



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

 研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

## 加息暂停经济回暖 国内经济增速放缓

### 摘要

8月美国就业数据走弱，但劳动力缺口尚存且薪资增速并未出现显著改善。而通胀数据则在能源价格回升的影响下小幅反弹，同时核心通胀在劳动力成本高涨的影响下维持一定增速。非美国国家方面欧元区及日本通胀水平也在8月普遍返涨，全球通胀水平在高基数效应逐渐消失的情况下逐渐失去下行趋势。以美联储及欧洲央行为首的海外央行皆于公开发言中释放鹰派信号，市场普遍上调高利率周期长度的预期。往后看，当前美国劳动力市场持续降温与通胀反升两大因素对美联储货币政策决议的影响或相互抵消，美联储于9月或在利率决策上按兵不动并向市场释放鹰派信号加以抑制预期；欧洲央行受制于通胀仍处于较高水平的影响或再次加息，欧美利差缩小或利多欧元并使美元指数相对承压。美债价格或受日资回流及美国财政融资计划预期影响持续承压，而长端国债收益率上行或进一步给予风险资产价格一定的压力。

经济数据多数下行，货币政策先行发力。7月份经济数据多数走弱，工业增加值、固投两项指标环比增长情况显著弱于往年同期。经济增长动能总体有所减弱，或受到以下几方面因素拖累：一是台风、暴雨、高温天气对建筑施工造成影响。二是房产销售持续低迷，房企回款受到约束，新开工项目不足。三是外需放缓对制造业的收缩效应增强，中国经济平稳复苏更需依赖内需。四是工业去库存进程仍拖累经济增长，但拖累程度有望减弱。从就业角度出发，就业形式于上月小幅改善，但结构性失业问题尚存。7月政治局会议后，一系列宏观政策陆续推出，释放积极信号，宏观政策调控力度加大。按照中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”的要求，今年3.8亿元的新增地方专项债额度预计将在9月底前发行完毕。

## 正文目录

一、国外宏观经济回顾展望 .....	4
（一）美国：就业市场降温，经济仍旧火热.....	4
（二）欧元区：通胀回落，经济回暖 .....	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）地产承压，MLF 利率再度调降 .....	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. 地产疲弱，多数指标延续下滑 .....	17
（三）社消增速延续回落，新增“服务零售额”指标 .....	19
（四）欧美市场显疲弱，“量价齐跌”仍延续.....	21
1. 多政策频频发布，稳外贸有序进行.....	21
2. 进口跌幅延续扩大，内需偏弱仍待提振.....	23
（五）通胀重回负增，稳增长政策频出 .....	25
1. 猪油价格齐降，拉动通胀下行 .....	25
2. PPI 下行动能逐步减缓，或将在波折中回升 .....	28
三、国内宏观政策要更好体现针对性、组合性和协同性.....	32
（一）财政政策：“准财政”工具或加码 .....	32
（二）货币政策：降准降息年内有望进一步落实 .....	33
免责声明.....	39

## 图表目录

图 1 美国制造业 PMI 指数仍处于荣枯线之下 .....	5
图 2 美国通胀水平持续稳步下行 .....	5
图 3 美国就业市场缺口尚存 .....	6
图 4 软着陆预期升高，投资者风险偏好回升 .....	6
图 5 美国财政计划融资需求超预期，国债收益率高位震荡 .....	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 欧元区商业活跃度下降 .....	8
图 8 欧元区通胀水平稳步回落 .....	9
图 9 整体 PMI 走强 .....	10
图 10 日本 CPI 持续走强 .....	10
图 11 日本贸易额转负 .....	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 固投表现偏弱 .....	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 房地产投资结构走弱（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 .....	20
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 进出口数量指数（HS2） .....	24
图 33 主要进口商品金额同比增速（%） .....	25
图 34 核心物价企稳回升 .....	25
图 35 CPI 环比缓慢修复 .....	26
图 36 食品价格大多回落 .....	26
图 37 猪肉存栏量（万头） .....	27
图 38 蔬菜价格季节性表现（中国寿光指数） .....	27
图 39 原油价格下行趋势不改 .....	28
图 40 PPI 同比环比降幅均收窄 .....	30

图 41 成本压力仍处于低位 .....	30
图 42 PPI 分行业环比 .....	30
图 43 生产、生活资料剪刀差小幅收窄 .....	31
图 44 CPI、PPI 剪刀差回落 .....	31
图 45 公共财政收入同比增速 (%) .....	33
图 46 地方财政收入同比增速 (%) .....	33
图 47 社会融资规模存量增速 .....	34
图 48 社会融资规模分项 .....	34
图 49 新增人民币贷款当月值 (亿元) .....	35
图 50 新增人民币贷款中长期贷款 (亿元) .....	35
图 51 企业端短中长贷款当月值 (亿元) .....	36
图 52 居民端短中长贷款当月值 (亿元) .....	36
图 53 实体部门信心有待释放 .....	37
图 54 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：就业市场降温，经济仍旧火热

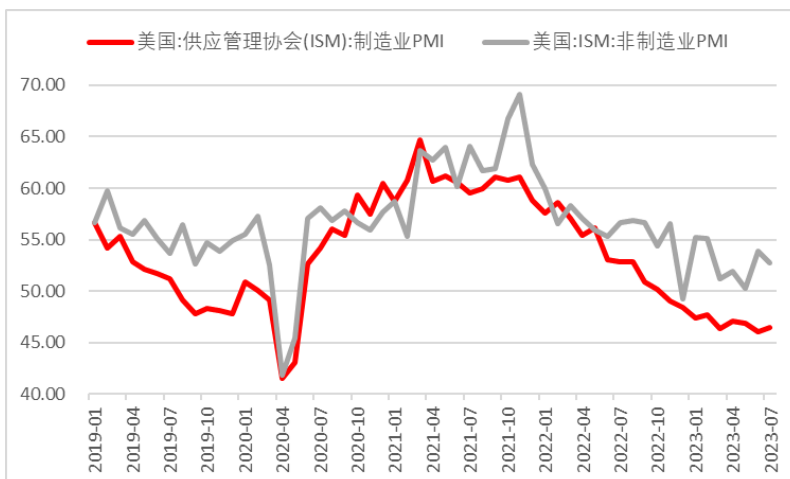
#### 经济数据回顾：

经济数据方面，美国 7 月制造业 PMI 录得 46.4，较前值 46.0 有所回升，服务业 PMI 录得 52.7，低于前值的 53.9，整体商业活跃度在 7 月变化较小，服务业需求或触顶回落或有后继相关价格下降。

通胀数据方面，美国 7 月 CPI 同比上涨 3.2%，高于前值的 3.0%，但低于预期的 3.3%，同时中断了连续回落 12 个月的下降趋势；7 月 CPI 环比上涨 0.2%，与前值及预期持平。核心 CPI 同比上涨 4.7%，较前值 4.8% 有所回落；7 月核心 CPI 环比上涨 0.2%，同样与前值及预期持平。能源价格受油价上涨及基数效应减弱等影响有所反弹。核心通胀方面，租金价格增速与前值持平，同时机票价格大幅下滑拖累整体核心通胀。然而多数服务类价格并未出现回落，较高的劳动力成本或仍持续给予服务价格一定的支撑。

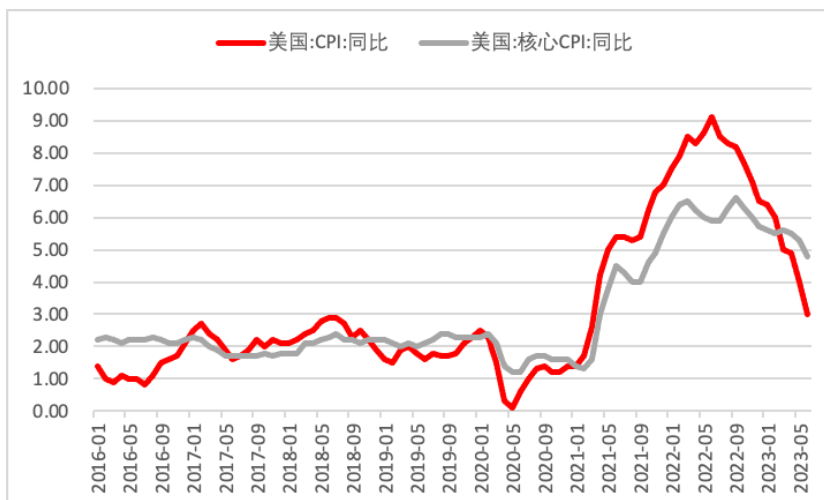
劳动力数据方面，美国 7 月新增非农就业人数录得 18.7 万人，低于预期的 19 万人及前值的 18.5 万人，同时创下 2020 年 12 月以来的新低。6 月 JOLTS 职位空缺数录得 958.2 万人，较前值 961.6 万人有所下降。薪资增速方面，7 月平均时薪同比增速录得 4.4%，较前值持平且高于预期的 4.2%；薪资增速环比增长 0.4%，同样与前值持平。前美国经济仍旧火热，年内软着陆预期逐渐升高，经济衰退风险下降的同时或将持续给予劳动力需求一定的支撑。外加本轮劳动力主要需求产业皆有中小企业组成，利率及经济环境的变化对其影响相对较小，后继美国劳动力市场供需趋平的难度或逐渐上升。

图 1 美国制造业 PMI 指数仍处于荣枯线之下



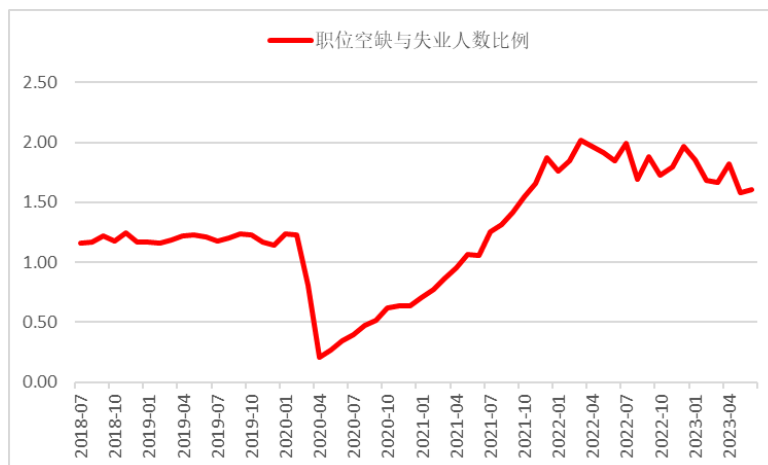
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 美国通胀水平持续稳步下行



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

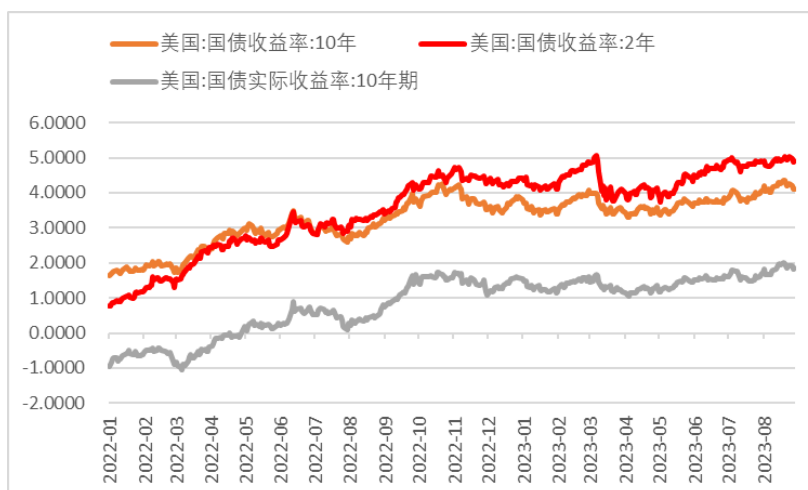
资产走势回顾：

图 4 软着陆预期升高，投资者风险偏好回升



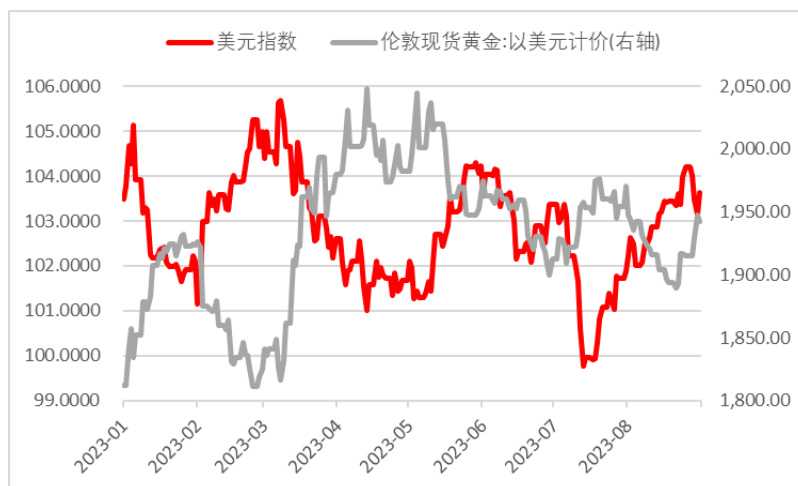
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 5 美国财政计划融资需求超预期，国债收益率高位震荡



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

### 9 月展望及重点关注事件：

往后看，本月末期最新美国就业数据显示美国职位空缺数下降，同时 ADP 新增就业人数远低于预期，整体数据或暗示美国劳动力市场供需趋平。然而从通胀数据来看，近期油价反升使美国整体通胀水平有所反升，同时居民支出远超预期。因此，在经济仍旧火热的情况下，美联储或不得不持续维持鹰派基调并在公开演讲中保持对再次加息的开放性态度以便于抑制市场预期。美元及美债收益率在利率预期支撑下或维持于高位，而风险偏好在长端国债利率上行的影响下或相对承压。

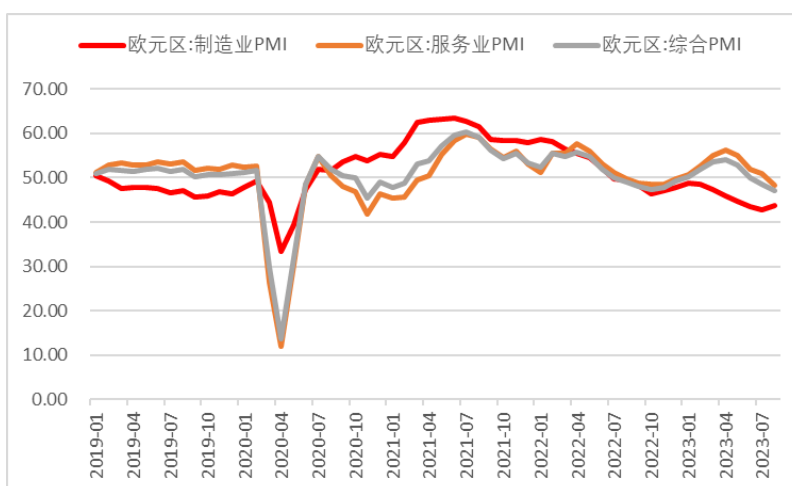


## （二）欧元区：通胀回落，经济回暖

### 经济数据回顾：

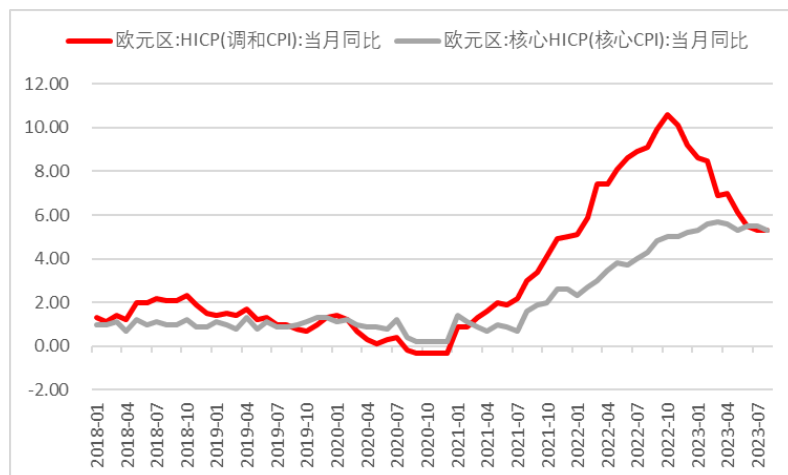
PMI 数据方面，8 月欧元区制造业 PMI 录得 43.7，较前值 42.7 小幅回升；服务业 PMI 录得 48.3，较前值 50.9 大幅回落，综合 PMI 则录得 47，在服务业 PMI 的拖累下同样较值的 48.6 有所降温，整体 PMI 指数的回落反映欧洲整体经济活跃度有所下降。通胀方面，欧元区 8 月调和 CPI 同比上涨 5.3%，与前值持平但略高于预期的 5.1%。8 月核心调和 CPI 录得 5.3%，较前值 5.5% 小幅回落并与预期持平。本月通胀水平在食品及烟酒价格大幅上涨的影响下回升，同时服务业绩非能源工业品价格增速虽较前值有所回落但仍处于高位，这也使通胀水平得到了一定的支撑。

图 7 欧元区商业活跃度下降



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

### 9 月展望及重点关注事件:

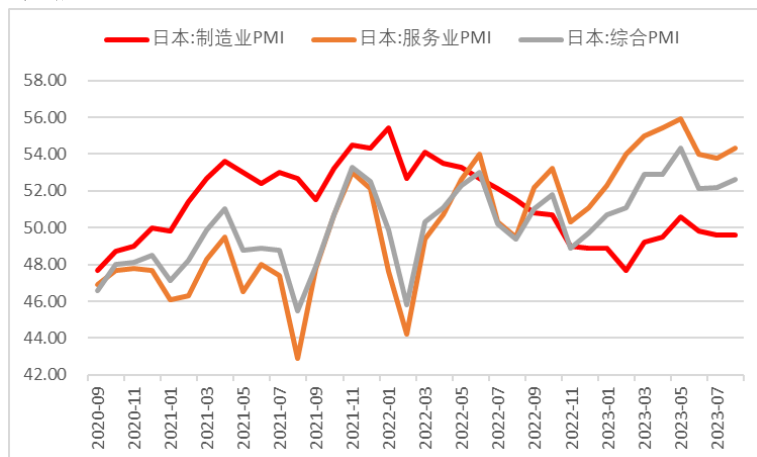
当前市场在高利率环境下对欧洲经济前景有所担忧,然而通胀反升也使欧洲央行进退两难,从最新欧洲央行会议纪要来看,欧洲央行成员普遍支持再次加息,同时为确保货币政策起效,9月或需进一步加息。往后看,在全球通胀水平失去高基数效应逐渐反升的情况下,若经济数据为显示欧元区经济增速显著放缓,欧洲央行或继续维持鹰派基调并提高市场对其再次加息的预期,若美国经济数据相对走弱使美联储暂缓加息,欧美利差进一步缩小或利多欧元。

### (三) 日本: 贸易走强, 宽松不改

#### 经济数据回顾:

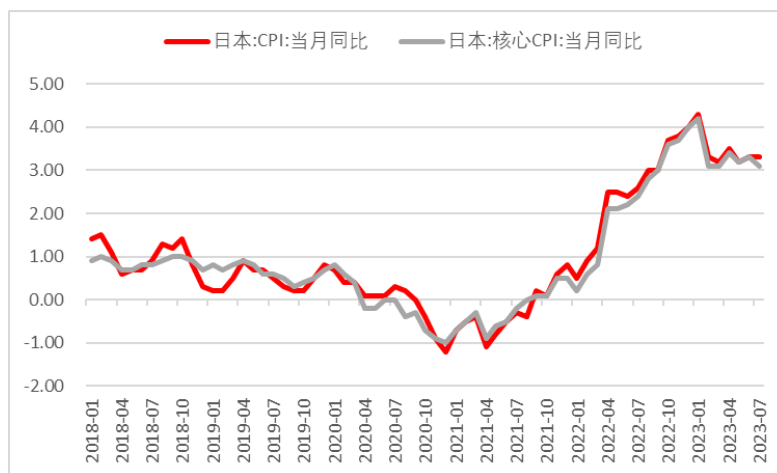
日本8月制造业PMI录得49.6,与前值持平;服务业PMI指数录得54.3,较前值53.8再次走强,而综合PMI则在服务业PMI回升的影响下录得52.6,略高于前值的51.2,整体经济活跃度在本月服务业优异的表现下再次回升。通胀数据方面,日本CPI及核心CPI同比增幅在6月分别录得3.3%及3.1%,前者与前值持平,后者则较前值3.3%有所回落。在通胀细分项中,服务CPI增速高达2%,为1993年来最大增幅,整体走势朝日本央行目标靠拢。日本7月商品贸易差额录得-662亿日元,较前值的逆差392亿日元有所回落,贸易边际再次转弱。

图 9 整体 PMI 走强



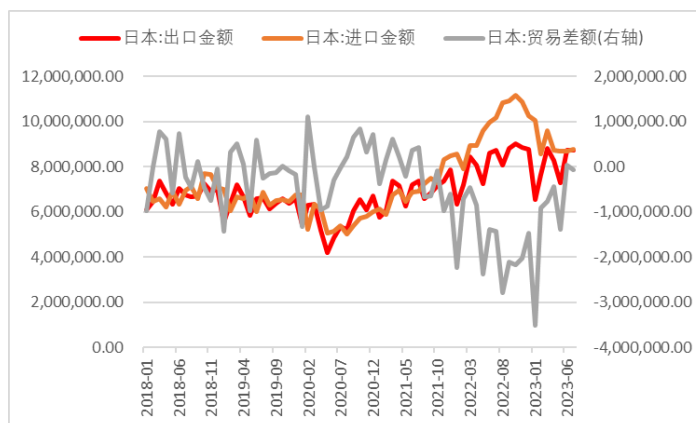
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 持续走强



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 日本贸易额转负



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## 8 月展望及重点关注事件：

日本央行在 7 月调整收益率曲线控制政策将国债收益率上下限作为参考并将其所购买的 10 年期国债收益率上调至 1.0%。消息公布后日本 10 年期国债再创 2014 年来新高。往后看，若日本通胀数据持续朝日本央行靠拢，日本央行或进一步退出宽松货币政策，而日本长端国债收益率的上升或也将使日元资产持续回流，整体或将利空美债并利多日元上涨。往后看，美债或将受日元资产回流持续承压，外加美国自身财政融资计划超市场预期，长端美债收益率或将持续受预期影响于高位震荡。

## （四）外汇技术分析

**美元指数：**先前几月美国就业数据已开始走弱，最新 ADP 就业数据或提前预告本月非农就业数据将维持往期趋势。劳动力市场降温或有利核心通胀下降，但当前美国居民支出有增不减，因此两者对美联储加息决策的影响或相互抵消。9 月美联储或仍不加息并在 FOMC 会议再次释放鹰派信号来抑制市场预期，总的来看美元指数在市场对利率周期长度预期拉长后或维持于 102 至 104 区间震荡。

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

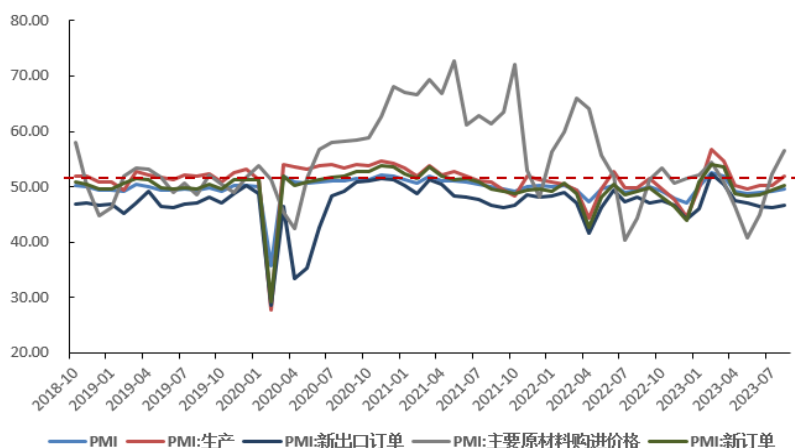
**供给生产同步回升，企业信心得到增强。**8 月份，制造业 PMI 指数为 49.7%，较上月小幅回升 0.4 个百分点，略超季节性，制造业淡季边际修复。其中，新订单较上月回升 0.7% 至 50.2%，自 4 月份以来首次升至扩张区间。考虑到出口订单回落，新订单指数的上行表明内需正处于一个加速回暖的过程中。但可以看到，海外发达经济体衰退预期升温，导致外需继续承压，新出口订单指数疲软形势未改。

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。

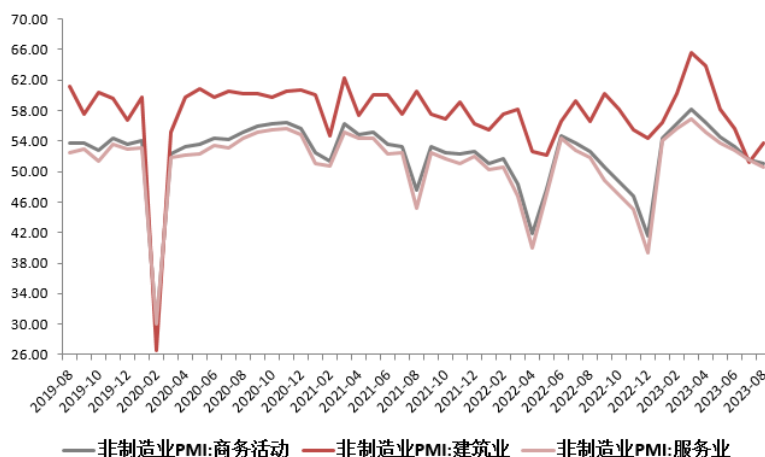
目前来看，我国经济复苏放缓，制造业 PMI 大概率将低位震荡。从历史数据分析，PMI 持续位于荣枯线以下的时间段分别有 2015 年 8 月-2016 年 2 月（最低 49.0%）和 2019 年 5 月-10 月（最低 49.3%）；其中 2015 年 11 月原材料购进价格最低下探至 41.1%，与当前时期比较类似。2015 年下半年，在 PMI 和原材料购进价格同时处于低位时，出台了《财政支持稳增长的政策措施》以及地产限购限贷的松绑。预计未来政策或向需求侧倾斜。

图 13 制造业 PMI



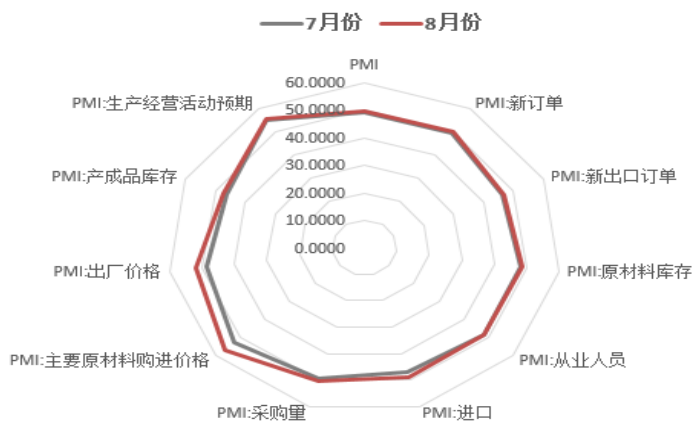
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 14 服务业 PMI 回落显著



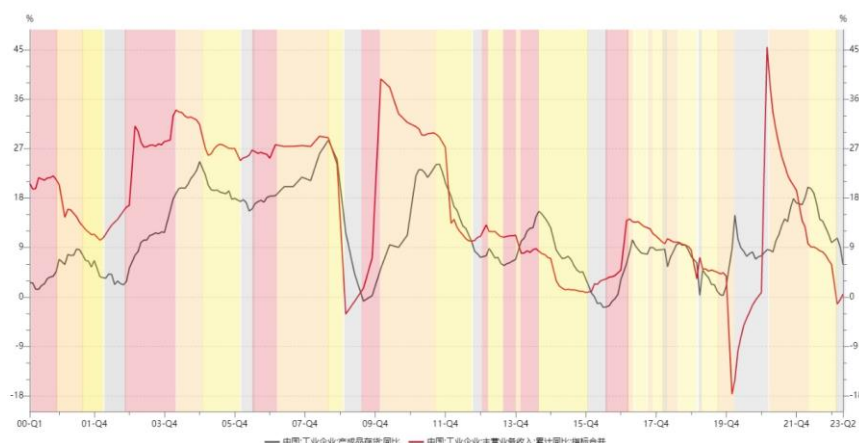
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

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



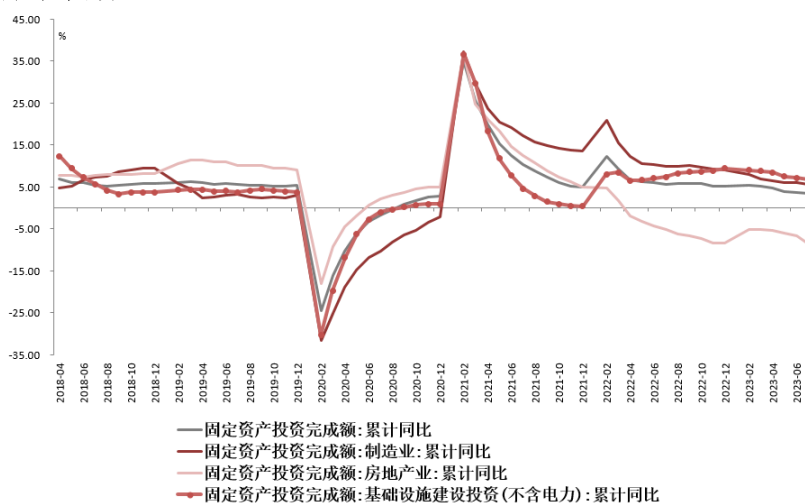
数据来源：Wind，瑞达研究院

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）地产承压，MLF 利率再度调降

**固投表现表现偏弱。**1-7 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。本月主要拖累项仍为地产投资，而基建投资则延续此前稳定趋势。其中，民间投资累计同比下降 0.5%，比起疫情前水平，有着一定距离，企业信心不足，市场缺乏活力。

图 17 固投表现偏弱



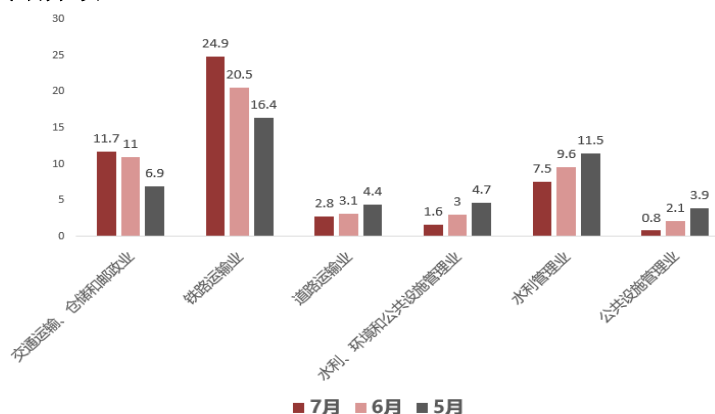
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## 1. 基建延续回落，政策进入平稳期

基建投资增长 6.8%，较上月小幅回落 0.4%，但总体表现依旧稳定。**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 24.9%，为主要贡献项。今年以来，各级政府主要围绕“十四五”规划纲要确定的重大工程，以联网、补网、强链为重点，突出补短板、强弱项、重配套，推动一批重点项目建设取得新进展。

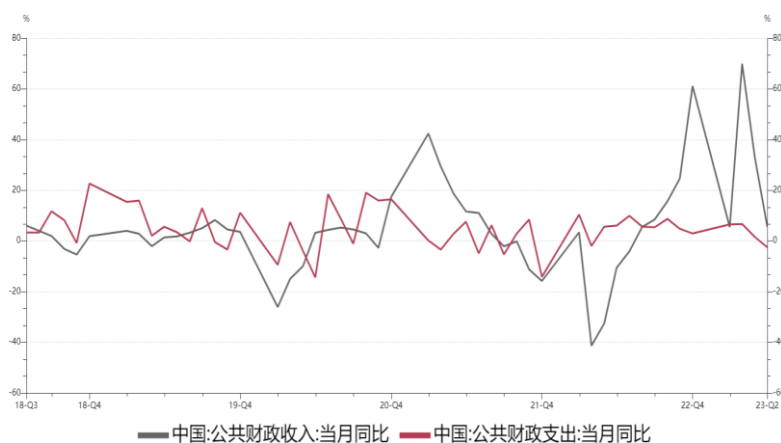
目前来看，经济复苏道路上依旧有较多不确定性，同时政策节奏已缓缓放慢，暂且无更多基建方面增量政策，后续基建增幅或收敛。但基建作为传统重要抓手，对经济复苏的意义重大，是三大投资领域中最重要的一环，后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，缓解项目资金压力、助力总体基建。

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



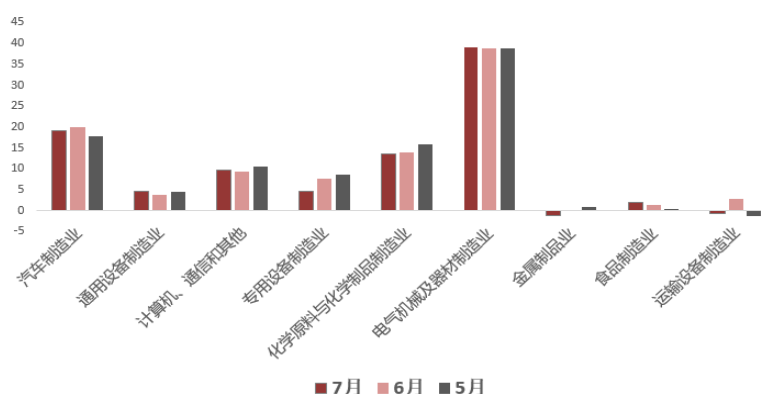
资料来源：wind，瑞达期货研究院



## 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 5.7%，较上月回落 0.3%，需求不足，经济持续遭受挑战，市场逐步转向避险，制造业投资小幅回落，制造业 PMI 继续位于临界点之下，投资需求或更显疲弱。

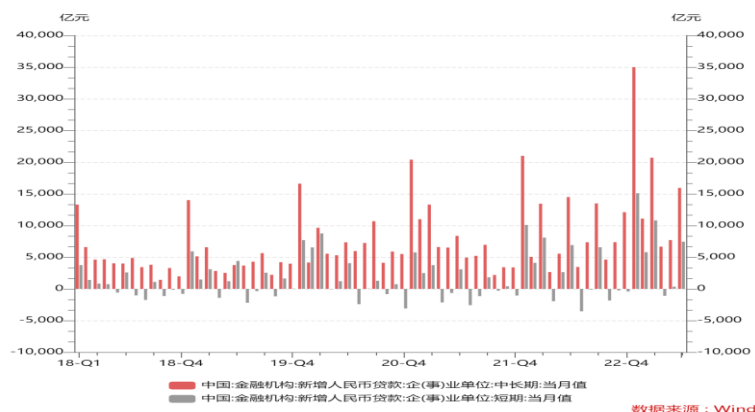
图 20 制造业投资细分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

本月企业贷款增速放缓、支撑力度减弱，信贷需求走弱的迹象进一步显现，支撑力度减弱，短期贷款则受季节性因素影响少增显著，较去年同期相差无甚，融资需求低迷。8 月 15 日，央行逆回购利率调降 10 基点至 1.9%；1 年期 MLF 利率下调 15 基点至 2.5%。同时，央行将常备借贷便利利率（SLF）下调 10 个基点。本次三大关键政策利率同日降息，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。随着海外经济体逐渐步入衰退，叠加内需不足，制造业投资依旧面临出口下行和产能利用率较低的双重压力。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

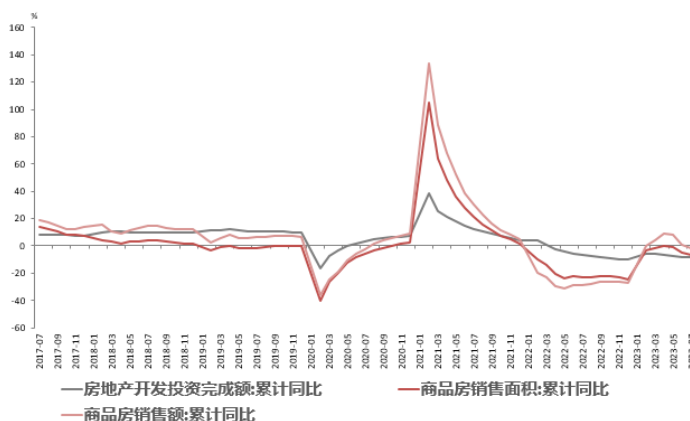


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

### 3. 地产疲弱，多数指标延续下滑

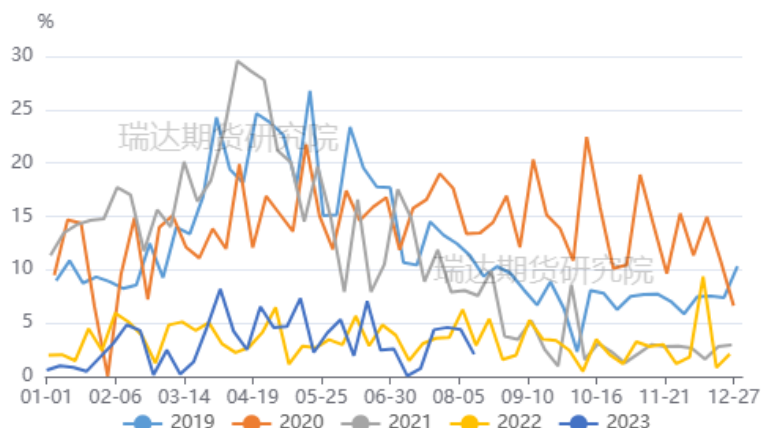
房地产开发投资同比降幅从上月的 7.9%进一步扩大至 8.5%，销售、贷款、新开工指标仍偏弱，显示居民购房需求继续回落、地产需求仍待企稳。具体来看，房地产新开工和施工面积累计同比增速延续下滑走势，分别为-24.5%、-6.8%，前值分别为-24.3%、-6.6%。而从需求端来看，7 月商品房销售面积累计同比降幅进一步下行 1.2 个百分点至-6.5%，房地产市场低迷，居民信心不足，地产始终承压。

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

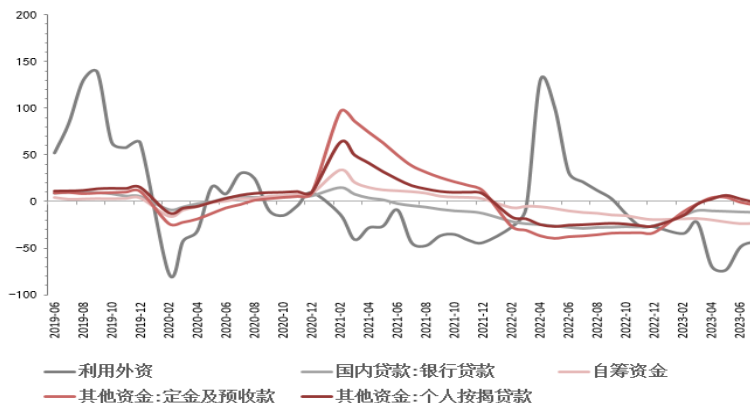


资料来源：wind，瑞达期货研究院

从地产资金来源看，自筹资金仍是主要拖累。7 月份个人按揭贷款同比下降 1.0%，转升为降，销售回款能力恶化，且自筹资金同比仍在-23.0%的低位徘徊。

从信贷来看，自上月 618 促销活动、端午假期等消费热潮结束后，居民消费热情迅速回落，同时叠加房地产景气水平低位运行，市场购房需求疲软，拖累整体信贷，后续有望出台更多政策助于提振居民端贷款企稳回升。

图 24 房地产投资结构走弱（资金来源累计同比）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

总体来看，7 月份房地产投资市场景气度再度回落。目前我国地产政策还不足以稳定房地产景气度，房地产行业压力仍然较大。目前来看，存量房贷利率下调备受瞩目，未来将在有关部门指导下稳妥推进实施，将对地产带来一定提振。

图 25 新增居民短中长期贷款



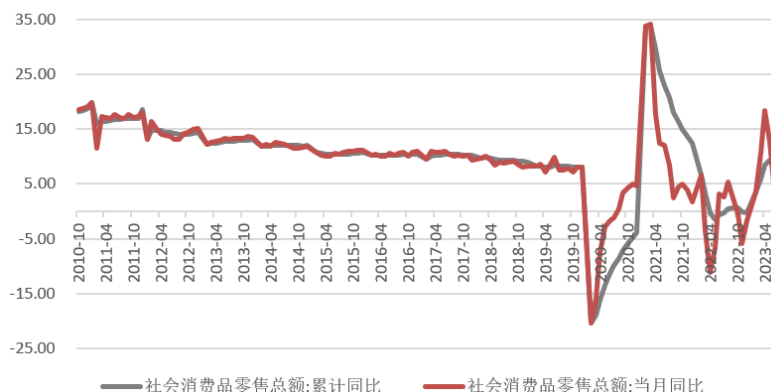
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

### (三) 社消增速延续回落，新增“服务零售额”指标

7 月份，社会消费品零售总额 36761 亿元，同比增长 2.5%，较上月下滑 0.6 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 32906 亿元，增长 3.0%，较上月回落 0.6 个百分点。7 月消费修复动能偏弱或主要受占比较大的汽车消费等大宗消费影响放缓，也反映出当前消费需求增长动力仍然不足，消费扩张有待进一步刺激。

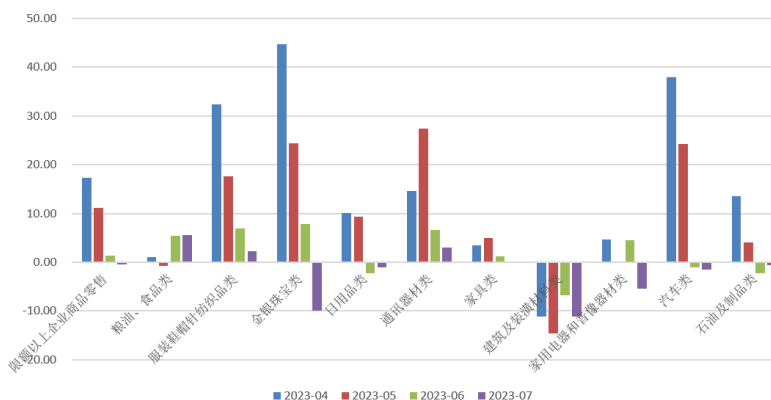
值得注意的是，此次 7 月份的数据，新增了服务零售额数据的发布。国家统计局表示，从 2023 年 8 月份开始，国家统计局将按月发布服务零售额的累计增速。社会消费品零售总额和服务零售额主要交叉是在餐饮收入部分。社零消费的构成包括商品零售和餐饮收入，而在服务零售额统计中，不仅包含餐饮收入，也包含交通、住宿、教育、卫生、体育、娱乐等服务消费各方面情况。这也解释了暑期经济的旺盛对社零消费的贡献度低于市场预期原因，主要在于：在社零消费中的统计只有餐饮收入，7 月份餐饮收入在社零消费中占比只有 11.6%。1-7 月份，服务零售额同比增长 20.3%，明显快于商品零售额增速。

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

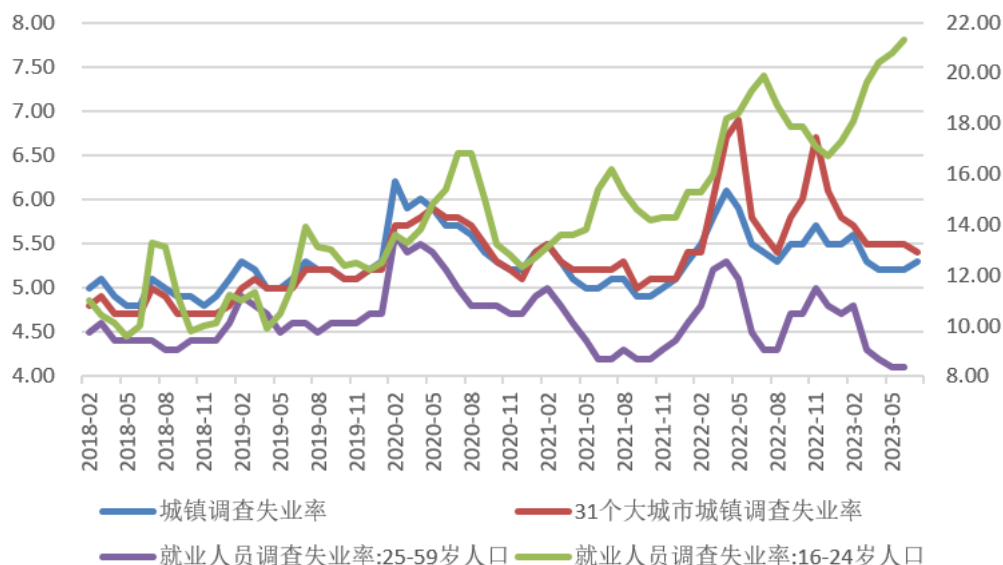
具体来看, 7 月限额以上单位商品零售额增速延续下行, 消费潜力有待进一步释放。商品零售中的汽车、石油及制品、家用电器和音像制品类的消费下行, 对整个社零消费影响较大。除了汽车消费增速下行外, 家用电器和音像器材类、金银珠宝类、日用品类以及服装鞋帽针纺织品类等消费额增速的下滑也是拉低本月消费额增速的主要因素。其中, 受地产低景气拖累, 建筑及装潢材料类消费同比下降 11.2%, 家用电器和音像器材类消费同比下降 5.5%, 下行速度较上半年有所加快。而服装鞋帽品类、金银珠宝类和日用品类的波动或一定程度上受到“618”线上购物节的透支效应影响。

7 月份以来, 各领域促消费政策密集出台, 涉及到家居、汽车、电子产品等多领域。但从本月的数据来看, 密集发布的刺激消费政策对消费的影响还待进一步显现, 企稳回暖或需一定时日。二季度汽车消费增速的大幅上涨主要是由于去年同期的低基数效应导致, 6 月

开始汽车消费增速转负，7月明显放缓，预计汽车消费增速在三季度继续低迷前行，或在年末出现明显上行。总的来说，7月份消费市场整体延续呈现弱恢复态势。居民消费能力以及信心仍有提升空间，地产行业持续低迷，内需动力不足或是关键问题。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，就业形势与上月相比小幅改善。7月份，全国城镇调查失业率为5.3%，比上月上升0.1个百分点，但低于去年同期0.1个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.4%，比上月下降0.1个百分点。从今年前6个月统计数据看，青年失业率保持在偏高水平，16-24岁城镇青年就业压力较大，就业形势较为严峻。随着2023届毕业生陆续进入劳动力市场，年轻人就业压力或有所加剧。但一般随着毕业季过去，失业率会逐步下降。8月15日，国家统计局决定自今年8月份开始，全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率将暂停发布。主要原因在于：包括对毕业前寻找工作的学生是否应纳入劳动力调查统计、对于青年人年龄范围的界定以及毕业季前后城镇青年失业率有阶段性“失真”现象等细节均需要进一步研究。

图 28 城镇调查失业率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

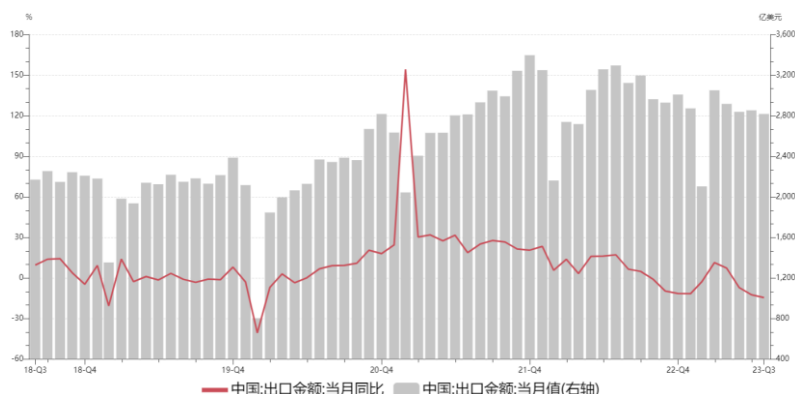
#### （四）欧美市场显疲弱，“量价齐跌”仍延续

##### 1. 多政策频频发布，稳外贸有序进行

我国7月出口同比-14.5%，跌幅超市场预期，且降幅进一步扩大。在我们看来，主要

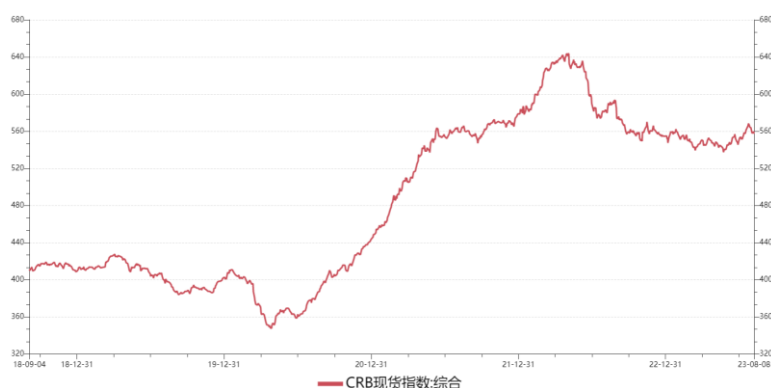
原因有两点：一是去年基数影响。2022 年我国出口同比增速波动较大，在 5、6、7 月份达到两位数增长，7 月份高达 17.16%，在基数的影响下，同比增速承压。二是机电产品（除汽车以外）增速继续放缓。但汽车及其零配件保持较好，为出口主要贡献项。除此之外，2023 年以来 CRB 商品指数总体呈震荡走弱的形式，对出口增速的支撑较弱，量价齐跌特征始终存在。

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

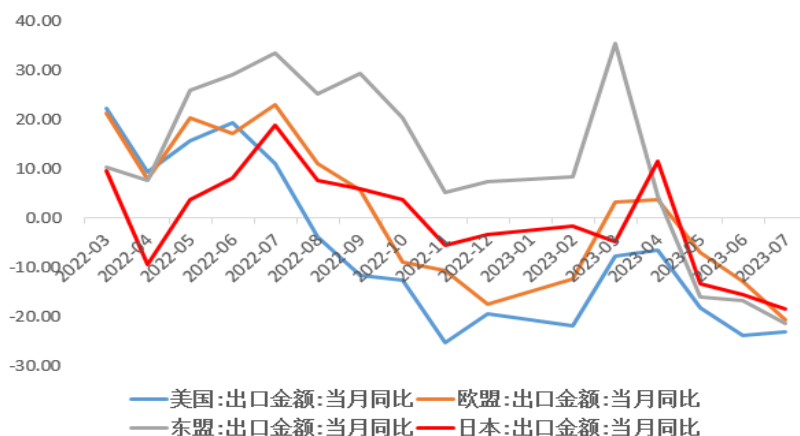
从出口经济体看，本月对主要地区出口均出现下行趋势。7 月对欧盟、东盟、日本出口降幅进一步扩大，分别为 -20.6%、-21.4%、-18.4%，较上月下降 3-8 个百分点不等，与各经济体 7 月制造业 PMI 下行趋势一致。而对美国出口同比 -23%，小幅回升 1 个百分点，结合近期对美国出口运价有所企稳回升，或反映了美国需求的相对韧性。

种种迹象表明，全球经济衰退预期正持续升温，各国需求端表现不佳，接下来随着各经济体“被动收紧”货币政策，外贸压力仍较大，我国对各经济体出口增速或多数下调。



7月24日召开的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

从主要出口产品上看，多数产品同比较上月均有不同幅度放缓，汽车（包括底盘）虽作为主要支撑，但回落幅度依旧明显。具体来看，上游商品及劳动密集型产品出口数量同比增速大多回落，但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。其中，劳动密集型商品中，箱包及类似容器和服装类同比分别下降 6.8 和 4.2 个百分点；机电产品中手机和集成电路回升 25.6 和 4.6 个百分点，汽车（包括底盘）出口数量同比增速为 83.3%，虽位于高位，但较上月大幅回落 26.7 个百分点。

总的来看，在海外需求端回落叠加基数效应共同影响下，我国 7 月份出口大幅转弱，降幅进一步走阔，其中劳动密集型产品拖累最为显著，多数产品量价齐跌的现象依然存在。接下来，由于基数效应边际褪去，外贸压力减弱。我国政府对稳外贸目标的高度重视，接下来随着商务部采取的一系列稳外贸措施逐步落地，8 月份外贸数据料改善。

## 2. 进口跌幅延续扩大，内需偏弱仍待提振

7 月份我国进口 2011.59 亿美元，较 6 月降幅继续扩大 5.6 个百分点至-12.4%，为今年以来连续五个月实现负增长，且跌幅落入两位数区间，主要原因或是国内需求仍偏弱以

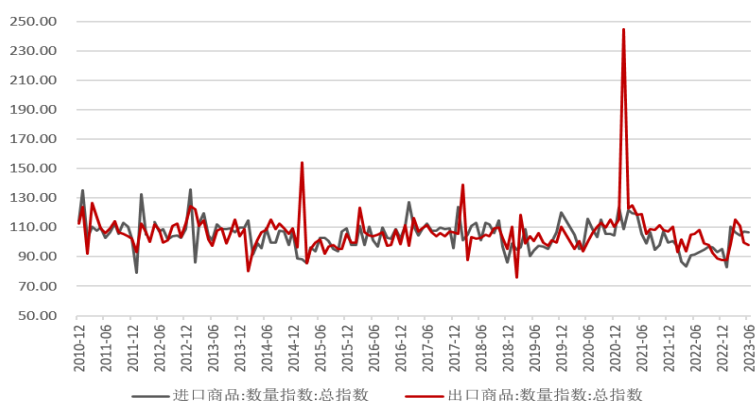


及主要商品量价双弱等因素。国内 7 月 PMI 数据小幅回升至 49.3 但仍处于收缩区间，或表明国内经济修复动能仍显不足，同时 7 月新出口订单指数显著回落且 7 月我国出口降幅小幅扩大，外需进一步放缓也导致对出口产成品加工环节所需的原材料以及中间品的进口需求减弱。

从主要进口商品量价走势来看，7 月农产品和煤及褐煤对中国进口的拉动较上月显著下滑，或成为拖累进口增速下行的主要原因。其中，7 月农产品进口额同比由上月增长 4.4% 转负增长 10.5%，而煤及褐煤增速放缓 45.3 个百分点至 2.2%。同时，7 月原油、集成电路以及机电产品对进口增速的拖累进一步增强。其中，7 月原油价升量跌，进口额同比降幅较上月扩大 19.4 个百分点至-20.8%；集成电路和机电产品进口额同比降幅较上月分别扩大 2.5 和 3.1 个百分点至-16.7%和-11.3%。此外，7 月中国成品油对进口增速支撑明显，且医药材及药品的拉动明显提升，由负增长转为小幅增长 4.0%。

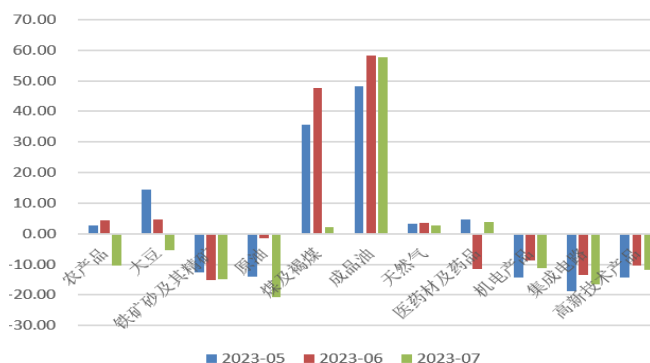
总体来看，7 月政治局会议释放积极的稳增长信号，有望提振市场信心以及带动经济复苏动能转强。同时，国际大宗商品价格仍然偏弱运行对我国进口同比增长形成的拖累仍存，并且或将在三季度延续。短期内外需疲弱难改且内需改善尚需时日，进口或将延续负增长区间震荡，而在国内稳增长政策的发力和落地下，后续内需改善有望带动进口需求边际回暖。

图 32 进出口数量指数（HS2）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 33 主要进口商品金额同比增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

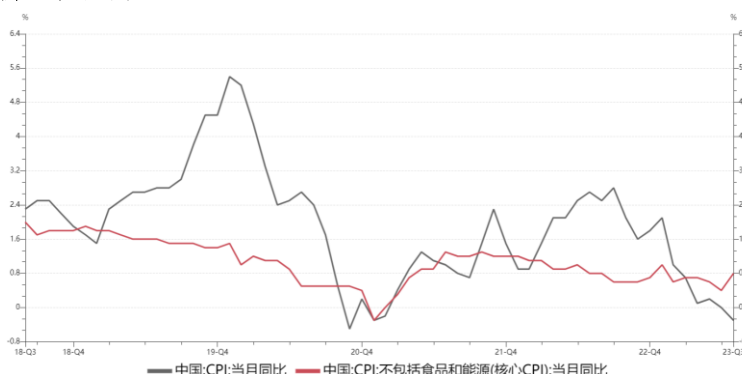
## (五) 通胀重回负增, 稳增长政策频出

### 1. 猪油价格齐降, 拉动通胀下行

7 月 CPI 环比下降 0.2%, 主要受季节性影响以及消费市场供给充足因素影响, 通胀水平继续降温。从剔除食品和能源后的核心 CPI 来看, 同比上升 0.8%, 有所改观, 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。随着后续稳内需政策落地生效, 经济企稳复苏, 国内需求对生产端的带动效应逐步增强, 核心 CPI 或将能够扭转低位运行态势。

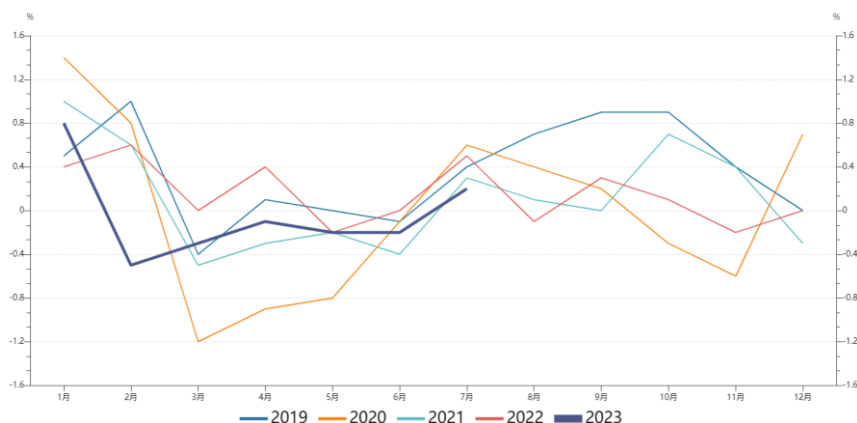
2020 年 11 月, CPI、PPI 双双负, 在此之后, 国常会再次将稳经济作为主要议题, 强调要“抓好稳经济一揽子政策措施落地见效, 推动经济巩固回稳基础、保持运行在合理区间; 确定加强重点商品保供稳价措施, 保障群众生活需求”, 而随着政策逐步落地, 通胀水平回暖。

图 34 核心物价企稳回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 35 CPI 环比缓慢修复

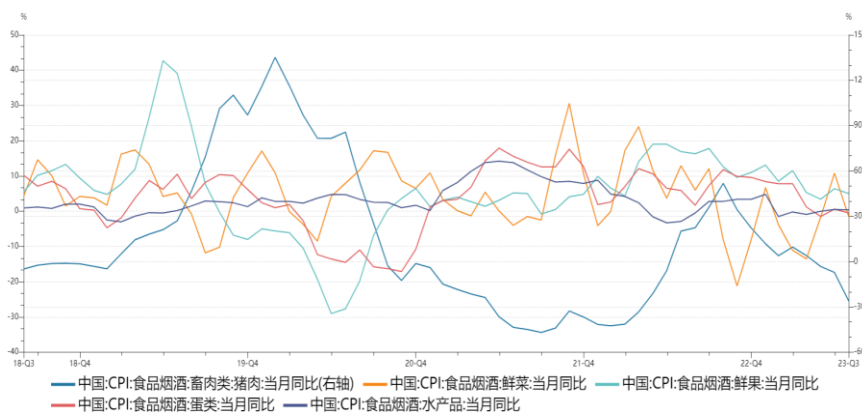


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

具体来看，7 月食品价格由上月上漲 2.3% 转为下降 1.7%；环比下降 1.0%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点，季节性供需错配导致价格下跌。

猪肉产能充足，猪价延续七个月的下滑趋势使其仍为食品类 CPI 的主要拖累项。7 月份猪肉价格同比跌落至 26.0%，降幅较上月扩大 18.8 个百分点。造成猪价下跌的主要原因还是在于供需错配上面，供应量的偏多，去产能不及预期，出栏增加等因素，下游需求的不振、增长不及预期，也是压制生猪价格的主要因素。从供应端来看，三季度仍是供应的高峰期，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，给市场带来一定的压力。总体来看，整体生猪养殖行业延续亏损，猪价大概率将继续维持偏弱态势，但下跌的空间有限。预计年内中央将开启第二批猪肉储备收储工作，有望随着生猪产能调整，推动猪价企稳上升。

图 36 食品价格大多回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

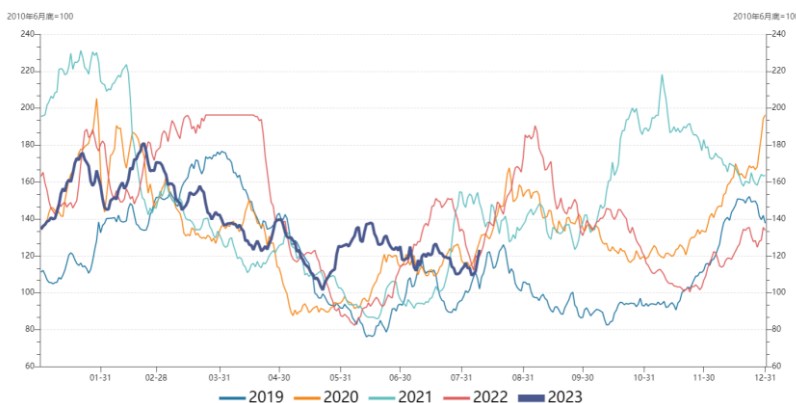
图 37 猪肉存栏量（万头）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

因应季果蔬大量上市，鲜果和鲜菜价格分别下降 5.1%和 1.9%。后续在高温、多雨的天气影响下，蔬菜价格的波动幅度或较大。而其他食品供过于求的现象仍未改善，鲜果蛋类等价格持续下降，整体食品价格受供需两端共同影响连续多月下行。接下来，食品需求或已落入下行区间，需求持续承压，静待政策显效。

图 38 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，7 月价格环比由上月下降 0.1%转为上涨 0.5%；同比回升至持平。其中，服务业提振是主因。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同比分别上涨 26.0%、10.1%和 6.5%，其中亮点是旅游价格环比创有记录来同期最高增幅。此外，核心 CPI 同比增长 0.8%，较上月回升 0.4 个百分点，内需改善显著。

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 39 原油价格下行趋势不改



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

总体来看，本月 CPI 同比价格的下行主要来自季节性因素影响供需两端，使得商品供过于求，价格进一步走弱，而距离上一次负增时隔 28 个月。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 market 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，随着基数效应边际减弱以及“稳增长、稳内需”政策不断加码，内需或有序恢复，CPI 料回到合理水平。

## 2. PPI 下行动能逐步减缓，或将在波折中回升

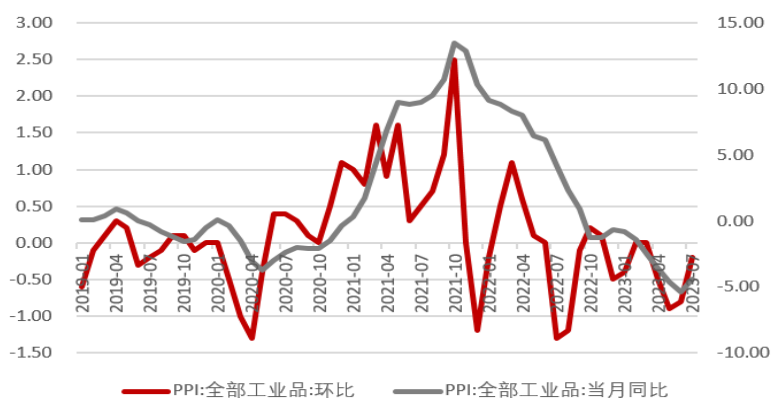
7 月份 PPI 同比下降 4.4%，降幅比上月收窄 1.0 个百分点；从环比看，7 月 PPI 下降 0.2%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点。7 月 PPI 环比、同比降幅均收窄，或主要是受高基数效应逐步减弱、国内稳增长措施效果显现及主要工业品价格逐步企稳等因素影响。具体来看，PPI 中的生产资料和生活资料分别同比下降 5.5% 和 0.4%，分别较上月回升 1.3

和 0.1 个百分点。在环比上，生产资料和生活资料出现分化，7 月份生活资料出现小幅反弹，环比由-0.2%转为上涨 0.3%，而 7 月份生产资料环比降幅小幅收窄至 0.4%但仍为负增长，或表明生产端需求仍偏弱。

7 月份代表上游的 CRB 指数降幅明显收窄，由 5 月同比增速为 14.2%收窄至 6 月同比增速为-11.3%，7 月进一步大幅收窄 7.7 个百分点至-3.6%，主要大宗商品价格或已企稳回升，当前为 PPI 底部的可能性较高，但实际需求动能仍然偏弱，三季度或仍将在负增长区间筑底。从上下游主要工业品及行业价格来看，7 月份上游行业环比有所改善，大多数中下游行业环比表现较弱，或显示下游需求仍处于恢复阶段。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。近期 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降幅有所收窄但仍实现负增长，分别由 6 月份的-2.6%、-2.2%、-0.4%上行至-1.2%、-0.1%、-0.2%；而代表国内消费需求的农副食品加工业和酒水饮料均小幅回升至正增长区间，分别实现 0.8 和 0.1 个百分点的涨幅。

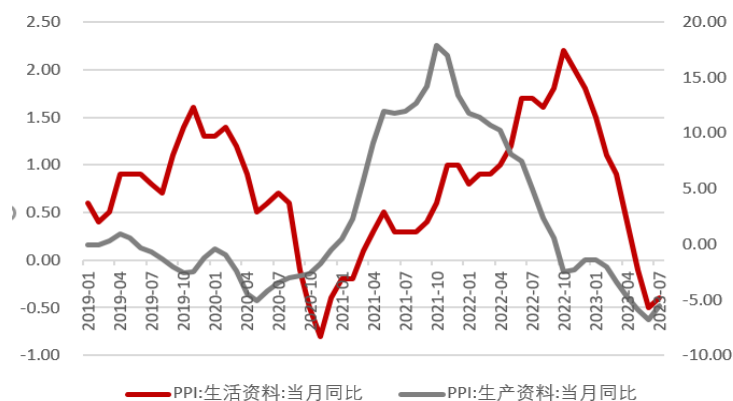
往后看，随着去年高基数效应逐步回落，下半年 PPI 同比降幅或将持续收窄，PPI 或将筑底回升，而后会触发制造业库存周期底部。但是在回升的过程中，需关注地产行业的持续低迷对该产业链的工业品价格影响较大，体现内需实际动能的工业品价格包括化工品、铁矿石以及水泥出现下行，下游消费的持续回暖和地产市场的止跌企稳或是 PPI 回升的主要驱动线索。

图 40 PPI 同比环比降幅均收窄



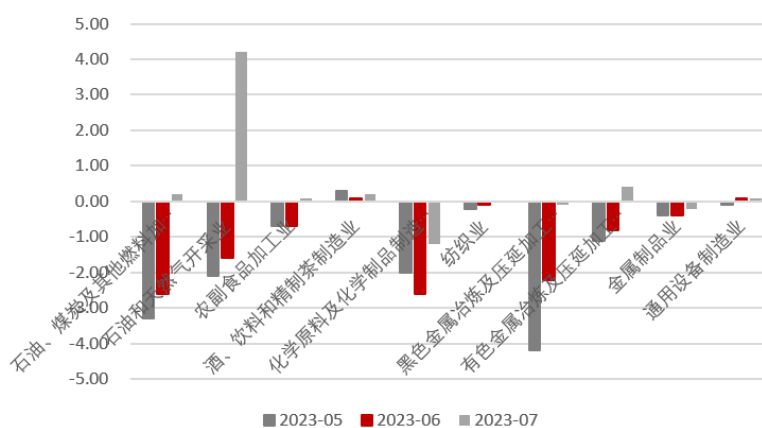
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 41 成本压力仍处于低位



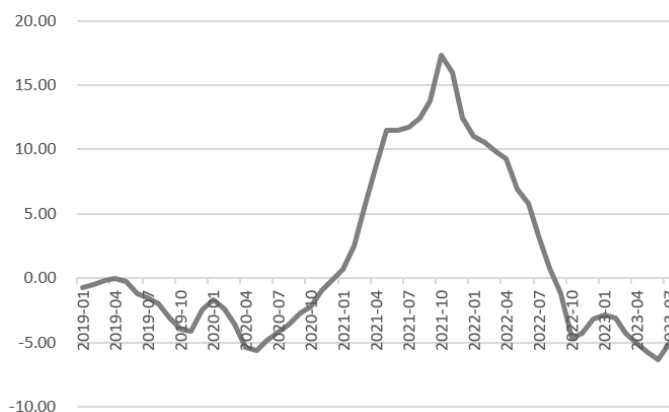
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 42 PPI 分行业环比



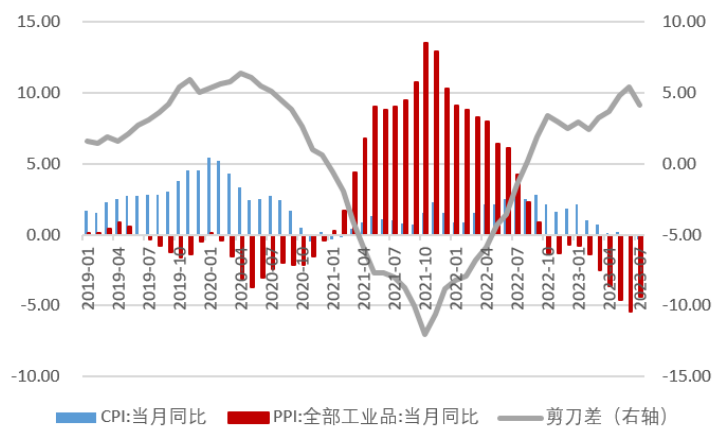
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 43 生产、生活资料负剪刀差小幅收窄



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 44 CPI、PPI 剪刀差回落



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

1-7 月累计，全国一般公共预算收入 139334 亿元，同比增速为 11.5%，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 14.5 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 2.3%。**财政收入的增长依赖于去年实施大规模增值税留抵退税政策、集中退税较多的特殊性因素影响**。今年退税额同比大幅减少，带动财政一片向好，叠加错峰入库等因素，推高收入增幅。

从支出端来看，7 月公共预算支出累计同比增速为 3.3%，连续四个月下滑，预计财政支出将特定领域重点发力。从分项来看，社保就业小幅回落至 7.3%，但仍是分项中增长最快，占比最大的领域；教育支出增速小幅回落至 4.7%。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，同比增速均下行。7 月公共财政支出节奏进一步放缓，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。

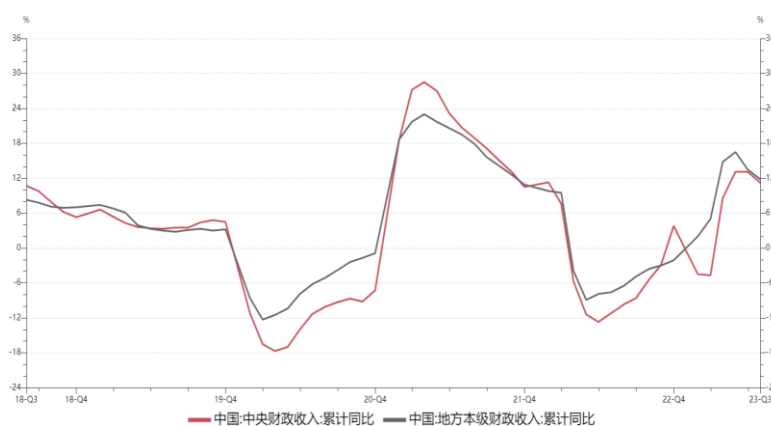
8 月 30 日，财政部发布《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》称，下半年要加力提效实施好积极的财政政策，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。**展望后市，预计 2023 下半年需求继续放缓，财政收入承压，“稳增长”和“扩内需”仍需财政支出进一步发力**。今年专项债后置发力，政府性基金或将在下半年为财政提供主要支撑，而政策性金融工具、贴息贷款等“准财政”工具或将在下半年加码，用于“扩内需”。

图 45 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 46 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：降准降息年内有望进一步落实

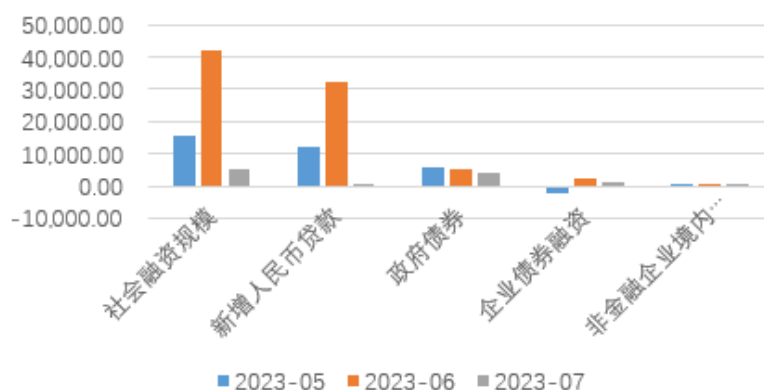
7 月新增社融为 5282 亿元，低于去年同期的 7785 亿元。从贷款以外的分项看，7 月包括信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票在内的“非标”资产合计余额环比减少 1724 亿元，降幅较 6 月的 903 亿元扩大，这或表明地产周期仍处于低位，地产投资增速拖累城投平台的融资需求。另一方面，7 月政府债净发行 4109 亿元，小幅高于去年同期的 3998 亿元，而地方债加快发行下 8-9 月同比或将明显多增。7 月企业债净融资 1179 亿元，高于去年同期的 960 亿元。展望未来，往前看，9 月地方专项债如若加快发行，将有望小幅提振社融增长，但地产周期偏弱下或将需要更大体量的逆周期政策加以对冲。

图 47 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 48 社会融资规模分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

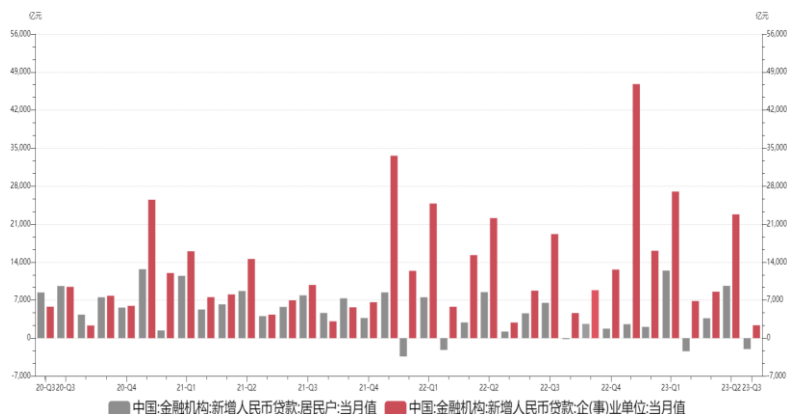
**居民企业贷同步回落，宽松预期有所升温。**7 月新增人民币贷款 3459 亿元，预同比少增 3498 亿元，呈现季节性回落，但需要注意的是，本月未能继续维持了此前“企业强、居民弱”的特征，居民、企业端双双承压，地产景气度低的形势仍未改变。

具体来看，企业单位贷款增加 2378 亿元，其中，短期贷款减少 3785 亿元，中长期贷款新增 2712 亿元。企业端中长期贷款较 2022 年同比少增 747 亿元，增速放缓、支撑力度减弱，信贷需求走弱的迹象进一步显现；短期贷款受季节性因素影响少增显著，较去年同期相差无甚。

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 7 月小幅改善，但仍位于收缩区间。7 月份中央政治局会议释放积极信号，宏观政策调控力度或将加大。提出“加大宏观政策调控力度”，同时会议也新增强调“用好政策空间、找准发力方向”以及“加

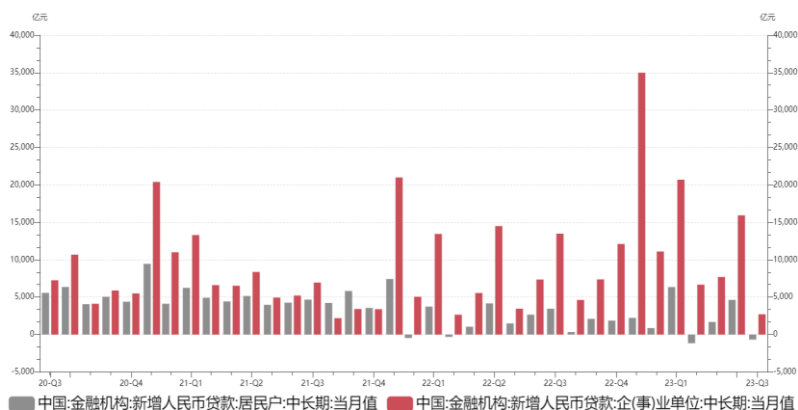
强逆周期调节和政策储备”，政策对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求较此前明显加强，释放更为明确的“稳增长”政策信号，给后续留下一定政策发力的想象空间。但整体取向延续前期基调，并未提及具体的增量政策，出台大规模刺激政策的可能性较小。

图 49 新增人民币贷款当月值 (亿元)



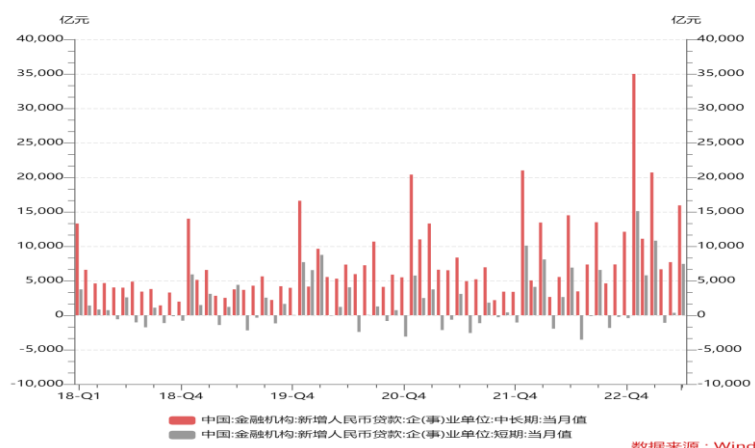
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 50 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 51 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，7 月份住户贷款少增 2007 亿元，同比少增约 3224 亿元。其中，居民短端及中长端贷款分别减少 1335 及 672 亿元，双双受挫。自上月 618 促销活动、端午假期等消费热潮结束后，居民消费热情迅速回落；同时叠加房地产景气水平低位运行，市场购房需求疲软，拖累整体信贷，后续有望出台更多政策助于提振居民端贷款企稳回升。

图 52 居民端短中长贷款当月值（亿元）



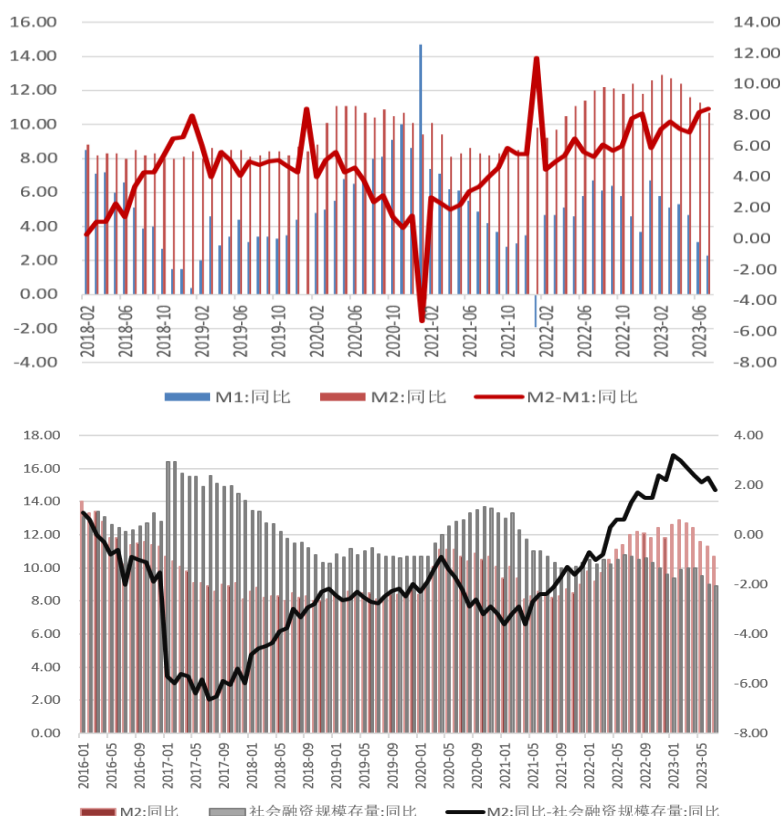
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

**M2-M1 剪刀差持续走扩，宽货币传导或不畅。**7 月份 M2 增速延续回落，同比增长 10.7%，增速较上月下滑 0.6 个百分点，除上年同期基数太高因素影响外，7 月新增信贷规模明显回落减弱存款派生带动 M2 增速下行或是主要原因。此外，7 月财政新增存款增加 9078 亿，同比大幅多增 4215 亿，也对本月 M2 增速有一定拖累作用。M1 方面，7 月份 M1 同比增长 2.3%，增速较上月降低 0.8 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，7月居民户及企业新增存款减少23393亿元，而7月理财规模较6月有一定上升，部分居民户及企业存款下降或是由于存在理财搬家行为。

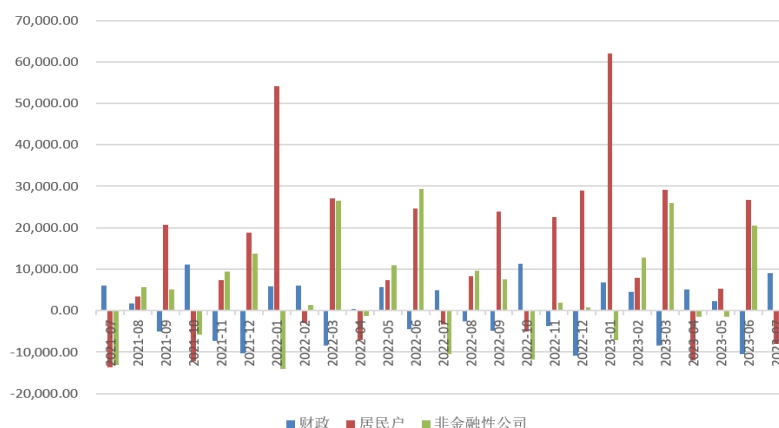
值得注意的是，M2-M1剪刀差持续走扩至年内最高水平，差值为8.4个百分点，资金活化程度仍然偏弱，或意味着宽货币的传导过程尚不通畅，后续宽信用推进的关键或在于提振市场信心并有效扩内需。此外，存款利率下行有较强预期，二季度居民提前还贷水平仍维持高位，政策仍需从需求侧发力，继续加大房地产市场调整的力度，包括加快调整优化住房限购、限贷政策和降低存量贷款利率等措施。8月1日，央行及外汇局在2023年下半年工作会议中明确指出，指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率，市场对此预期升温。而掣肘存量贷款利率下调的主要难点在于当前银行净息差处于较低水平，降准或将是缓解银行负债端压力的较优选择。

图 53 实体部门信心有待释放



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 54 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，央行时隔两月再度降息超市场预期，此次降息是今年 6 月调降政策利率后的又一次降息。回顾以往央行对 MLF 操作利率调整历史来看，除 2020 年初疫情刚爆发时期，MLF 操作利率在 2 月和 4 月连续两次密集下调外，至今其它调整间隔时间至少为 6 个月。今年两次降息后，7 天逆回购利率、一年期 MLF 利率分别下调 20BP、25BP，降息幅度已超过 2021 年的 20BP，但低于 2020 年的 30BP，一定程度上反映出稳经济扩内需的紧迫性。值得注意的是，近年来央行逐步明确以公开市场操作利率为短期政策利率，以中期借贷便利利率为中期政策利率，自 2019 年 8 月 LPR 改革以来，7 天逆回购利率、一年期 MLF 利率降幅保持一致。但此次一年期 MLF 降幅更大，主要意图或在于着力引导企业融资成本与居民房贷成本下行，同时抑制资金在货币市场空转套利。

总的来说，在 6 月份降息落地、LPR 下调以及 7 月份政治局会议释放积极的稳增长信号背景下，信贷需求超季节性走低，主要原因或是 6 月信贷高增透支一定信贷需求以及部分实体部门融资需求推迟释放。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，目前我国金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%，仍有一定降准空间。宏观调控为经济复苏营造更有利的货币金融环境，下半年存在进一步调降政策利率的可能性，特别是当前地产市场恢复较弱叠加居民加杠杆意愿不强，后续货币政策或有必要推动存量房贷利率调降尽快落地，有助于房地产市场企稳回升，从而驱动后续信用稳定扩张和信贷结构优化。

## 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。