

www.shanjinqh.com

作者：曹有明

从业资格证号：F3038998

交易咨询资格证号：Z0013162

电话：021-20627258

邮箱：caoyouming@sd-gold.com

审核：林振龙

从业资格证号：F03107169

交易咨询资格证号：Z0018476

电话：021-20627529

邮箱：linzhenlong@sd-gold.com

复核：刘书语

从业资格证号：F03107583

电话：021-20627217

邮箱：liushuyu@sd-gold.com

山金期货官微：



往期相关报告回顾：

《8月PMI全面走弱，风险资产的机会仍需要耐心等待》-20240902

《2024年下半年国内宏观分析报告》-20240721

《美欧日央行货币政策走向跟踪》-20240310

《近期市场关注焦点以及行情展望》-20240129

8月宏观经济数据亮点不多，9月政策面有望边际改善

报告导读

1. 8月宏观经济运行数据分析及9月政策面展望

(1) 8月份，信贷数据不佳、通胀数据低迷、调查失业率继续上升、房地产仍处于继续探底状态、固定资产投资增速环比回落，除了汽车行业数据环比有所改善之外，宏观经济整体亮点并不多。资金利率以及国债收益率持续回落说明目前市场仍在交易宏观经济偏弱运行的预期。不过，需要注意的是，由于8月份的经济及金融数据均不甚理想，为了稳增长的需要，进入9月份及第四季度之后，政策面有望边际改善。

(2) 从央行对8月金融数据的解释以及近期市场的传言看，首先，近期降低存量住房贷款利率的政策预计将很快落地，目前市场的预期是降低50BP；其次，央行政策层面出现了一些思路方面的边际改变，例如，需要应对通缩正在成为共识；最后，随着美联储降息的落地，国内降准以及降息的空间打开，年内仍有望全面降息和降准。

2. 大类资产配置思路

从资产配置的角度来说，短期：债券》股票》商品；中期：股票》债券》商品。长期来看，由于宏观经济处于相对偏弱的状态，债券的牛市仍有望持续，其表现仍有望在相当长的时期好于股市和商品。

风险提示：地产行业下行引起的债务-通缩循环，对企业和就业市场产生了显著的负面影响，对经济造成拖累。

一、M1 和社融增速持续下跌，居民和企业仍在去杠杆

1.1 8月金融数据概览

8月社融规模为新增3.03万亿元，前值7742亿元，同比增速8.1%，前值8.2%。8月新增人民币贷款1.04万亿元，前值-808亿元。8月M2同比增长6.3%，前值6.3%；M1同比增长-7.3%，前值-6.6%。8月金融数据反映，当前居民和企业仍在去杠杆，企业不愿意贷款，居民预防式储蓄，经济活跃度较低。社融增速放缓，主要靠政府债支撑；信贷结构延续不佳，主要靠票据融资。

1.2 社融规模存量增速持续下滑

8月新增社融3.03万亿，同比少增981亿，略好于预期（市场预期2.7万亿），也好于季节性（近三年同期均值2.86万亿）。存量社融增速较上月回落0.1个百分点至8.1%，为历史最低水平。

图 1：社融规模存量增速不断走低



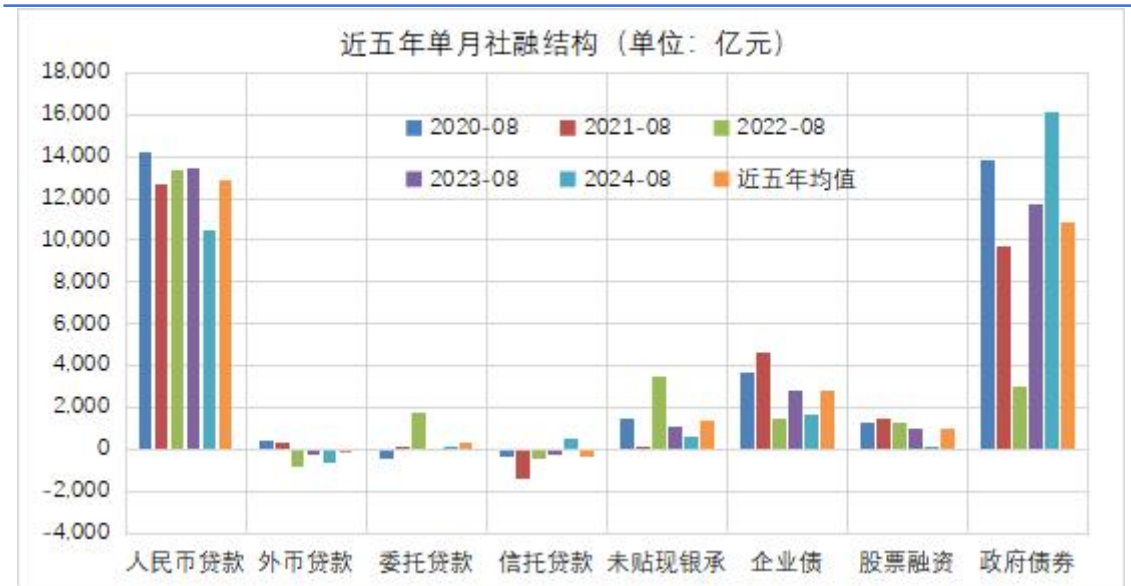
数据来源：iFind, 山金期货

1.3 政府债券融资支撑社融增速

从社融的结构上看，政府债券融资是社融的主要支撑。8月政府债券净融资增加16130亿元，同比多增4371亿元。专项债使用范围拓宽，加速政府债发行放量，截至9月13日，新增专项债进度升至71%，较8月13日上升21个百分点。后续专项债加速和超长期国债落地，财政发力支撑社融恢复。8月社融口径新增人民币贷款10441亿元，同比少增2971亿元。8月表

外融资新增 1161 亿，同比多增 156 亿，信托贷款同比多增是主要拉动，可能与地产相关融资有关。

图 2：社融结构对比



数据来源：iFind, 山金期货

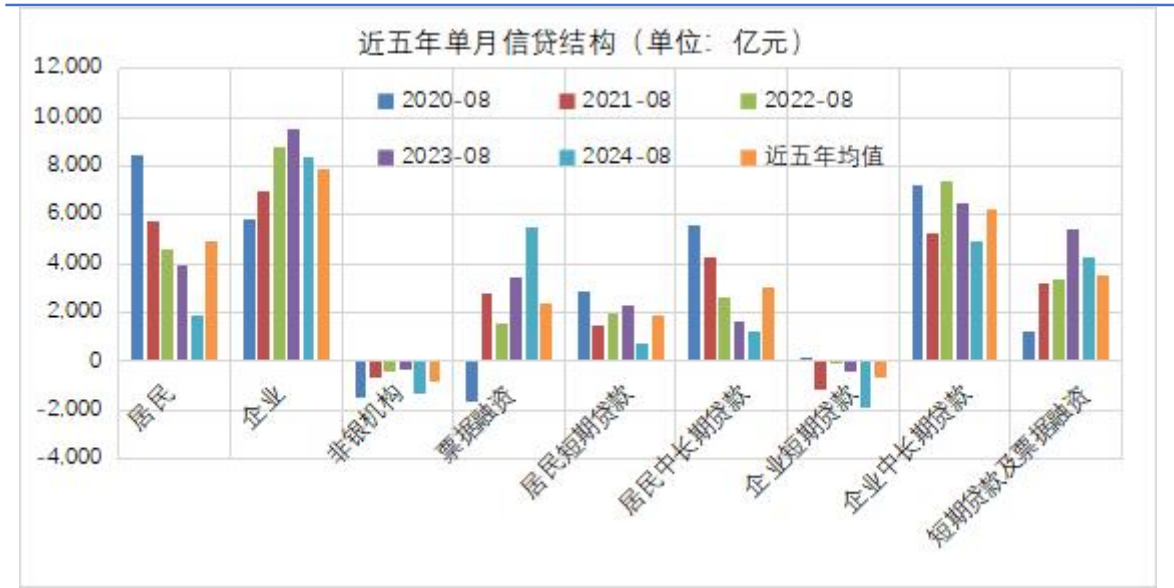
1.4 新增信贷偏低，短期化倾向明显

8月新增信贷 9000 亿，同比少增 4600 亿，略高于预期（市场预期 8850 亿），但仍明显低于季节性（近三年同期均值 1.28 万亿）。其中，居民贷款新增 1900 亿，同比少增 2022 亿；企业贷款新增 8400 亿，同比少增 1088 亿；非银贷款减少 1355 亿，同比少增 997 亿。

居民贷款低于季节性，居民短期贷款连续 7 个月同比少增，指向消费仍然偏弱，中长期贷款同比再度转为少增，地产销售偏弱仍是主要拖累。8 月居民短期贷款增加 716 亿，同比少增 1604 亿，已连续 7 个月同比少增，指向居民消费可能仍然偏弱；居民中长期贷款增加 1200 亿，同比再度转为少增（少增 402 亿），与当前房地产销售表现一致。

企业短期贷款、中长期贷款均不同程度走弱，实体融资意愿偏弱、财政配套融资偏弱可能是主要拖累，票据融资延续多增、冲量特征明显。8 月企业短期贷款减少 1900 亿，同比少增 1499 亿；中长期贷款增加 4900 亿，同比少增 1544 亿、已连续 6 个月同比少增，可能与企业投资意愿不强、专项债等财政配套融资偏弱有关；票据融资 5451 亿，同比多增 1979 亿，冲量特征明显。

图 3：8 信贷结构短期化倾向明显



数据来源：iFind, 山金期货

1.5 中长期贷款增速明显偏低

中长期信贷是驱动经济的主要动力。不过，最近两年时间，随着房地产投资的退潮、市场预期的转弱以及居民购房需求的收缩，中长期信贷大幅萎缩。目前，当月新增中长期人民币贷款的增速已经跌至-50%附近。从过去历史经验来看，一般该指标从负增长转为正增长，经济增速才会企稳回升。显然，该指标显示，宏观经济的企稳回升之后仍崎岖。

图 4：信贷脉冲与 GDP 增速对比

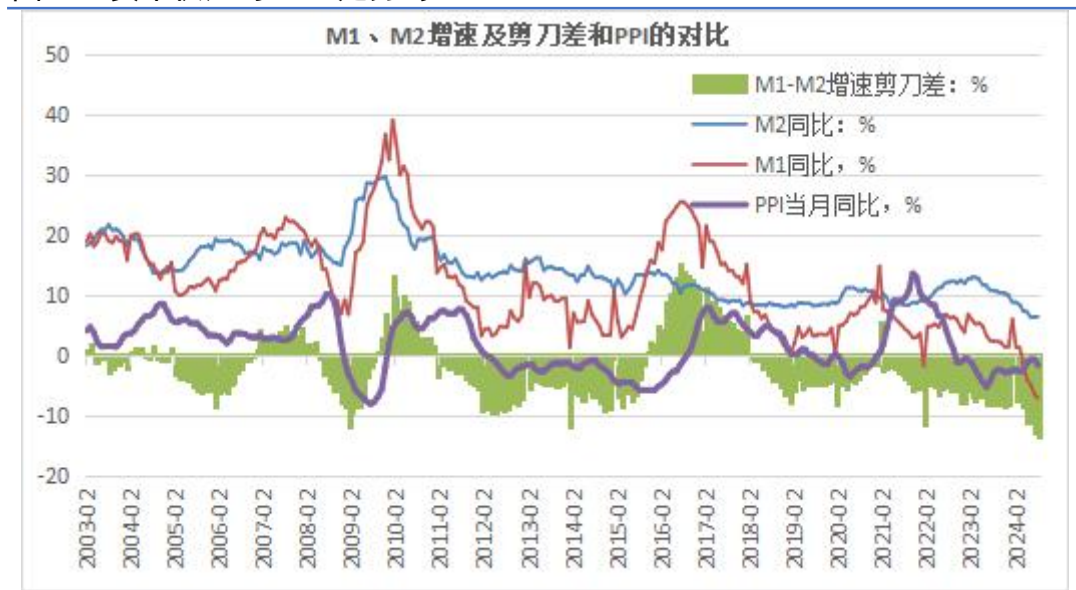


数据来源：iFind, 山金期货

1.6 M1 降幅扩大，M1-M2 剪刀差不断刷新纪录

8月M1同比-7.3%，较上月大幅进一步回落0.7个百分点，连续5个月负增、并创历史新低，资金活化意愿偏弱仍是主因；M2增速同比6.3%、与上月基本持平，低基数仍是主要支撑，后续伴随财政支出加快，M2增速有望企稳回升。M1-M2剪刀差已经扩大至史无前例的-13.6%。从过去近20年的历史数据看，一般M1以及M1-M2的剪刀差领先PPI三至六个月左右。由于目前该两项数据均是加速向下，短期来看，PPI暂时尚不具备持续上行的基础，企稳的难度也较大。

图 5：货币供应与 PPI 走势对比

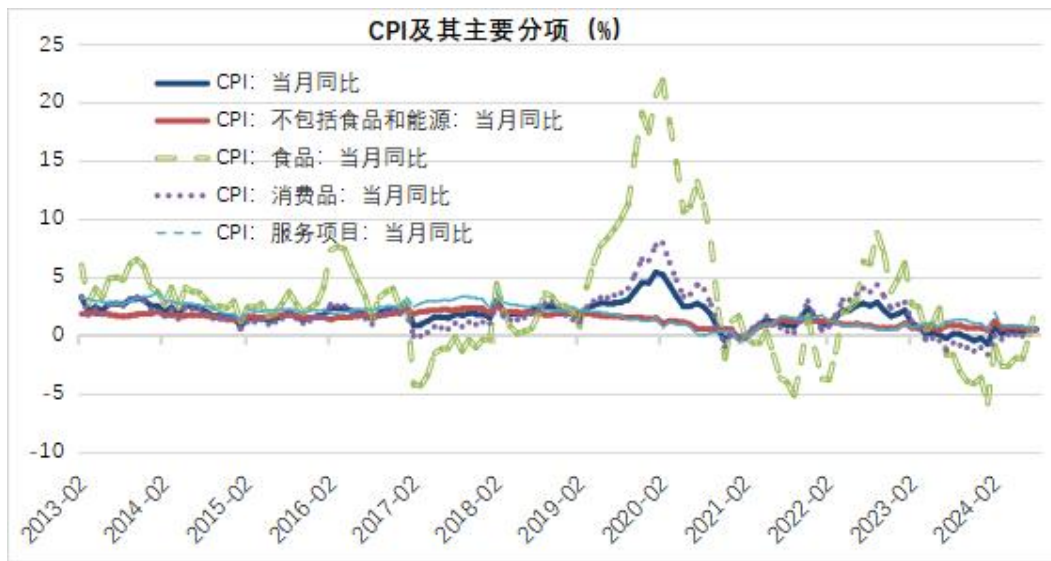


数据来源：iFind, 山金期货

二、CPI 有所回升但仍处低位，失业率有所上升

8月CPI同比增速0.6%，比7月有所加速，以新涨价因素的贡献为主。8月CPI食品项加速，非食品项继续回落。8月CPI食品项同比2.8%（前值0.0%），进一步加速；非食品项同比0.2%（前值0.7%），继续下行。CPI食品项之中，鲜菜项同比21.8%（前值3.3%），明显加速；鲜果项同比4.1%（前值-4.2%），出现反弹；猪肉项同比16.1%（前值20.4%），增速回落，而牛肉、羊肉、食用油项持平前值（都为负值）；粮食、蛋类则由正转负；奶类、酒类还在收窄降幅的进程之中。

图 6: CPI 及主要分项走势对比



数据来源: iFind, 山金期货

从 CPI 环比的季节性规律来看, 一般从 3 月份开始, CPI 环比开始企稳回升, 至 9-10 月见顶回落, 暑期消费的环比回升以及水果蔬菜价格的上涨是推动 CPI 环比回升的主要原因。

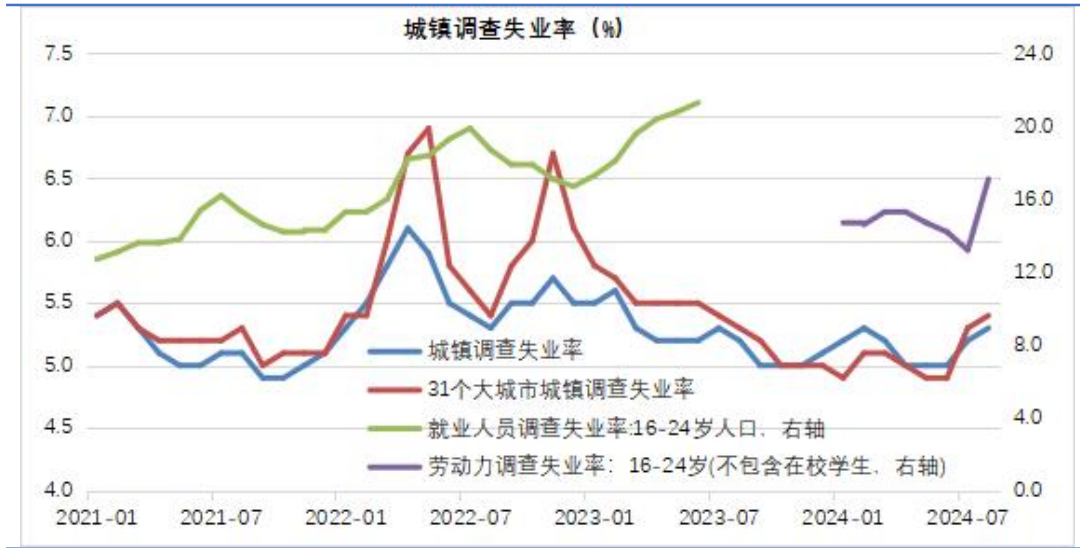
图 7: 近几年 CPI 环比季节性走势对比



数据来源: iFind, 山金期货

失业率方面, 从国家统计局公布的失业率数据来看, 无论是城镇调查失业率(8 月为 5.3%), 还是不包含在校学生的 16-24 岁劳动力调查失业率(8 月为 17.1%), 最近两个月均出现了较大幅度的回升。从目前较低 CPI 以及不断回升的失业率看, 稳就业的政策有待加码。

图 8：调查失业率明显走高

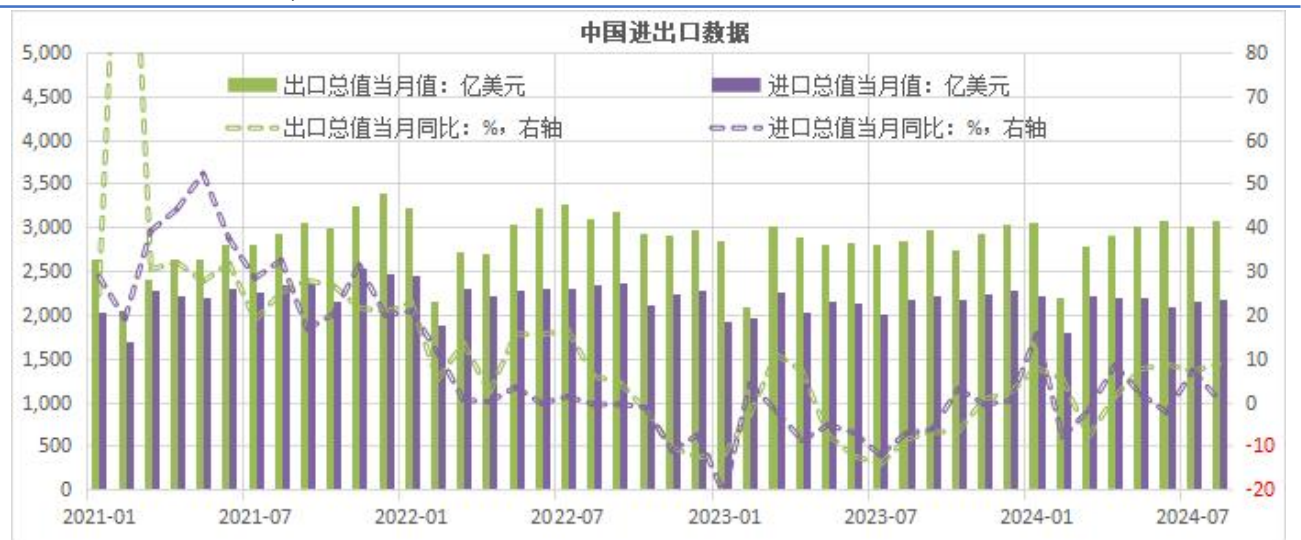


数据来源：iFind, 山金期货

三、8月进口增速下滑，未来出口增速下行的可能性更大

8月按美元计价的进口增速为0.5%，7月为7.2%，6月为-2.4%。8月按美元计价的出口为8.7%，7月为7.0%。最近四个月，出口增速的波动明显小于进口增速的波动。从过去的情况来看，进口增速一般领先于出口增速。由于目前欧美宏观经济增速面临下行压力，且欧洲的下行压力更为明显，进口增速的下滑或意味着未来出口增速下行的可能性更大。

图 9：进口增速下滑，出口高增速或不能持续很久



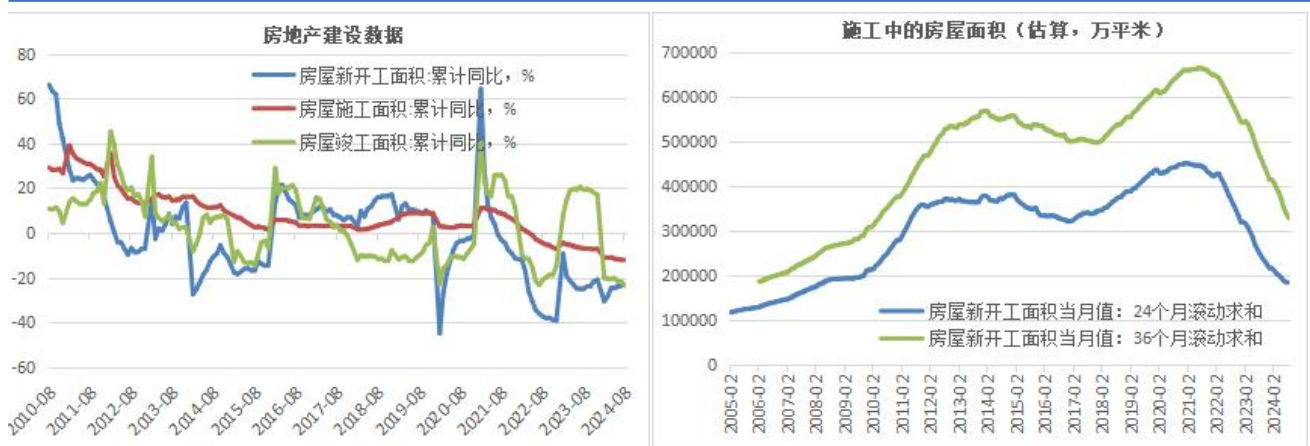
数据来源：iFind, 山金期货

四、汽车行业表现亮眼，房地产及固定资产投资表现依旧偏弱

4.1 房地产市场仍处于持续调整中

今年 1-8 月，房地产开发企业房屋施工面积 70.94 亿平米，同比下降 12.0%。房屋新开工面积 4.95 亿平米，下降 22.5%。房屋竣工面积 3.34 亿平米，下降 23.6%。其中，住宅竣工面积 2.44 亿平米，下降 23.2%。如果将过去两年或三年房屋新开工面积进行累计计算，则该数据已经跌至 2009 年的水平。

图 10：房地产行业主要数据持续下行

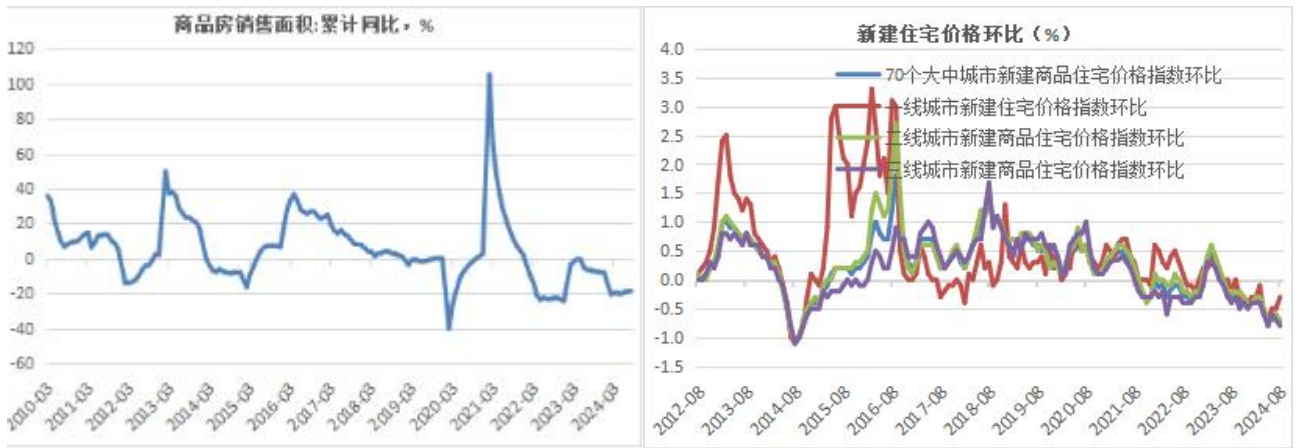


数据来源：iFind, 山金期货

房企“保交付”压力持续增大。不论从单月或是累计情况来看，房企竣工面积同比降幅均达到了本年度最高，单月和累计同比降幅较上期分别扩大了 14.8 个百分点和 1.8 个百分点。虽然 8 月销售环比有所回升，但是竣工面积的下降，可能会影响购房者对市场的信心、拖慢企业资金的回笼速度。

1-8 月，商品房销售面积和销售额分别为 6.06 亿平米和 5.97 万亿元，销售面积为 2013 年以来同期新低，同比跌幅近 20%，销售金额为 2016 年以来同期新低。相较历年的最高值，同比降幅分别为 46.9% 和 49.8%。

图 11：房屋销售持续下跌，房价环比继续回落

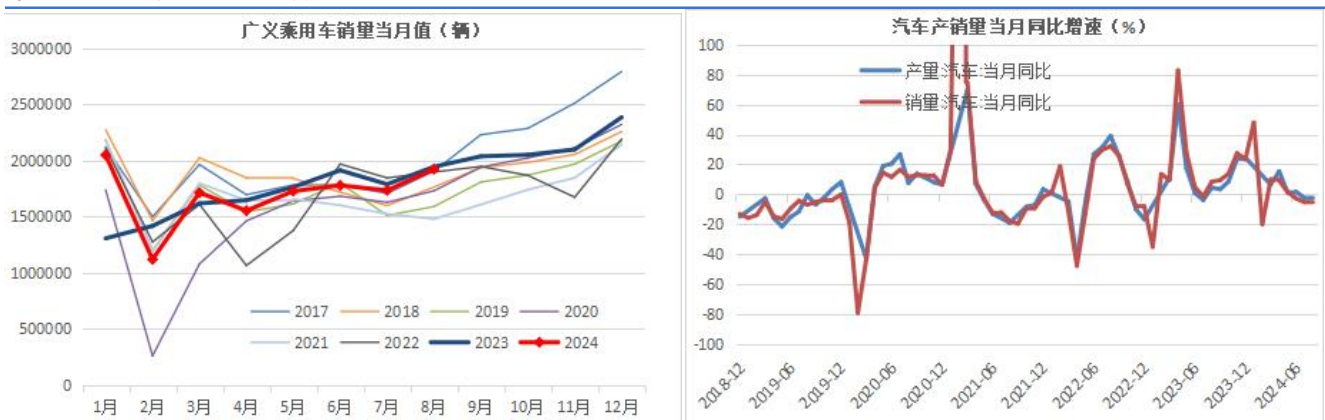


数据来源：iFind, 山金期货

总的来看，8月延续了7月的淡季行情，5月刺激性政策对于市场提振效用持续减退，企业销售业绩持续疲软，单月销量徘徊在历史低位。新房成交整体回落，二手房市场活跃度也有所减弱，部分二线城市下滑较为明显。从新建住宅价格环比走势看，除了一线城市因为有个别豪宅项目入市拉高均价导致环比跌幅有所收敛外，二、三线城市房价环比继续下跌，且跌幅环比有所扩大。即使进入“金九银十”，除非有新的调控政策出台，否则房地产销售将延续弱势格局。

4.2 汽车行业环比改善，是为数不多的亮点之一

图 12：汽车产销量数据



数据来源：iFind, 山金期货

随着报废更新政策进一步发力以及地方以旧换新政策陆续出台，国家呼吁反内卷后终端价格也开始趋稳，消费持币观望情绪进一步缓解，8月整体车市热度有所回升。至年底之前，汽车市场的热度有望维持。中汽协发布的最新数据显示，8月，我国汽车产销分别完成249.2万辆和245.3万辆，环比分别增长9%和8.5%，同比分别下降3.2%和5%。广义的乘用车销量当月

值为 192.1 万辆，环比增加 18.9 万辆，增幅达到 10.9%。

4.3 固定资产投资增速承压下行

2024 年 1—8 月份，全国固定资产投资按可比口径计算同比增长 3.4%。扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 7.7%。从环比看，8 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.2%。制造业投资增势持续向好，1—8 月份制造业投资同比增长 9.1%，快于整体投资 5.7 个百分点，拉动全部投资增长 2.2 个百分点，对投资增长的贡献率超过 60%，说明制造业投资拉动作用比较明显。今年前 8 月，民间固定资产投资同比增速为-0.2%，年内首次转为负增长，基础设施建设投资同比增长 4.4%，较 1—7 月回落 0.5 个百分点。

图 13：固定资产投资增速环比走弱



数据来源：iFind, 山金期货

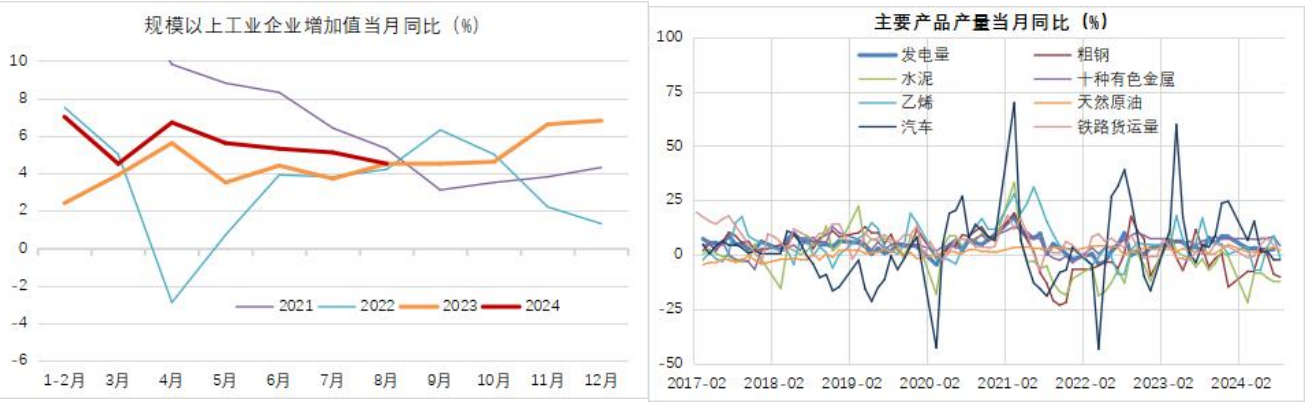
从资金来源看，8 月城投债净融资额转负，但新增专项债发行速度明显加快，资金来源整体高于上月。不过，由于一部分专项债资金不是用于项目建设，而是偿还存量债务，加上今年以来施工项目计划总投资额累计增速持续回落，且大幅慢于往年同期对基建投资形成支撑。

4.4 工业增加值增速承压下行，9 月有望有所改善

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）。从环比看，8 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.3%。1—8 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.8%。由于 8 月份市场经历了一轮明显的去库存过程，导致大宗商品的价格出现了明显的下跌。进入 9 月之后，随着近期大宗商品价格的止跌企稳以及进入消费旺季，整体的开工率有望回升，规模以上企业工业增加值的增速环比有望有所改善。不过，需要注意

的是，在目前整体大环境过剩的情况下，工业品的价格的走势仍存不确定性，季节性的上涨行情或许仍未到来。

图 14：工业增加值当月同比及主要产品产量当月同比

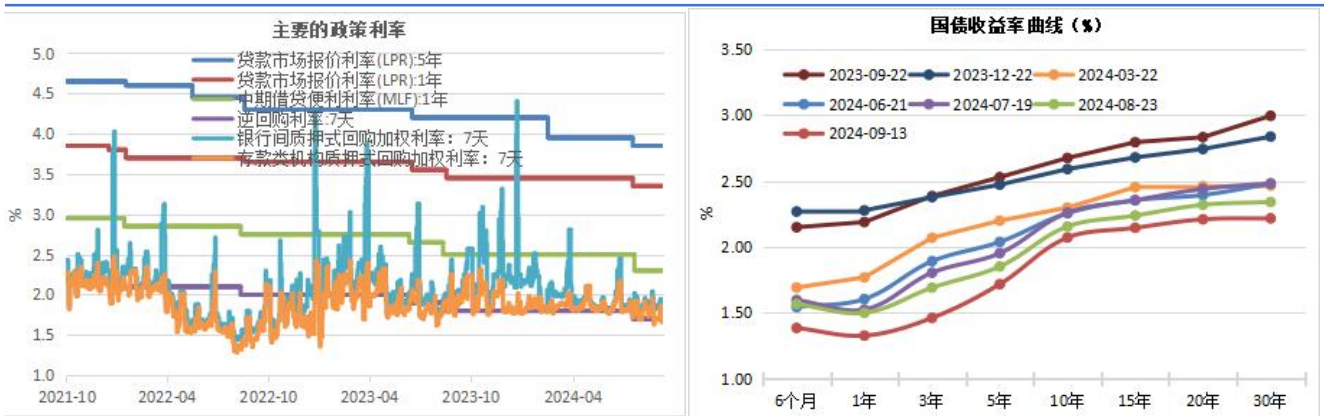


数据来源：iFind, 山金期货

五、国债收益率曲线平坦，且短端利率已经低于 7 天期逆回购利率

虽然 8 月份央行通过“买短卖长”的操作向市场释放了 1000 亿元的流动性。但整体来看，央行意图维持“合理”收益率曲线斜率的目标没有实现，主要的原因在于，其一，宏观经济仍面临较大的下行压力，市场预期政策面仍将维持宽松；其二，央行政策层面出现了一些思路方面的边际改变，承认并且需要应对通缩正在成为共识。从数据上看，目前 3 年期以内的国债收益率已经低于 7 天气逆回购的利率。显然，市场仍预期未来仍有一定的降息空间。

图 15：资金利率及国债收益率曲线



数据来源：iFind, 山金期货

六、总结

6.1 结论

在上文中我们对上周公布的 8 月份国内主要的经济运行数据进行了简要的分析。整体来看，8 月份，信贷数据不佳、通胀数据低迷、调查失业率继续上升、房地产仍处于继续探底状态、固定资产投资增速环比回落，除了汽车行业数据环比有所改善之外，宏观经济整体亮点并不多。资金利率以及国债收益率持续回落说明目前市场仍在交易宏观经济偏弱运行的预期。不过，需要注意的是，由于 8 月份的经济及金融数据均不甚理想，为了稳增长的需要，进入 9 月份之后，政策面有望边际改善。

在上周五公布金融数据的同时，央行首次同步发布官方解读，释放积极信号，稳定市场预期。央行称，将坚持支持性的货币政策立场，为经济回升向好营造良好的货币金融环境。货币政策将更加灵活适度、精准有效，加大调控力度，加快已出台金融政策措施落地见效，着手推出一些增量政策举措，进一步降低企业融资和居民信贷成本，保持流动性合理充裕。把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，更有针对性地满足合理消费融资需求。

从央行的解释以及近期市场的传言看，首先，近期降低存量住房贷款利率的政策预计将很快落地，目前市场的预期是降低 50BP；其次，央行政策层面出现了一些思路方面的边际改变，例如，需要应对通缩正在成为共识；最后，随着美联储降息的落地，国内降准以及降息的空间打开，年内仍有望全面降息和降准。

6.2 大类资产配置策略建议

由于美联储大概率将于 9 月降息，且近期人民币出现较大幅度的升值，8 月中国央行通过“买短卖长”操作净购入 1000 亿元国债，未来中国央行仍有望继续降息和降准，将资金利率在较长时期维持在低位。从近期央行官员的发言来看，降准的概率要高于降息。目前市场整体的风险偏好依然很低。因此，未来一段时间，债券收益率仍有继续下降的空间，债券的表现仍将占优。

对于商品，由于市场进入到季节性的消费旺季，供应和需求环比均有增长。不过，由于亏损情况的改善，供应的弹性更大，近期商品价格维持低位震荡的概率要大于上涨的概率，中线级别的上涨行情或许还需要一段时间才能到来。

对于股票，由于持续的下跌造成情绪极度悲观，市场处于极度低迷状态，任何资金面、政策面或者市场情绪的好转均有可能显著的提振市场的投资热情，引发中线级别的反弹行情。

所以，整体来看，从资产配置的角度来说，短期：债券》股票》商品；中期：股票》债券》商品。长期来看，由于宏观经济处于相对偏弱的状态，债券的牛市仍有望持续，其表现仍有望在相当长的时期好于股市和商品。

风险提示：地产行业下行引起的债务-通缩循环，对企业和就业市场产生了显著的负面影响，对经济造成拖累。

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。