



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 经济运行改善，降准助力而来

——2023年8月经济数据点评

日期： 2023年09月18日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师： 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

### 相关报告：

《经济软、货币降、市场升》

——2023年09月07日

《汇率 POLL：信心仍稳》

——2023年08月27日

《平稳仍是市场主流预期》

——2023年08月24日

### ■ 主要观点

#### 数据边际改善，经济恢复向好

7月经济各项数据均呈现不同程度的回落后，8月主要经济数据则表现出边际改善，工业、投资、消费数据均好于市场预期，并且工业以及消费呈现反弹回升的趋势。作为经济成效综合体现的工业经济回升，反映了经济整体运行的改善。而作为经济第一增长动力的投资持续下滑，表明经济内生增长动力仍然偏软。基建投资增长乏力，随着新增专项债的发行接近尾声，以及专项债资金加速落地，基建投资增长有望得到支撑；制造业投资止跌反弹，地产投资主要数据仍在下跌，但在地产政策的优化调整下，房地产投资有望走稳。消费明显反弹，主要商品消费均有所回升或改善。整体来看，7月政治局会议之后，逆周期调节加强，各项政策加码出台后，经济运行恢复向好，内生动能仍待加强。

#### 降息之后降准到来

在8月降息之后，央行宣布将于9月15日降准0.25个百分点，符合我们的预期——此前我们一直强调降息之后降准仍可期待。我们认为现阶段中国基础货币增长能力不足，而降准是货币当局为维持货币平稳的选择。另外，降准释放的中长期资金有助于未雨筹谋平滑季末易出现的流动性波动，而另一方面，金融机构也将增加长期资金的稳定来源，有助于降低其资金成本，推动金融机构进一步降低社会的综合融资成本，降成本认为得以持续推进。

#### 降息降准的政策方向不变

我们一直认为，降准和降息是中国货币政策的不变方向。随着降息、降准等政策效应的逐渐呈现，我们认为经济恢复向好的基础将得以巩固。2023年人民币汇率持续偏软状况，对“降息”、“降准”均产生了制约；我们认为，随着人民币汇率的走稳，降准之后降息的概率也会提升。

宏观经济环境变化决定了中国降息选择的必要性。中国经济运行面临的三重困境下（需求收缩、供给冲击、预期转弱），低通胀环境下降息不仅是经济调控的需要，更是物价管理形势发展变化的需要。

### ■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

## 目 录

<b>1 事件：8 月份宏观数据公布</b> .....	<b>3</b>
<b>2 事件解析：数据特征和变动原因</b> .....	<b>3</b>
2.1 采矿业以及制造业均有回升.....	3
2.2 汽车、电子等高技术制造业改善突出.....	4
2.3 基建下滑、制造业投资反弹.....	4
2.4 政策支持下，地产投资有望趋稳.....	5
2.5 消费反弹回升.....	6
<b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>7</b>
3.1 数据边际改善，经济恢复向好.....	7
3.2 降息之后降准到来.....	7
<b>4 事件预测：趋势判断</b> .....	<b>8</b>
4.1 降息降准的政策方向不变.....	8
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>8</b>

### 图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）.....	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）.....	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）.....	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）.....	6
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）.....	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）.....	7

### 表

表 1：本月经济数据增速（%）.....	3
----------------------	---

## 1 事件：8 月份宏观数据公布

**工业生产有所加快。**8 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，8 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.50%。1—8 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.9%。

**固定资产投资小幅下滑。**1—8 月份，全国固定资产投资（不含农户）327042 亿元，同比增长 3.2%，其中，制造业投资增长 5.9%，增速比 1—7 月份加快 0.2 个百分点。从环比看，8 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.26%。1—8 月份，民间固定资产投资 169479 亿元，同比下降 0.7%。

**消费反弹恢复。**8 月份，社会消费品零售总额 37933 亿元，同比增长 4.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33820 亿元，增长 5.1%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	前值	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	4.5	3.7	4.2
固定资产投资（不含农户）	3.2	3.4	3.0
社会消费品零售（当月）	4.6	2.5	3.5

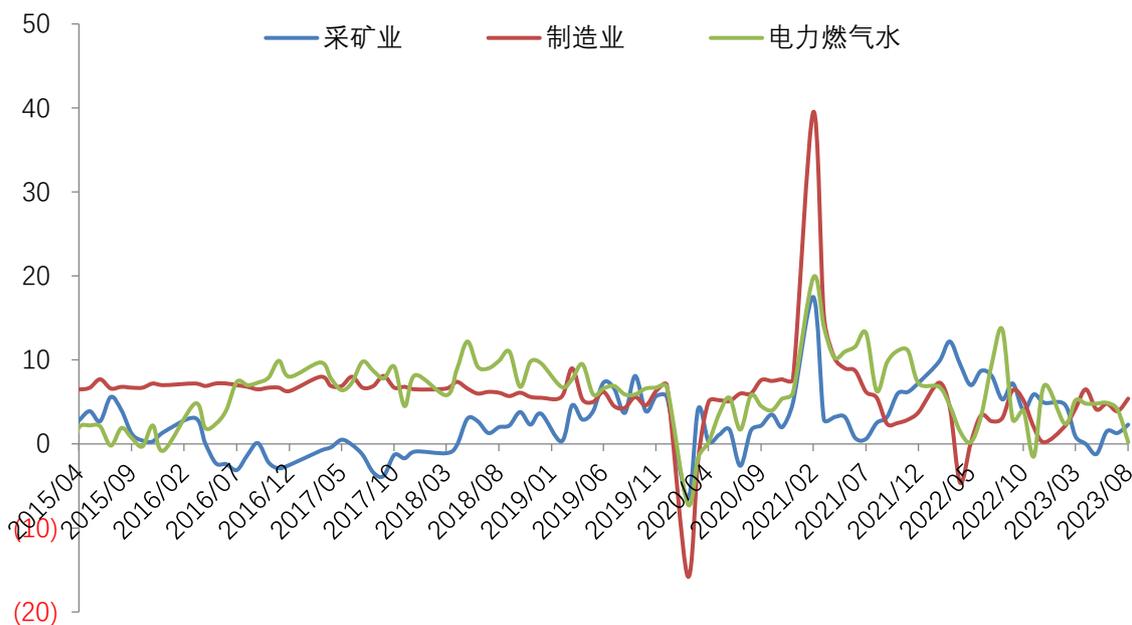
资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2 事件解析：数据特征和变动原因

### 2.1 采矿业以及制造业均有回升

8 月工业生产有所加快，回升 0.8 个百分点，超出市场预期。分三大门类看，8 月份，采矿业增加值同比增长 2.3%，制造业增长 5.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 0.2%。三大门类产业除公共事业外均有回升，尤其制造业回升较为突出。从产量的增速来看，原煤、原油产量增加，乙烯、水泥、汽车、集成电路以及计算机均出现了不同程度的回升；而发电量以及天然气产量均有所下滑或导致了公共事业的回落。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

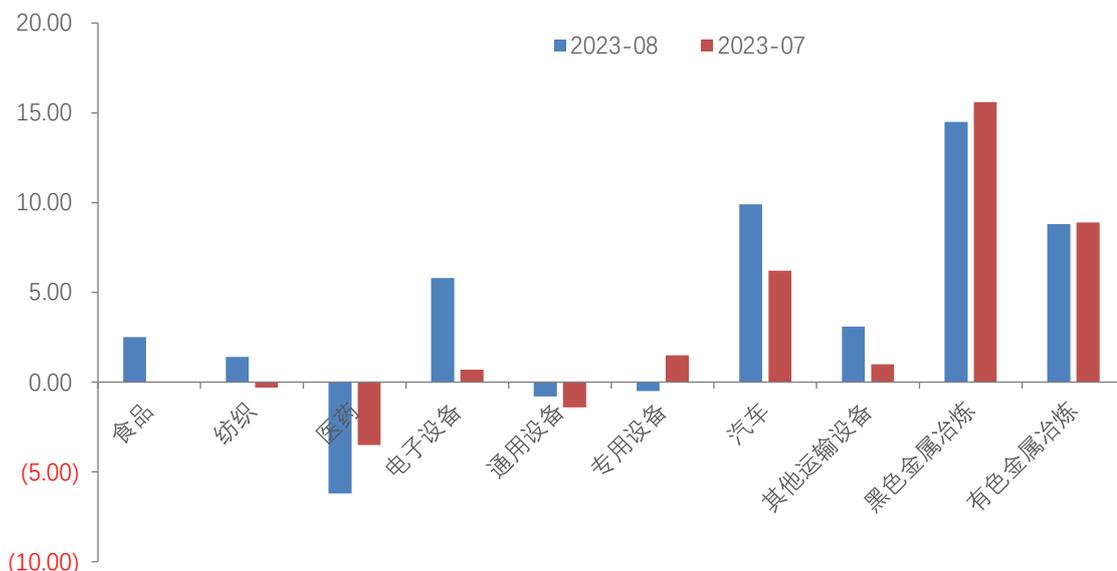


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.2 汽车、电子等高科技制造业改善突出

分行业看，食品、纺织、电子设备、汽车、运输设备生产均有回升，通用设备跌幅收窄，专用设备由正转负，医药降幅扩大，黑色、有色等行业则有所下滑。汽车、电子等高科技制造业改善突出。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



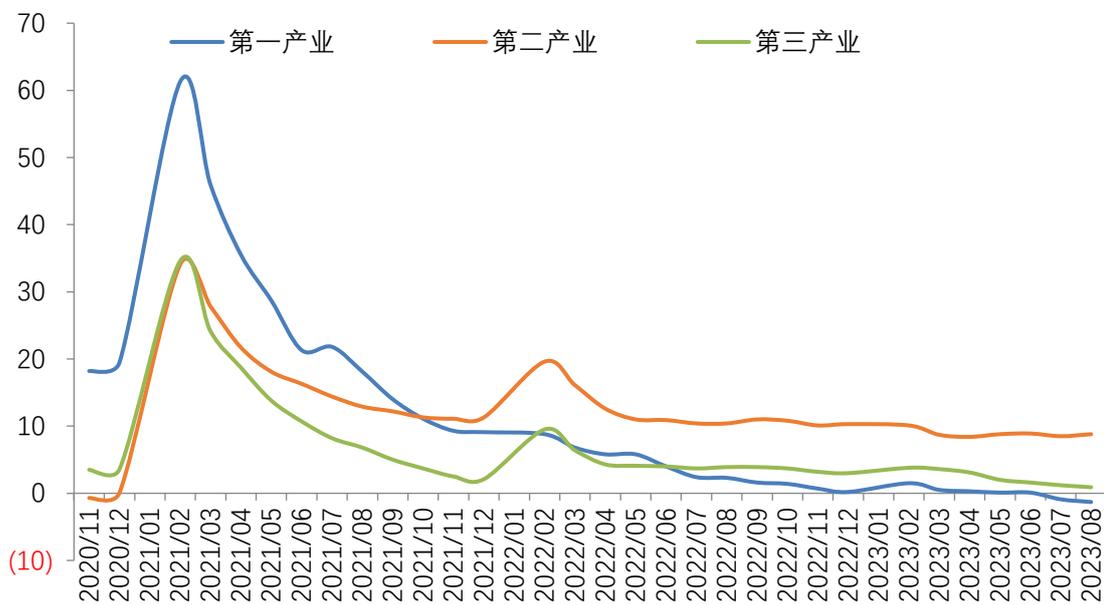
资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.3 基建下滑、制造业投资反弹

1—8 月份，全国固定资产投资（不含农户）327042 亿元，同比增长 3.2%，较上月下降 0.2 个百分点。其中，第一产业投资 6928 亿元，同比下降 1.3%；第二产业投资 102520 亿元，增长 8.8%；第三产业投资 217593 亿元，增长 0.9%。三大产业投资均有所回落。

分项来看，基建投资继续小幅下滑，今年新增专项债要求 9 月底前发行完毕，专项债资金 10 月底前使用完毕。随着新增专项债的发行接近尾声，以及专项债资金的落地，基建投资增长有望得到支撑。本月制造业投资终于止跌反弹，制造业生产的加快以及制造业景气度的改善，助力制造业投资的反弹。

图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

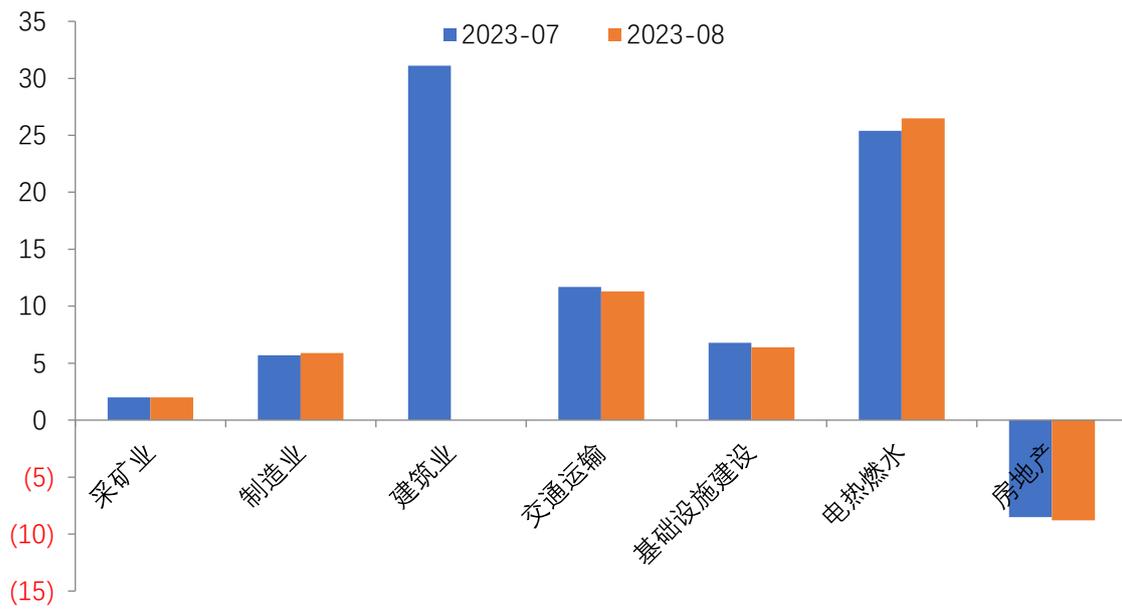


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.4 政策支持下，地产投资有望趋稳

1—8 月份，全国房地产开发投资 76900 亿元，同比下降 8.8%，跌幅持续扩大，地产投资仍较低迷。分项来看，地产销售面积继续跌幅扩大，需求仍然偏弱；供给端新开工跌幅略有收窄，施工均跌幅加深，地产施工建设仍偏慢。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅扩大，各项资金中除自筹资金小幅改善外均有回落。房地产各项数据表现仍在下跌，地产仍弱，但伴随房地产市场调整优化政策措施落地见效，房地产投资有望趋稳。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.5 消费反弹回升

8月份，社会消费品零售总额 37933 亿元，同比增长 4.6%，连续下滑三个月后终于有所回升。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 4.4%；乡村消费品零售额增长 6.3%。城乡消费均有所回升。

图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



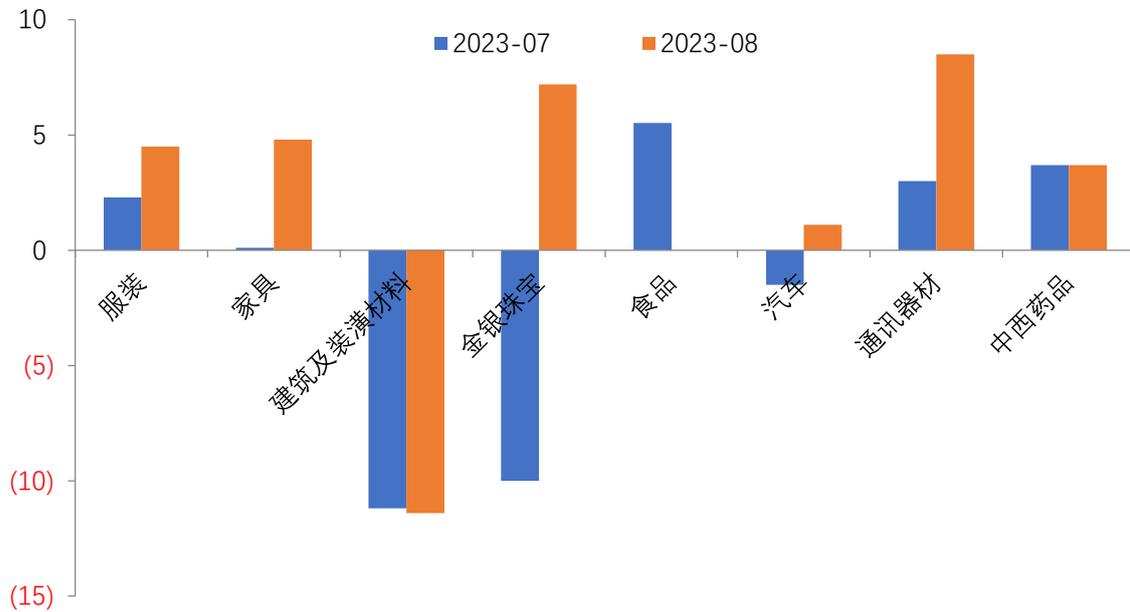
资料来源：Wind，上海证券研究所

主要商品消费均有所回升或改善，其中金银珠宝由负大幅回正，服装、家具以及通讯器材均增长显著，汽车消费也由负转正。

请务必阅读尾页重要声明

从消费类型来看，餐饮消费虽有所下滑，但增速表现持续好于商品消费。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3 事件影响：对经济和市场

#### 3.1 数据边际改善，经济恢复向好

7 月经济各项数据均呈现不同程度的回落后，8 月主要经济数据则表现出边际改善，工业、投资、消费数据均好于市场预期，并且工业以及消费呈现反弹回升的趋势。作为经济成效综合体现的工业经济回升，反映了经济整体运行的改善。而作为经济第一增长动力的投资持续下滑，表明经济内生增长动力仍然偏软。基建投资增长乏力，随着新增专项债的发行接近尾声，以及专项债资金加速落地，基建投资增长有望得到支撑；制造业投资止跌反弹，地产投资主要数据仍在下跌，但在地产政策的优化调整下，房地产投资有望走稳。消费明显反弹，主要商品消费均有所回升或改善。整体来看，7 月政治局会议之后，逆周期调节加强，各项政策加码出台后，经济运行恢复向好，内生动能仍待加强。

#### 3.2 降息之后降准到来

在 8 月降息之后，央行宣布将于 9 月 15 日降准 0.25 个百分点，符合我们的预期——此前我们一直强调降息之后降准仍可期待。我们认为现阶段中国基础货币增长能力不足，而降准是货币当局为维持货币平稳的选择。另外，降准释放的中长期资金有助

于未雨筹谋平滑季末易出现的流动性波动，而另一方面，金融机构也将增加长期资金的稳定来源，有助于降低其资金成本，推动金融机构进一步降低社会的综合融资成本，降成本任务得以持续推进。

## 4 事件预测：趋势判断

### 4.1 降息降准的政策方向不变

我们一直认为，降准和降息是中国货币政策的不变方向。随着降息、降准等政策效应的逐渐呈现，我们认为经济恢复向好的基础将得以巩固。2023 年人民币汇率持续偏软状况，对“降息”、“降准”均产生了制约；我们认为，随着人民币汇率的走稳，降准之后降息的概率也会提升。

宏观经济环境变化决定了中国降息选择的必要性。中国经济运行面临的三重困境下（需求收缩、供给冲击、预期转弱），低通胀环境下降息不仅是经济调控的需要，更是物价管理形势发展变化的需要。

## 5 风险提示：

**俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：**俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储政策超预期变动，均将对国际金融市场产生扰动。

**中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。