平均增速较上月回升约 1.5 个百分点。基建投资增速较上月回升约 2.1 个百分点, 或因政府专项债发行加快。根据指示, 今年新增专项债券力争在 9 月之前发行完毕, 9 月份的基建投资仍有支撑。制造业投资增速较上月回升约 1.9 个百分点, 可能受益于 8 月极端天气的缓解和出口的改善。
- 第四, 房地产销售、竣工、新开工均有所改善。尽管房地产投资四年平均增速跌幅持续扩大, 但房地产竣工面积大幅回升 7.7 个百分点, 由负转正, 且房地产销售面积和房屋新开工面积跌幅均有所收窄。8 月以来, 政策力度明显加大, 政策放松的城市数量也急剧增加, 认房不认贷、调降首付比例、调降存量房贷利率三大强力政策同时出台, 且一线城市和强二线城市均陆续执行, 后续政策效果或逐步显现。
- 往后看, 从社融的领先性来看, 短期内经济的好转或能持续, 叠加 9 月降准释放流动性, 年底前经济或能保持修复。但考虑到房地产仍然疲软的现状, 政策力度的加强或仍能期待。
- 风险提示: 政策及其落地效果不及预期, 海外扰动超预期

2023年8月经济数据全面改善，制造业PMI连续回升、出口降幅收窄、PPI环比上行、社融同比底部反弹、工增触底回升、消费低位企稳、投资整体向好、房地产竣工新开工销售均有所好转。其中，高温天气的缓解和专项债发行加速等因素也是8月数据好转的重要原因。724政治局会议对资本市场和房地产积极定调以来，政策出台速度明显加快。往后看，从社融的领先性来看，短期内经济的好转或能持续，叠加9月降准释放流动性，年底前经济或能保持修复。

1 8月经济数据的几个积极特征

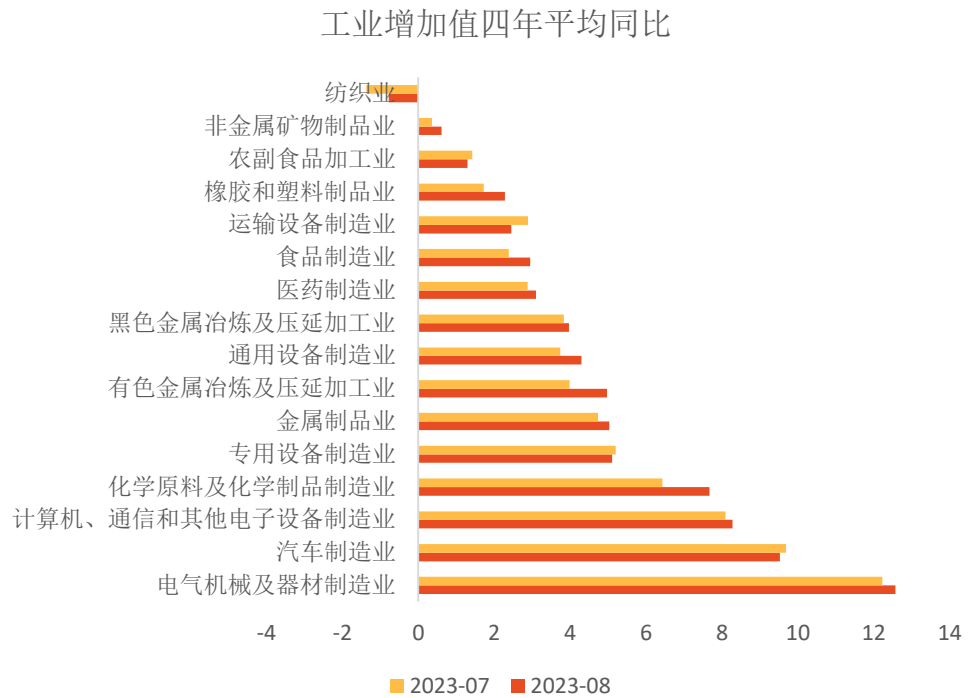
第一，工业增加值同比增速触底回升。2023年8月工业增加值同比增速从7月的3.7%增加至4.5%，超过wind一致预期的4.2%，且增速中枢逐步抬升。剔除基数效应后，8月四年平均增速录得4.9%，相比于7月份略有好转，季调环比由上月的0.01%回升至0.5%。从四年平均增速来看，多数行业的增速呈现回升态势，化学原料及化学制品制造业回升幅度最大，汽车制造业小幅回落。

图1：工业增加值同比触底回升（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

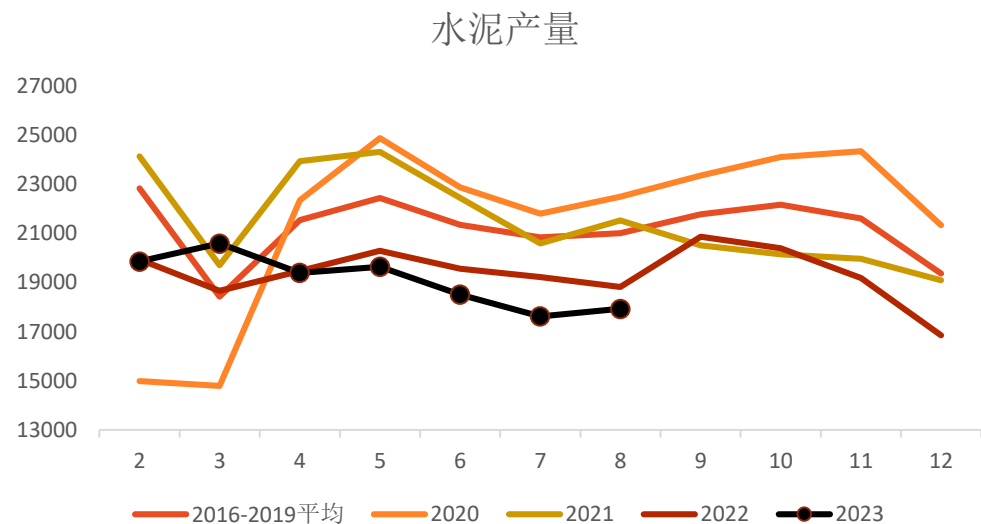
图 2：多数行业的工业增加值增速回升（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

8月水泥产量也略有回升，粗钢产量整体处于历史同期较高水平，随着房地产政策的不断调整，地产拖累的影响可能将逐步减弱。

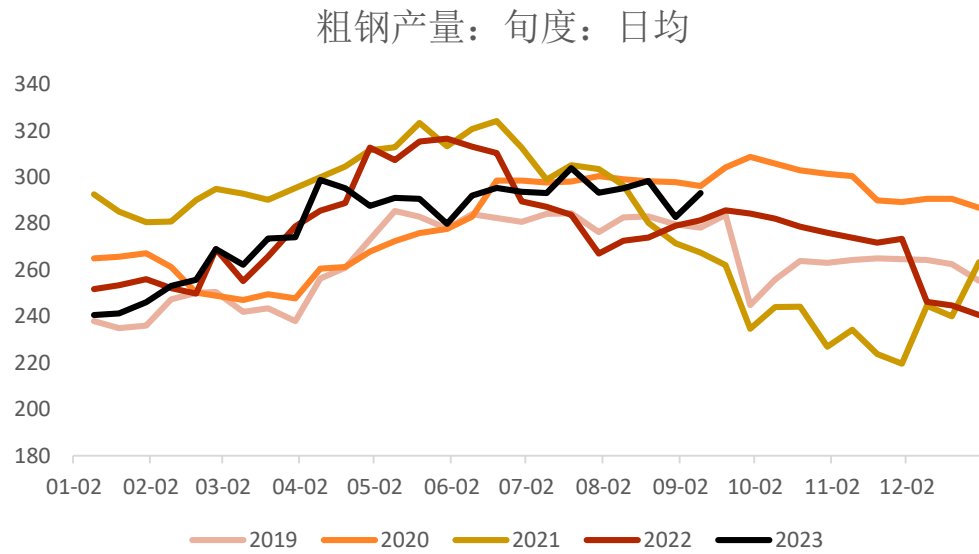
图 3：水泥产量：月度（万吨）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

注：2月数据为1-2月累计值

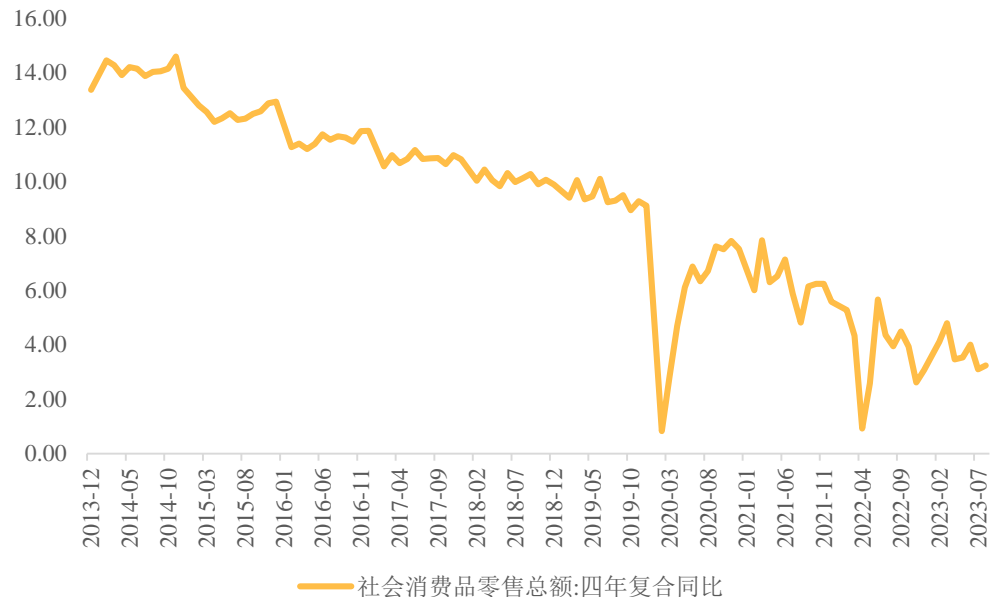
图 4：粗钢产量：旬度：日均（万吨）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

第二，消费增速也出现低位企稳的现象。8月社会消费品零售总额名义同比增速由7月的2.5%回升至4.6%，大幅高于wind一致预期3.5%，环比增速也由-0.02%回升至0.31%。但剔除基数效应后的四年平均同比增速仅小幅回升，8月从7月的3.09%上升至3.23%。

图 5：社会消费品零售总额增速低位企稳（%）

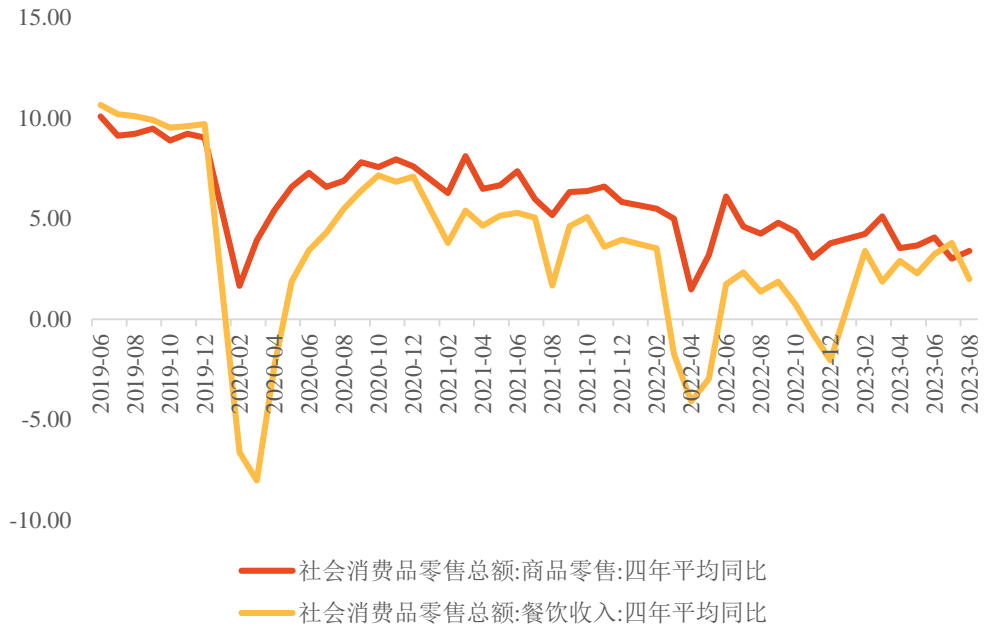


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

8月餐饮收入增速弱于商品零售，未延续此前两个月连续回升的态势，与服务业生产指数四年平均增速小幅走弱相呼应，餐饮收入4年平均同比增速从7月的3.79%下降

至8月的1.99%，下降幅度高达近2个百分点，或与暑期出游热从8月下旬开始降温有关，出行数据明显下行。

图 6：商品零售和餐饮收入四年平均同比（%）



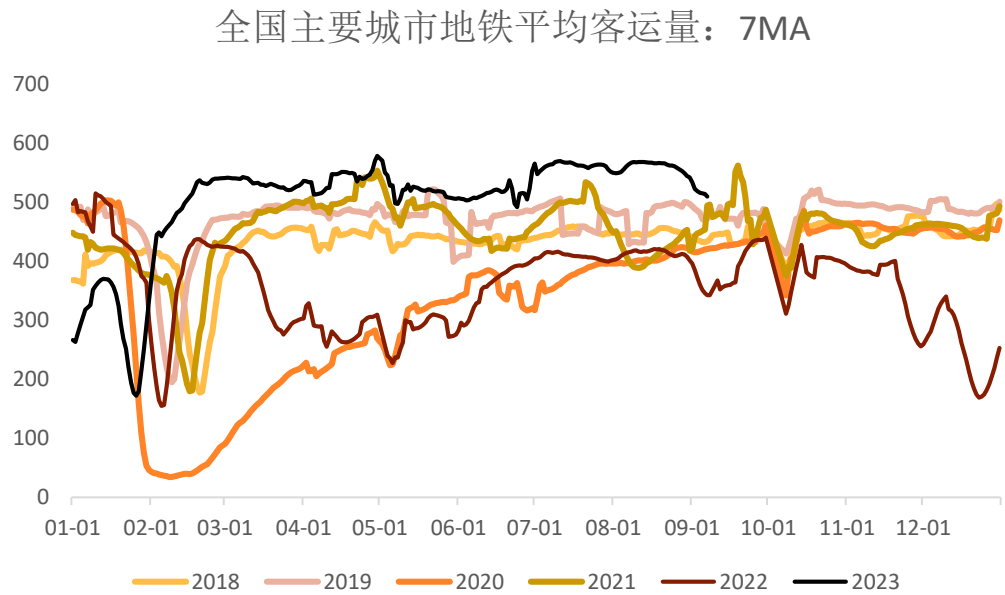
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 7：服务业生产指数增速小幅回落（%）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

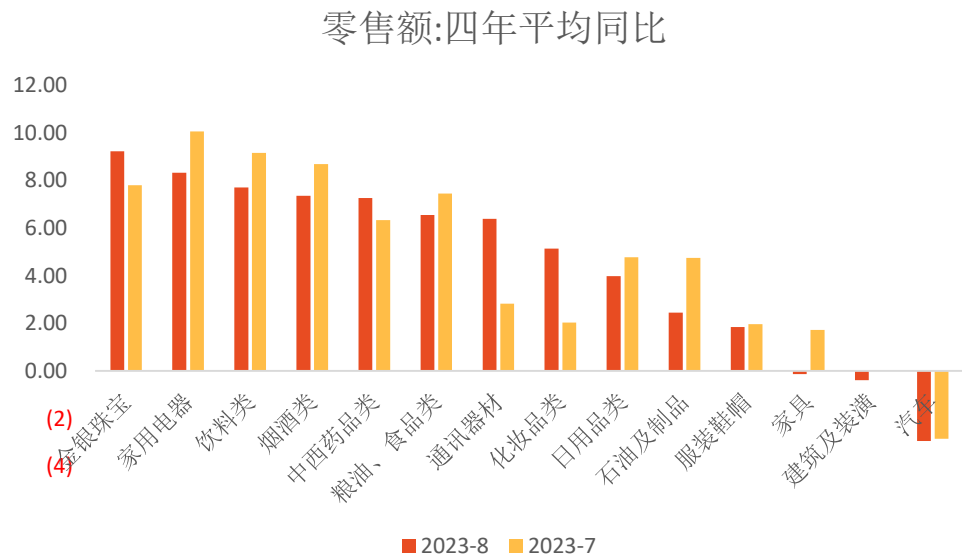
图 8：全国主要城市地铁平均客运量：7MA（万人次）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

分商品来看，零售额同比改善的仅占一半，金银珠宝、中西药品类、通讯器材和化妆品类回升幅度较大，金银珠宝或与贵金属价格的上涨有关，在人民币汇率贬值的影响下，沪金价格已创近 11 年以来新高。地产后周期类仍然较弱，在地产整体仍然疲软的大背景下，家电补贴的效用可能会逐渐减弱，建筑及装潢、家具的四年平均同比增速均转负。

图 9：仅一半商品的零售额同比改善，地产类仍然偏弱（%）

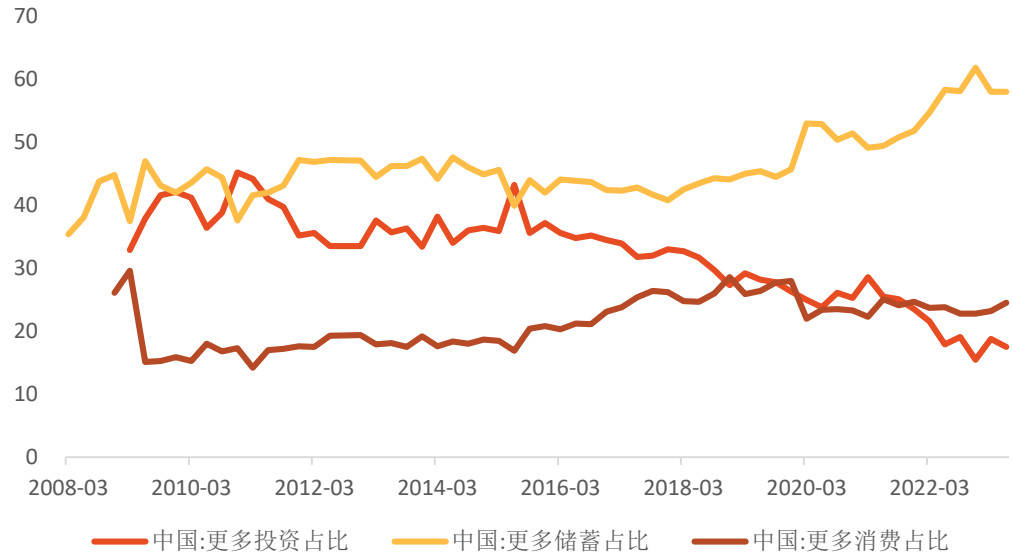


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

央行 2023 年二季度调查问卷显示，尽管居民储蓄占比基本持平，但消费占比略有

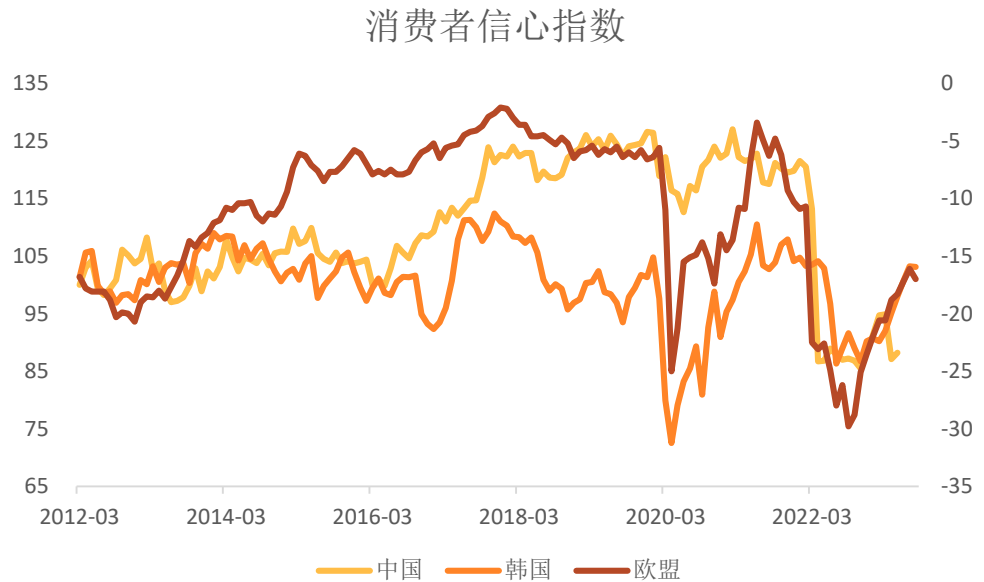
上升，短期内或是一个积极信号。俄乌危机以来，全球消费者信心指数均呈现断崖式的下降，但与欧盟和韩国相比，中国恢复仍然较慢，韩国和欧盟底部连续回升，现已恢复至 2022 年 3 月水平，但中国 4 月份的大幅下滑，与之产生较大的背离，国内居民消费的修复仍任重道远。

图 10: 居民储蓄、投资、消费占比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 11: 中国消费者信心指数的修复速度较慢 (%)

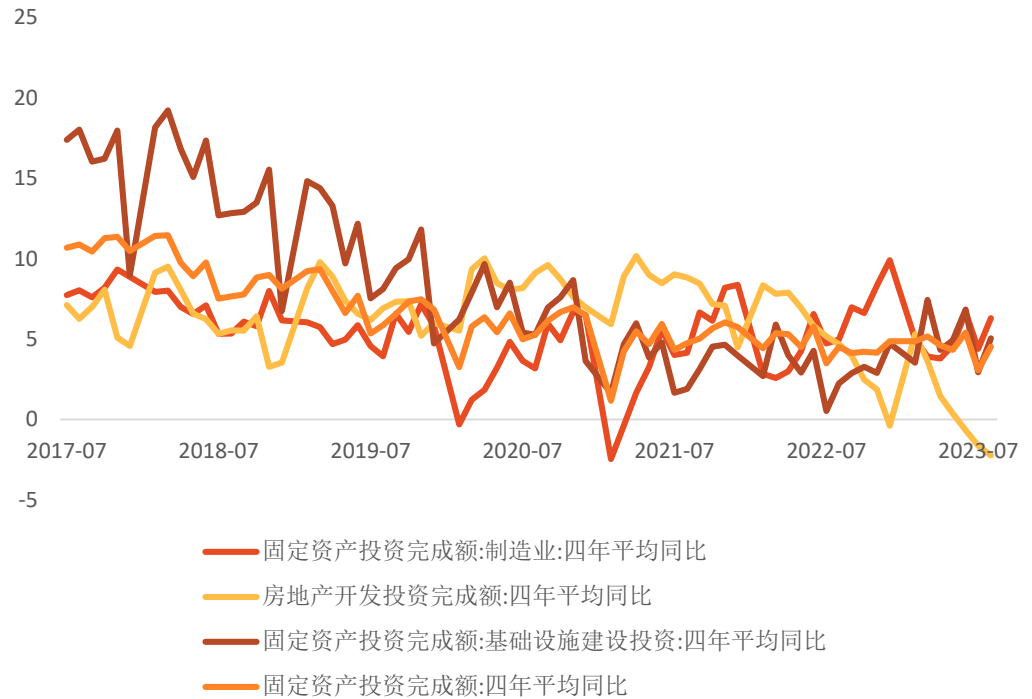


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

第三，固定资产投资整体向好。除了地产构成较大拖累外，制造业投资和基建投资均出现明显回升，固定资产投资四年平均增速较上月回升约 1.5 个百分点。基建投资增速较上月回升约 2.1 个百分点，或因政府专项债发行加快。根据指示，今年新增专项债

券力争在9月之前发行完毕，9月份的基建投资仍有支撑。制造业投资增速较上月回升约1.9个百分点，可能受益于8月极端天气的缓解和出口的改善。

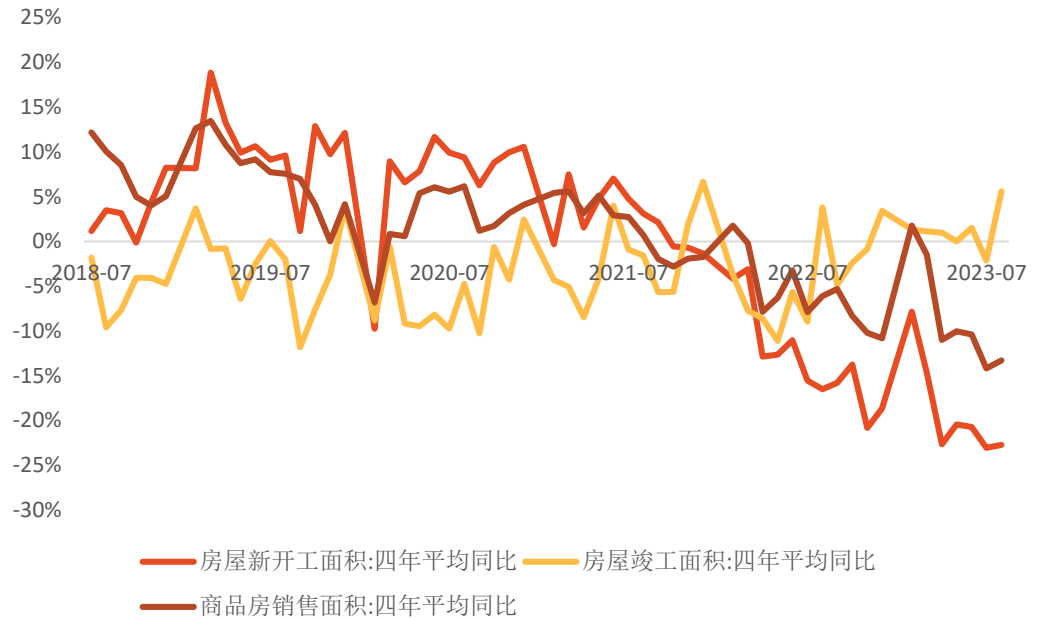
图 12：固定资产投资同比：分类别（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

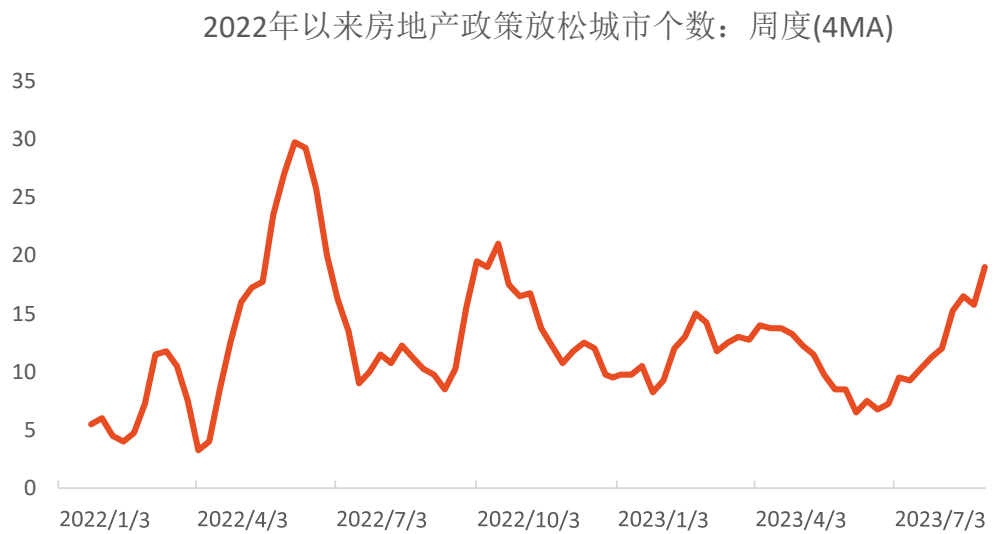
第四，房地产销售、竣工、新开工均有所改善。尽管房地产投资四年平均增速较上月继续下行 0.6 个百分点至 -2.2%，跌幅持续扩大，但房地产竣工面积大幅回升 7.7 个百分点，由负转正至 5.6%，且房地产销售面积和房屋新开工面积跌幅均有所收窄，前者回升 0.9 个百分点至 -13.3%，后者回升 0.31 个百分点至 -22.7%，均出现了改善。8 月以来，政策力度明显加大，政策放松的城市数量也急剧增加，认房不认贷、调降首付比例、调降存量房贷利率三大强力政策同时出台，且一线城市和强二线城市均陆续执行，后续政策效果或逐步显现。

图 13：房地产新开工和销售面积增速有所回升



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 14：2022 年以来房地产政策放松城市个数：周度(4MA)



资料来源：公开信息整理, 首创证券研究发展部

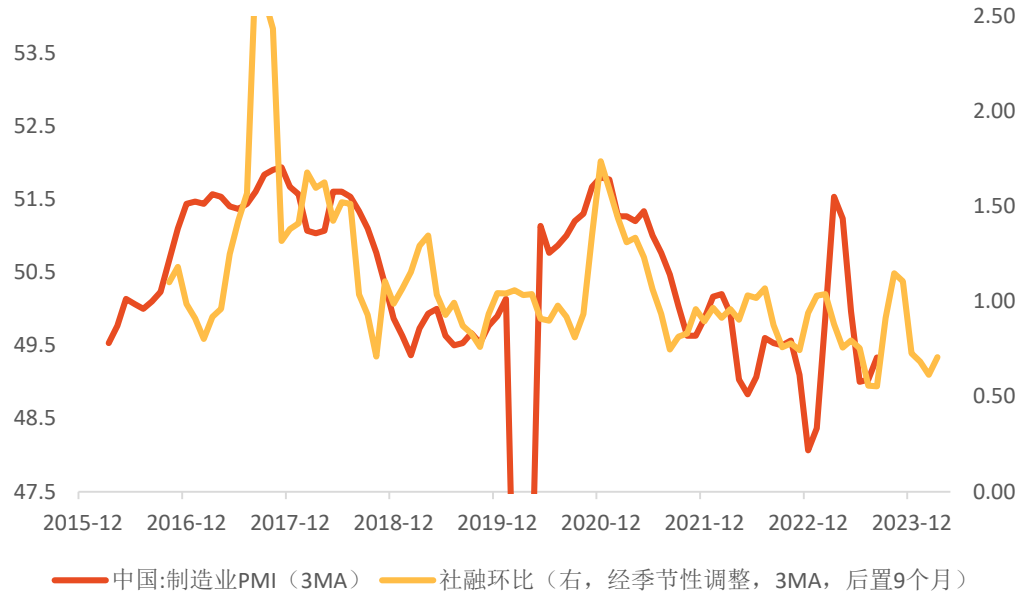
2 后市展望

2023 年 8 月经济数据全面改善，制造业 PMI 连续回升、出口降幅收窄、PPI 环比上行、社融同比底部反弹、工增触底回升、消费低位企稳、投资整体向好、房地产竣工新开工销售均有所好转。其中，高温天气的缓解和专项债发行加速等因素也是 8 月数据好转的重要原因。724 政治局会议对资本市场和房地产积极定调以来，政策出台速度明显加快。数据公布后，万得全 A 指数瞬时走高，10 年国债收益率当天大幅上行近 5BP，

对市场信心的提振起到了较大的积极作用。但考虑到房地产仍然疲软的现状，政策力度的加强或仍能期待。

往后看，从社融的领先性来看，短期内经济的好转或能持续，叠加9月降准释放流动性，年底前经济或能保持修复。

图 15：社融环比增速领先制造业 PMI 3 个季度左右（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 风险提示

风险提示：政策及其落地效果不及预期，海外扰动超预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现