



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司  
投资咨询业务资格  
证监许可【2011】1780号

研究员：许方莉  
期货从业资格证号 F3073708  
期货投资咨询从业证书号 Z0017638  
助理研究员：  
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507  
王世霖 期货从业资格号 F03118150  
曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



## 加息停止预期上调 国内经济增速放缓

### 摘要

本月初美国失业率超预期上升，劳动力市场供需得到进一步修复，薪资增速同样放缓。然而原油价格在沙特及俄罗斯联合减产的影响下持续上涨，进而推高整体通胀数据。在月中 FOMC 会议上，美联储如预期停止加息并释放年内不排除再次加息的信号，同时在联储经济预测中，年内利率终值预期上调，而明后两年利率预期终值均上调 50 基点，暗示明年预期降息空间减半，会议后市场大幅上调利率预期，美元指数及各期限美债收益率随之上涨。往后看，在隐含利率曲线上调的影响下美元指数及 10 年期美债收益率在年底前或得到相应支撑，同时经济预期走强及能源价格持续上涨或将进一步推升市场对年内再次加息的预期，因此年底前美元指数及 10 年期美债收益率或仍将有一定上涨空间。

经济数据多数改善，供需两端共同回暖。8 月份主要经济增长数据的当月同比多较上月回暖，呈弱复苏态势。供需两端均好转，其中工业增加值改善显著，极端天气影响减弱后，生产端恢复进度良好；受益于地方专项债发行重新加速，基建投资单月同比增速走阔，市场信心得到加强。在促消费政策及假期到来居民出行增多的带动下，消费水平有了明显好转。展望未来，黄金周即将到来，将进一步释放居民消费，提振经济运行。不过，由于去年三季度基建投资“强托底”形成较高基数，后续仍有待财政政策加码发力。同时需要注意的是，房产销售持续低迷，处于底部阶段，市场购房需求疲软，静待政策效果。从三季度货币政策例会可以看到，货币政策将更大力度支持总需求改善，将“持续用力、乘势而上”。

## 正文目录

一、国外宏观经济回顾展望 .....	4
(一) 美国：通胀有所回升，利率预期上调 .....	4
(二) 欧元区：央行再次加息，经济前景黯淡 .....	8
(三) 日本：贸易走强，宽松不改 .....	9
(四) 外汇技术分析 .....	11
二、国内宏观经济回顾展望 .....	12
(一) 经济边际继续放缓，需求端改善有所显现 .....	12
(二) 央行二次降准，静待政策效果 .....	14
1. 基建延续回落，政策进入平稳期 .....	15
2. 制造业依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主 .....	16
3. 地产政策底已现，后续景气度料升温 .....	17
(三) 社消增速显著回升，商品零售加快恢复 .....	19
(四) 内外需得到改善，“量价齐跌”尚存 .....	21
1. 多政策频频发布，稳外贸有序进行 .....	21
2. 进口跌幅收窄，内需小幅改善 .....	24
(五) 通胀重回正增，需求端偏弱运行 .....	25
1. 猪油价格齐升，拉动通胀由降转升 .....	25
2. PPI 同比降幅持续收窄，筑底回升可能性较高 .....	29
三、国内宏观政策要更好体现针对性、组合性和协同性 .....	33
(一) 财政政策：“准财政”工具或加码 .....	33
(二) 货币政策：利好政策频出，政策成效逐步显现 .....	34
免责声明 .....	40

## 图表目录

图 1 美国经济活跃度有所回升 .....	5
图 2 能源价格上涨带动美国通胀水平反弹 .....	5
图 3 美国就业市场缺口尚存 .....	6
图 4 无风险利率上升，权益资产承压 .....	6
图 5 美国国债收益率持续冲高 .....	7
图 6 美元指数受利率预期提振，黄金价格区间震荡 .....	7
图 7 欧元区商业活跃度保持低迷 .....	8
图 8 欧元区通胀水平稳步回落 .....	8
图 9 整体 PMI 走弱 .....	9
图 10 日本 CPI 震荡 .....	10
图 11 日本贸易逆差扩大 .....	10
图 12 美元指数走势图 .....	11
图 13 制造业 PMI .....	13
图 14 服务业 PMI 回落显著 .....	13
图 15 制造业 PMI 细分项对比 .....	13
图 16 正处于主动去库存转向被动去库存过程中 .....	14
图 17 投资端始终承压 .....	14
图 18 基建投资细分项 .....	15
图 19 财政收支同比增速 .....	15
图 20 制造业投资细分项 .....	16
图 21 新增企业短中长贷款 .....	17
图 22 地产新开工、竣工和施工当月同比 .....	17
图 23 成交土地溢价率：当周值 .....	18
图 24 房地产投资结构偏弱（资金来源累计同比） .....	18
图 25 新增居民短中长期贷款 .....	19
图 26 社会消费品零售总额增速 .....	19
图 27 社零总额分项：当月同比 .....	20
图 28 城镇调查失业率 .....	21
图 29 我国出口同比增速（%） .....	22
图 30 CRB 现货指数 .....	22
图 31 我国对主要经济体出口增速（%） .....	23
图 32 中国出口同比增速分解 .....	23
图 33 进出口数量指数（HS2） .....	24
图 34 主要进口商品金额同比增速（%） .....	25
图 35 核心物价企稳回升 .....	26
图 36 CPI 环比缓慢修复 .....	26
图 37 食品价格涨跌不一 .....	27
图 38 猪肉存栏量（万头） .....	27
图 39 蔬菜价格季节性表现（中国寿光指数） .....	28
图 40 原油价格短期震荡偏强 .....	29

图 41 PPI 同比环比降幅均收窄 .....	30
图 42 成本压力有所回升 .....	31
图 43 PPI 分行业环比 .....	31
图 44 生产、生活资料剪刀差延续收窄 .....	31
图 45 CPI、PPI 剪刀差持续回落 .....	32
图 46 公共财政收入同比增速 (%) .....	34
图 47 地方财政收入同比增速 (%) .....	34
图 48 社会融资规模存量增速 .....	35
图 49 社会融资规模分项 .....	35
图 50 新增人民币贷款当月值 (亿元) .....	36
图 51 新增人民币贷款中长期贷款 (亿元) .....	36
图 52 企业端短中长贷款当月值 (亿元) .....	36
图 53 居民端短中长贷款当月值 (亿元) .....	37
图 54 实体部门信心有待释放 .....	38
图 55 新增人民币存款分项 (亿元) .....	38

## 一、国外宏观经济回顾展望

### （一）美国：通胀有所回升，利率预期上调

#### 经济数据回顾：

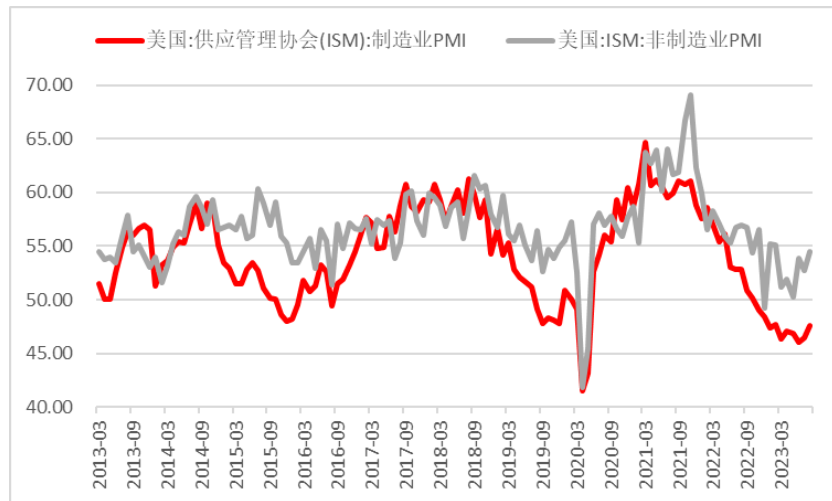
经济数据方面，美国 8 月制造业 PMI 录得 47.6，较前值 46.4 有所回升，服务业 PMI 录得 54.5，高于前值的 52.7，商业活跃度在 8 月整体有所上升，数据整体或暗示美国经济仍旧保持一定韧性。

通胀数据方面，美国 8 月 CPI 数据同比上涨 3.7%，高于前值的 3.2% 和预期的 3.6%；8 月 CPI 环比上涨 0.6%，与预期持平并高于前值 0.2%。8 月核心 CPI 同比上涨 4.3%，与预期持平并低于前值的 4.7%；核心 CPI 环比上涨 0.3%，高于预期及前值的 0.2%。近期原油价格在沙特及俄罗斯两国联手减产且消费需求激增的影响下持续上涨，能源价格的飙升也进一步推高了美国通胀数据中汽油及机票价格，整体通胀水平在 8 月加速上行。除整体通胀水平外，即便当前劳动力市场供需缺口有所缩小，但 8 月核心服务价格尚未出现显著改善。年内通胀水平在能源需求不减且沙特及俄罗斯两国持续减产的干扰下或无法如期下行，这也进一步迫使美联储在 FOMC 会议中持续释放鹰派言论来抑制市场预期及需求水平。

劳动力数据方面，美国 8 月新增非农就业人数录得 18.7 万人，高于预期的 17 万人，同时前值下修至 15.7 万人。细分项来看，8 月美国非农就业人数的增长主要由教育和保健服务（+10.2 万人）、休闲和酒店业（+4 万人）、建筑业（+2.2 万人）、及制造业（+1.6 万人）推动。本次非农就业新增人数在服务业需求仍旧强劲的影响下再次反弹，同时近期以制造业为首的经济活动有所回暖，制造业新增就业人数也随之显著上涨。

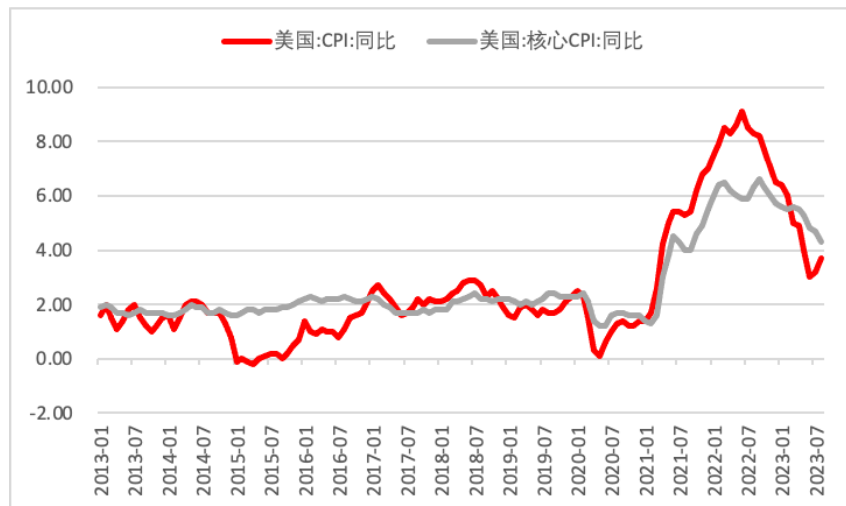
失业率在 8 月录得 3.8%，高于前值及预期的 3.5%，7 月劳动参与率录得 62.8%，同样高于前值及预期的 62.6%，劳动力参与率水平也达到 2020 年疫情后新高，整体劳动力供给在本月得到显著改善。劳动力市场需求方面，7 月 JOLTS 职位空缺数录得 882.7 万人，较前值 916.5 万人再次下调。薪资增速方面，8 月平均时薪同比增速录得 4.3%，与预期持平并低于前值的 4.4%；薪资增速环比增速录得 0.2%，低于预期的 0.3% 以及前值的 0.4%。需求水平较高的服务业行业薪资增速在本月并未再次显著上涨，后继劳动力缺口持续修复或使薪资增速进一步下调，但整体过程或相对缓慢。

图 1 美国经济活跃度有所回升



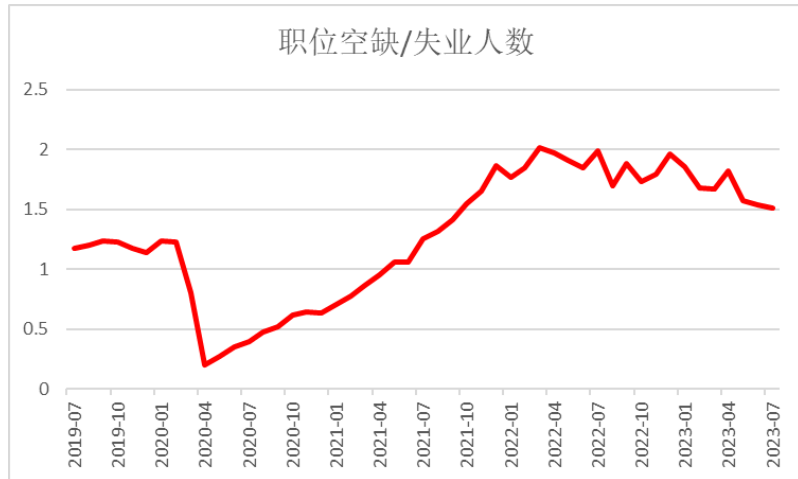
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 2 能源价格上涨带动美国通胀水平反弹



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 3 美国就业市场缺口尚存



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

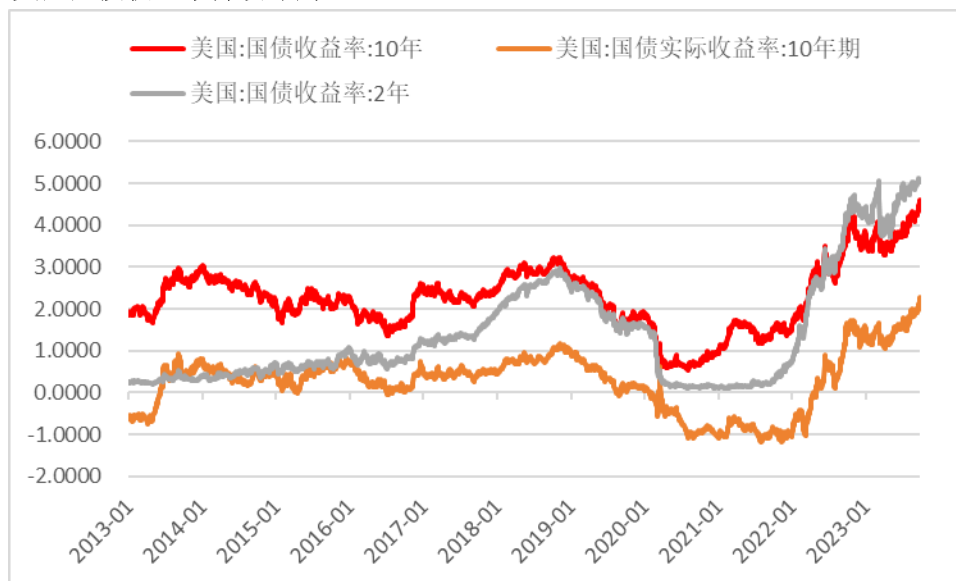
资产走势回顾：

图 4 无风险利率上升，权益资产承压



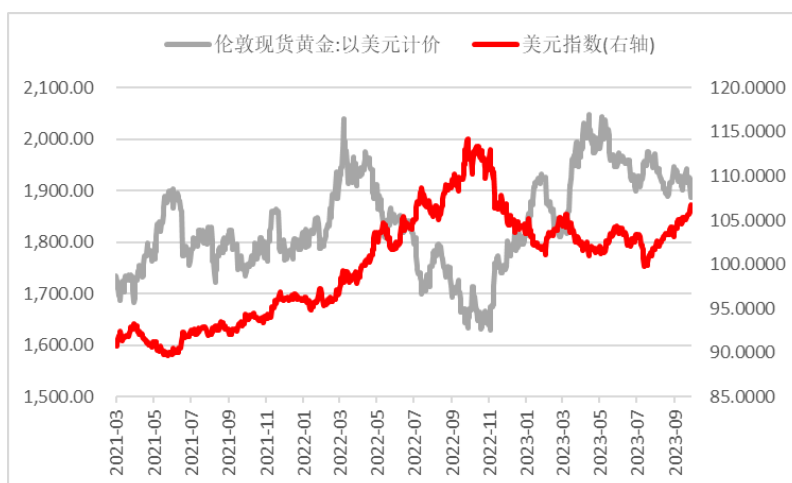
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 5 美国国债收益率持续冲高



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 美元指数受利率预期提振，黄金价格区间震荡



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### 10月展望及重点关注事件：

往后看，沙特及俄罗斯减产持续进行，能源价格在年底前或继续带动通胀水平上升。在9月FOMC过后，当前市场大幅上调明年两年整体利率走势，未来美国长端国债收益率或持续向隐含利率靠拢，权益市场及贵金属价格在不风险利率大幅上调的影响下或持续承压。

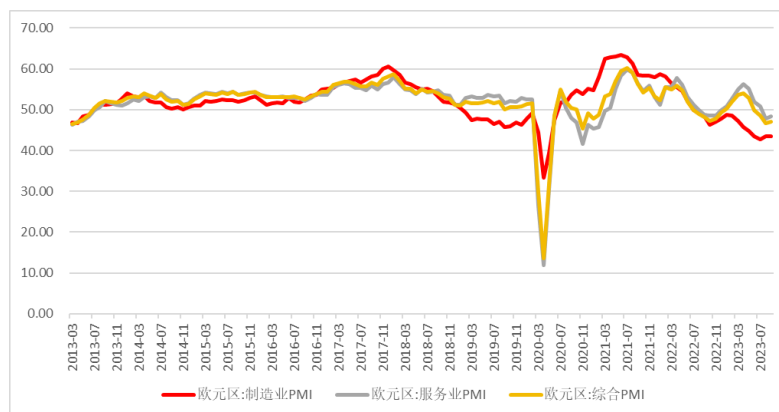


## （二）欧元区：央行再次加息，经济前景黯淡

### 经济数据回顾：

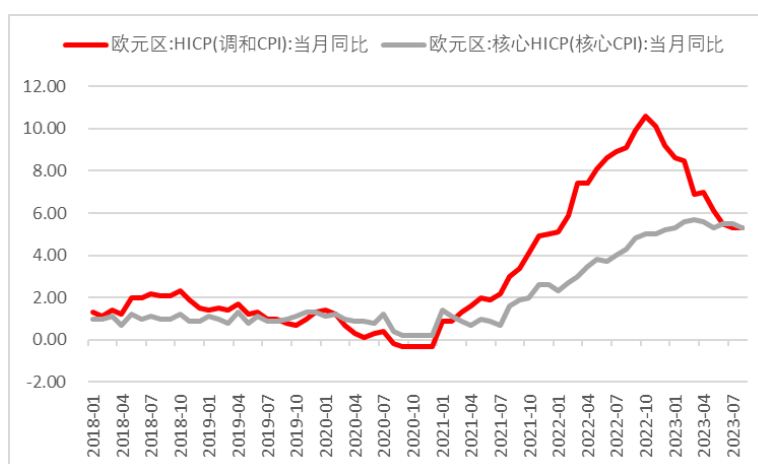
PMI 数据方面，9 月欧元区制造业 PMI 录得 43.4，较前值 42.5 小幅下降；服务业 PMI 录得 48.4，较前值 47.9 大幅回落，综合 PMI 则录得 47.1，本月尽管服务业 PMI 小幅回升，但整体 PMI 水平并未出现显著改善且低于 50 荣枯线，整体商业活跃度仍旧低迷。通胀方面，欧元区 8 月调和 CPI 同比上涨 5.2%，较前值 5.3% 小幅回落。8 月核心调和 CPI 录得 5.3%，同样低于前值 5.5% 并与预期持平。本月通胀水平在食品及烟酒价格大幅上涨的影响下回升，同时服务业绩非能源工业品价格增速虽较前值有所回落但仍处于高位，这也使通胀水平得到了一定的支撑。

图 7 欧元区商业活跃度保持低迷



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 欧元区通胀水平稳步回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

10月展望及重点关注事件：

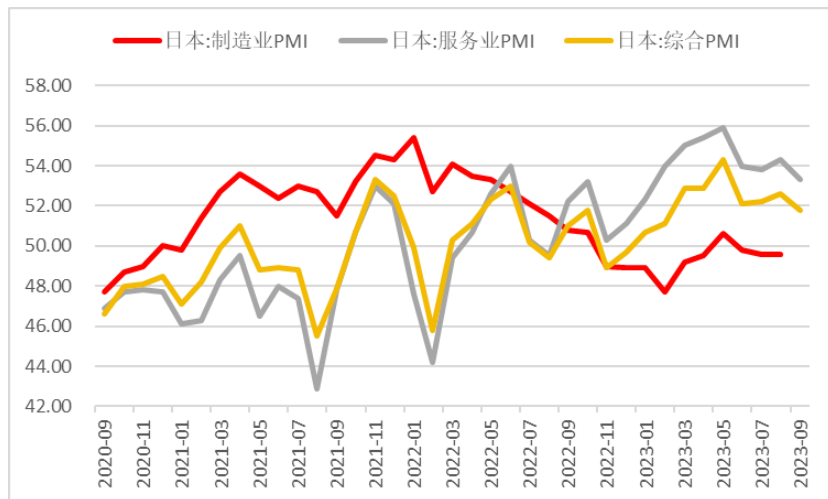
本月欧洲央行超预期再次加息 25 基点，为年内连续第 10 次加息，然而在公布加息决议后，欧洲央行暗示整体加息进程或以接近尾声，结合当前欧元区经济低迷且前景预期暗淡的情况，市场后继对欧洲央行政策转向的预期或逐步抬高。往后看，即便欧洲央行再次加息，但欧美利率预期差异或在未来逐渐扩大，外加欧洲经济状况与美国相比差强人意，未来欧元或在利率及经济预期差异走阔的影响下持续承压。

(三) 日本：贸易走强，宽松不改

经济数据回顾：

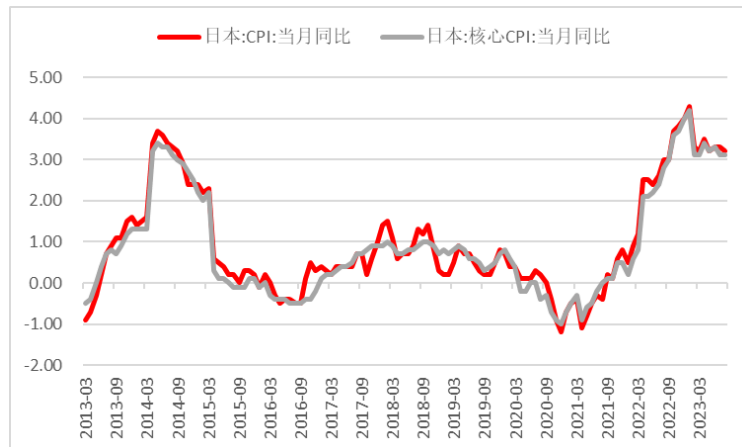
日本 9 月制造业 PMI 录得 49.6，与前值持平；服务业 PMI 指数录得 53.3，较前值 54.3 小幅回落，而综合 PMI 则在服务业 PMI 下降的影响下录得 51.8，低于前值的 52.6，整体经济活跃度在本月服务业走弱的影响下小幅回落。通胀数据方面，日本 CPI 及核心 CPI 同比增幅在 8 月分别录得 3.2%及 3.1%，前者较前值小幅回落，后者则与前值持平。日本 8 月商品贸易差额录得-937 亿日元，较前值的逆差 63 亿日元再次走阔，贸易边际再次转弱。

图 9 整体 PMI 走弱



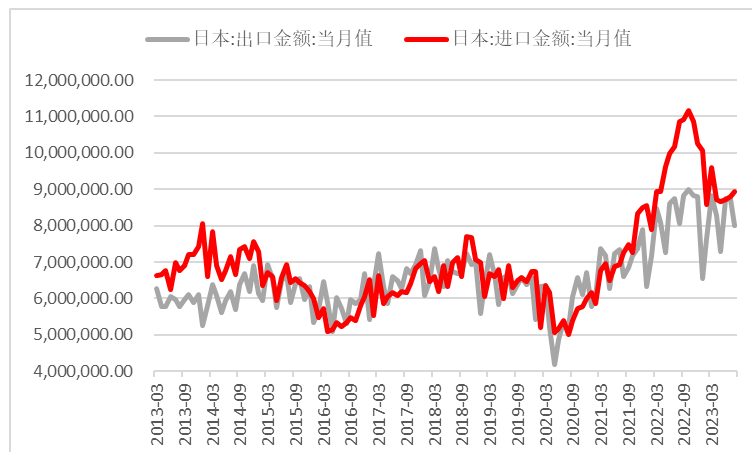
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 震荡



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 日本贸易逆差扩大



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

**10 月展望及重点关注事件:**

日本央行在 9 月维持基准利率不变, 同时将 10 年期国债收益率目标水平控制于 0%附近, 并表示将维持宽松货币政策直至通胀及薪资水平保持良性上升。往后看, 近期市场对日本央行货币政策转向预期小幅抬升, 但当前美国经济韧性尚存, 同时通胀返涨迫使美联储维持紧缩货币政策, 短期内日元在利差引导下或仍将承压。

#### （四）外汇技术分析

**美元指数：**在9月会议后市场对利率预期有所抬升，美元指数当前突破106关键点位。未来美国与非美国国家利差预期或持续走阔，外加美国经济表现良好，美元指数或将持续得到提振。

图 12 美元指数走势图



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## 二、国内宏观经济回顾展望

### （一）经济边际继续放缓，需求端改善有所显现

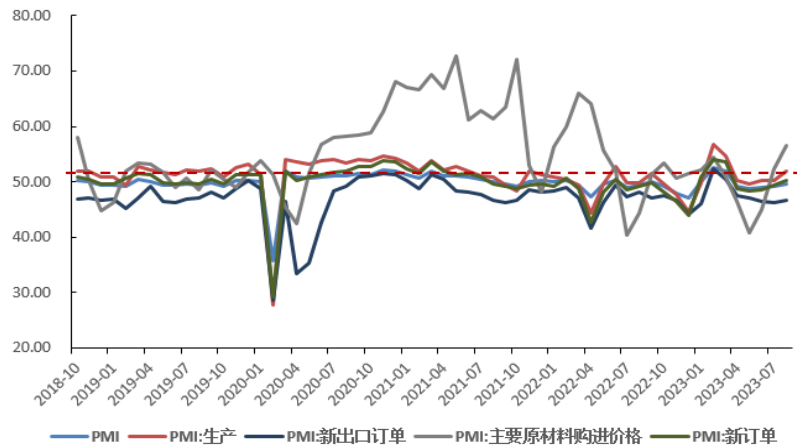
**供给生产同步回升，企业信心得到增强。**8月份，制造业PMI指数为49.7%，较上月小幅回升0.4个百分点，略超季节性，制造业淡季边际修复。其中，新订单较上月回升0.7%至50.2%，自4月份以来首次升至扩张区间。考虑到出口订单回落，新订单指数的上行表明内需正处于一个加速回暖的过程中。但可以看到，海外发达经济体衰退预期升温，导致外需继续承压，新出口订单指数疲软形势未改。

7月中央政治局会议后，央行调降政策利率，财政研究部署一揽子化债措施，多地房地产政策迎来新一轮调整，另有《关于进一步优化外商投资环境加大吸引外商投资力度的意见》、《关于完善政府诚信履约机制优化民营经济发展环境的通知》等文件密集出台。一系列宏观政策陆续推出，市场信心得到提振。8月制造业PMI生产经营活动预期指数回升0.5个百分点至55.6。

**服务业增速放缓，但仍在扩张区间。**8月份，非制造业PMI较上月回落0.5个百分点至51.0%，不及市场预期，表明服务业处于弱恢复状态，增速有所放缓，结构分化特点明显。其中，地产行业表现不佳，景气度偏弱的背景下，商品房销售长期不及预期，相关服务业表现依然低迷。8月31日，央行、国家金融监管总局重磅宣布房贷政策调整，降低存量房贷利率，或一定程度上缓解地产压力。而在暑期消费带动下，居民休闲消费和旅游出行相关行业依旧活跃，支撑整体服务业。7月政治局会议定调后，逆周期调节力度逐步加大。多项政策围绕稳定扩大内需、促进消费，接触性服务业料进一步恢复，这对稳就业、稳物价具备积极意义。

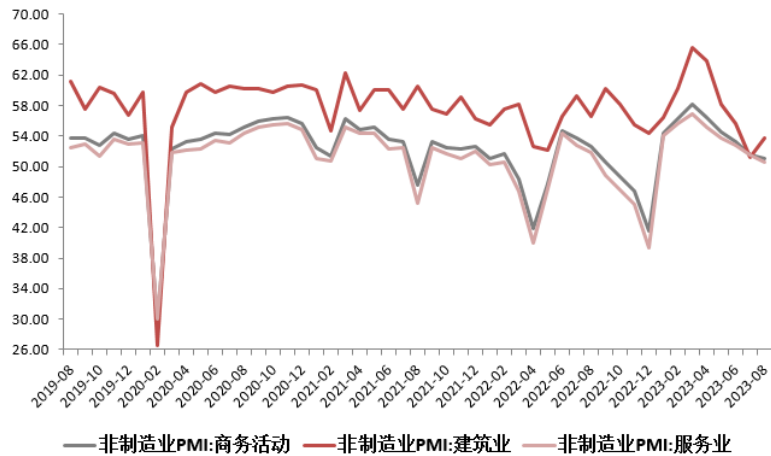
目前来看，我国经济复苏放缓，制造业PMI大概率将低位震荡。从历史数据分析，PMI持续位于荣枯线以下的时间段分别有2015年8月-2016年2月（最低49.0%）和2019年5月-10月（最低49.3%）；其中2015年11月原材料购进价格最低下探至41.1%，与当前时期比较类似。2015年下半年，在PMI和原材料购进价格同时处于低位时，出台了《财政支持稳增长的政策措施》以及地产限购限贷的松绑。预计未来政策或向需求侧倾斜。

图 13 制造业 PMI



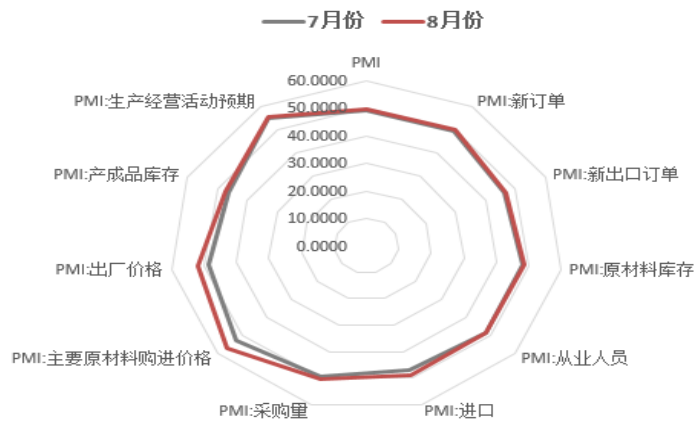
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 14 服务业 PMI 回落显著



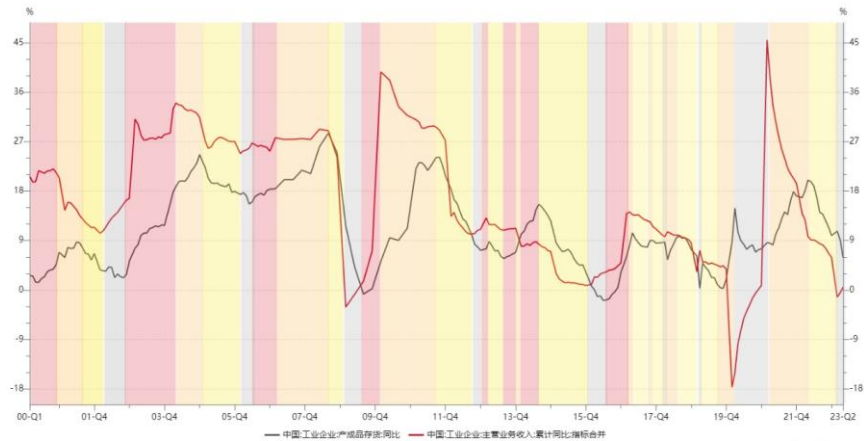
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 15 制造业 PMI 细分项对比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 16 正处于主动去库存转向被动去库存过程中



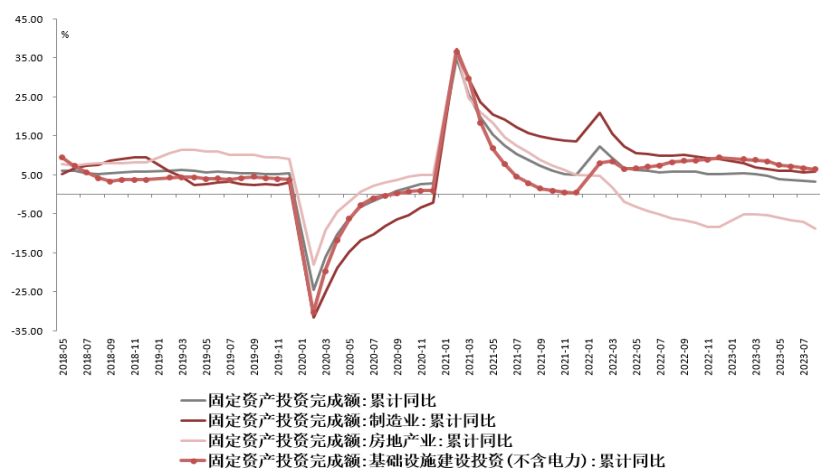
数据来源：Wind，瑞达研究院

注：红色区域-主动补库存阶段，橙色区域-被动补库存阶段，黄色区域-主动去库存阶段，灰色区域-被动去库存阶段。

## （二）央行二次降准，静待政策效果

**固投表现表现较为平稳。**1-8月我国固定资产投资同比增长3.4%，较上月回落0.4个百分点，基本符合预期。本月三项分类同比仅制造业有所回升，主要拖累项仍为地产投资，基建投资小幅回落，投资端总体承压。其中，民间投资累计同比下降0.7%，降幅小幅走阔，远低于疫情前水平，企业信心不足，对未来市场发展仍有担忧。

图 17 投资端始终承压



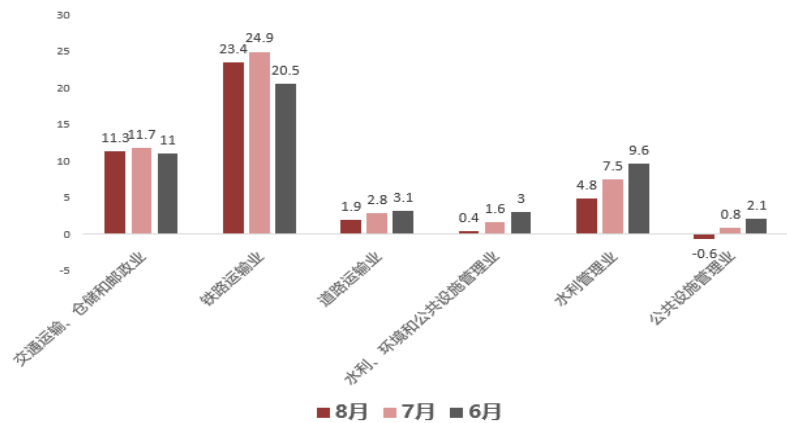
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### 1. 基建延续回落，政策进入平稳期

基建投资增长 6.4%，较上月小幅回落 0.4%，但从单月来看，同比增长 6.2%，较上月回升 1.0 个百分点主要受益于地方专项债加速发行。**铁路运输业延续此前较快增长的态势，维持两位数增长，同比增长 23.4%，为主要贡献项。**截止 8 月，我国专项债发行已完成 82.5%，进程再度加速，推动基建行业运行，同时伴随着相关政策如“加快地方政府专项债券发行和使用”积极出台，基建资金端和项目端压力得到改善。

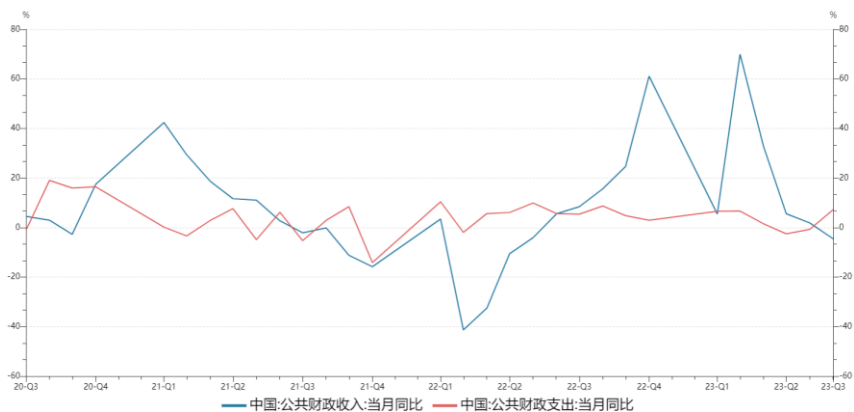
目前来看，政策重点更多放在“扩内需、稳增长”目标上，近期基建方面增量政策较少，接下来基建增幅或持续收敛。但基建作为传统重要抓手，对经济复苏的意义重大，后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，缓解项目资金压力、助力总体基建。

图 18 基建投资细分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 19 财政收支同比增速



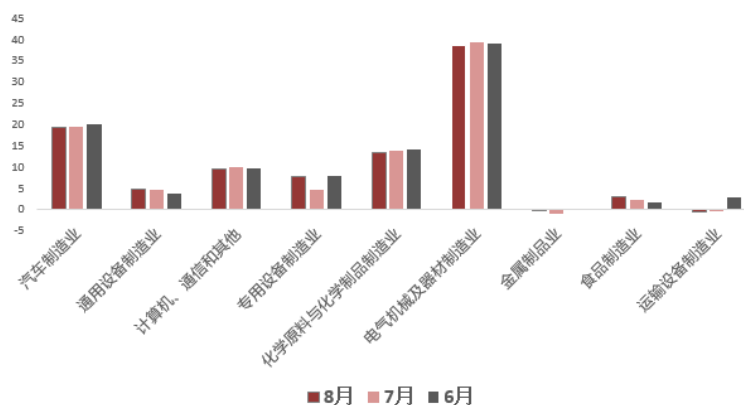
资料来源：wind，瑞达期货研究院



## 2. 制造业依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主

本月制造业投资增长 5.9%，较上月改善 0.2 个百分点。8 月制造业 PMI 虽位于临界点之下，但较上月小幅回升 0.4 个百分点，略超季节性，制造业淡季边际修复。其中，新订单较上月回升 0.7% 至 50.2%，自 4 月份以来首次升至扩张区间。考虑到出口订单回落，新订单指数的上行表明内需正处于一个加速回暖的过程中，而生产端的复苏要快于需求端。

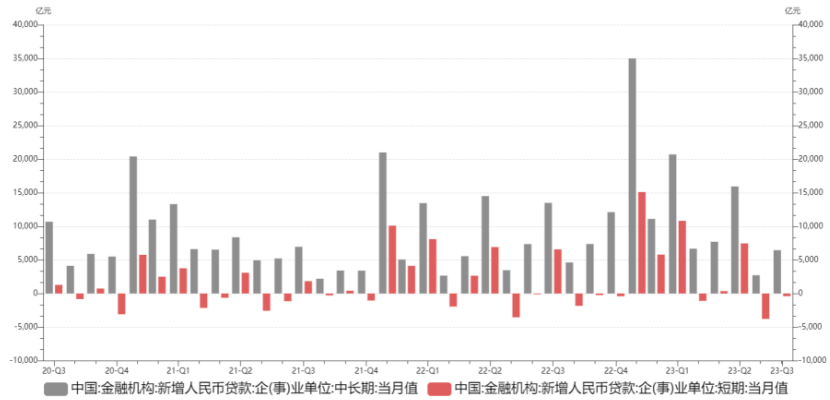
图 20 制造业投资细分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

本月信贷重回“企业强、居民弱”的特征，在房地产政策底初现后，居民端修复仍需一定时间，静待政策效果。企业端中长期贷款在高基数影响下较 2022 年同比少增 909 亿元，近期以来出台一系列稳增长政策，企业对于未来的预期得到修复。9 月 14 日晚央行宣布降准 0.25 个百分点，15 日开始实施。9 月 15 日，央行净投放约 1900 亿 MLF 资金，并下调 14 天逆回购中标利率。八月下旬以来资金面偏紧，叠加跨季因素，央行降准与 MLF 净投放加大明确释放了货币政策发力支持稳增长的信号，将共振推动企业运转。但考虑到经济复苏斜率仍较为缓慢，内需不足，企业主动融资扩产意愿不强，增量政策效果或有限。长期来看，在经济复苏基础尚不牢固的背景下，制造业投资依旧关键。我国仍处于疫后修复期，需要针对性政策以及一定时间传导，从而促进经济复苏。

图 21 新增企业短中长贷款

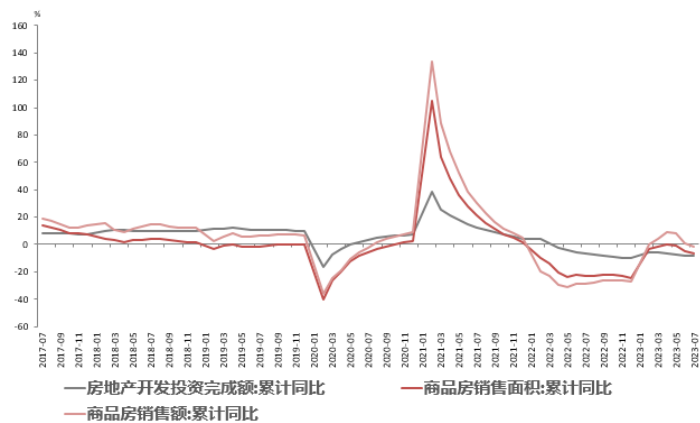


资料来源：wind，瑞达期货研究院

### 3. 地产政策底已现，后续景气度料升温

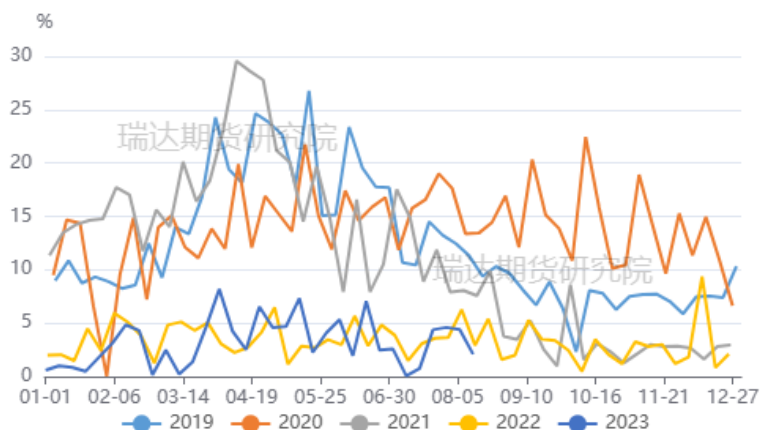
房地产开发投资同比降幅从上月的 8.5% 进一步扩大至 8.8%，销售、贷款、新开工指标仍偏弱，显示居民购房需求继续回落、地产需求仍待企稳。具体来看，房地产新开工和施工面积累计同比增速延续下滑走势，分别为-24.4%、-7.1%，前值分别为-24.5%、-6.8%。而从需求端来看，8 月商品房销售面积累计同比降幅进一步下行 0.6 个百分点至-7.1%，房地产政策效果仍未显现，居民信心不足，地产短期内或持续承压。

图 22 地产新开工、竣工和施工当月同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 23 成交土地溢价率：当周值

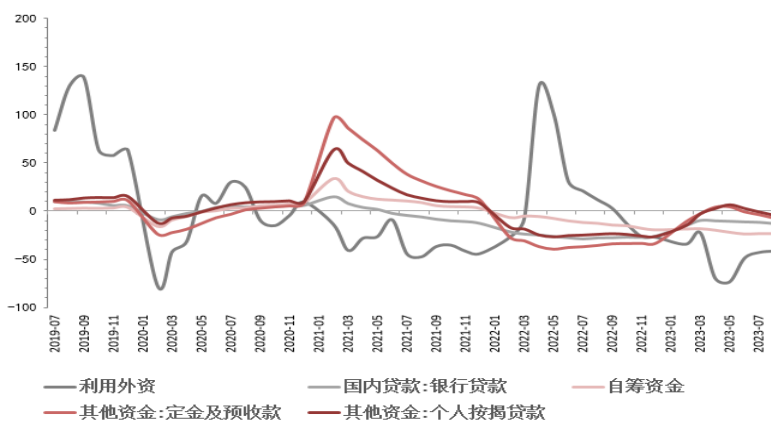


资料来源：wind，瑞达期货研究院

从地产资金来源看，自筹资金仍是主要拖累。8 月份个人按揭贷款同比下降 4.3%，大幅转弱，销售回款能力恶化，且自筹资金同比仍在-22.9%的低位徘徊。

从信贷来看，暑期对居民消费需求有拉动作用，居民短期贷款有所回暖；而当前房地产市场处于底部阶段，商品房新房销售数据仍表现低迷，市场购房需求疲软，拖累整体信贷。尽管 8 月份以来，各项刺激政策频出：“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列政策频频落地，旨在因城施策用好政策工具箱，促进房地产企稳复苏，后续静待政策效果。

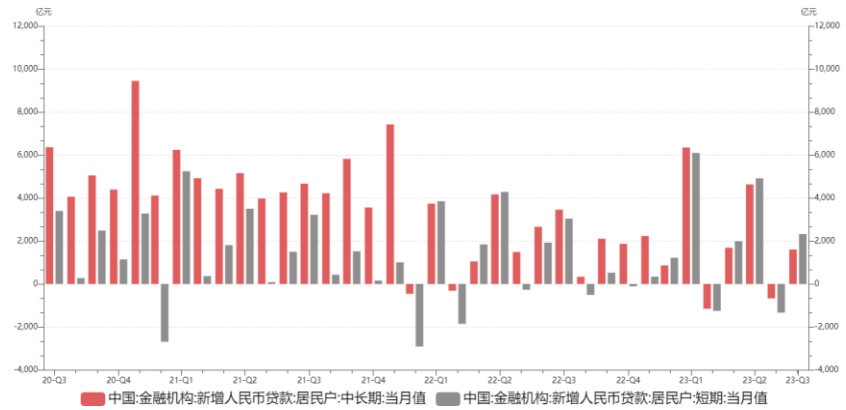
图 24 房地产投资结构偏弱（资金来源累计同比）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

总体来看，8 月份房地产投资市场景气度仍未好转。从金融数据来看，本月居民端贷款维持“降杠杆”，居民端压力较大。我国地产政策效果仍未完全显现，还不足以稳定房地产景气度。

图 25 新增居民短中长期贷款



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

### (三) 社消增速显著回升，商品零售加快恢复

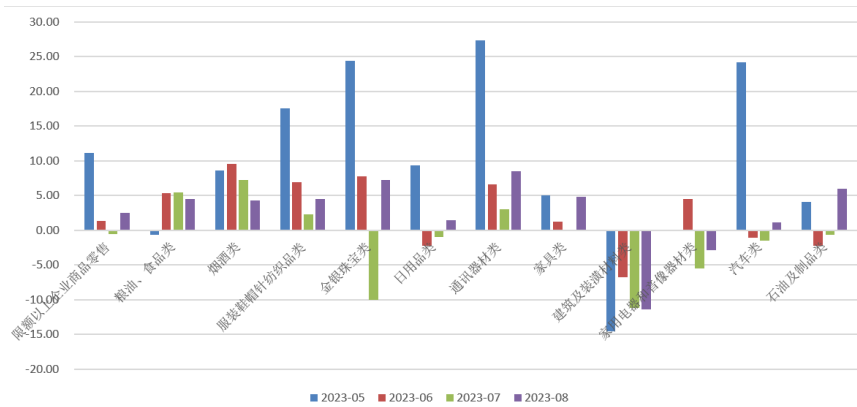
8 月份，社会消费品零售总额 37933 亿元，同比增长 4.6%，超预期回升且较上月加快 2.1 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 33820 亿元，反弹至 5.1%。8 月消费修复动能边际回升，但当前的社零增速仍然偏低，仅为疫情前常态增长水平的一半，房地产偏弱给居民带来的消费心理冲击仍存，居民收入和消费信心都有待进一步改善。

图 26 社会消费品零售总额增速



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 27 社零总额分项：当月同比

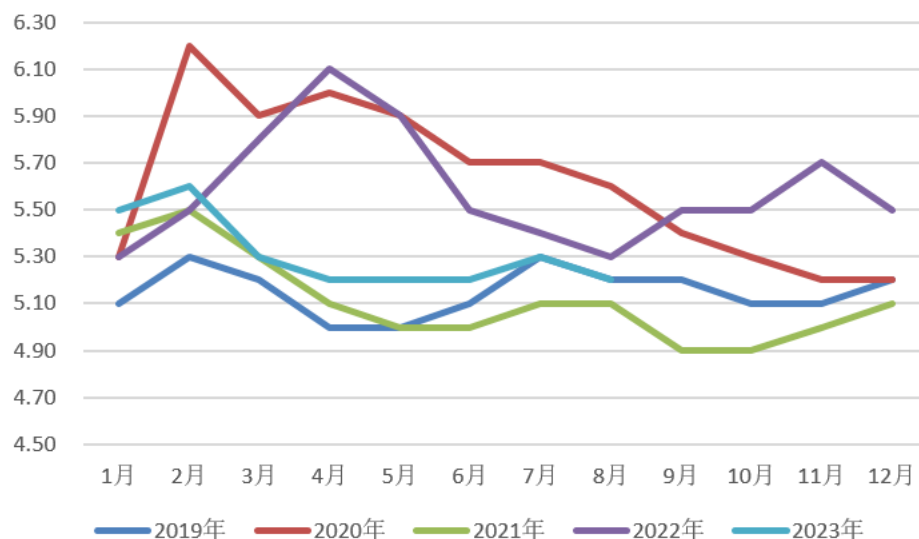


资料来源：wind，瑞达期货研究院

按消费类型分，8月餐饮收入继续下探，商品零售加速恢复。8月份，商品零售33721亿元，同比增长3.7%，增速比7月份加快2.7个百分点；餐饮收入4212亿元，增长12.4%。具体来看，8月限额以上单位商品零售额增速明显回升，8月大多数必需消费品和可选消费品增速双双走高。必需消费品中包括粮油、食品类和日用品类多数回升，仅烟酒增速小幅回落，可选消费中的服装鞋帽品类、金银珠宝类和通讯器材类同比增长均显著回升，分别较上月上升2.2、17.2和5.5个百分点至4.5%、7.2%和8.5%。此外，在促消费政策及居民出行增多的带动下，8月车市表现强劲，石油及制品和汽车零售额增速均由负转正，同比分别增长6%和1.1%。但受地产低景气拖累，住房类消费持续走弱，其中家具有所回暖，但建筑及装潢材料类消费同比下降11.4%，家用电器和音像器材类消费同比下降2.9%，下行速度较上半年有所加快。下阶段，消费复苏的核心驱动因素将转为就业、预期、信心修复支持下的消费能力的提高。

从就业角度出发，就业形势总体改善。8月份，全国城镇调查失业率为5.2%，比上月下降0.1个百分点，与2019年同期水平相当，好于去年同期。31个大城市城镇调查失业率为5.3%，比上月下降0.1个百分点。疫后居民消费能力和意愿逐步提升，消费增速逐步抬升并向常态化增速靠拢。

图 28 城镇调查失业率



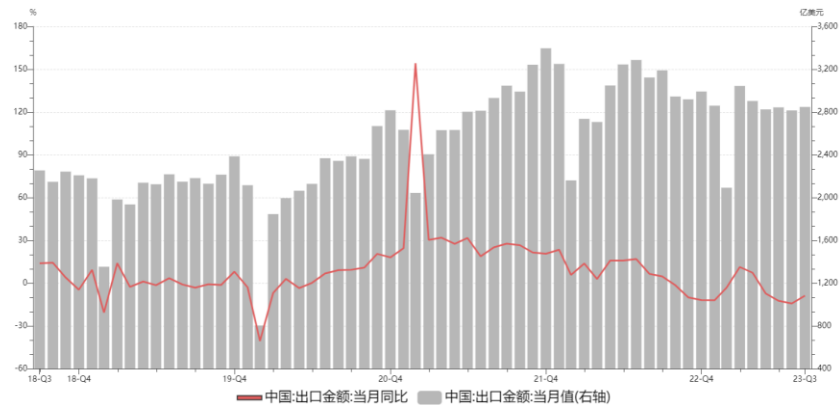
资料来源：wind，瑞达期货研究院

#### （四）内外需得到改善，“量价齐跌”尚存

##### 1. 多政策频频发布，稳外贸有序进行

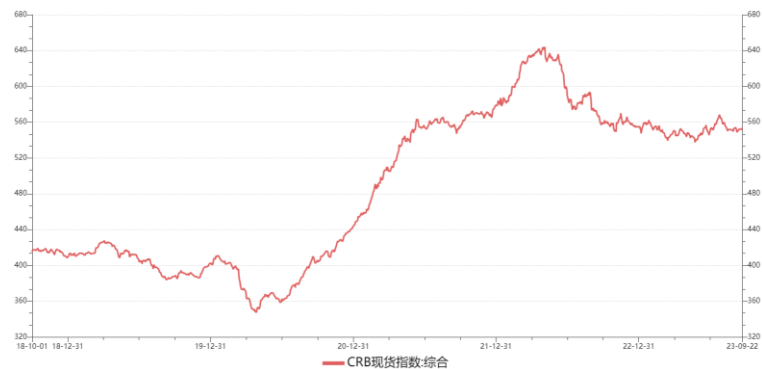
我国 8 月出口同比-8.8%，降幅缓和，基本符合市场预期。在我们看来，主要原因有两点：一是去年基数影响。2022 年我国出口同比增速波动较大，在 5、6、7 月份达到两位数增长，7 月份高达 17.16%，而 8 月迅速回落至 6.53%，高基数效应影响减弱，使得本月出口增速有所缓和。二是劳动密集型产品出口同比改善明显。家用电器、纺织品、自动数据处理设备等商品同比改善幅度较大，但汽车同比增速也在高基数影响下迅速回落。需要注意的是，2023 年以来 CRB 商品指数总体呈宽幅震荡的形式，对出口增速的支撑较弱，量价齐跌特征始终存在。

图 29 我国出口同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

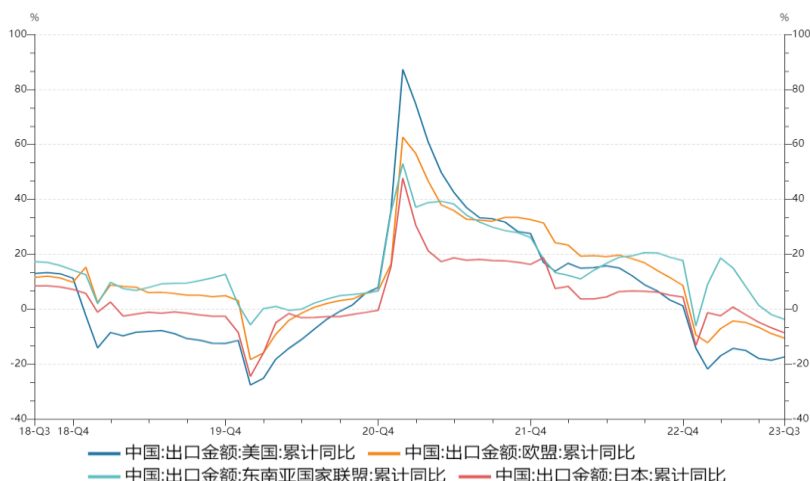
图 30 CRB 现货指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从出口经济体看，本月对主要地区出口均出现好转。8月对美国、东盟、欧盟出口同比增速分别为-9.5%、-13.3%、-19.6%，较7月分别上升13.6%、8.2%、1.0%，结合近期对美国出口运价有所企稳，或反映了美国需求的相对韧性。但需要注意到，全球经济衰退预期仍在持续升温，各经济体因美联储而“被动收紧”货币政策，多数经济指标承压，掣肘我国对各经济体的出口增速。此前，中共中央政治局会议明确，要多措并举，稳住外贸外资基本盘，突出外贸重要性。并且此前，商务部已宣布将采取一系列措施稳外贸，如支持企业境外参展营销，推动加快签证办理和国际航线复航增班；加强贸易风险监测预警，帮助企业积极应对不合理的贸易限制措施等。后续我国外贸料在政策支持下改善。

图 31 我国对主要经济体出口增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 32 中国出口同比增速分解



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从主要出口产品上看，8月份劳动密集型商品出口同比-10.9%，较上月改善7.6个百分点，但汽车产品却表现欠缺。具体来看，家用电器、纺织品、自动数据处理设备同比分别为11.4%、-6.4%、-18.2%，较7月改善15.0%、11.5%、10.7%；而汽车（包括底盘）在高基数下增速有所回落，8月同比为35.2%，较上月大幅回落48.1个百分点。可以看到，机电产品及中下游商品增速变化出现分化，这与基数及行业需求都有一定关系。

总的来看，去年基数影响减弱，我国8月份出口超预期大幅回升，其中劳动密集型产品改善最为显著，但产品量价齐跌的现象依然存在。美国ISM制造业PMI连续两个月反弹，整体经济在未来六个月大概率保持韧性，这将在一定程度上利于中国出口恢复，叠加基数效应边际减弱，外贸或持续好转。并且随着商务部采取的一系列稳外贸措施逐步落地，外



贸有望得到进一步支撑。

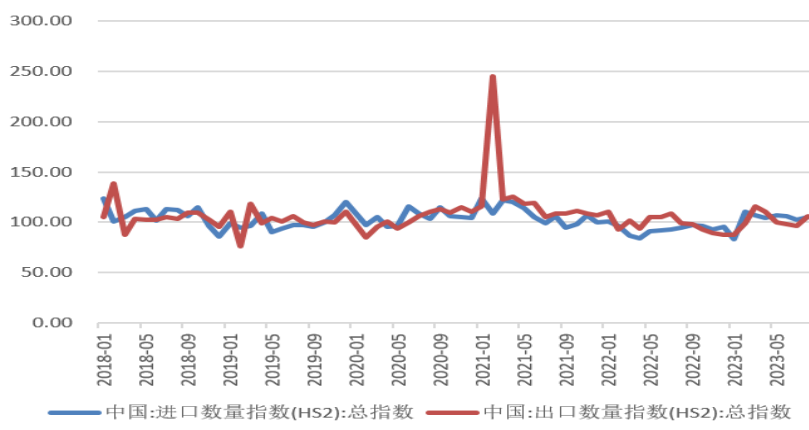
## 2. 进口跌幅收窄，内需小幅改善

8 月份我国进口较 7 月降幅缩窄 5 个百分点至-7.5%，跌幅再度从两位数区间恢复，主要原因或是国内需求的企稳恢复。国内 8 月 PMI 数据小幅回升至 49.7 但仍处于收缩区间，表明国内经济修复动能随小幅改善，但总体仍显不足；8 月新出口订单指数缓慢回升，表明内需正处于一个加速回暖的过程中。海外制造业韧性凸显也带来了一定支撑。

从主要进口商品量价走势来看，8 月原材料类商品进口增速改善幅度大，或成为支撑本月进口增速超预期回暖的主要原因。其中，原油、铁矿和铜矿同比增速回升，主要源于进口数量的回升，或体现国内需求对能源品进口的支撑，量价双双好转支撑进口降幅收窄。

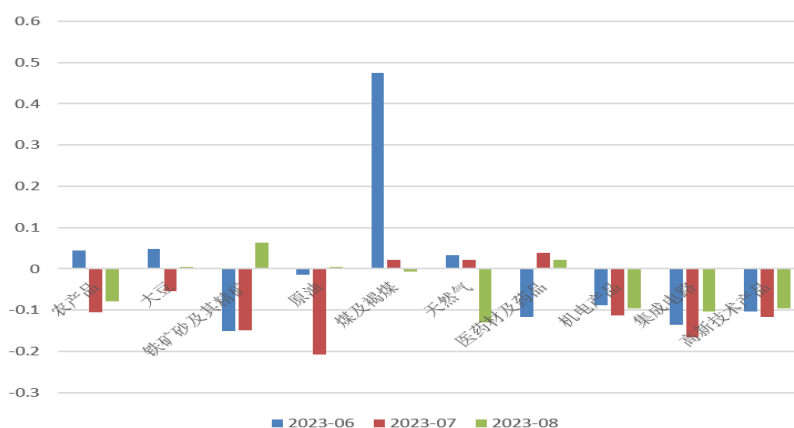
四季度，国际大宗商品价格仍然偏弱运行对我国进口同比增长形成的拖累仍存，同比增速或表现不佳。同时，海外对中国半导体出口禁令对相关产品数量的拖累也在持续。所以在短期内。外需恢复进度较慢，改善尚需时日，进口或将延续负增长区间震荡，而在国内稳增长政策的发力和落地下，后续内需改善有望带动进口需求边际回暖。

图 33 进出口数量指数 (HS2)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 34 主要进口商品金额同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

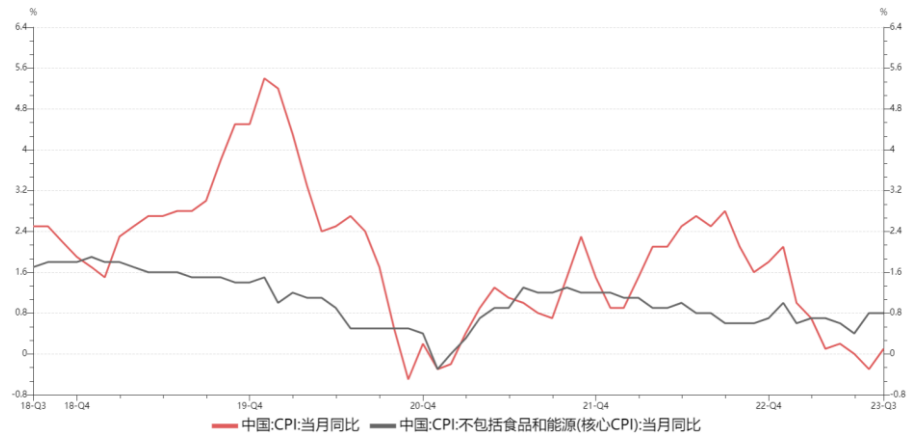
## (五) 通胀重回正增，需求端偏弱运行

### 1. 猪油价格齐升，拉动通胀由降转升

8月CPI环比上升0.3%，主要受季节性影响以及消费市场进一步恢复、供求关系持续改善影响，同比由降转升。从剔除食品和能源后的核心CPI来看，同比上升0.8%，与上月持平，说明目前终端消费端压力小幅缓解，但斜率需求修复较慢，扩内需依旧是接下来政策核心。随着此前频频颁布的扩内需政策逐步落地生效，国内需求对生产端的带动效应料逐步增强，核心CPI或将能够扭转低位运行态势。

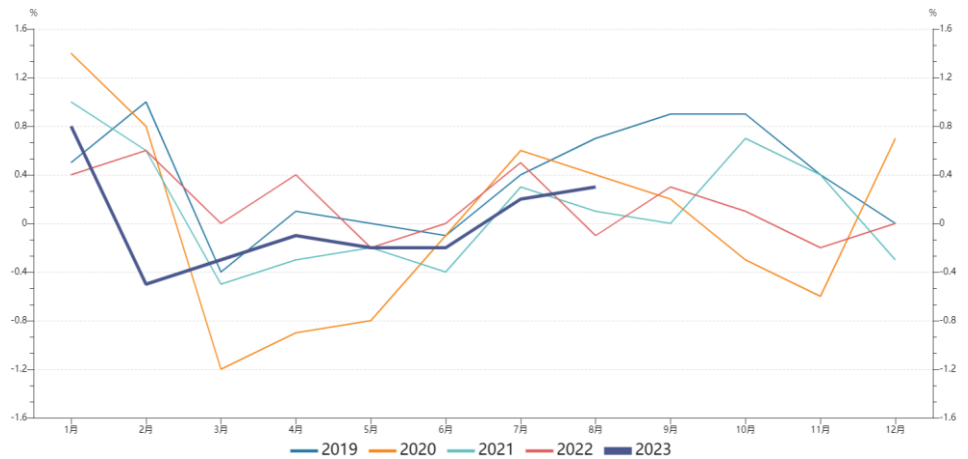
2020年11月，CPI、PPI双双负，在此之后，国常会再次将稳经济作为主要议题，强调要“抓好稳经济一揽子政策措施落地见效，推动经济巩固回稳基础、保持运行在合理区间；确定加强重点商品保供稳价措施，保障群众生活需求”，而随着政策逐步落地，通胀水平回暖。

图 35 核心物价企稳回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 36 CPI 环比缓慢修复



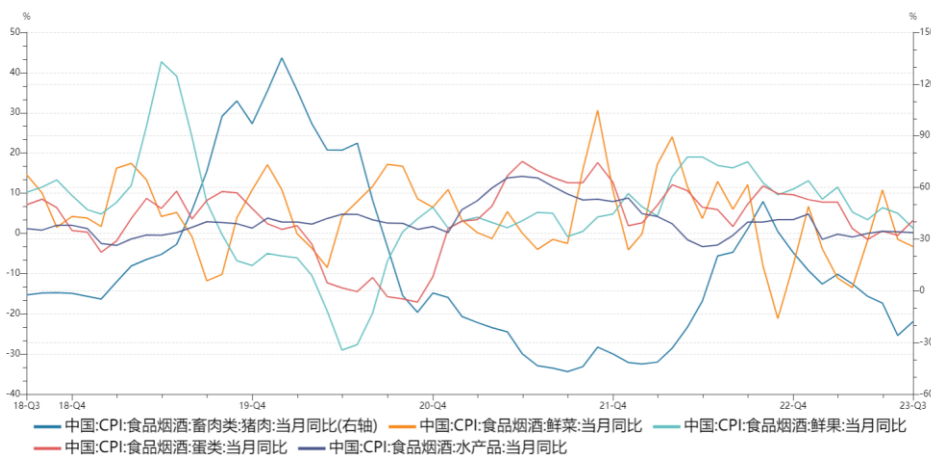
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

具体来看，7月食品价格由上月上涨2.3%转为下降1.7%；环比下降1.0%，降幅比上月扩大。具体来看，8月食品价格下降1.7%，降幅与上月相同；环比由上月下降1.0%转为上涨0.5%，季节性因素导致价格波动。

猪肉价格扭转此前七个月的下滑趋势，由上月持平转为上涨11.4%，使其仍为食品类CPI的主要支撑项。8月份猪肉价格同比17.9%，降幅比上月收窄8.1个百分点。造成猪价上涨的主要有三点：1. 受情绪提振，进入下半年看涨预期逐步增强“该涨了”的消息充斥整个市场；2. 前期低价时，养殖端存“抛售”，尤其规模企业出栏节奏较快，叠加部分区域（如川南）非瘟影响同比增加，小体重猪源出售较多。导致后期缺大猪，时至今日

部分区域此种现象仍持续，对价格形成支撑；随着价格走高，二次育肥需求有所增加，且暑假期间，旅游餐饮等集中性消费同样利好，因此价格整体上行。从供应端来看，未来一段时间，在不出现重大疫情的情况下，到明年上半年生猪供应仍或维持充裕局面，看当前产能去化情况下半年猪价不具备大涨条件，预计生猪的价格维持震荡的概率较大。

图 37 食品价格涨跌不一



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 38 猪肉存栏量 (万头)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

夏季蛋鸡产蛋率下降，加之临近开学及中秋消费需求有所增加，鸡蛋价格由上月下降 0.9% 转为上涨 8.3%。应季果蔬大量上市，鲜果和鲜菜价格均有不同幅度下降。后续在高温天气影响下，蔬菜价格的波动幅度或较大，整体食品价格受供需两端共同影响连续多月下行。接下来，食品需求或低位运行，在需求端未有明显刺激政策的背景下持续承压。

图 39 蔬菜价格季节性表现（中国寿光指数）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

从非食品项看，8月价格环比上涨0.2%，涨幅比上月回落0.3个百分点，服务业是主要支撑。具体来看，暑期到来，带动出行需求大幅增加，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨17.6%、14.8%和13.4%，涨幅均有扩大；而受国际原油价格波动影响，国内汽油价格上涨4.9%。核心CPI同比增速与上月持平，或低位企稳一段时间。

7月24日以来，宏观政策持续加码。政治局会议提出，“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需”；要“活跃资本市场，提振投资者信心”，“适时调整优化房地产政策”，提振市场预期。近期，多部门明确要发力稳增长、促消费、支持民营经济、优化地产政策、部署新能源和数字经济。在优化房地产政策方面，强调“稳住建筑业和房地产业两根支柱”，进一步落实好降低购买首套房首付比和贷款利率、改善性住房换购税费减免、“认房不用认贷”等。多次强调“扩大内需”，反映出当前我国经济的关键点是需求端疲软、供需错位。随着政策不断加码落实，预计核心CPI上升是大概率事件，但上升斜率或偏缓。

图 40 原油价格短期震荡偏强



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

总体来看，本月 CPI 同比价格回升主要来自季节性因素影响供需两端，使得商品供求关系持续改善，价格小幅上涨。短期内，随着我国经济缓慢复苏，供给需求端均有所改善，但供过于求的态势仍在持续。叠加复杂的国际环境，内外需对市场价格的拉动或将相对有限，预期 CPI 同比涨幅阶段性低位运行未来或还会持续。长期来看，随着“稳增长、稳内需”政策持续加码，CPI 料回到合理水平。

## 2. PPI 同比降幅持续收窄，筑底回升可能性较高

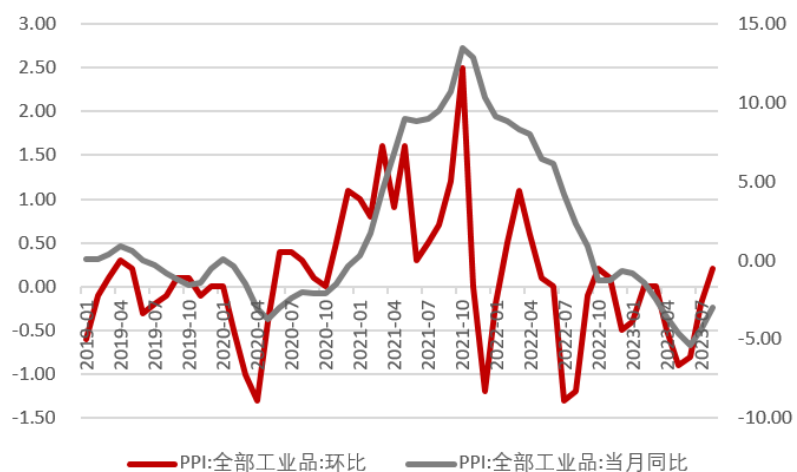
8 月份 PPI 同比下降 3.0%，降幅比上月收窄 1.4 个百分点；从环比看，8 月 PPI 由上月的下降 0.2%，转为上涨 0.2%，结束了连续 4 个月的环比下跌。8 月 PPI 同比连续两个月降幅收敛，同时环比由降转升，或主要是受高基数效应延续走弱、国内稳增长措施效果显现及主要工业品价格上扬等因素带动，进一步验证当前为 PPI 底部的可能性较高。具体来看，PPI 中的生产资料和生活资料分别同比下降 3.7% 和 0.2%，分别较上月回升 1.8 和 0.2 个百分点。在环比上，生产资料和生活资料继续分化，8 月份生产资料受国际原油以及国内部分工业品价格上行带动，环比由-0.4% 转为上涨 0.3%，而 8 月份生活资料环比涨幅回落 0.2 个百分点至 0.1%，或表明需求端仍偏弱运行，且与当前低通胀环境互相印证。

结合 8 月制造业 PMI 指数中的主要原材料购进价格和出厂价格均走高以及 8 月新订单 PMI 升至扩张区间，或对本月 PPI 的改善有所预示。从上下游主要工业品及行业价格来

看，8月份大多数上游以及中下游行业环比明显改善。7月24日中央政治局会议后，近期国内稳增长政策密集出台，市场预期升温带来的备货需求增加，提振原油、钢材、有色金属等大宗商品价格上涨。工业品价格或受益于需求的边际改善。上游方面，石油和煤炭价格或将成为下半年推动PPI回升的主要因素。OPEC+等国加码减产协议延至2024年底，叠加全球服务消费逐渐恢复，原油及石油供给或维持偏紧，国际油价或仍有上行空间。而随着高温天气过去，煤炭的下游需求或将逐渐恢复，产能过剩问题逐步缓解，煤炭价格或将有所回升。中下游方面，化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业和金属制品业等也实现不同程度的环比上涨，分别由7月份的-1.2%、-0.1%、-0.2%上行至-0.6%、0.1%、-0.1%，而有色金属环比涨幅与上个月持平在0.4%；代表国内消费需求的农副食品加工业和酒水饮料分别较上个月上涨1.2和下降0.1个百分点至1.3%和0.1%，消费需求修复边际回暖但仍偏缓。

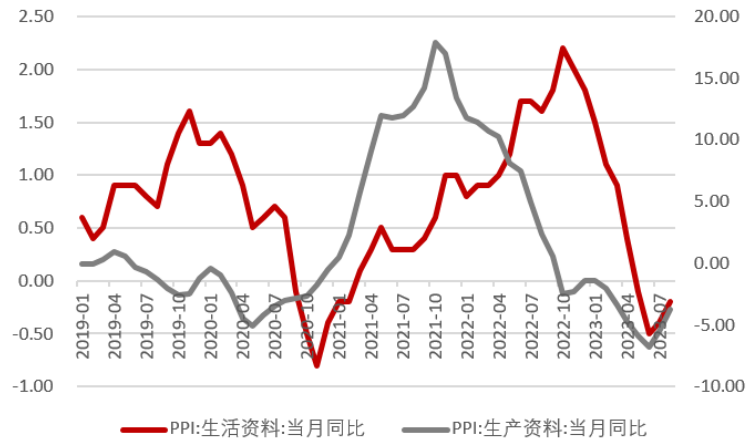
往后看，随着去年高基数效应进一步回落，后续PPI同比降幅或将持续收窄并且有望筑底回升。但是在回升的过程中，需关注地产行业的持续低迷对该产业链的工业品价格影响较大。近日，包括“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列房地产政策持续落地，后续下游消费的持续回暖和地产市场的止跌企稳或是PPI回升的主要驱动线索。

图 41 PPI 同比环比降幅均收窄



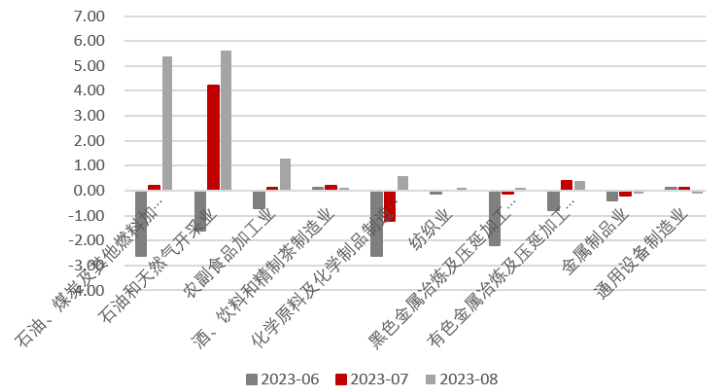
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 42 成本压力有所回升



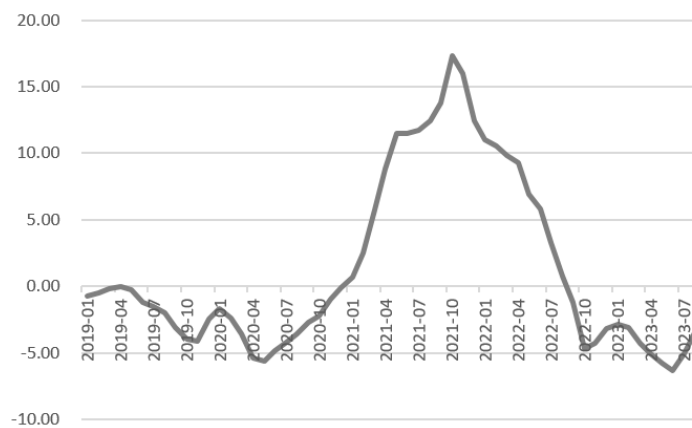
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 43 PPI 分行业环比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

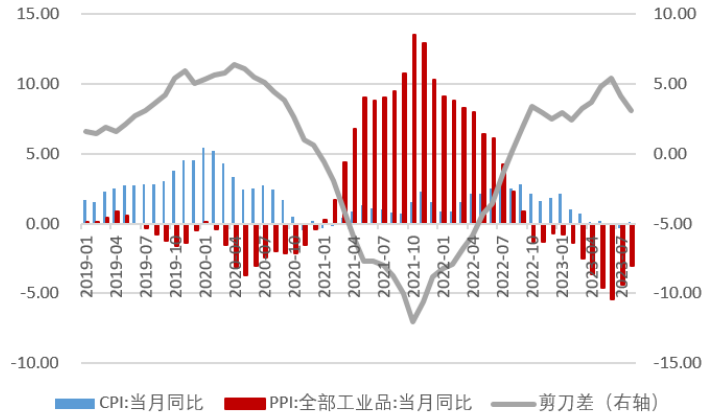
图 44 生产、生活资料负剪刀差延续收窄



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所



图 45 CPI、PPI 剪刀差持续回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

### 三、国内宏观政策要更好体现针对性、组合性和协同性

#### （一）财政政策：“准财政”工具或加码

1-8月累计，全国一般公共预算收入151796亿元，同比增速为10%，增速回落但仍维持两位数增长，**主要受去年的低基数影响**。其中，税收收入同比增长12.9个百分点，企业利润增长低迷令企业所得税降幅扩大，是税收下行的主要因素。个人所得税降幅收窄，但仍同比负增，或表明目前居民端消费意愿有所改善，但仍需相关政策助力，扩大内需。而非税收入看，非税收入同比减少3.6%。**在经济弱复苏的背景下，新一批减税降费政策频出，对财政收入形成拖累，税收收入与非税收入的延续下降趋势。**

从支出端来看，8月公共预算支出累计同比增速为3.8%，预计财政支出将特定领域重点发力。从分项来看，社保就业小幅回升至8.1%，是分项中增长最快，占比最大的领域；教育支出增速小幅回落至4.5%，主要受季节性因素影响。在“保基本民生、保工资、保运转”的三重压力下，保持较大规模的民生类支出有较强必要性。此外，农林水事务、节能环保、交通运输和城乡社区支持力度略显疲软，同比增速均。8月公共财政支出节奏小幅加快，各主要支出分项的累计同比增速普遍回落，保持了**“重民生、轻基建”**的支出结构。

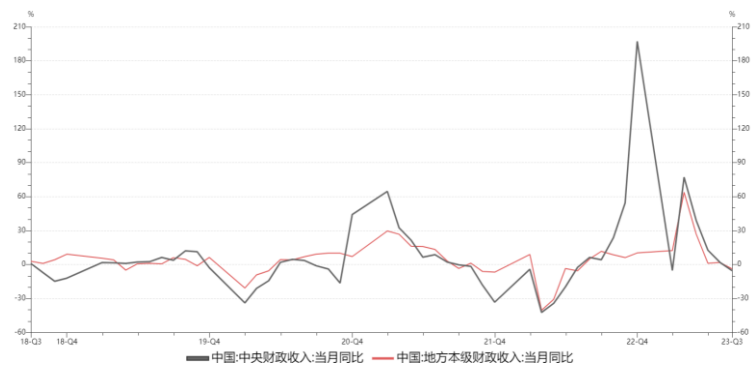
财政部近日发布的《2023年上半年中国财政政策执行情况报告》称，要加力提效实施好积极的财政政策，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。**展望后市，预计2023四季度需求继续放缓，财政收入承压，赤字缺口仍大，“稳增长”和“扩内需”仍需财政支出进一步发力。今年专项债后置发力，政府性基金或将在下半年为财政提供主要支撑，而政策性金融工具、贴息贷款等“准财政”工具或将在下半年加码，用于“扩内需”。**

图 46 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 47 地方财政收入同比增速 (%)

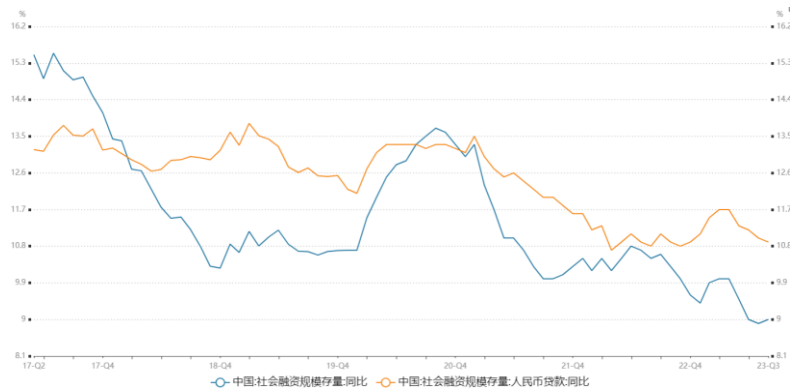


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

## (二) 货币政策: 利好政策频出, 政策成效逐步显现

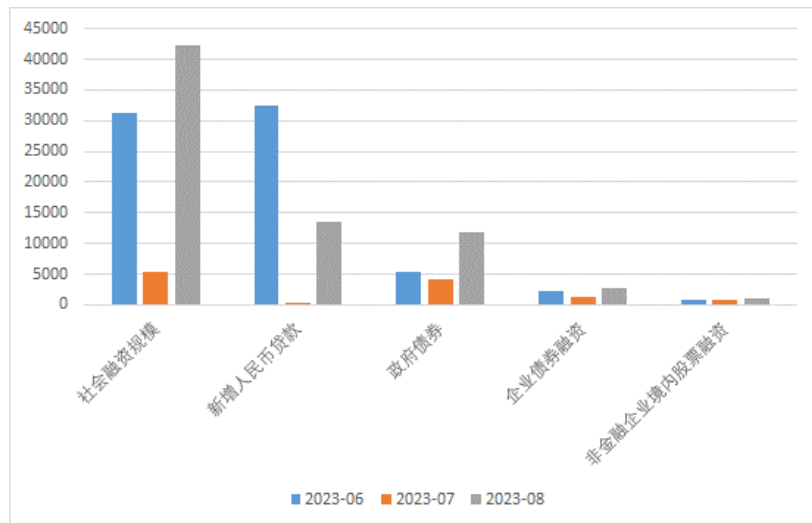
8 月社融新增 3.12 万亿元, 显著高于市场预期。社融增量比上年同期多 6316 亿元, 主要贡献是政府债券和企业债券, 政府债券同比多 8714 亿元和企业债券同比多 1186 亿元的支撑, 抵消了未贴现银行承兑汇票同比少增 2357 亿元和委托贷款同比少增 1658 亿元等因素的拖累。在社融口径下, 8 月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.34 万亿元, 同比少增 102 亿元, 与去年同期水平相当。8 月末社融存量为 368.61 万亿元, 同比增长 9%, 增速较上月上升 0.1pct。8 月社融披露时点和数据均超预期, 政府债为主要支撑。展望未来, 在涉及货币、财税、房地产政策等一系列利好政策组合拳下, 以及在“金九银十”、中秋国庆假期的催化下, 按揭早偿现象或将得到缓解, 居民和企业信贷需求有望回暖, 社融存量增速有望拐点向上。

图 48 社会融资规模存量增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 49 社会融资规模分项



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

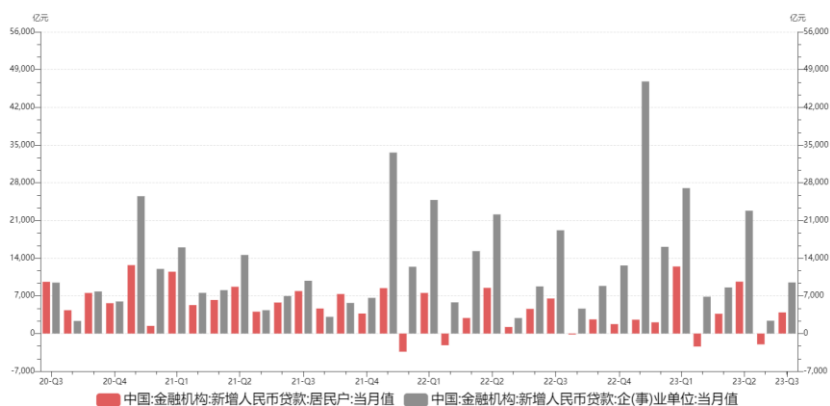
**重回“企业强居民弱”，多政策陆续出台。**8月新增人民币贷款1.36万亿元，同比多增1100亿元，信贷有所放量，但需要注意的是，本月延续了此前“企业强、居民弱”的特征，在房地产政策底初现后，居民端修复仍需一定时间，静待政策效果。

具体来看，企业单位贷款增加9488亿元，同比多增738亿元。其中，短期贷款减少401亿元，同比多减280亿元；中长期贷款新增6444亿元。企业端中长期贷款在高基数影响下较2022年同比少增909亿元，近期以来出台一系列稳增长政策，企业对于未来的预期得到修复。

**国内经济延续弱复苏，去库阶段或迎来拐点。**制造业景气指数在8月延续改善，但仍位于收缩区间。自7月份政治局会议释放积极信号以来，多项政策落地，推动宏观经济运

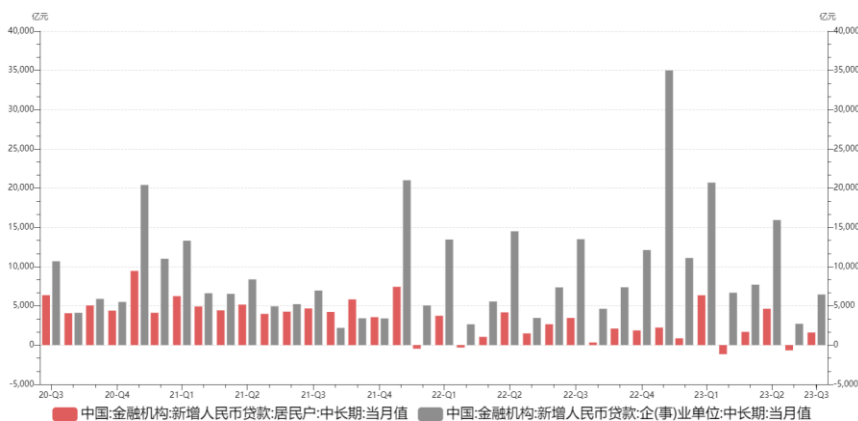
行保持在合理区间，延续了总体平稳、稳中有进的发展态势，实体融资需求有望继续增强。

图 50 新增人民币贷款当月值（亿元）



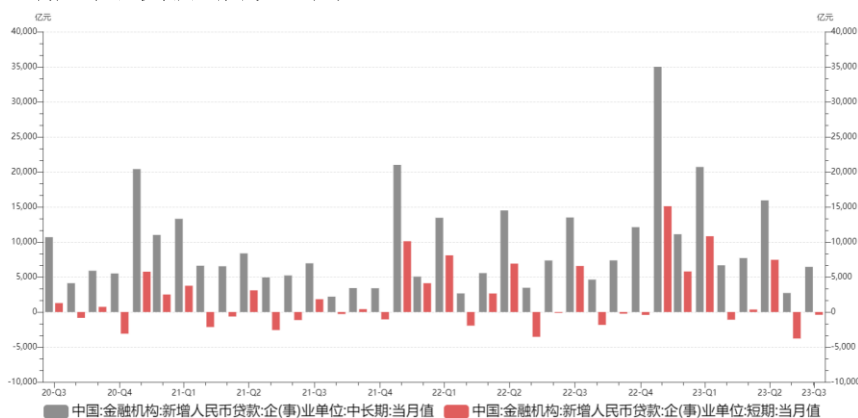
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 51 新增人民币贷款中长期贷款（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 52 企业端短中长贷款当月值（亿元）

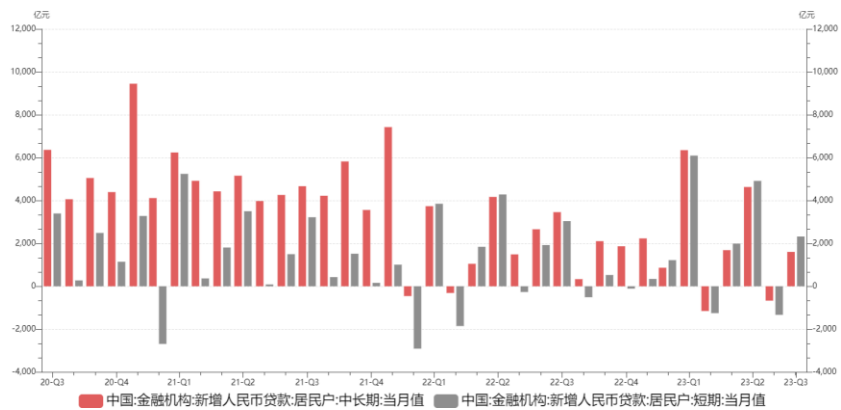


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从居民端看，8 月份住户贷款增加 3922 亿元，同比少增 658 亿元。其中，居民短端同比多增 398 亿元，中长端贷款少增 1056 亿元。暑期对居民消费需求有拉动作用，居民短期

贷款有所回暖；而当前房地产市场处于底部阶段，商品房新房销售数据仍表现低迷，市场购房需求疲软，拖累整体信贷。尽管 8 月份以来，各项刺激政策频出：“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列政策频频落地，旨在因城施策用好政策工具箱，促进房地产企稳复苏，后续静待政策效果。

图 53 居民端短中长贷款当月值（亿元）



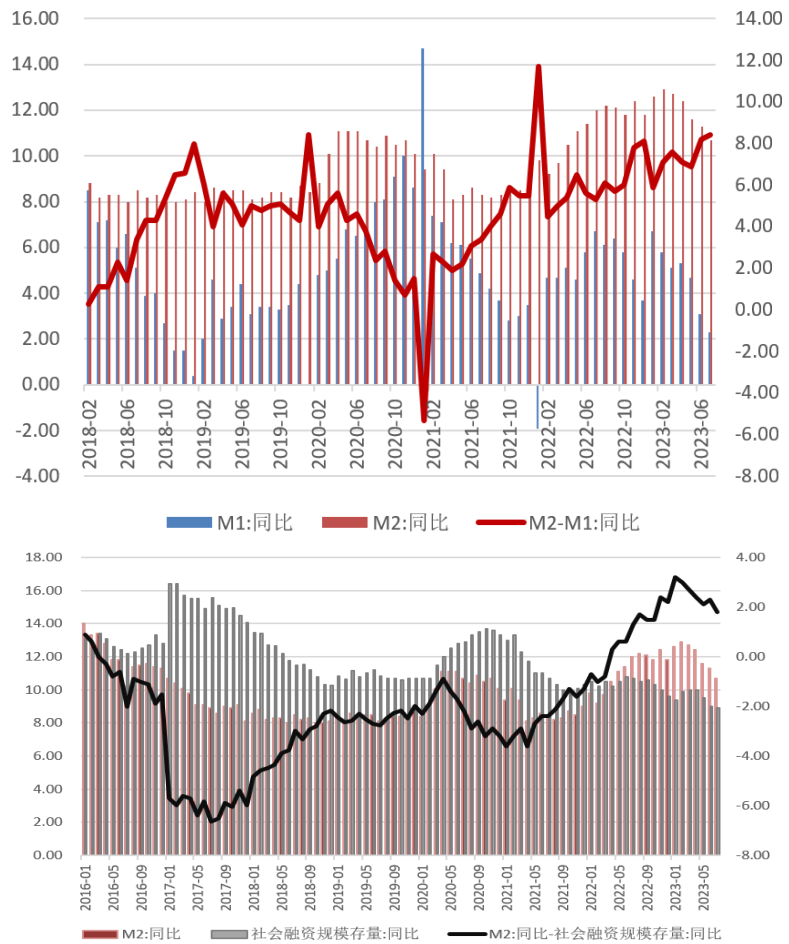
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

**M2-M1 剪刀差持平，宽货币传导或不畅。**8 月份 M2 增速延续回落，同比增长 10.6%，增速较上月下滑 0.1 个百分点，连续第 6 月下行。除上年同期基数太高因素影响外，8 月新增信贷规模的缩减带动 M2 增速小幅下行。此外，8 月财政新增存款减少 88 亿，同比减少 2484 亿元，稳增长压力下财政支出加快。M1 方面，8 月份 M1 同比增长 2.2%，增速较上月降低 0.1 个百分点，主要原因或是当前经济呈现弱复苏态势，企业端投资意愿不强及对活期存款的需求偏弱，同时房地产市场景气度持续低迷，居民端活期存款规模偏低。此外，8 月理财规模创年内新高，部分居民户及企业存款下降或是由于存在理财搬家行为。

值得注意的是，M2-M1 剪刀差与上月持平，仍然是年内最高水平，差值为 8.4 个百分点，资金活化程度仍然偏弱，企业、居民存款活期意愿比例边际未改变，仍位于低位。宽货币的传导过程尚不畅通，后续宽信用推进的关键或在于提振市场信心并有效扩内需。此外，存款利率下行有较强预期，二季度居民提前还贷水平仍维持高位，政策仍需从需求侧发力，继续加大房地产市场调整的力度，包括加快调整优化住房限购、限贷政策和降低存量贷款利率等措施。8 月 1 日，央行及外汇局在 2023 年下半年工作会议中明确指出，指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率，市场对此预期升温。而掣肘存量贷款利率下调的主要难点在于当前银行净息差处于较低水平，降准或将是缓解银行负债端压力的较

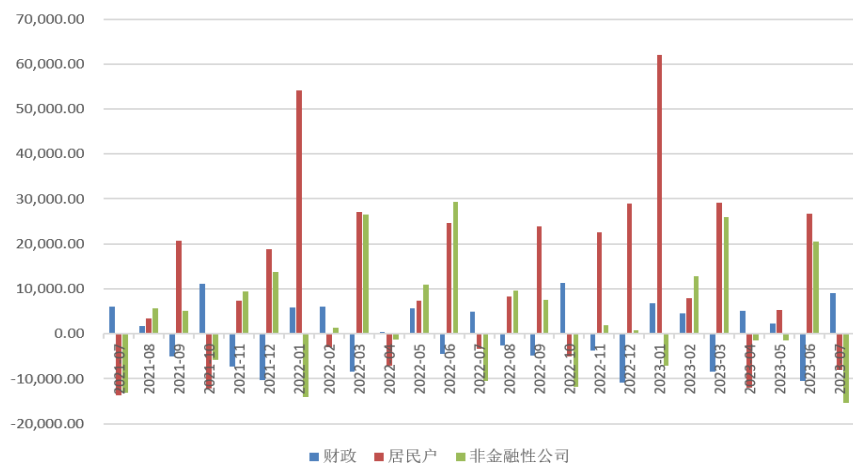
优选择。

图 54 实体部门信心有待释放



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 55 新增人民币存款分项（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

利率方面，在上月再度降息后，9月迎来了年内二次降准。同日，央行重启并“降息”14天逆回购。值得注意的是，央行时隔近8个月重启14天期逆回购操作，且降息20个基点。今年7天期逆回购利率两度下调，分别在6月12日和8月14日下调了10个基点，累计降幅与本次14天期逆回购降幅相同，此次下降应视为对前两轮其他政策利率下降的补充。综合市场分析来看，与降准等宽货币工具配合，重启14天期逆回购主要是应对季末短期因素对资金面扰动。

9月27日，央行货币政策委员会召开三季度例会强调，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策。促进物价低位回升，保持物价在合理水平。坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。货币政策将更大力度支持总需求改善。

总的来说，8月信贷总量超季节性走强，然而结构上中长期放贷稍显不足。在当前经济修复呈弱修复态势、企业资产负债率高位运行、叠加物价低迷拖累企业现金流的情况下，我国仍需加强对信用扩张的持续性和稳定性的支持力度。展望未来，在资金面趋紧的背景下，降准仍有必要性。在货币、财税、房地产政策等一系列利好政策组合拳下，以及在“金九银十”、中秋国庆假期的催化下，按揭早偿现象或将得到缓解，居民和企业信贷需求或将回暖。从长期来看，稳增长政策持续发力，一揽子利好政策正密集落地，各项政策的逐步落地生效。未来更多增量政策仍值得期待，银行信贷需求和风险水平有望逐步改善。



## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。