

周度经济观察

——经济和市场均在磨底过程中

袁方(S1450520080004)¹束加沛(S1450520080004)²

2023 年 09 月 19 日

内容提要

8 月经济、通胀和金融数据普遍回暖，显示经济失速下滑的风险有限，但总体运行在偏弱的轨道上，私人部门的信心预期改善缓慢。

当前影响经济和市场核心的变量在于房地产行业，尤其是地产销售的表现。二手房销售经历了 9 月上旬的抬升后逐步回落，新房销售仍然处于历史低点。在居民收入和房价上涨预期较弱的环境下，未来政策出台和效果情况仍需观察。

居民疤痕效应的消退以及经济基本面企稳信号的确认都需要时间，在此过程中权益市场将持续对政策和高频经济数据进行定价，我们倾向于认为市场仍然处于磨底期。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

¹宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

²宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、需求持续滑落的证伪

8 月工业增加值当月同比 4.5%，较上月回升 0.7 个百分点；两年复合同比为 4.4%，较上月回升 0.6 个百分点；季调后环比为 0.5%，改善幅度明显。

三大门类总体均有改善，制造业 8 月同比为 5.4%，较 7 月回升 1.5 个百分点；采矿业 8 月同比为 1.3%，较 7 月回升 1 个百分点；公共事业由于去年同期异常高温导致基数偏高，两年复合同比大体稳定。

从已公布的行业数据看，多数制造业行业同比增速较 7 月出现改善。计算机、通信和其他电子设备制造业，化学原料及化学制品制造业，汽车制造业改善幅度居前。医药制造业和专用设备制造业延续弱势。电力、热力的生产和供应业受到基数影响负增长。

总体来看，下游行业改善较为普遍。此前公布的 7 月数据显示下游行业出现异常回落，目前基本可以确定经济并未出现新一轮的趋势减速。与此同时，存货去化的力量或许在 7 月已经结束，由此带来上游行业同比增速大体改善或者持平。

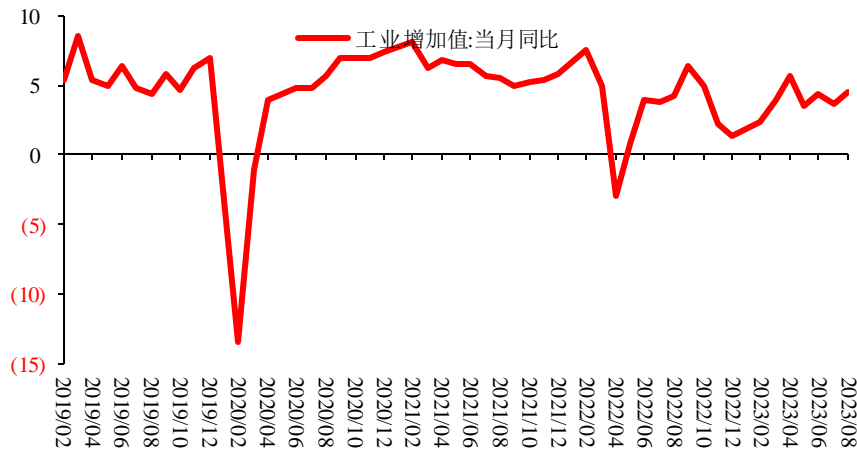
8 月服务业生产指数当月同比 6.8%，较 6 月提升 1.1 个百分点，两年复合同比回升 1.2 个百分点，服务业同样出现改善。

物量数据的表现和上游行业接近，除粗钢和发电量外，焦炭、水泥和原煤同比增速出现抬升。

价格层面，8 月 PPI 环比为 0.2%，较上月回升 0.4 个百分点，南华工业品指数中枢上行。而海外经济体的 PPI 同比同样触底反弹，高盛商品价格指数出现上升。价格的回升具有普遍性，考虑到全球制造业 PMI 同步触底，或许当下库存回补存在全球共振的影响。

从 9 月高频数据来看，大宗商品价格震荡，存货回补对行业的推升可能还在延续，叠加政策的积极影响，经济大幅减速的压力缓解，经济总体在磨底的过程中。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用 2 年复合同比

8 月固定资产投资当月同比增速 1.8%，较 7 月回升 0.6 个百分点；季调后环比为 0.26%，较上月小幅回升，分项中除房地产投资外均出现改善。

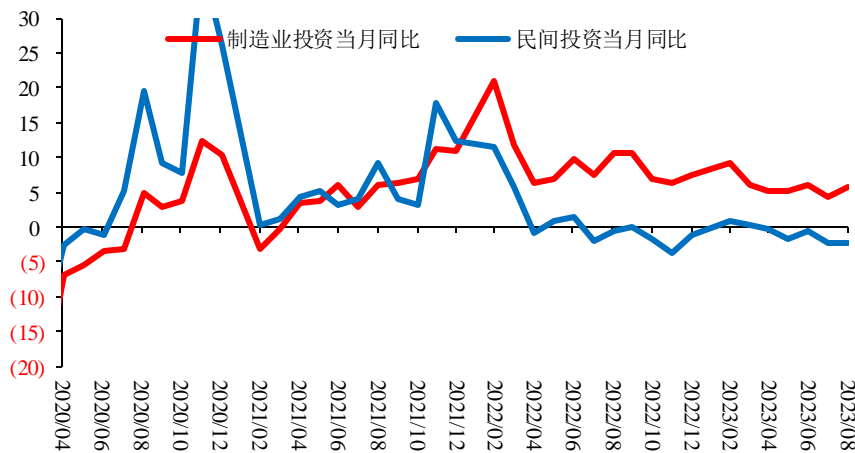
8 月基建投资（含电力）当月同比为 6.2%，较 7 月回升 0.9 个百分点，这一改善是在去年基数较高的背景下。考虑到今年地方债发行进度落后于去年，未来随着专项债加速发行，全年基建投资增速可能温和改善。

8 月制造业投资当月同比为 5.7%，较 7 月回升 1.4 个百分点；民间投资当月同比为 -2.2%，较 7 月回落 0.1 个百分点，民间投资延续回落，低于整体投资增速。

根据已经公布的数据，7 月大幅回落的行业在 8 月出现改善，显示此前的回落并非趋势。医药制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，有色金属冶炼及压延均显著改善。而此前处于高位的电气机械及器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业出现边际回落。

合并信贷数据的情况，2020 年以来制造业中长期贷款增速持续高位，这或许是制造业投资偏强的重要背景，但 7 月以来连续两个月企业中长期贷款同比少增，这一趋势能否延续有待观察，未来制造业投资增速是否还会系统性的高于整体固定资产投资增速有待确认。

图 2：制造业投资和民间投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用 2 年复合同比

8 月房地产投资当月同比-11%，较 7 月回升 1 个百分点；两年复合同比-12.4%，较上月回落 0.2 个百分点。

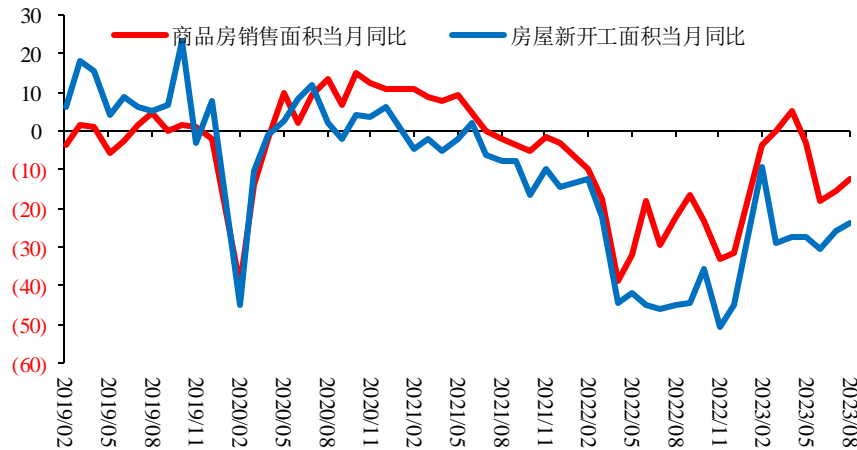
8 月地产销售面积当月同比-12.2%，较 7 月回升 3.3 个百分点；两年复合同比为-17.3%，较 7 月回升 5.4 个百分点。与此同时，新开工面积增速当月同比-23.6%，较上月回升 2.3 个百分点，新开工面积仅为 2021 年同期 4 成水平。房地产行业的新增供给下滑幅度远大于销售下滑的幅度。

8 月房地产数据的回升主要是基数效应的影响，两年复合同比来看房地产市场仍在磨底。

往后看，8 月中旬以来一系列房地产放松政策推出，各方均在评估政策的效果，短期需求的边际改善不令人意外，关键是政策在中期能否带动整体需求的回

暖，这可能需要更长时间的数据才能逐步确认。企业端，房地产企业流动性压力仍然巨大，在这一背景下，房企扩表能力和意愿偏弱，房地产行业新开工和投资短期难以显著改善。

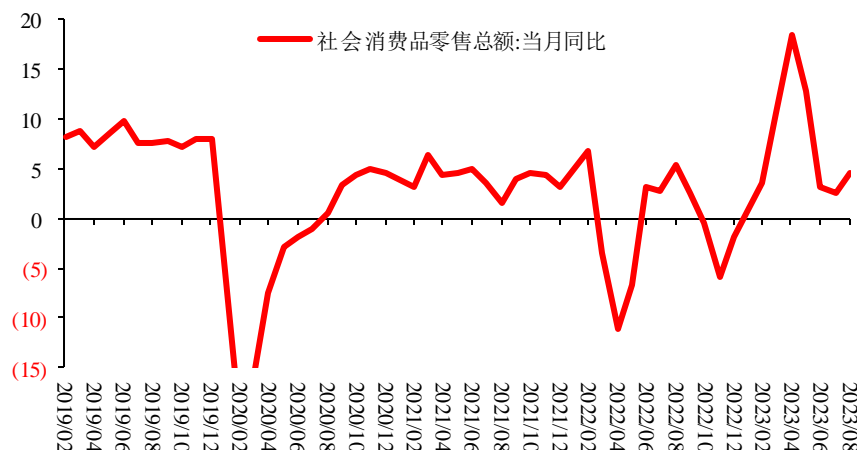
图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

8月社会消费品零售名义增速4.6%，较7月回升2.1个百分点；两年复合同比5%，较上月回升2.4个百分点；季调后环比0.31%，较7月回升0.33个百分点。消费维持在一个略弱于疫情前的水平，体现了疤痕效应仍然存在，居民消费倾向偏低，预防性储蓄下降缓慢。

图4：社零名义同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

分类别看，限额以上和以下同步回升。分品类看，化妆品和金银珠宝等可选品同比回升幅度最大，部分原因来自于这些品种上月意外大幅回落。此外，建筑类继续走低，显示地产后周期产业仍然偏弱。

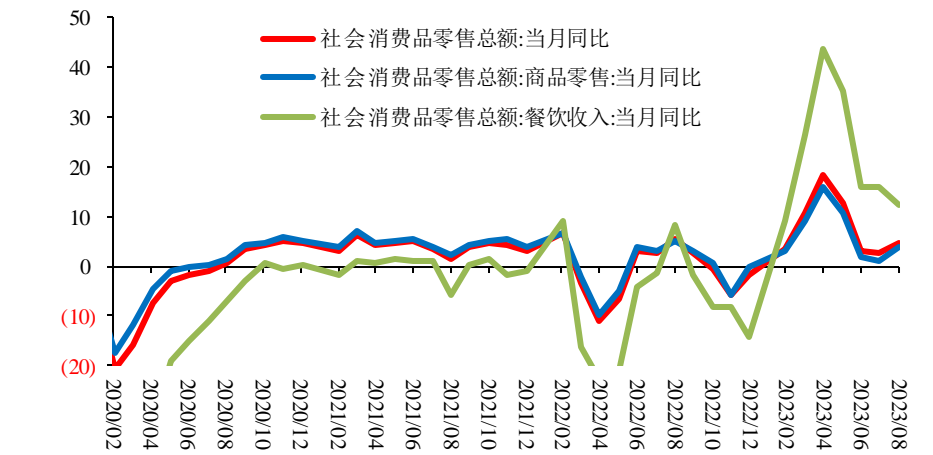
餐饮收入同比 12.4%，较 7 月回落 3.4 个百分点；两年复合同比 10.4%，较 7 月份上升 3.6 个百分点。商品零售同比为 3.7%，较 7 月上升 2.7 个百分点，出现显著修复，显示 7 月数据的回落可能是偶然因素的扰动。

往后看，当下疤痕效应仍然存在，叠加房地产市场承压、财富效应缩水，居民的可选消费和地产链消费表尤其弱势。如果未来房地产市场逐步企稳、居民预防性储蓄释放和消费倾向回升，消费复苏进程可能延续。当然目前来看，消费单边下行的可能性偏低，消费总体处于温和恢复的过程中。

总体而言，8 月经济数据表明，7 月数据中终端需求的回落可能是偶发因素，8 月各层面的终端需求数据均出现修复，7 月回落越大的分项在 8 月改善幅度越明显。

往后看，8 月中旬以来的一揽子政策，叠加居民疤痕效应的自然修复，能否使得需求触底回升，是未来市场的关注重心，居民部门对房地产政策的反应在某种程度是一个较为可观察的代理指标，未来处于政策评估期，市场单边下行的可能性不高。

图5：社零不同种类增速，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

一系列政策出台后，9月以来30大中城市的商品房销售面积出现小幅回升，处于市场此前预期的下沿，近期房地产以及地产后周期指数的回落或许反映了这一场景。在季节性影响下，9月中下旬新房销售往往表现较强，未来两周房地产市场的走势或许对市场预期有较大影响。与此同时，二手房销售改善更为明显，但近期的高频数据显示其改善的幅度开始收窄。

8月经济、通胀和金融数据显示经济失速下滑的风险有限，但总体还在较弱的轨道上运行，私人部门的信心和预期难以迅速改善。展望未来，政策底能否确认还需要经济基本面出现触底的迹象，房地产市场和企业的状况仍然是这一阶段观察的重点。

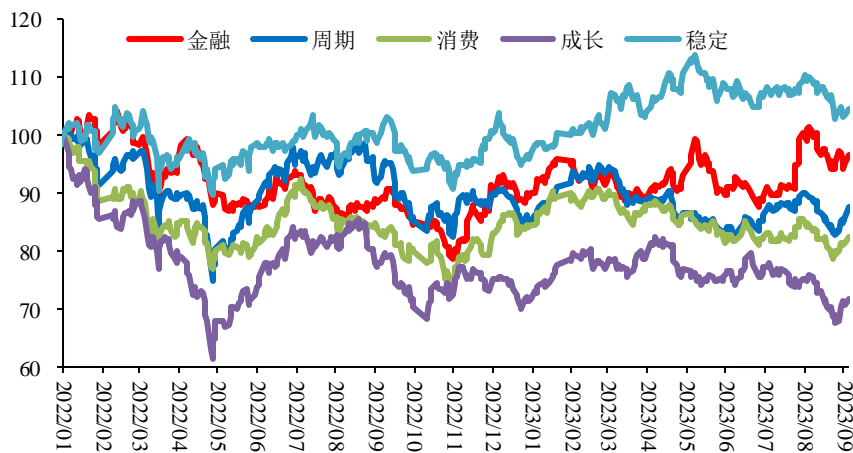
二、权益市场仍在磨底中

上周权益市场震荡，日均成交量在七千亿左右，处于偏低水平。金融和周期板块表现较强，成长风格最弱。

当下市场处于政策效果的评估期，8 月经济数据的改善打消了市场此前对经济单边减速的担忧，但经济能否在 8 月份的水平在稳住，仍然需要时间观察。影响经济和市场核心的变量在于房地产行业，尤其是房地产销售的表现。从高频数据来看，二手房销售经历了 9 月上旬的抬升后逐步回落，新房销售仍然处于历史低点。考虑到本轮政策更多针对改善型需求，因此购房周期相对更久，政策效果的显现需要更久时间。但总体而言，当前居民收入和房价上涨预期较弱，市场普遍对房地产销售改善的期待不高。未来地产需求端相关的政策可能仍会出台，其对销售的影响或许难以立竿见影，这意味着经济活动上行的动能有限。

往后看，居民疤痕效应的消退以及经济基本面企稳信号的确认都需要时间，在此过程中市场将持续对政策和高频经济数据进行定价，我们倾向于认为市场仍然处于磨底期。

图6：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2020 年 12 月 31 日为 100

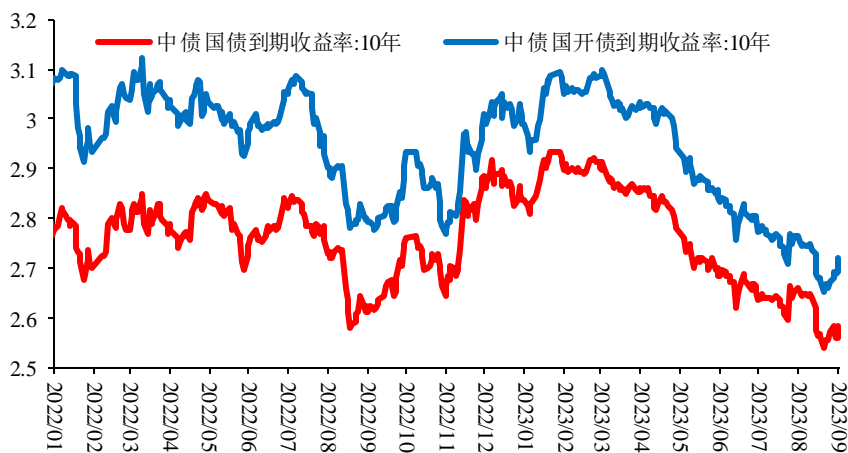
上周央行降准后资金压力边际缓和，上周 1 年期国债利率小幅上行 4BP，10 年期国债利率持平，收益率曲线走平。

与权益市场一样，当前债券市场处于政策观察期。尽管债券市场投资者普遍对大力度刺激经济的政策期待不高，但资金面偏紧的状态对债券收益率的影响明显。央行货币政策的取向短期对市场的影响更为主导，尤其关键的是央行在汇率与利率的选择。

与去年 10 月相比，本轮汇率的贬值更多源于经济的减速与预期的转弱，而非美元的升值。因此我们倾向于认为政策通过维持流动性宽松来缓解经济下行压力的意愿较高，短期资金面的紧张可以延缓汇率贬值的幅度，但央行中期之内转向宽、容忍汇率更大幅度波动的可能性较高。

因此考虑到偏弱的基本面、流动性环境中期之内的宽松，以及配置资金的涌入，债券市场利率上行的空间或许有限。

图7：10年期国债和国开债收益率，%



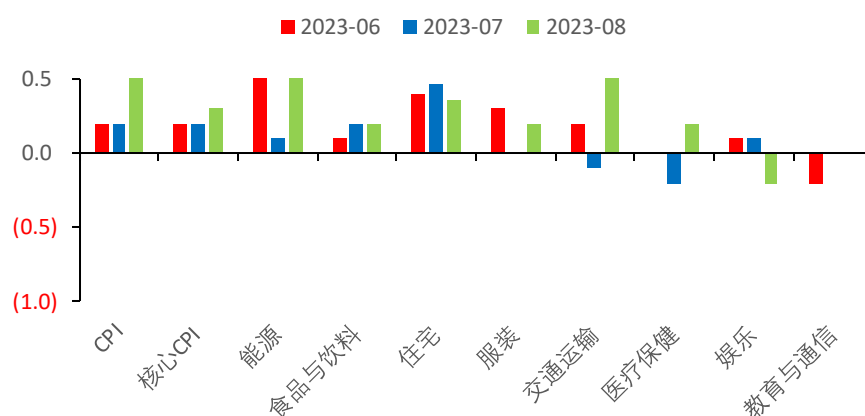
数据来源：Wind，安信证券

三、欧央行加息趋于结束

美国 8 月 CPI 同比 3.7%，较上月大幅反弹 0.5 个百分点；核心 CPI 同比 4.3%，较上月回落 0.4 个百分点。核心 CPI 季调环比增速为 0.3%，较上月小幅反弹 0.1 个百分点。CPI 数据总体超市场预期。

分项来看，8月美国CPI的大幅抬升主要受到原油价格上涨的影响，而交通、医疗、二手车新车出现季节性回升，推动核心CPI环比小幅抬升。

图8：美国CPI季调环比，%



数据来源：CEIC，安信证券

从高频数据来看，OPEC+减产叠加需求恢复，在持续推动原油价格上涨，这使得美国CPI同比增速的下滑存在波折。同时美国二手车、房屋租金也在下行的趋势中，劳动力市场紧张的状态在逐步缓解，其对核心通胀的压力也趋于减弱。

往后看，核心通胀领域的降温有助于总体通胀压力的缓解，不过考虑到下半年基数效应减弱、油价的中枢抬升、以及偏强的美国经济基本面，预计美国CPI同比增速下滑的斜率将放缓。

尽管8月CPI同比增速抬升，但是核心通胀仍在回落。通胀数据对加息预期的影响有限。当前市场预期9月美联储暂停加息，11月、12月加息的概率略低于维持利率不变的概率，降息则预计发生在明年6月。

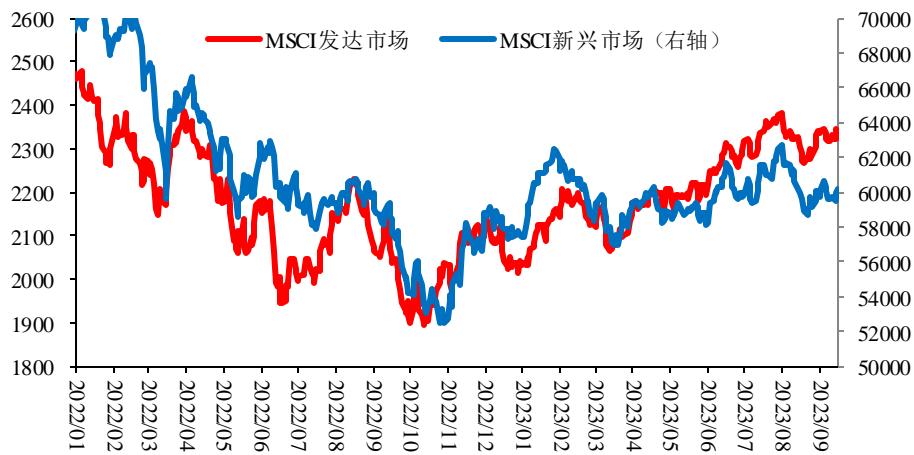
9月14日欧央行如期加息25BP。会后声明暗示，欧央行可能已经完成了本轮加息周期，当前的政策利率已经达到了可以让通胀回归的水平。9月9日日本央行

行长植田和男表示，一旦央行确信通胀伴随薪资上涨而继续上涨，结束负利率政策是可行的选择之一。

从资产价格表现来看，超预期的通胀数据以及偏强的经济数据导致美债收益率继续上涨，10 年期美债收益率上行至 4.3% 以上，美元指数回升至 105 以上，股票市场总体高位震荡。

往后看，美国经济偏强的局面有望维持，美联储加息的终点取决于近期通胀、劳动力市场数据的表现，但总体来看年内利率水平将维持高位。在此背景下，美债收益率和美元指数或将易上难下，美股系统性下跌的风险相对有限。资产价格的短期波动取决于通胀、劳动力市场数据的表现。

图9：MSCI 发达和新兴市场指数



数据来源：Wind，安信证券

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034

证券研究报告/周度报告

第13页，共13页

2023年9月