

经济数据边际改善，后续走势关注三点因素

联合资信 研究中心

8 月经济数据较 7 月边际改善，进入 9 月以来，高频和金融资产价格数据显示经济有所分化。8 月，社零、制造业投资和出口同比增速均超市场预期改善，内外需边际回暖共同拉动工业生产同比增长 4.5%，较 7 月高 0.8 个百分点，两年平均同比增速达到 4.35%。8 月价格、货币环境均有所改善，其中 CPI 同比增速企稳回升至 0.1%，PPI 同比下降 3.0%，降幅比上月收窄 1.4 个百分点；受政府债券发行提速拉动，社会融资规模增量为 3.12 万亿，同比增加 6316 亿元。9 月，地铁出行、汽车零售等高频数据增速延续上升趋势，石油、铁矿石上游原材料价格继续上涨，压制工业企业利润恢复态势。对于经济复苏的延续性，三点因素需要重视。

图 1 工业增加值同比增速（%）



数据来源：Wind，联合资信整理

一是社零同比增速超预期，暑期效应回落后，需要关注消费侧的新平衡增速水平。2020 年，社零同比增速保持在 8%的水平上。社零同比增速从 2012 年的 15% 左右逐步回落至 2019 年末的 8%附近。按照往年正常的社零同比增速下降过程，以平均一年下降 1 个百分点的速度向新均衡点移动。2023 年，社零潜在同比增速水平在 5%左右。2023 年 7、8 月社零同比增速分别为 2.5%、4.6%，两年平均同比增速分别为 2.6%、5.0%，8 月社零同比增速明显边际恢复，向潜在水平靠拢，主

要受暑期效应驱动。需要关注暑期效应回落后这一边际恢复进程的可持续性。商品零售同比增速从7月的1%升至3.7%，是社零同比增速超预期的主要推动项。餐饮业零售同比增速从7月的15.8%小幅放缓至12.4%。商品消费中，汽车消费增速明显边际回升。汽车消费增速前期回落，主要受汽车厂商价格战引发了消费者的观望情绪，在短期内积压了一部分汽车消费需求。这一轮汽车销售增速回升是向汽车价格与供需新平衡点移动的过程。需不断观察、评估新平衡点的销售增速水平。

图2 社零同比增速（%）

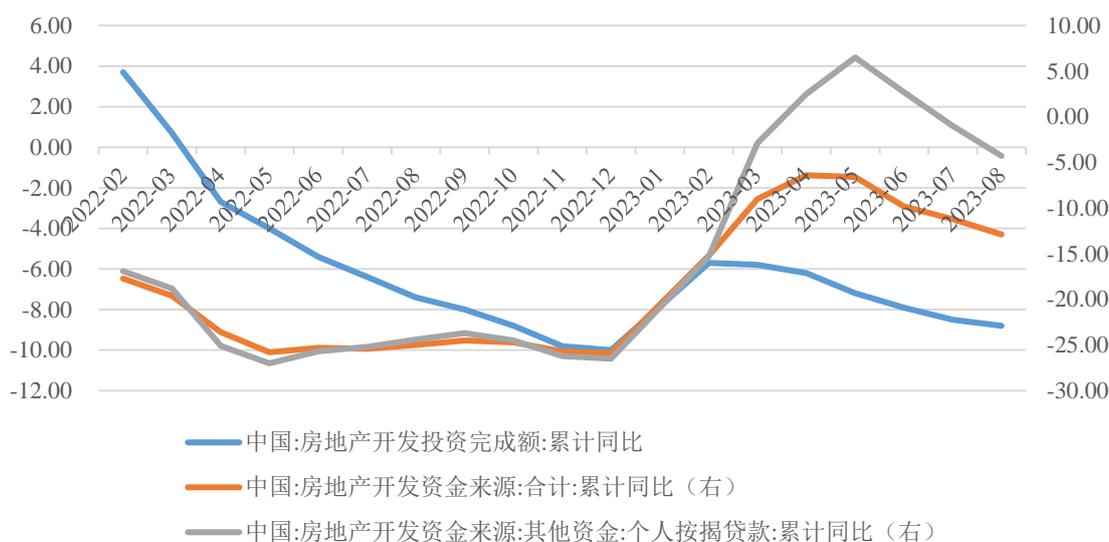


数据来源：Wind，联合资信整理

二是房地产市场调控政策效应仍需密切关注。8月商品房销售额累计同比跌幅从7月的1.5%小幅下行至3.2%，符合预期。新开工面积累计同比下滑24.4%，房地产开发投资累计同比下跌8.8%，房地产开发商资金来源累计同比下降12.9%，其中来自个人按揭贷款的资金累计同比下降4.3%。7月24日政治局会议后，房地产供给侧、需求侧限制性政策逐步放松。中国人民银行通过降息、降准向经济整体投放流动性，同时借助结构性货币政策定向提供化债所需流动资金。以房地产为枢纽的地方政府、居民、房地产企业债务所需流动性资金的整体融资成本在下降，房地产相关的债务重组进程不断推进。由于政策推出时间较短，仅凭8月房地产数

据难以全面展现和准确评估政策效果。可以预见的是，尽管房地产债务关系下的流动性还是较为紧张，但对于房地产相关债务的流动性注入会愈发宽松，政策效果有较长时间滞后。在调控政策逐步发挥作用的过程中，需密切关注二手房挂牌数量、销售价格等重要领先高频指标。

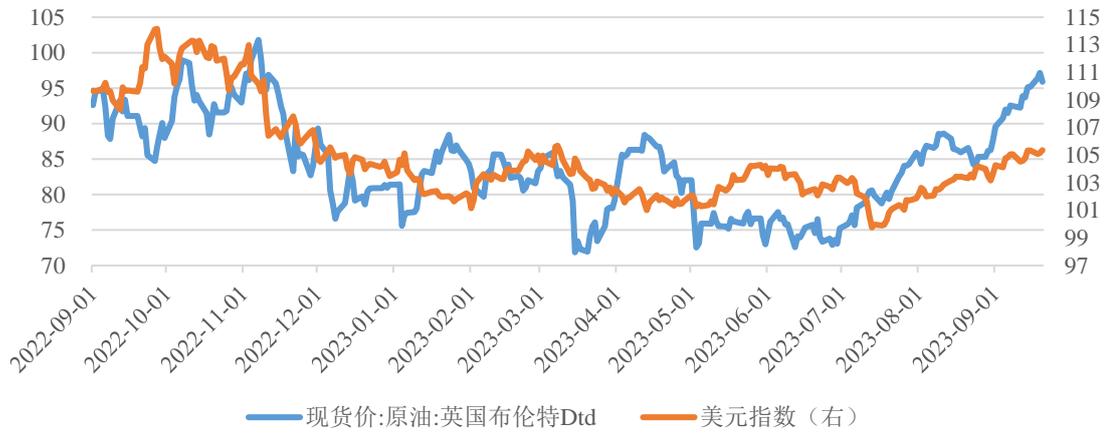
图3 房地产投资相关数据累计同比增速（%）



数据来源：Wind，联合资信整理

三是石油价格、美元指数双双走高向国内生产资料价格传导的潜在影响。全球石油价格在8、9月持续上涨。一方面受美国三季度经济增长较强拉动，另一方面受“欧佩克+”表示将延长限产决定拉动。在需求超预期、供给收缩的背景下，以石油为代表的能源价格加速上涨，会通过贸易渠道向国内输入生产侧的原材料价格上涨压力，进而压制出口的边际恢复。9月美联储议息会议宣布暂停加息，但是美国经济需求侧的快速扩张，推高了市场对于美联储将利率维持在限制性水平上的时间预期，从而拉动美元指数上涨至2023年3月以来的高点。作为跷跷板两端的石油、美元指数，一边高一边低的常态被打破。这将影响全球的经济增长，增加发展中经济体的流动性风险，压制全球资产价格。需要密切关注石油价格、美元指数二者走向的综合效应向国内的传导及潜在影响。

图4 石油价格与美元指数



数据来源：Wind，联合资信整理