



评论意见

分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuaijun@fesc.com

8 月经济见底回升的迹象初步显现

2023 年 9 月 15 日

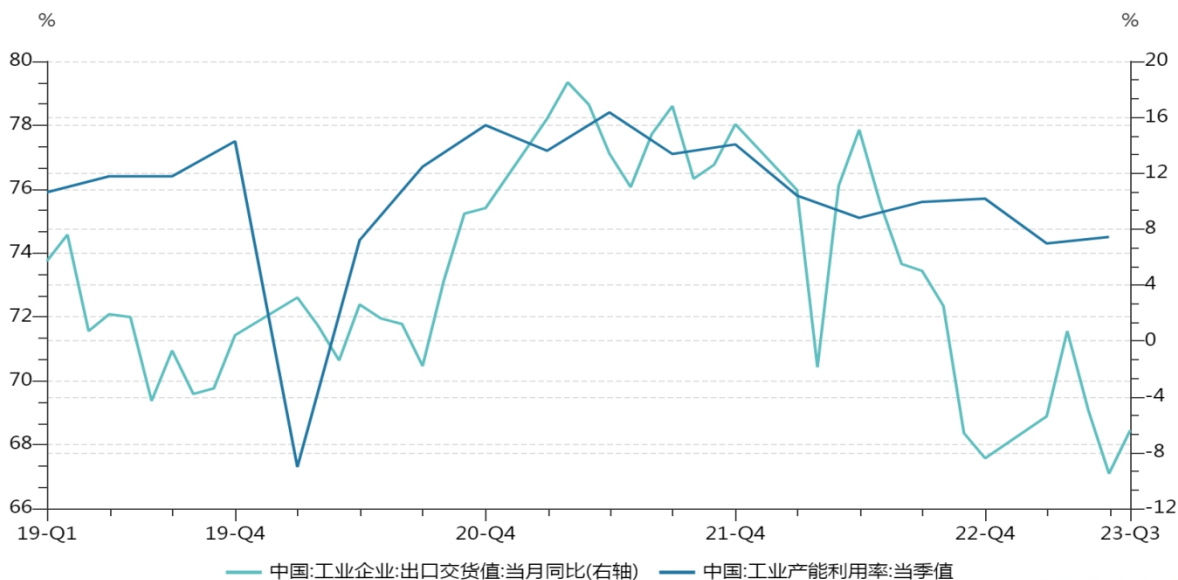
摘要:

- 8 月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看,均较前 7 月有所回升,分别为 0.5%、0.31%和 0.26%。从同比数据看,8 月工业增加值同比实际增长 4.5%,较 7 月回升 0.8 个百分点;社会消费品零售总额同比名义增长 4.6%,较 7 月回升 2.1 个百分点;只有固定资产投资累计同比增速为 3.2%,较 7 月回落 0.2 个百分点。
- 从制造业 PMI 指数看,8 月中国为 49.7%,较 7 月回升 0.4 个百分点,连续三个月小幅改善,回升幅度逐步扩大;特别是 8 月新订单为 50.2%,较 7 月回升 0.7 个百分点,在经过连续四个月收缩后重新回到 50% 以上的扩张区间。而美国和欧元区分别为 47.6%和 43.5%,皆较 7 月回升 0.8 个百分点,止跌迹象明显;摩根大通全球制造业 PMI 指数 8 月为 49%,较上月回升 0.3 个百分点。
- 中国 OCED 综合领先指数自 22 年 9 月见底回升以来,至今已达十个月按以往 OCED 综合领先指数的提前量看,目前中国经济环比见底的概率大增,而美国和日本的 OCED 综合领先指数也在今年年初后开始缓慢地回升。结合 8 月中美欧制造业 PMI 同步回升,包括中国在内的全球经济预期好转的曙光已现。
- 从航运指标看,8 月波罗的海货运指数(FBX)平均值为 1501,较 7 月回升 208 个点;而 8 月中国集装箱货运综合指数(CCFI)为 881,较 7 月回升 11 个点。从对全球贸易十分敏感的韩国出口看,8 月同比增速为-8.3%,也较 7 月回升 7.9 个百分点。8 月随着中美两国 PPI 同比连续两个月的见底回升,两国制造业企业同期进入被动去库存后,启动新一轮库存周期的概率大增。
- 从行业上看,工业增加值增速实际增速,8 月与 7 月相比,20 个行业中有 17 个回升、6 个回落、1 个与上月持平;而 7 月相对 6 月,回升行业只有 5 个,回落的高达 15 个。而社会消费品零售总额名义增速,8 月相较 7 月,17 个行业中只有 4 个回落;相反,7 月相较 6 月,只有 3 个必需消费品行业有微幅的上涨。

一、有效需求不足是当前经济面临的主要问题

经济学原理告诉我们，有效需求是指总供给价格和总需求价格达到均衡时的总需求。因此，有效需求是指整个经济的总需求。经过三年疫情的冲击，我国的总供给水平有相当程度的上升，这是因为在疫情前期只有中国很好地控制住了疫情的蔓延，保证了供应链的稳定，在 20 年下半年和 21 年上半年形成明显的国内外的供需错配格局，20 年下半年和 21 年上半年出口交货值同比与产能利用率均处于十年来的最高水平（图 1 所示），刺激了企业扩大产能。

图 1 21 年上半年出口交货值同比与产能利用率均处于十年来的最高水平



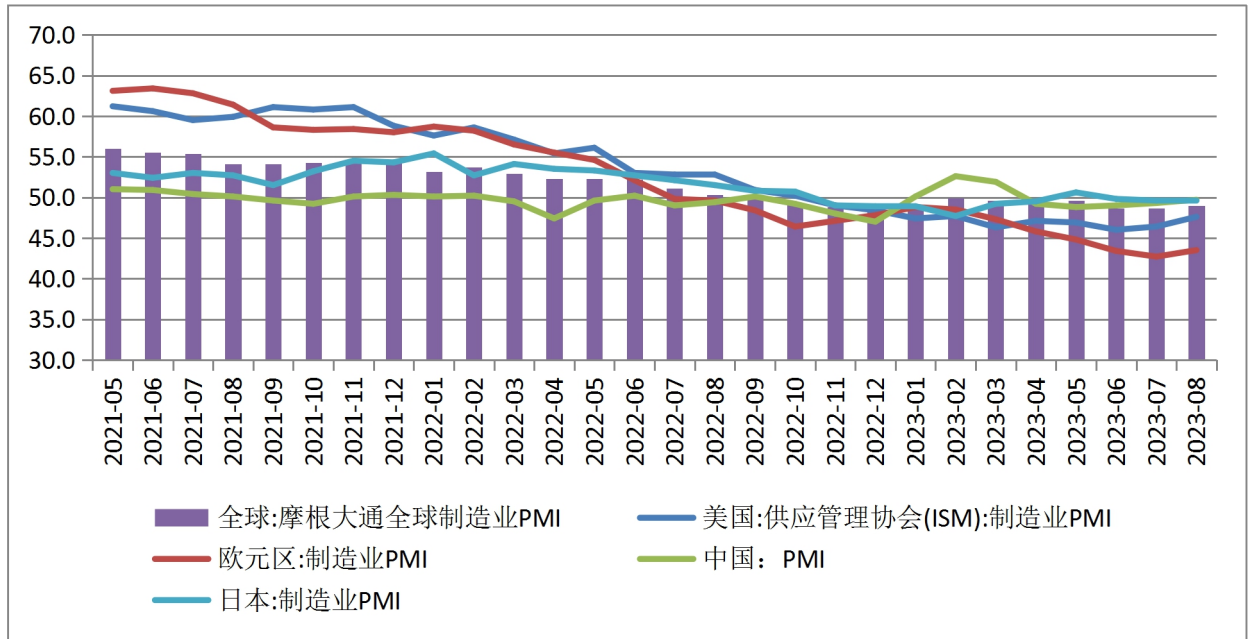
数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

但随着疫情后国外供给能力的恢复，以及最近来地缘政治竞争的愈演愈烈，全球产业链的重构正在进行中，叠加国际经济的走弱（图 2 所示），国外的需求大幅度收缩，而国内需求由于房地产的拖累，却难以恢复到疫情前水平，这必然会导致有效需求不足的问题，今年一季度的经济复苏势头未能在二季度得以延续，从而使得经济的实际值与预期值之间的标准差在 2023 年出现巨大波动。

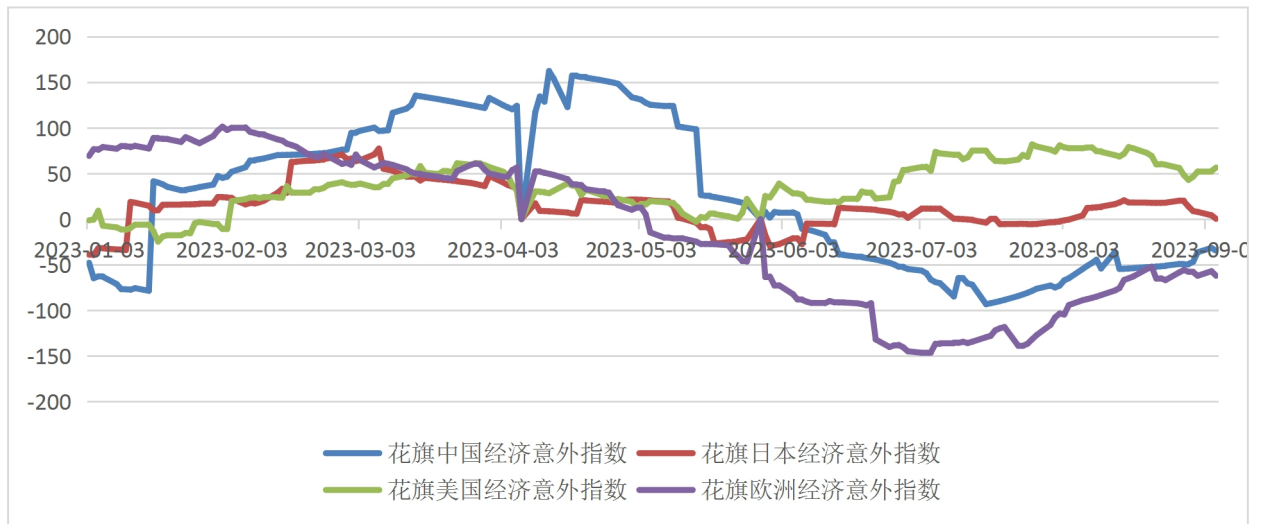
我们以花旗意外指数来体现这种波动（图 3 所示），在年初时欧洲经济表现超过预期，然后到 3-5 月中国经济数据的表现最好；但之后欧洲和中国经济数据开始大幅低于预期，花旗意外指数开始大幅下滑，而美国的经济数据明显好于预期，衰退的预期逐渐被经济软着落的预期所取代，美元指数从 7 月起也开始大幅走强，从 99.55 的最低点上升到接近 105 的水平，上涨幅度达到 5%；而日本的经济也摆脱了通缩的影响，现实和预期的数据同步走强，意外指数表现平稳。

图2 自21年5月以来全球制造业PMI指数呈现逐波下滑之势



资料来源: WIND 第一创业整理

图3 今年以来中美欧日四国花旗经济意外指数的变化



资料来源: WIND 第一创业整理

从制造业 PMI 指数看, 8 月中国为 49.7%, 较 7 月回升 0.4 个百分点, 连续三个月小幅改善, 7 月和 6 月分别上升 0.3 和 0.2 个百分点, 回升幅度逐步扩大; 特别是 8 月新订单为 50.2%, 较 7 月回升 0.7 个百分点, 在经过连续四个月收缩后重新回到 50% 以上的扩张区间。8 月日本制造业 PMI 为 49.6%, 与上月持平, 表现较为平稳; 美国和欧元区分别为 47.6% 和 43.5%, 皆较 7 月回升 0.8 个百分点, 止跌迹象明显; 摩根

大通全球制造业 PMI 指数 8 月为 49%，较上月回升 0.3 个百分点。

从 2023 年 8 月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表 1 所示），均较前 7 月有所回升，分别为 0.5%、0.31% 和 0.26%。从同比数据看，8 月工业增加值同比实际增长 4.5%，较 7 月回升 0.8 个百分点；8 月社会消费品零售总额同比名义增长 4.6%，较 7 月回升 2.1 个百分点；而 8 月固定资产投资中，基建投资累计同比增速 6.4%，较 7 月回落 0.4 个百分点；制造业投资增速为 5.9%，较上月回升 0.2 个百分点；而房地产投资增速为 -8.8%，较 7 月回落 0.3 个百分点。从总体上看，8 月固定资产投资累计同比增速为 3.2%，较 7 月回落 0.2 个百分点。8 月出口增速也大幅回升，以美元计为 -8.8%，较 7 月回升 5.7 个百分点；贸易顺差仍保持在 684 亿美元的高水平。

可见，从 8 月月度数据看，外贸、生产和零售企稳回升明显，但固定投资仍较弱。因此，8 月经济总体总体上呈现见底回升的状态，但有效需求不足仍是当前经济面临的主要问题。

表 1 今年 6-8 月生产、零售、投资和进出口数据一览表

	同比 (%)			季调环比 (%)		
	6 月	7 月	8 月	6 月	7 月	8 月
工业增加值（实际）	4.4	3.7	4.5	0.68	0.01	0.50
社会消费品零售总额（名义）	3.1	2.5	4.6	0.47	-0.02	0.31
固定资产投资（累计）	3.8	3.4	3.2	-0.24	-0.16	0.26
其中：房地产	-7.9	-8.5	-8.8			
基建（不含电力）	7.2	6.8	6.4			
制造业	6.0	5.7	5.9			
进出口增速（美元）						
其中：出口增速	-12.4	-14.5	-8.8			
进口增速	-6.8	-12.4	-7.3			
贸易顺差（亿美元）	706	806	684			

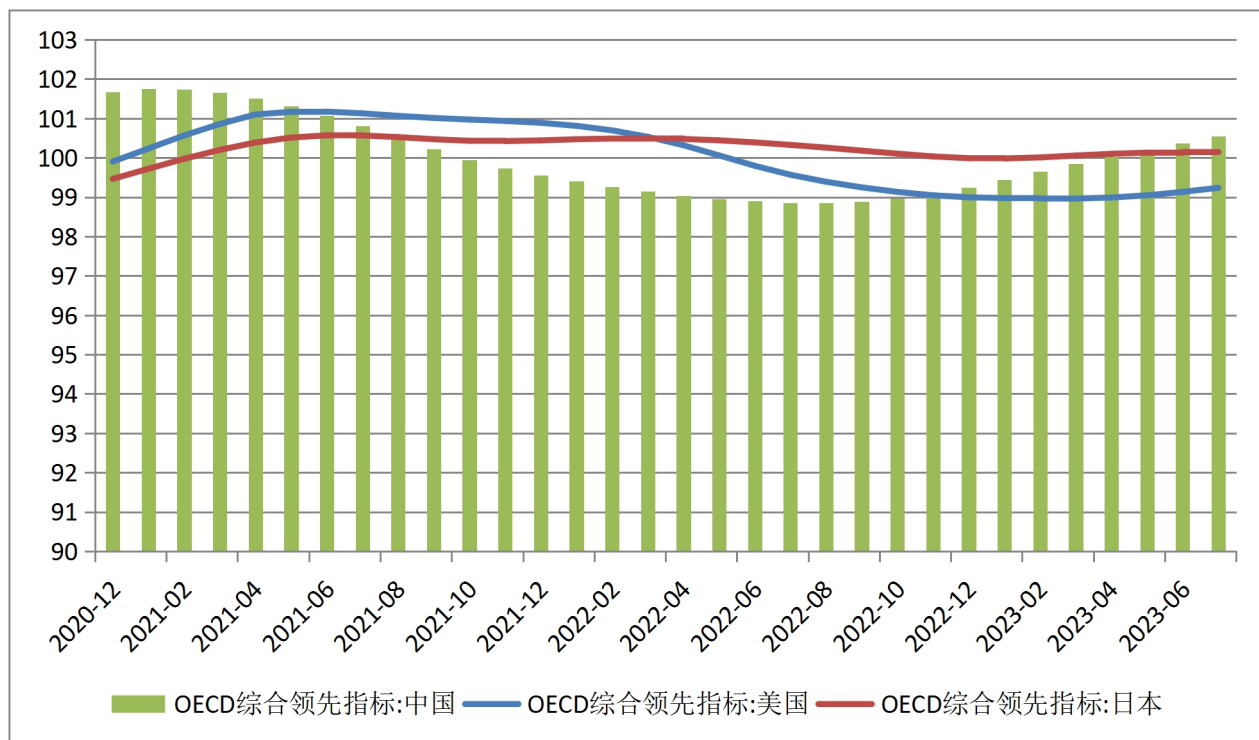
资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

二、有证据表明中国经济下滑的预期已有触底回升之势

首先，从 OECD 综合领先指数的角度看，中国领先于其它经济体走强的趋势明显。OECD 的综合领先指标是按照一定标准将国民经济各领域的指标数据合成后构建而成，是一系列引导经济循环的相关经济指标和经济变量的加权平均数，反映一个国家宏观经济发展周期的领先指标。OECD 综合领先指标主要用来预测整体经济的转变情况，以及预测未来数月的经济趋势。经过多年的实践，它被证明是一个有效的早期预警系统，能较好地预测经济体未来 9 个月经济活动的波峰与波谷，具有较强的前瞻性和权威性，对政策制定者和投资者有很好的参考价值与意义。

图 4 所示，中国 OECD 综合领先指数自 22 年 9 月见底回升以来，至今已逾十个月按以往 OECD 综合领先指数的提前量看，目前中国经济环比见底的概率大增，而美国和日本的 OECD 综合领先指数也在今年年初后开始缓慢地回升。结合 8 月中美欧制造业 PMI 同步回升，包括中国在内的全球经济预期好转的曙光已现。

图 4 从 OECD 综合领先指数看包括中国在内的全球经济预期好转的曙光已现

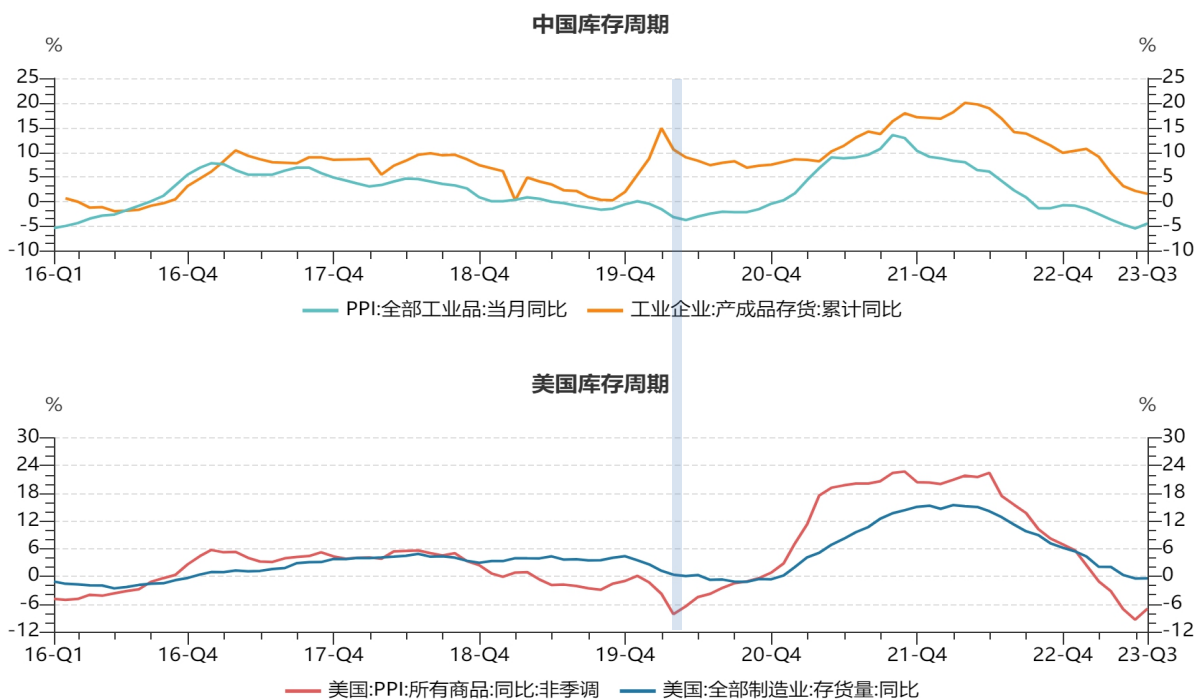


资料来源：WIND 第一创业整理

其次，随着 PPI 同比的见底回升，中美两国制造业企业同期进入被动去库存后的新一轮库存周期。从价格指数看（如图 5 所示），中国 8 月 CPI 同比增长 0.1%，由负转正，较 7 月回升 0.4 个百分点；PPI 同比增长-3.0%，连续 2 个月回升，较 7 月回升 1.4 个百分点。同样，8 月美国 CPI 同比为 3.7%，较 7 月回升 0.4 个百分点；8 月 PPI

同比为 1.6%，较 7 月上升 0.7 个百分点，是美国 6 月 PPI 同比 0.2% 见底后的连续第二个月上升。从库存增速看，美国全部制造业 7 月库存同比为 -0.5%，与上月持平，连续两个月为负，是 17 年以来的最低水平；7 月中国工业企业产成品库存累计同比增速为 -0.4%，较 6 月回升 0.2 个百分点，已是连续三个月为负，是 20 年 7 月以来的最低水平。可见，由于 PPI 大部为可贸易品，中美两国的制造业出厂价格的走势基本相同，皆是见底回升之势，加之两国制造业库存增速均处于历史低位附近，同时进入被动去库存阶段的可能性大增，中美两国制造业有望在今年底和明年初进入新一轮库存周期。

图 5 中美两国同时进入新一轮库存周期的可能性大增



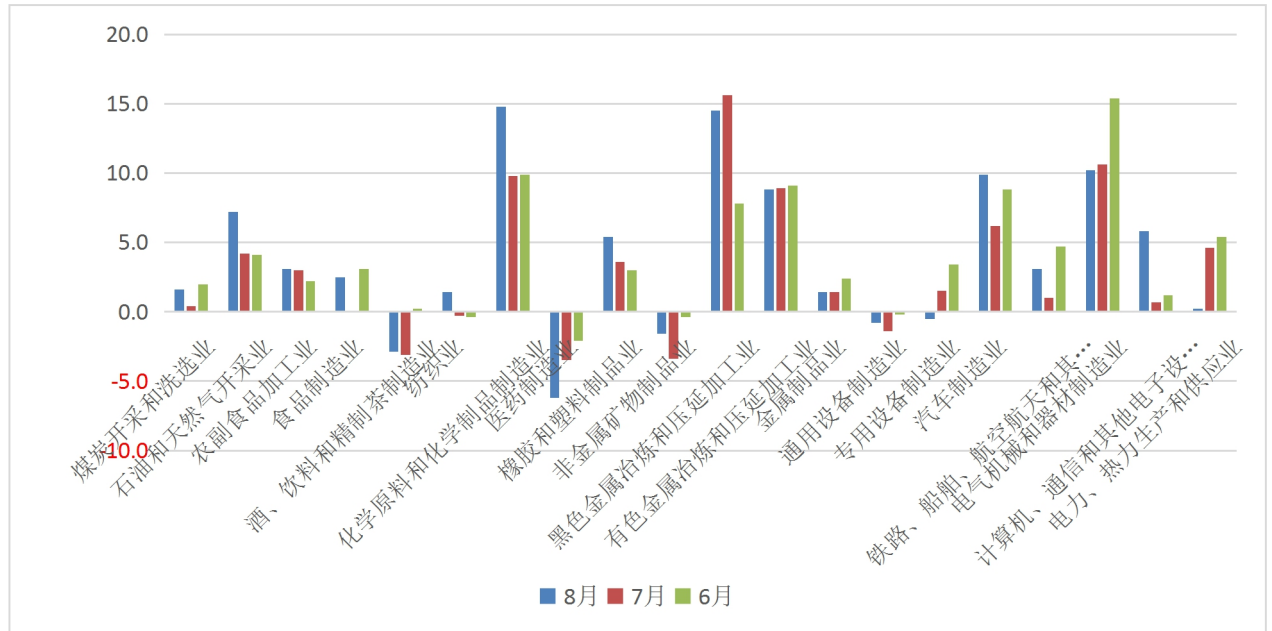
数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

最后，从工业企业生产情况看，也有明显的转好迹象。从工业企业产销率看，8 月为 97.4%，虽较 7 月回落 0.4 个百分点，但 8 月和 7 月分别是 2022 年以来的次高和最高水平；而 8 月工业企业增加值同比增速为 4.5%，较 7 月回升 0.8 个百分点。从工业增加值各行业看（如图 6 所示），8 月较 7 月同比增速回升幅度居前的行业包括：计算机、通信和其他电子设备制造业回升 5.1 个百分点，化学原料和化学制品制造业回升 5 个百分点，汽车制造业回升 3.7 个百分点，石油和天然气开采业回升 3 个百分点，食品制造业回升 2.5 个百分点；而回落幅度居前的行业包括：电力、热力生产和供应业回落 4 个百分点，医药制造业回落 2.7 个百分点，专用设备制造业回落 2 个百分点。总体而言，20 个行业中，8 月回升的有 13

个行业，回落的有 6 个行业，还有 1 个行业与上月持平；而 7 月相对 6 月而言，回升只有 5 个行业，回落的高达 15 个行业。

图 6 6-8 月各行业工业企业增加值同比实际增速的对比

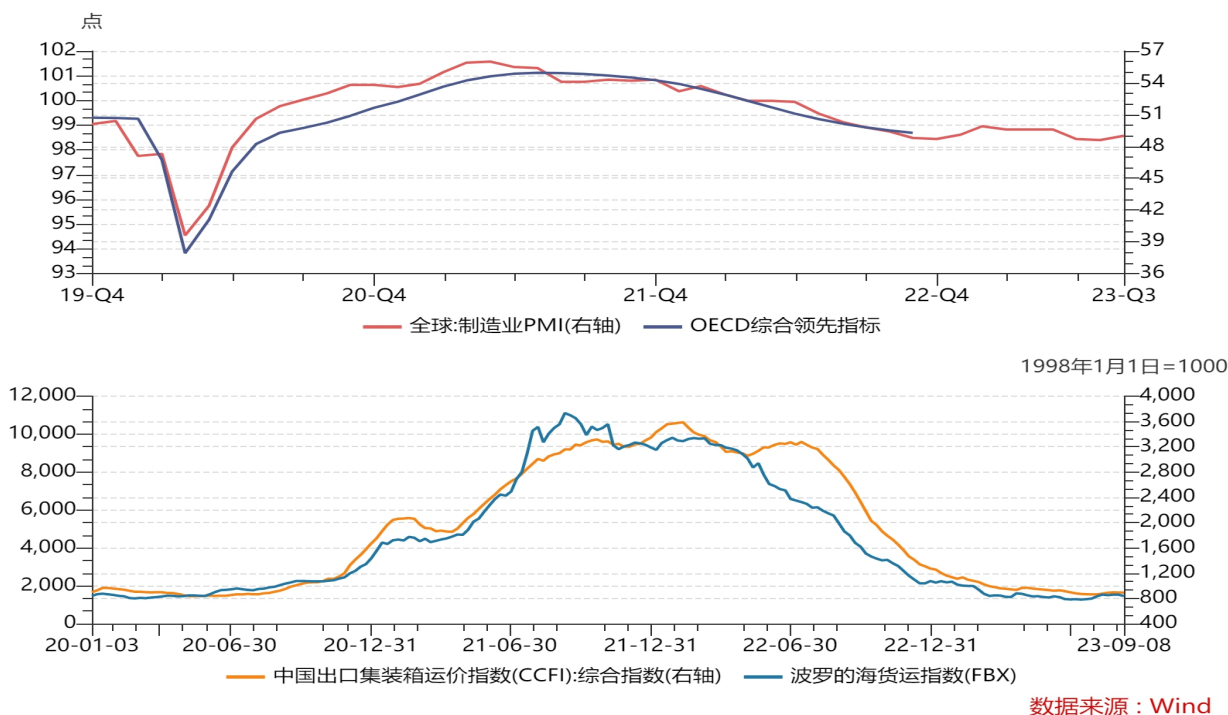


资料来源：WIND 第一创业整理

三、从需求端看 8 月经济数据有明显企稳迹象

首先，从出口增速看，两个关键相关指标皆出现企稳迹象。从全球经济角度看（图 7 所示），全球制造业 PMI 指数与 OECD 综合领先指数高度正相关，而 8 月全球制造业 PMI 指数为 49%，较 7 月回升 0.4 个百分点。从航运指标看，8 月波罗的海货运指数 (FBX) 平均值为 1501，较 7 月回升 208 个点，同比增速达 16.1%；而 8 月中国集装箱货运综合指数 (CCFI) 为 881，较 7 月回升 11 个点，同比增速为 1.3%。上述两个与出口相关的关键先行指标的回升，是中国出口增速将企稳回升的标志。从对全球贸易十分敏感的韩国出口看，8 月同比增速为 -8.3%，也较 7 月回升 7.9 个百分点。

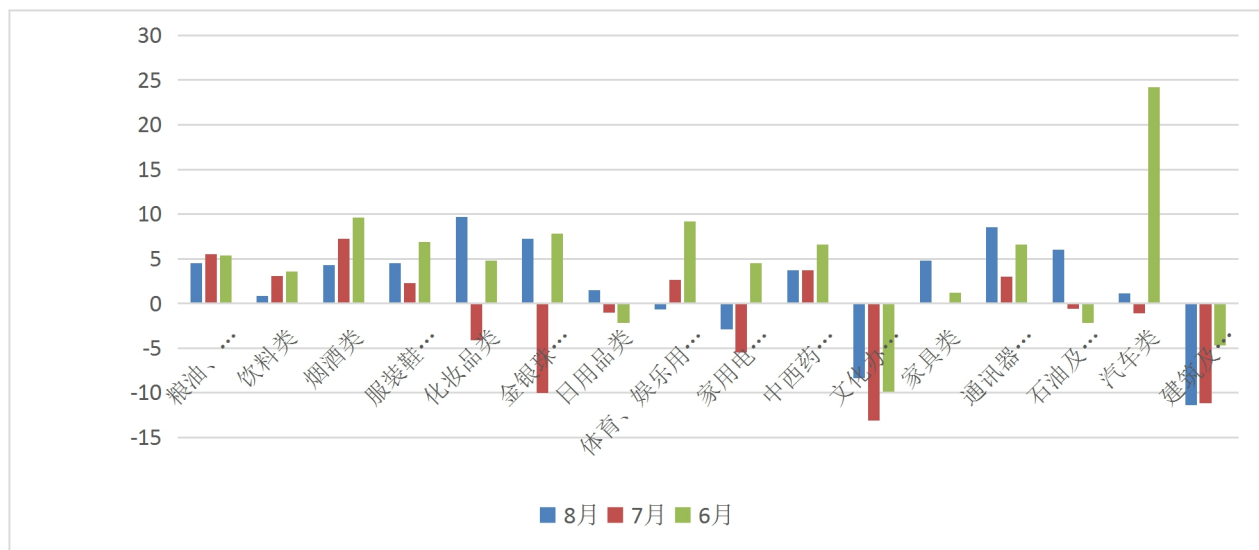
图7 影响出口增速的PMI指数和货运指数皆出现企稳迹象



资料来源：WIND 第一创业整理

其次，从零售增速看，大部分行业都出现企稳回升的态势。8月社会消费品零售总额同比名义增长4.6%，较7月回升2.1个百分点。从各行业看（如图8所示），8月相较7月同比增速回升居前的行业包括：金银珠宝类17.2个百分点，化妆品类13.8个百分点，石油及制品类6.6个百分点，通讯器材类5.5个百分点，家具类和文化办公用品类4.7个百分点，上述行业不仅包括必需品，也包括耐用消费品，还包括奢侈品，特别是家具业与房地产业密切相关。而回落的行业在17个行业中只有4个，而且回落的幅度均不大；相反，7月相较6月，在17个行业中只有石油及制品类、日用口类和粮油食品类这三个必需消费品行业有微幅的回升。

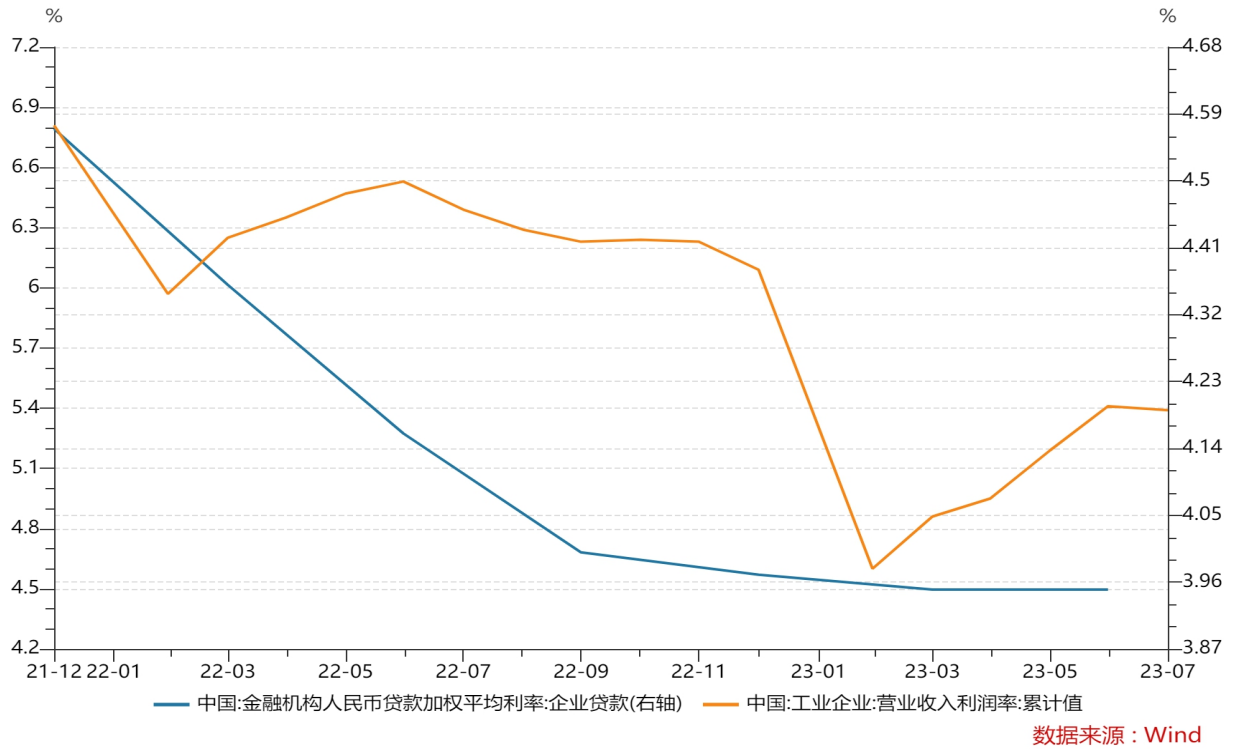
图8 6-8月各行业社会消费品零售总额同比名义增速的对比



资料来源：WIND 第一创业整理

最后，从固定资产投资角度看，8月制造业投资出现回升。图9所示，随着今年货币政策的逐步放松，央行今年两度降息和两度降准，银行的负债端成本大幅下降，为企业降低融资成本创造了条件。6月底金融机构企业贷款的加权平均利率为3.95%，较21年底降低了21个基点；而6-7月工业企业营业收入利润率为5.4%，达到23年以来的最高点；随着PPI同比的回升，工业企业利润也将得到较大幅度的改善，这为制造业投资的回升创造了条件。而就房地产投资而言，随着房地产限购限价政策的取消，以及首付比例和贷款利润的下调，房地产销售已经出现了改善迹象，这为房地产投资的改善创造了前提；而就基建投资而言，下滑主要是由于地方政府债务负担较重，以及去年较高的基数导致的，这需要政府出台相关政策经过相当长的时间才能企稳。但只要房地产行业能够止跌回升，固定资产投资的企稳也就为期不远了。

图9 8月制造业投资的改善受益于企业贷款利率的下滑和企业利润的企稳回升



资料来源: WIND 第一创业整理

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P. R. China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P. R. China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P. R. China:200135