

宏观经济月报

经济运行恢复向好，企业盈利有望回升

投资要点：

经济运行恢复向好。生产端，我国工业生产加快恢复，企业利润加速改善，营收单月同比实现正增长。结构上看，三大门类利润增速均有回升。需求端，消费、投资以及出口三大需求均出现了边际改善。消费方面，商品消费增长提速，服务消费保持较快增长。投资方面，虽然8月份固定资产投资增速仍延续下行，但结构上存在亮点，一是制造业投资同比增速回升，二是高技术领域投资增势较好。不过当前房地产市场仍然对投资形成较大拖累，预计随着相关政策的逐步显效，后续房地产投资有望回升。出口方面，8月份出口同比降幅显著收窄。

利好政策持续落地。7月24日中共中央政治局后，相关利好政策密集出台；为巩固经济增长形势，9月份利好政策还在持续落地。一是货币政策方面，中国人民银行下调金融机构存款准备金率。本次降准是年内第二次降准，向市场传递出积极信号，降准后预计释放中长期流动性超过5000亿元，对于缓解流动性约束、降低资金成本、提振市场信心有着重要作用。二是国家发展改革委设立民营经济发展局。民营经济一直都是我国经济的重要组成部分，但目前民间投资增速还在持续下行。近期相关部门出台了一系列稳定和扩大民间投资的措施，激发民间投资活力，预计后续民间投资有望企稳回升，推动经济内生增长动力进一步增强。

上市公司盈利有望回升。一是PPI的触底回升透露出积极的信号，价格因素对企业利润的制约预计将有所缓解。企业利润是名义值，价格因素对企业盈利具有重要影响。历史经验显示，PPI同比增速与全部A股非金融企业的基本面表现高度正相关。从数据来看，当前底部拐点已经出现，PPI后续有望持续回升。往后看，随着PPI的触底回升，A股上市公司预计也会有更强的盈利上行弹性。二是根据对工业企业利润总额数据的高频跟踪，我们预计三季度工业企业上市公司的利润增速将会回升。工业企业是全部A股非金融企业上市公司盈利的主要构成。历史数据显示，通过工业企业利润总额的数据能够较好的跟踪到工业企业上市公司的利润变化。截至8月份，今年以来规模以上工业企业的利润总额累计同比下降11.7%，我们预计三季度工业企业上市公司的累计利润增速将回升至-1.77%，较二季度的-13.51%显著回升。

➤ 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《人民币汇率点评：本轮人民币汇率波动原因及影响》—2023.07.01
- 2、《利润降幅收窄，结构分化明显：工业企业利润数据点评》—2023.06.30
- 3、《新兴产业投资稳步增长、制造业支持政策有望加码》—2023.06.29

正文目录

1	经济运行恢复向好.....	1
2	利好政策持续落地.....	4
3	上市公司盈利有望回升.....	5
4	风险提示	7

图表目录

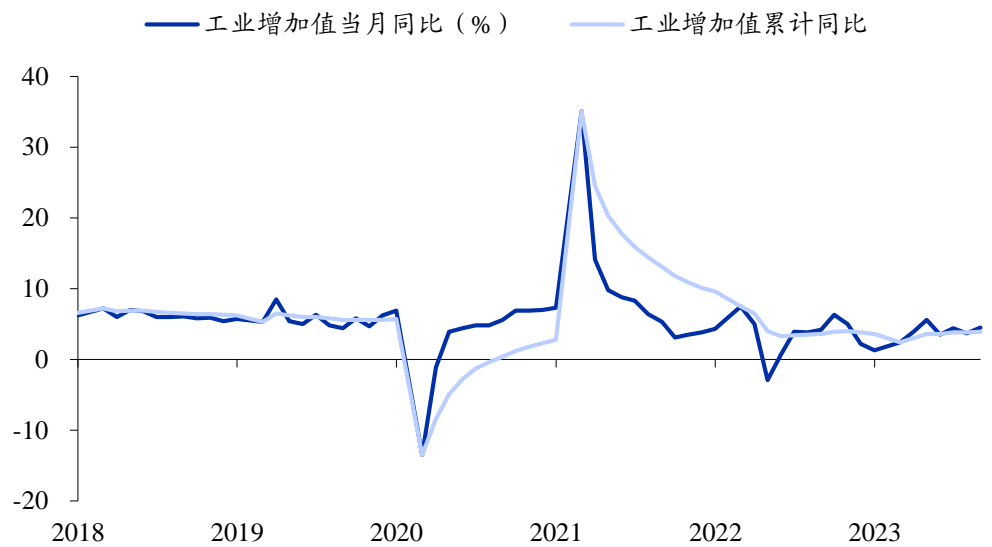
图表 1: 8 月工业增加值累计同比增速与上半年持平.....	1
图表 2: 工业企业利润总额同比增速变化情况.....	2
图表 3: 2023 年 8 月社会消费品零售总额同比增速情况	2
图表 4: 制造业投资累计及当月同比增速走势.....	3
图表 5: 8 月中国出口同比增速较上月显著收窄	4
图表 6: PPI 与全部 A 股非金融企业盈利增速高度正相关	5
图表 7: PPI 同比及环比增速变化走势 (%)	6
图表 8: 2022 年 A 股上市公司归母净利润分布	7
图表 9: 工业企业上市公司利润预测增速与实际增速走势对比	7

1 经济运行恢复向好

从统计局公布的最新经济数据来看，8月份工业生产经营情况显著好转，需求端内外需出现同步改善，经济运行整体呈现出恢复向好态势。

生产端，我国工业生产加快恢复。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），7月份为3.7%。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%，较前7个月小幅上升0.1%。

图表 1：8月工业增加值累计同比增速与上半年持平



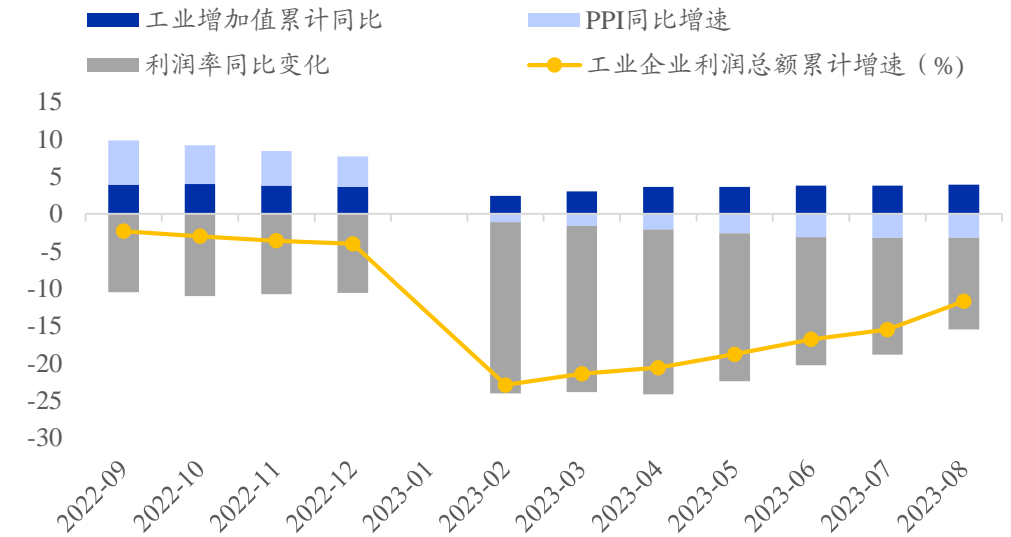
来源：iFind、华福证券研究所

企业利润方面，工业企业利润加速改善，企业营收单月同比实现正增长。2023年1-8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额46558.2亿元，同比下降11.7%，降幅比1-7月份收窄3.8个百分点，连续第六个月收窄。其中，8月份规上工业企业利润同比增长17.2%，自去年下半年以来，工业企业当月利润首次实现正增长。从营收成本的角度来看，价格因素对企业营收的拖累逐步减弱，8月单月营收在连续三个月下降后首次实现增长，成本端维持低速增长，企业经营效益持续提升，企业营收利润率及毛利率继续改善。

结构上看，三大门类利润增速均有回升，其中采矿业利润同比跌幅小幅收窄，制造业利润同比增速大幅回升，电气水利利润同比增长继续加快。1-8月份，采矿业利润总额同比下降20.5%，降幅较前7月收窄0.5个百分点，对工业企业利润增速的拖累减少了0.1个百分点；制造业利润总额同比下降13.7%，降幅较前7月大幅收窄4.7

个百分点，带动工业企业利润降幅收窄 3.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润总额同比增长 40.4%，增速较上半年提高了 2.4 个百分点。

图表 2：工业企业利润总额同比增速变化情况

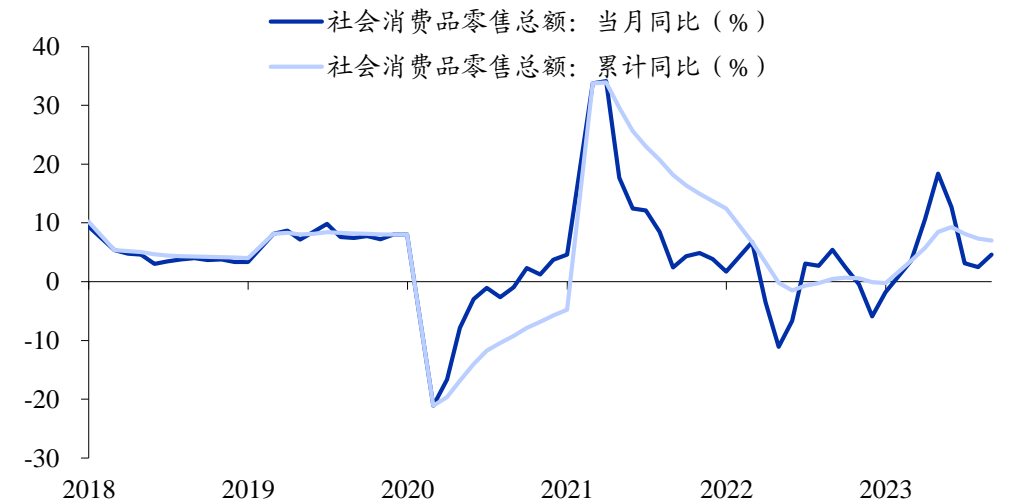


来源：iFind、华福证券研究所

需求端，消费、投资以及出口三大需求均出现了边际改善。

消费方面，商品消费增长提速，服务消费保持较快增长。8 月份，社会消费品零售总额 37933 亿元，同比增长 4.6%，7 月份为 2.5%；扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增长 5%，比 7 月份加快 1.5 个百分点。分消费类别来看，8 月份，商品零售同比增长 3.7%，7 月份为 1.0%，商品消费增长提速；餐饮收入增长 12.4%，继续维持双位数快速增长。

图表 3：2023 年 8 月社会消费品零售总额同比增速情况



来源：iFind、华福证券研究所

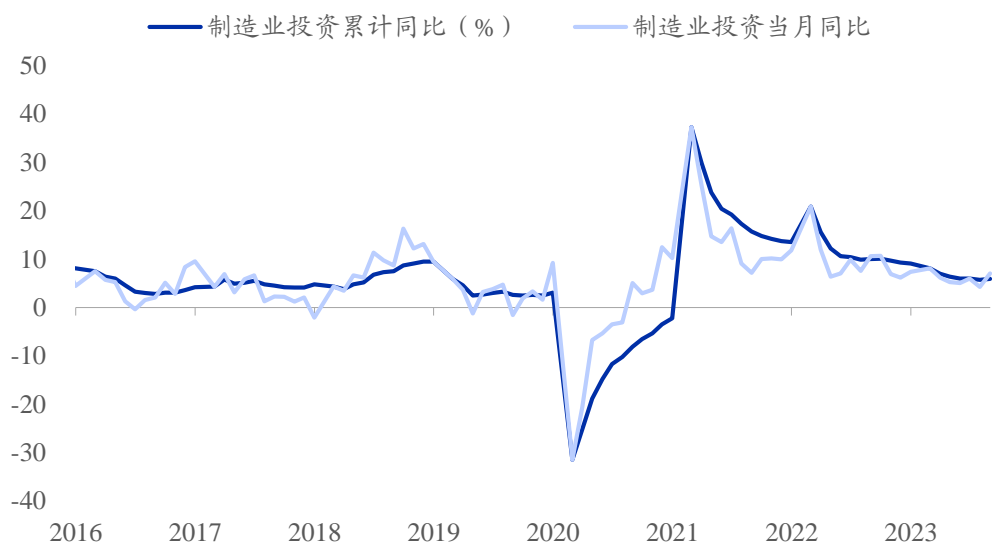
投资方面，1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）327042 亿元，同比增长 3.2%（按可比口径计算），较前 7 月小幅放缓 0.2 个百分点。虽然 8 月份固定资产投资增速仍延续下行，但结构上存在亮点。

一是制造业投资同比增速回升。1-8 月份，制造业投资增长 5.9%，增速比 1-7 月份加快 0.2 个百分点，通过累计增速倒推，8 月份制造业投资当月同比增速为 7.1%，较 7 月份加快 2.8 个百分点。

二是高技术领域投资增势较好。根据统计局公布的数据，前 8 个月，高技术产业投资同比增长 11.3%，科学研究和技术服务业投资增长 22.3%，要远远好于全部固定资产投资的增速。

不过当前房地产市场仍然对投资形成较大拖累。虽然基建投资（不含电气水）小幅放缓，由前 7 个月的 6.8% 降至 6.4%，但从绝对水平看，制造业及基建投资均要好于全部投资的增速，投资增速下行仍主要受房地产市场的影响。1-8 月份，全国房地产开发投资同比下降 8.8%，前 7 个月同比跌幅为 8.5%，跌幅持续扩大；8 月份，房地产开发投资当月同比增速为 -19.1%，较 7 月份小幅下降 1.3 个百分点。当前房地产市场仍在磨底，预计随着相关政策的逐步显效，后续房地产投资有望回升。

图表 4：制造业投资累计及当月同比增速走势



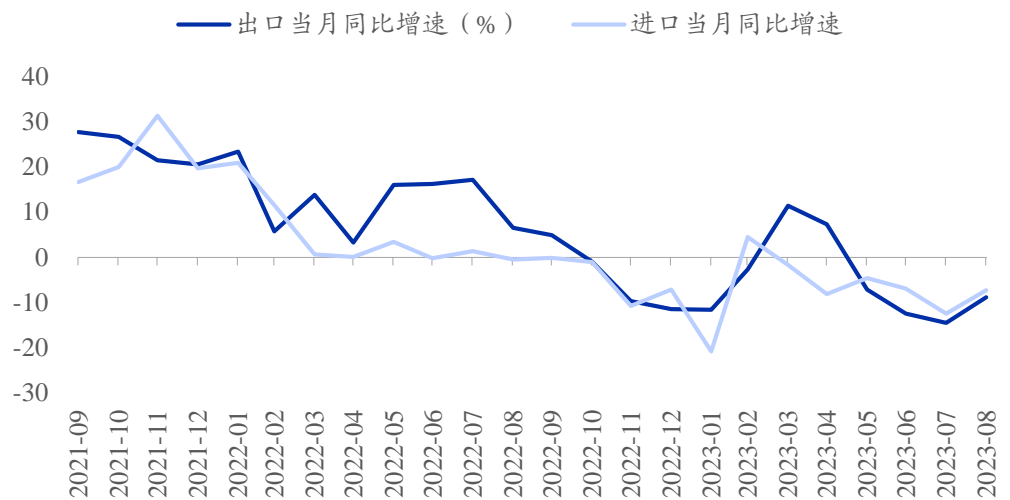
来源：iFind，华福证券研究所

出口方面，8 月份出口同比降幅显著收窄。按美元计价，今年 8 月份我国进出口 5013.8 亿美元，下降 8.2%。其中，出口 2848.7 亿美元，下降 8.8%，降幅较 7 月份收窄 5.7 个百分点；进口 2165.1 亿美元，下降 7.3%，降幅较 7 月份收窄 5.1 个百分

点；贸易顺差 683.6 亿美元，收窄 13.2%。

分区域来看，8 月份，我国对主要出口国的出口增速变化不一，对美出口同比降幅较前月显著收窄，对欧盟及日本出口同比仍然维持较大降幅，对东盟国家出口同比增速较上月也有回升。8 月份，我国对美国出口同比下降了 9.5%，降幅较 7 月份的 23.1% 大幅收窄 13.6 个百分点；对欧盟出口维持较大降幅，同比下降 19.6%，7 月份为 -20.6%；8 月对日本的出口增速为 -20.1%，较 7 月份的 -18.4% 扩大了 1.7 个百分点；对东盟国家的出口增速由 7 月份 -21.4% 回升至 -13.3%。

图表 5：8 月中国出口同比增速较上月显著收窄



来源：iFind，华福证券研究所

2 利好政策持续落地

7 月 24 日中共中央政治局后，相关利好政策密集出台。为巩固经济增长形势，9 月份利好政策还在持续落地。

一是货币政策方面，中国人民银行二次降准。中国人民银行 9 月 14 日公告，决定于 2023 年 9 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%。本次降准是年内第二次降准，向市场传递出积极信号，降准后预计释放中长期流动性超过 5000 亿元，对于缓解流动性约束、降低资金成本、提振市场信心有着重要作用。

二是国家发展改革委设立民营经济发展局。据介绍，民营经济发展局的主要职责是：跟踪了解和分析研判民营经济发展状况，统筹协调、组织拟订促进民营经济发展的政策措施，拟订促进民间投资发展政策；建立与民营企业的常态化沟通交流机制，协调解决民营经济发展重大问题，协调支持民营经济提升国际竞争力。设立民营经济

发展相关的专门工作机构，有利于加强相关政策的统筹协调，推动政策早落地、见实效。

民营经济一直都是我国经济的重要组成部分，但目前民间投资增速还在持续下行。1-8 月份，民间固定资产投资 169479 亿元，同比下降 0.7%，同比降幅较前 7 月继续扩大 0.2 个百分点。近期相关部门出台了一系列稳定和扩大民间投资的措施，激发民间投资活力，预计后续民间投资有望企稳回升，推动经济内生增长动力进一步增强。

3 上市公司盈利有望回升

8 月份经济运行的积极因素不断累积，更为重要的是，多信号显示出上市公司的盈利增速有望触底回升。

一是 PPI 的触底回升透露出积极的信号，价格因素对企业利润的制约预计将有所缓解。企业利润是名义值，价格因素对企业盈利具有重要影响。历史经验显示，PPI 同比增速与全部 A 股非金融企业的基本面表现高度正相关。2000 年以来，PPI 同比增速和全 A 非金融企业的盈利增速走势呈现出极高的一致性。

图表 6: PPI 与全部 A 股非金融企业盈利增速高度正相关

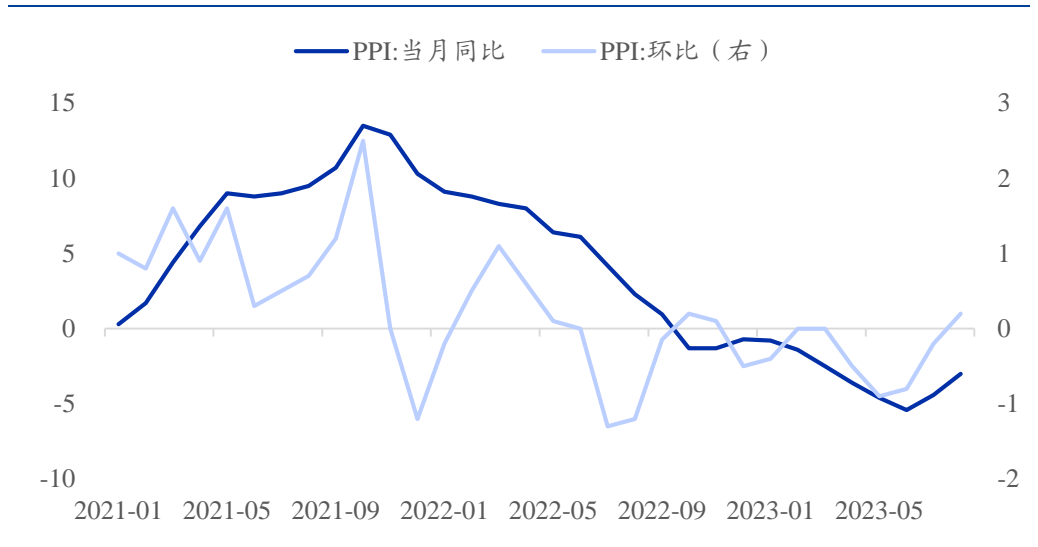


来源：iFind, Wind, 华福证券研究所

从数据来看，当前底部拐点已经出现，PPI 后续有望持续回升。2023 年 8 月份，受部分工业品需求改善、国际原油价格上涨等因素影响，PPI 环比由降转涨，同比降幅收窄。从环比看，PPI 由上月下降 0.2% 转为上涨 0.2%，也是今年以来首次环比出现上涨。从同比看，8 月份 PPI 下降 3.0%，降幅比上月收窄 1.4 个百分点，同比降幅连续两个月明显收窄。今年以来 PPI 同比始终在负增长区间，这对上市公司盈利形成了制约压力，也是影响行情表现的重要基本面原因。往后看，随着 PPI 的触底回

升，A股上市公司预计也会有更强的盈利上行弹性。

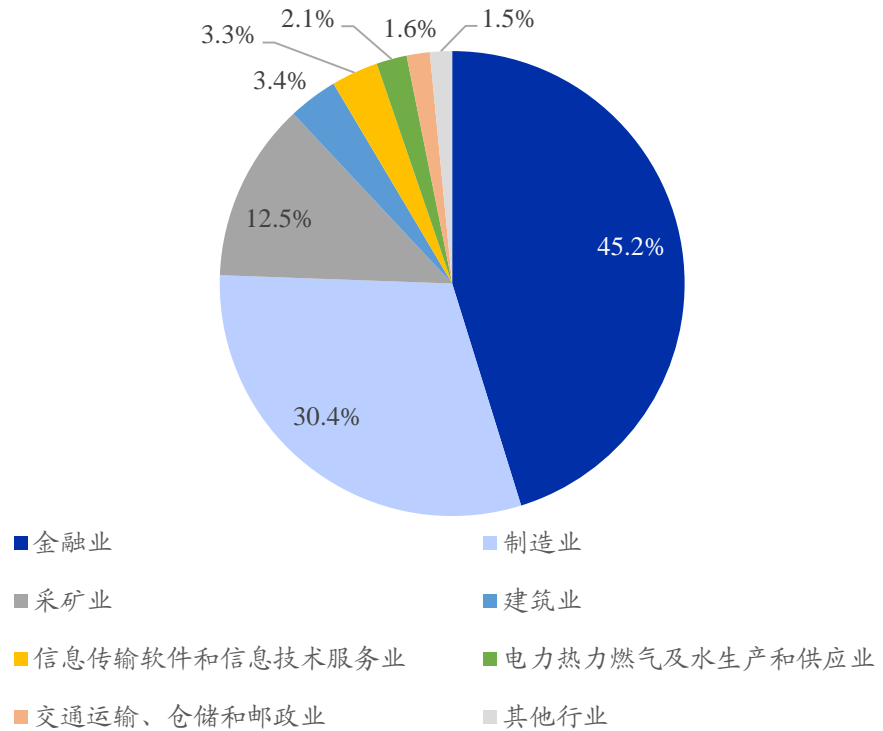
图表 7：PPI 同比及环比增速变化走势（%）



来源：iFind，华福证券研究所

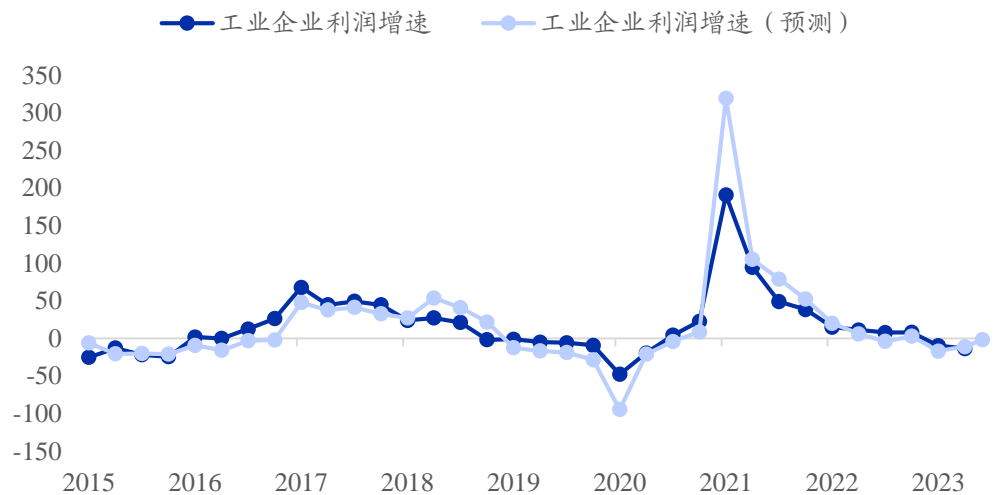
二是根据对工业企业利润总额数据的高频跟踪，我们预计三季度工业企业上市公司的利润增速将会回升。工业企业是全部 A 股非金融企业上市公司盈利的主要构成。2022 年全年，全部 A 股上市公司的盈利中，金融行业占比达到 45.2%，非金融企业占比为 54.8%，这其中，制造业利润占比为 30.4%，采矿业利润占比为 12.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润占比 2.1%，这三者合计的工业企业利润在非金融企业盈利中的占比达到了 80%左右份额。历史数据显示，通过工业企业利润总额的数据能够较好的跟踪到工业企业上市公司的利润变化。截至 8 月份，今年以来规模以上工业企业的利润总额累计同比下降 11.7%，我们预计三季度工业企业上市公司的累计利润增速将回升至-1.77%，较二季度的-13.51%显著回升。

图表 8：2022 年 A 股上市公司归母净利润分布



来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：工业企业上市公司利润预测增速与实际增速走势对比



来源：Wind，华福证券研究所

4 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn