



● 主要结论

综合来说，8月国民经济总体平稳，结构性矛盾仍待改善。具体来看，8月，规上工业增加值延续放缓，国有企业增幅仍不高；消费维持底部徘徊，商品零售有较大拖累，餐饮增速有压力；固投总体不理想，民间投资年内首次转负，房地产市场仍然不佳；出口补缺口步伐稳健，维持低基数下趋势性恢复；新增人民币贷款回升以及政府债券发行加速，社融增量显著好转；物价水平走势显分歧，M1跌幅再次扩大。

美联储开启降息周期。北京时间9月19日凌晨，美联储发布利率决议声明，降息50个基点。本次降息幅度较大，美联储更多地是向市场传达宽松政策的决心，并以此继续推行“缩表”进程。美联储在“缩表”和降息之间进行配合，或者说，美联储为了继续“缩表”，采取了相对较大的降息幅度。关于美国经济，GDP增速已经恢复至新冠疫情前的水平。目前并未有较为明确的信号表明美国经济已经步入衰退，或者说，美联储降息幅度较大主要是起到预防性作用。关于后期降息路径，预计美联储2024年内剩余的2次会议分别降息25个基点。关于美元指数，由于美联储降息兑现，但是，英国央行和日本央行在9月均维持利率不变，因此，短期内美元指数或震荡偏弱，或下探100整数关口。美联储开启降息周期，对于中国经济来说，利大于弊。

人行降准或购买国债更有效。9月20日，中国人民银行维持当日7天OMO利率维持不变。同时，9月1年期和5年期以上LPR维持不变。近期，中国人民银行价格型货币政策相对稳定。更重要的是，结合美联储9月降息兑现，且幅度较大，人民币相对走强，在岸美元兑人民币在9月20日最低录得7.0420，为2023年5月底以来的最强走势；短期内，在岸美元兑人民币有望挑战7.0整数关口。人行货币政策操作方面，结合9月政府债券发行加速，以及国庆假期现金支付对流动性的需求的提升，人行有望在本周采取降准操作。当然，9月或继续净买入国债，以投放流动性。

地方新增专项债发行再加速。受房地产市场恢复不佳的拖累，政府性基金预算收入下滑幅度较大；1-8月，广义财政支出累计同比下降6.01%，跌幅较1-7月扩大0.67个百分点；广义财政支出累计同比为下降2.86%，跌幅较1-7月扩大0.83个百分点。截至9月22日，9月地方政府新增专项债将发行9219亿元，规模已经超过8月的7965亿元，为2024年单月发行最大规模；剩余发行额度为4066亿元，发行进度为90.0%，已经超过2023年9月的发行进度。地方政府新增专项债发行的再次加速，有望对基建投资形成支撑。

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-23510053

邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰

从业资格号：F03115138

电话：021-55007766-305163

邮箱：15721@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、9月重要会议和政策

表：9月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
9月4日	根据加拿大央行消息，将政策利率由4.50%下调至4.25%，即降息25个基点；这是加拿大央行2024年内第三次降息。此前6月5日和7月24日，分别降息25个基点。
9月5日	国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会，在回答关于货币政策还有多大降息降准的空间和必要性的问题时，中国人民银行货币政策司司长邹澜表示，“目前金融机构的平均法定存款准备金率大约为7%，还有一定的空间。”“受银行存款向资管产品分流的速度、银行净息差收窄的幅度等因素影响，存贷款利率进一步下行还面临一定的约束。
9月6日	根据美国劳工部数据，8月失业率为4.2%，较7月的4.3%回落0.1个百分点；8月新增非农就业人口14.2万人，7月的11.4万人下修至8.9万人。
9月6日	美元指数盘中再破101整数关口，最低下探至100.5491；与此同时，在岸美元兑人民币盘中走强至7.0809，继续保持2023年6月以来的最强走势。
9月10日	根据全国银行间同业拆借中心的数据，中国10年期“24续作特别国债01”交易量从9月9日的22亿元人民币升至166亿元人民币。此后数个交易日，“24续作特别国债01”继续现身债券成交市场。此前的9月5日，“24续作特别国债01”在银行间市场首现卖单。
9月11日	根据美国劳工部数据，美国8月CPI同比为2.5%，前值为2.9%，为2021年3月以来的新低；美国8月核心CPI同比为3.2%，前值为3.2%。9月12日，美国8月PPI同比为1.7%，前值为2.1%。
9月11日	日元再度走强，美元兑日元盘中连破142.0和141.0两个整数关口；至9月16日，日元不改升值趋势，美元兑日元盘中2024年内首次破140.0整数关口，最低录得139.5720，为2024年内最强走势。近日，日经225指数也相对走低。9月11日，日本央行审议委员中川顺子表示，如果经济前景展望成为现实，将调整宽松程度；日本央行可能在会议上评估削减日本国债购买规模的计划。此前，日本央行行长植田和男表示，如果经济和物价表现符合预期，将继续加息。
9月12日	根据欧洲央行消息，将存款便利利率（主要政策利率）由3.75%下调至3.50%，（即降息25个基点）；为此，将主要再融资利率由4.25%下调至3.65%，将边际贷款利率由4.50%下调至3.90%。此前的6月6日，欧洲央行将存款便利利率由4.0%下调至3.75%（降息25个基点）；从而，此次9月12日是欧洲央行2024年内的第二次降息。
9月19日	根据美联储消息，北京时间9月19日凌晨，美联储发布利率决议声明，美国联邦基金目标利率区间为4.75%至5.00%，即降息50个基点，这是美联储在维持高利率不变长达14个月之后的首次降息。美联储2024年内还有2次议息会议，利率决议的发表时间分别为北京时间11月8日和12月19日。
9月19日	根据英国央行消息，以8票赞成1反对的投票结果，维持政策利率5.0%不变。同时，英国央行计划在未来12个月内（2024年10月至2025年9月）将英国政府债券购买量减少1000亿英镑，至5580亿英镑。此前的8月1日，英国央行以5票赞成4票反对的投票结果，将政策利率由5.25%下调至5.0%，即降息25个基点，是英国央行自2023年8月维持高利率后的首次降息。
9月20日	根据日本央行消息，维持政策利率（无担保隔夜拆借利率）0.25%不变。此前的3月19日，日本央行将政策利率由-0.1%上调至0-0.1%，即加息20个基点，结束了长达8年的负利率时代；至7月31日，日本央行将政策利率由0%-0.1%上调至0.25%，即加息15个基点；并且计划自今年四季度开始，每个季度对日本国债减少购买0.4万亿日元，至2026年一季度购买规



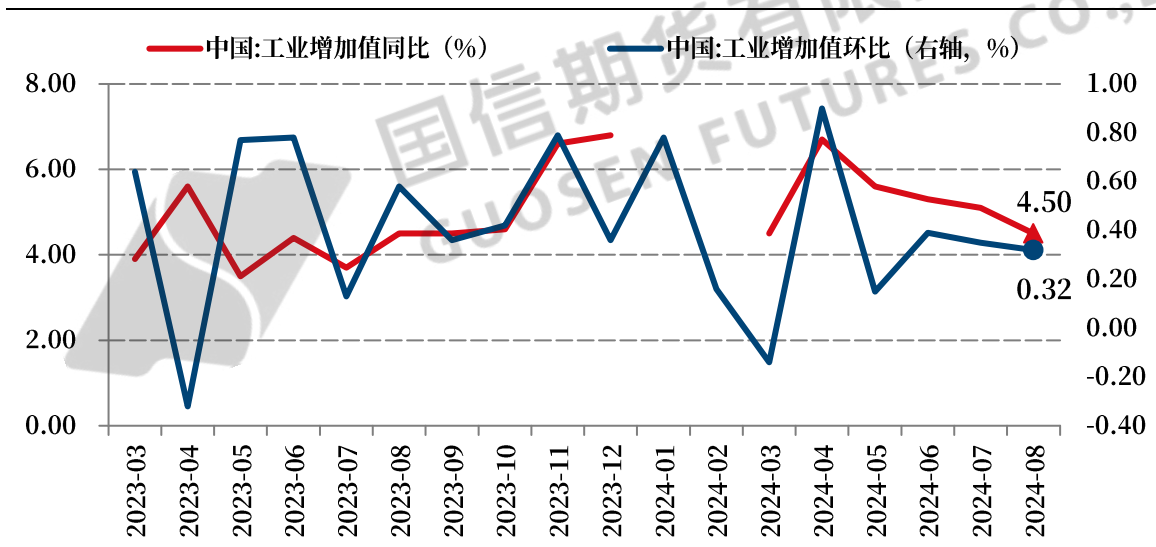
	模降至 2.9 万亿日元；从而，在 2 年内将日本国债持有规模降低 7%-8%，即开启“缩表”。
9 月 20 日	根据中国人民银行消息，当日 7 天 OMO 利率（政策利率）维持不变；9 月 1 年期和 5 年期以上 LPR（市场利率）维持不变。
9 月 20 日	根据财政部数据，1-8 月，全国一般公共预算收入 14.78 万亿元，同比下降 2.6%；1-8 月，全国一般公共预算支出 17.39 万亿元，同比增长 1.5%。1-8 月，全国政府性基金预算收入 2.68 万亿元，同比下降 21.1%；1-8 月，全国政府性基金预算支出 4.82 万亿元，同比下降 15.8%。其中，国有土地使用权出让收入 2.02 万亿元，同比下降 25.4%。
9 月 22 日	根据 Choice 的数据，截至 9 月 22 日，9 月地方政府新增专项债将发行 9219 亿元，规模已经超过 8 月的 7965 亿元，为 2024 年单月发行最大规模；剩余发行额度为 4066 亿元，发行进度为 90.0%，已经超过 2023 年 9 月的发行进度。

数据来源：中国人民银行等、国信期货

二、经济基本面

规上工业增加值延续放缓，国有企业增幅仍不高。8 月，规模以上工业（简称“规上工业”）增加值同比增长 4.5%，增速较 7 月回落 0.6 个百分点，增速与去年同期持平；环比增长 0.32%，环比增速较 6 月回落 0.03 个百分点。

图 1：工业增加值



数据来源：wind 国信期货

分三大门类看，8 月，采矿业增加值同比增长 3.7%，增速略有回调；制造业同比增长 4.3%，增速较 7 月收窄 1.0 个百分点，增速延续回落；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 6.8%，增速较 7 月扩大 2.8 个百分点，得益于去年同期的基数回调，录得显著回升。

分经济类型看，8 月，国有控股企业增加值同比增长 3.6%，增幅较 7 月扩大 0.1 个百分点，增幅仍有上行空间。股份制企业增长 5.0%，其中，外商及港澳台商投资企业增长 2.8%，增速较 7 月回落 1.4 个百分点。私营企业增长 4.5%，增速略有回调，较 7 月回落 0.7 个百分点。

分主要行业看，8 月，增幅居前的有，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 12.0%，计



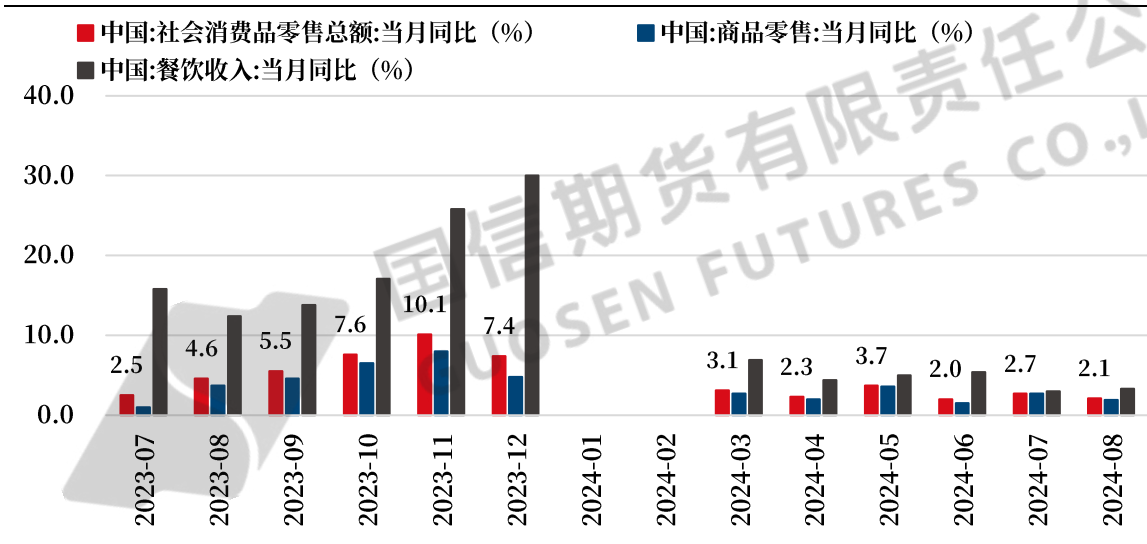
算机、通信和其他电子设备制造业增长 11.3%，金属制品业增长 9.7%；跌幅居前的有，非金属矿物制品业下跌 5.5%，黑色金属冶炼和压延加工业下跌 2.1%。

消费维持底部徘徊，商品零售有较大拖累，餐饮增速仍有压力。8月，社会消费品零售（简称“社零”）总额 3.87 万亿元，同比增长 2.1%，增速较 7 月回落 0.6 个百分点。8 月社零继续维持底部徘徊，仍然处于筑底阶段。值得注意的是，9 月，社零基数将继续抬升，或对后期社零的上行趋势形成一定压制。

按消费类型分，8 月，餐饮收入同比增长 3.3%，增速较 7 月回升 0.3 个百分点，增速仍然较低；尤其是，受制于去年高基数的不利影响下，后期餐饮收入的增速仍有压力。8 月，商品零售同比增长 1.9%，增速较 7 月回落 0.8 个百分点，是影响社零增速佳的主要原因。

从商品零售的具体商品类型来看，8 月同比涨幅居前的有通讯器材类上涨 14.8%，粮油、食品类上涨 10.1%；8 月同比跌幅较大的有，金银珠宝类下降 12.0%，汽车类下降 7.3%，建筑及装潢材料类下降 6.7%，化妆品类下降 6.1%。从商品零售的规模来看，8 月销售额超过 1000 亿元的商品有 3 类，分别是，汽车类销售额 3943 亿元，石油及制品类销售额 2093 亿元，粮油、食品类销售额 1696 亿元。

图 2：社会消费品零售



数据来源：wind 国信期货

出口补缺口步伐稳健，维持低基数下趋势性恢复。按美元计，2024 年 8 月全国进出口总值 5262.7 亿美元，同比增长 5.2%；出口 3086.5 亿美元，同比增长 8.7%；进口 2176.3 亿美元，同比增长 0.5%；贸易顺差 910.2 亿美元。

综合来说，总量上，8 月出口补缺口成效显著，得益于去年基数较低，有望继续保持趋势性恢复，但新出口订单处于荣枯线下方，对出口的回升幅度仍有压制；从地区来看，对东盟和美国增速小幅回调，对欧盟增速显著回升；从商品类型来看，自动数据处理设备、服装维持较大出口规模，船舶和肥料出口增速较高。

从总量来看，8 月出口补缺口成效显著，有望继续保持趋势性恢复，但回升幅度仍有压制。从出口规模来看，按美元计，2022 年 8 月、2023 年 8 月和 2024 年 8 月出口金额，分别为 3104 亿美元、2838 亿美元和 3087 亿美元，2024 年 8 月出口金额较去年同期显著回升，较 2022 年同期的差距缩小至 17 亿美元，出口补缺口的成效显著。从环比来看，按美元计，8 月出口环比为增长 2.7%。今年 4 月至 8 月，出口环比

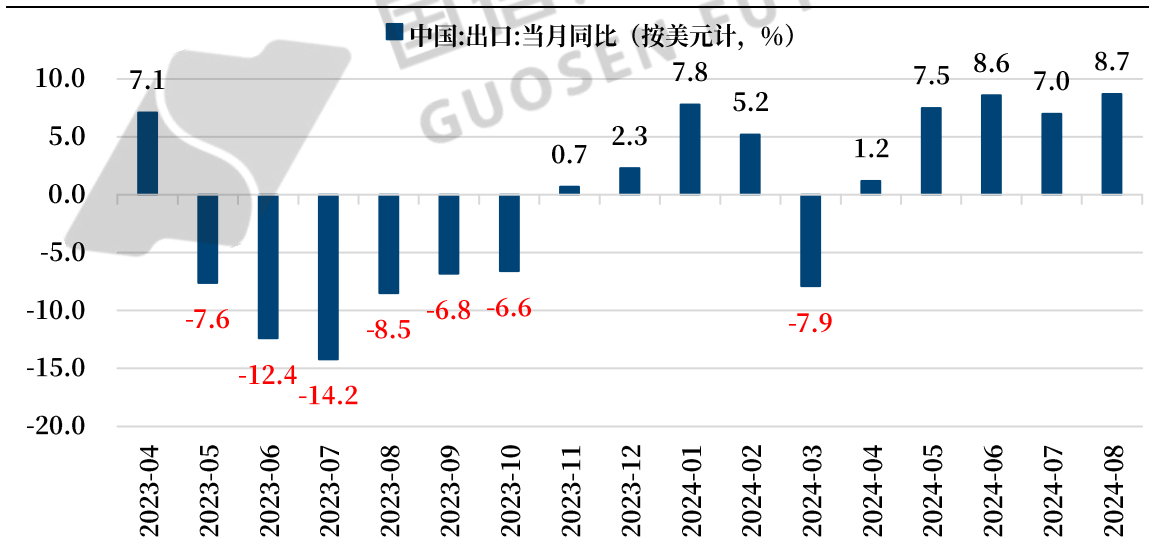


呈现小幅波动，主要原因来自人民币汇率的相对波动，以及景气指数的探底回升。8月官方制造业PMI中新出口订单为48.7%，虽然仍然处于荣枯线下方，但是较6月的48.3%以及7月的48.5%呈现相对回升态势。从走势来看，9月和10月的出口有望维持低基数下的趋势性恢复，至11月和12月基数仍然不高，因此后期出口有望继续保持补缺口态势。当然，由于景气指数处于荣枯线下方，出口的上行幅度会受一定制约。

从地区来看，对东盟和美国增速小幅回调，对欧盟增速显著回升。对东盟出口，按美元计，2024年8月较去年同期增长8.97%，增速较7月回落3.2个百分点，对东盟出口增速小幅回调；较2022年8月低5.6%。2024年1-8月，按美元计，对东盟出口总额为3784亿美元，占出口总额的16.35%，为我国第一大出口贸易伙伴。对欧盟出口，按美元计，2024年8月较去年同期增长13.40%，增速较7月回升5.4个百分点，对欧盟出口增速显著回升；较2022年8月低8.8%。2024年1-8月，按美元计，对欧盟出口总额为3426亿美元，占出口总额的14.80%，为我国第二大出口贸易伙伴。对美国出口，按美元计，2024年8月较去年同期增长4.94%，增速较7月回落3.2个百分点，对美国出口增速小幅回调；较2022年8月低5.1%。2024年1-8月，按美元计，对美国出口总额为3341亿美元，占出口总额的14.44%，为我国第三大出口贸易伙伴。

从商品类型来看，自动数据处理设备、服装维持较大出口规模，船舶和肥料出口增速较高。8月，按美元计，出口金额突破100亿美元的商品有5类；其中，自动数据处理设备及其零部件出口177.49亿美元，同比增长10.78%；服装及衣着附件出口157.32亿美元，同比下降2.70%；集成电路出口133.47亿美元，同比增长18.23%；纺织纱线、织物及其制品出口122.19亿美元，同比增长4.49%；汽车（包括底盘）出口109.25亿美元，同比增长32.67%。2024年8月出口增幅较好的商品还有，按美元计，船舶同比增长60.65%；肥料同比增长31.38%；未锻轧铝及铝材同比增长24.13%；手机同比增长16.96%；家用电器同比增长12.02%；通用机械设备同比增长11.34%。

图3：出口

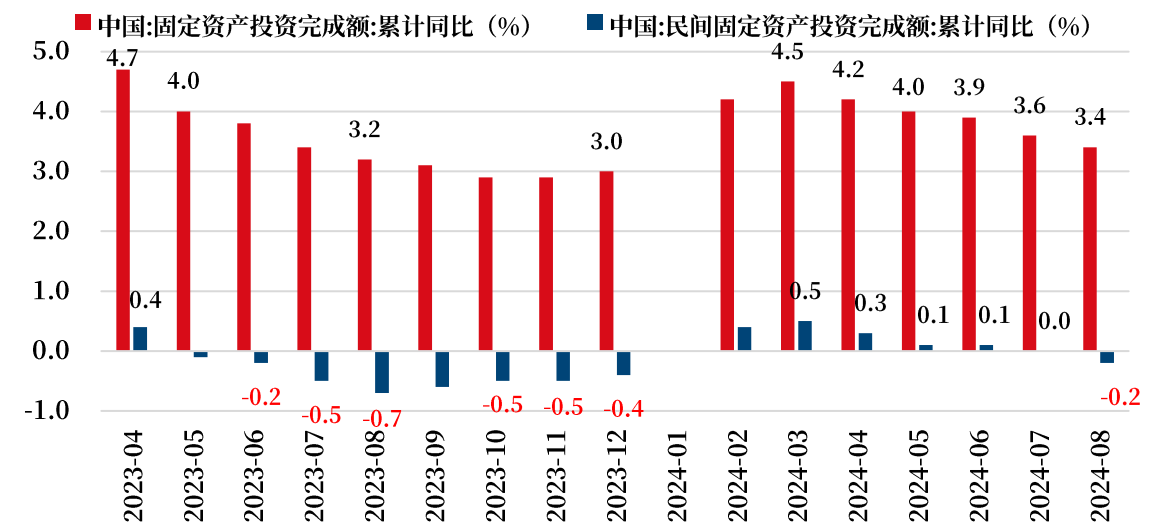


数据来源: wind 国信期货

固投总体仍不理想，民间投资年内首次转负。1-8月，全国固定资产投资（简称“固投”）32.95万亿元，同比增长3.4%，增速较1-7月收窄0.2个百分点，较去年同期扩大0.2个百分点。其中，今年1-8月民间固定资产投资（简称“民间投资”）同比下降0.2%，增速由1-7月的持平转为下跌，这也是今年民间投资首次累计同比增速转负。



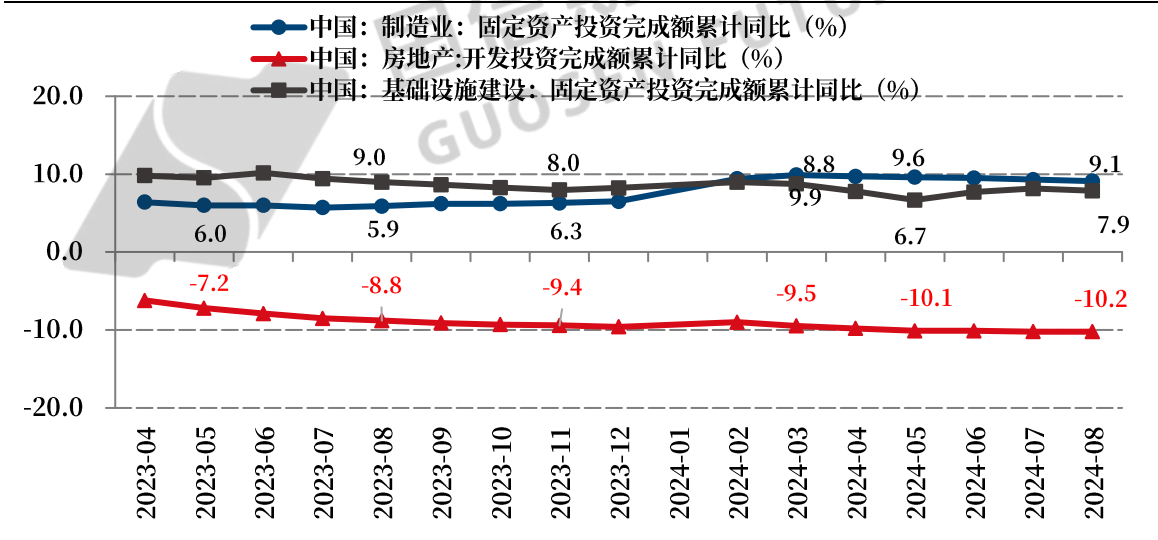
图4：固定资产投资



数据来源: wind 国信期货

分三大产业来看, 1-8月, 制造业投资增长9.1%, 增速较今年1-7月收窄0.2个百分点, 较去年同期加快3.2个百分点, 相对稳固; 基础设施投资增长7.9%, 增速较今年1-7月收窄0.3个百分点, 较去年同期收窄1.1个百分点, 增速仍然不佳; 房地产开发投资下降10.2%, 降幅与今年1-7月持平, 较去年同期扩大1.4个百分点, 仍然不理想。

图5：分行业固定资产投资

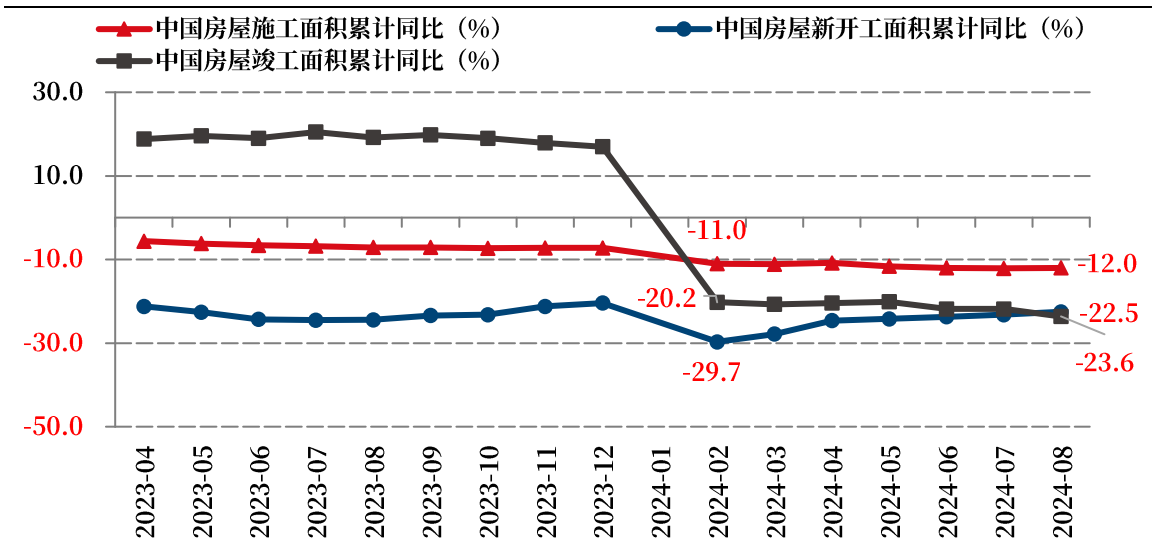


数据来源: wind 国信期货

房地产供需总体仍然不佳。房地产供给侧方面, 1-8月, 房地产开发企业房屋施工面积同比下降12.0%; 房屋新开工面积同比下降22.5%; 房屋竣工面积同比下降23.6%; 房地产开发企业到位资金同比下降20.2%。房地产需求侧方面, 1-8月, 新建商品房销售面积同比下降18.0%; 新建商品房销售额同比下降23.6%; 8月末, 商品房待售面积同比增长13.9%。

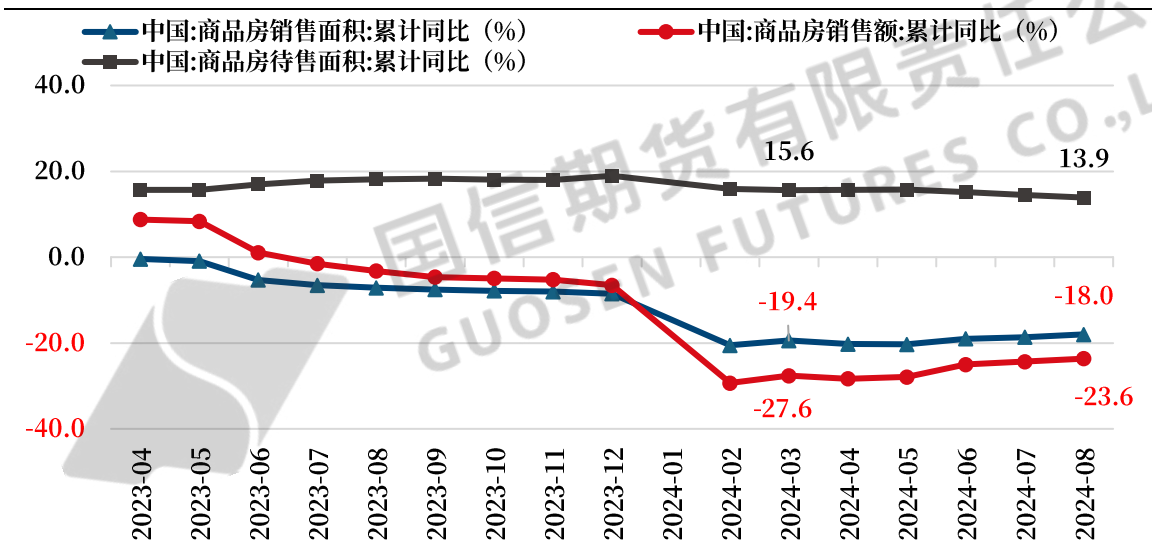


图 6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：wind 国信期货

图 7：商品房销售面积、销售金额、待售面积



数据来源：wind 国信期货

三、宏观核心指标

(一) 物价水平

8月物价水平走势现分歧，CPI 小幅改善 PPI 跌幅扩大。2024年8月全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨0.6%，涨幅较7月回升0.1个百分点，连续7个月同比上涨；8月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下跌1.8%，跌幅较7月扩大1.0个百分点，趋势性改善受到阻碍。

综合来看，8月物价水平走势分歧突出，CPI 延续小幅改善，PPI 跌幅有所扩大。CPI 小幅上涨，鲜菜价格向上拉动作用突出，猪肉价格涨幅有所收窄，但仍然维持较好的向上拉动作用；牛肉价格跌幅仍然较大。PPI 跌幅有所扩大，其中，生产资料价格影响 PPI 下降约 1.46 个百分点，向下拉动影响突出。尤其是，

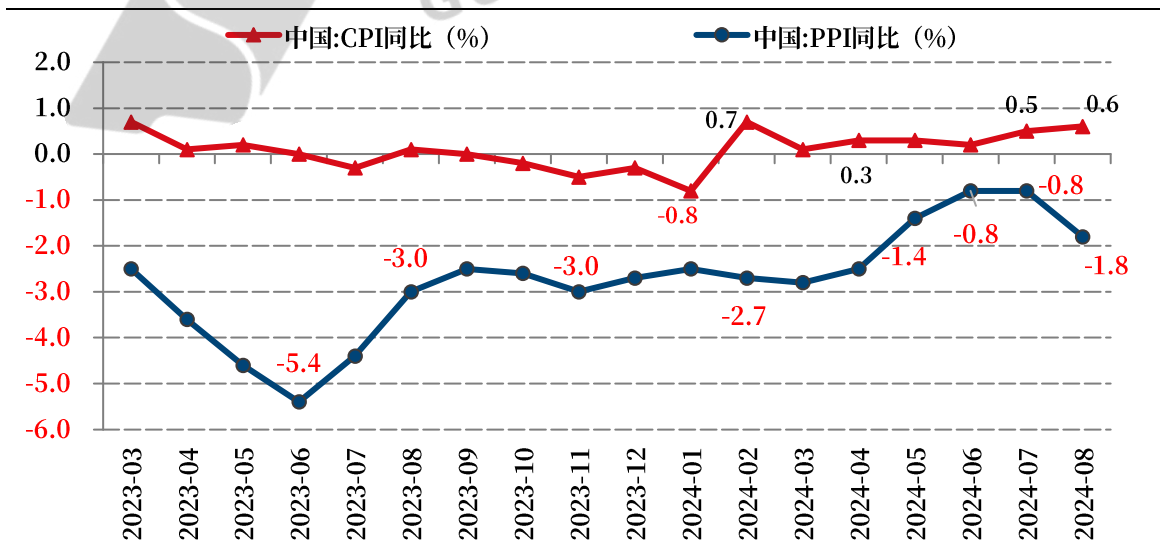


黑色金属冶炼和压延加工业同比下降 8.0%，较 7 月跌幅扩大 4.3 个百分点。PPI 中生活资料价格影响 PPI 下降约 0.29 个百分点，耐用消费品价格跌幅仍未有显著好转。后期，生猪价格有望维持向上拉动效果，人民银行货币政策数量型工具（降准或净买国债）的操作仍然可期，有望对物价回升形成一定支撑。但是，鲜菜价格向上拉动的突出作用或显著减弱。当然，相对积极的外部因素逐步进入兑现期，美联储 9 月大概率降息 25 个基点，叠加 OPEC+ 推迟增产，国际原油价格仍有上行空间。

CPI 同比方面。8 月 CPI 同比上涨 0.6%，从 CPI 分大类来看，其他用品及服务上涨 3.4%、食品烟酒上涨 2.1%、衣着上涨 1.4%、教育文化娱乐上涨 1.3%、医疗保健上涨 1.3%、生活用品及服务上涨 0.2%、居住持平；交通通信下跌 2.7%。其中，食品烟酒涨幅继今年 7 月转涨后，涨幅再次扩大，影响 CPI 上涨约 0.58 个百分点。食品中，受高温及强降雨影响，鲜菜价格上涨 21.8%，为 2022 年 5 月以来的最大涨幅，影响 CPI 上涨约 0.44 个百分点，向上拉动 CPI 影响突出；猪肉价格上涨 16.1%，涨幅较 7 月有所收窄，影响 CPI 上涨约 0.21 个百分点。此外，鲜果价格上涨 4.1%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；水产品价格上涨 1.7%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点。畜肉中，牛肉价格继续保持较大跌幅，同比下降 12.9%。8 月，受国际原油价格下行，交通通信同比跌幅有所扩大，至下降 2.7%，是 2023 年 8 月以来的最大跌幅。

PPI 同比方面。8 月 PPI 同比下降 1.8%。分 PPI 的两个大项来看，生产资料价格同比下降 2.0%，跌幅较 7 月扩大 1.3 个百分点，影响 PPI 下降约 1.46 个百分点，向下拉动 PPI 影响突出。其中，采掘工业涨势收窄，录得上涨 0.9%，涨幅较 7 月缩小 2.6 个百分点；原材料工业录得下降 0.8%，结束连续 3 个月的同比上涨，转为下跌；加工工业下跌 2.7%，跌幅较 7 月扩大 0.6 个百分点。PPI 两个大项的另一项为生活资料价格，8 月 PPI 的生活资料价格同比下降 1.1%，跌幅较 7 月扩大 0.1 个百分点，影响 PPI 下降约 0.29 个百分点；耐用消费品价格跌幅仍未有显著好转。从 PPI 分行业来看，8 月同比跌幅较大的行业有，黑色金属冶炼和压延加工业下降 8.0%，较 7 月跌幅扩大 4.3 个百分点，跌幅扩大较为突出；非金属矿物制品业下降 5.1%，农副食品加工业下降 4.0%，石油和天然气开采业下降 3.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 3.0%；8 月 PPI 同比涨幅居前的行业有，有色金属矿采选业上涨 17.1%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 7.6%。

图 8：物价水平



数据来源：wind 国信期货

物价环比方面。8 月 CPI 环比上涨 0.4%；其中，食品烟酒价格上涨 2.2%，居住和医疗保健价格均持平，教育文化娱乐价格下降 0.1%，衣着价格下降 0.2%，其他用品及服务价格下跌 0.6%，生活用品及服务下跌 0.7%，交通通信价格下跌 1.1%。7 月 PPI 环比下降 0.7%，为 2023 年 7 月以来的环比最大跌幅；其中，生

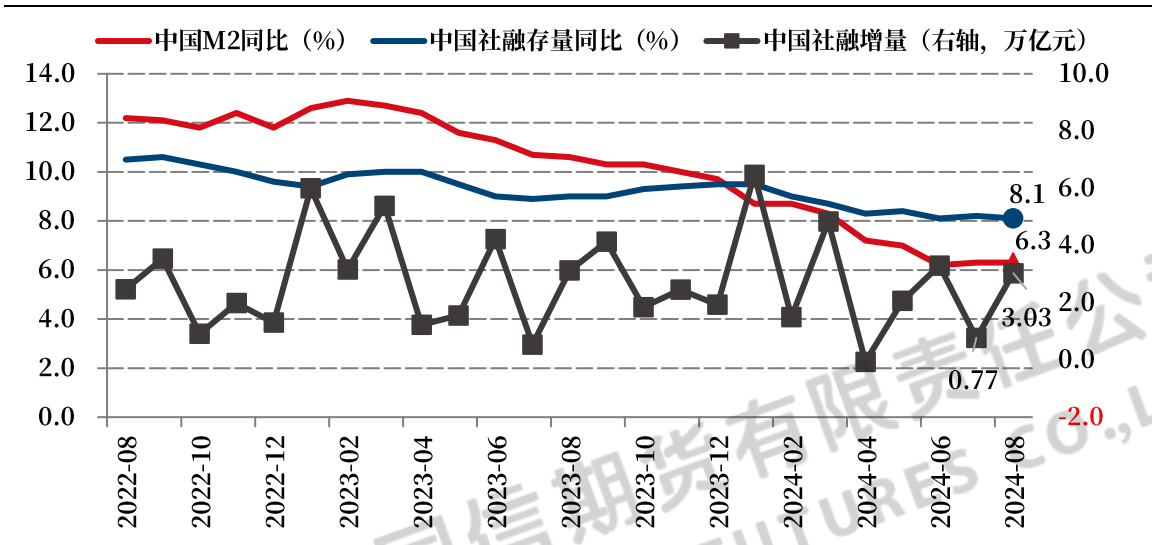


产资料价格下降 1.0%，生活资料价格持平。

(二) 货币供给

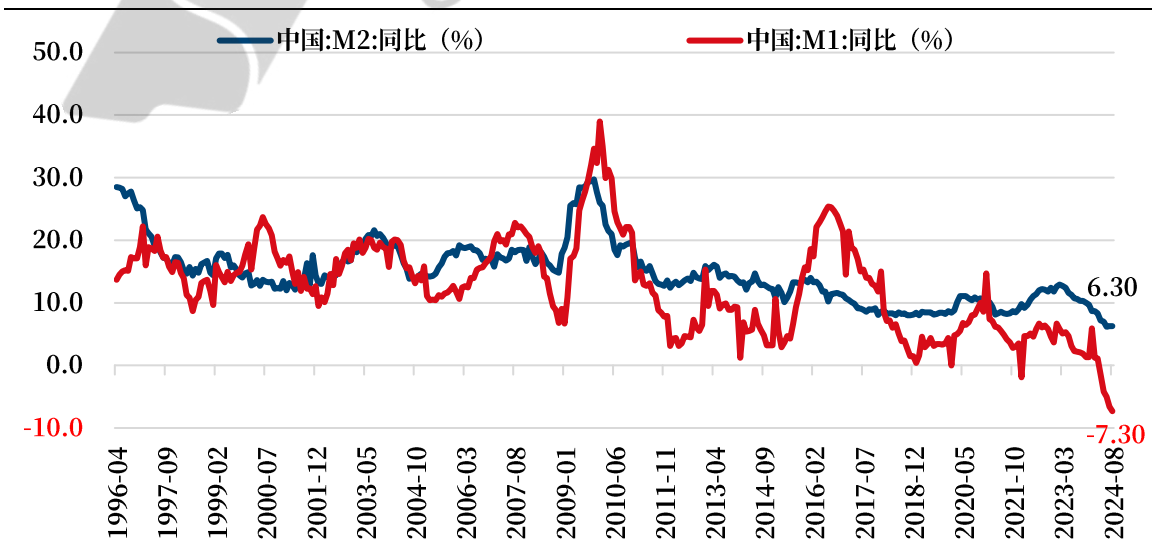
货币供给总量相对稳定，结构性矛盾仍在加剧。8月末，广义货币（M2）同比增长 6.3%，狭义货币（M1）同比下降 7.3%，流通中货币（M0）同比增长 12.2%，前八个月净投放现金 6028 亿元。8月末，社会融资规模存量（简称“社融存量”）同比增长 8.1%；2024 年前 8 个月社会融资规模增量（简称“社融增量”）累计为 21.9 万亿元，比上年同期少 3.32 万亿元；其中，8 月社融增量为 3.03 万亿元。

图 9：M2 和社融



数据来源：wind 国信期货

图 10：M1 和 M2



数据来源：choice 国信期货

综合来说，8 月货币供给总量相对稳定、增量局部好转，当然，货币供给结构性问题仍然突出。具体来说，M2 和社融存量增速较 7 月差别不大，相对稳定。得益于人民币贷款和证券债券发行分别新增 1.0 万亿元和 1.6 万亿元，社融增量显著好转，单月新增回升至 3.0 万亿元。但是，8 月 M1 跌幅再次扩大，连续



5 个月同比下滑，不利于物价水平的回升；主要原因仍是存款定期化现象较为突出，企业扩张意愿较低，尤其是，7 月非金融企业活期存款同比下降 19.9%，为 2016 年 1 月以来的最大降幅。后期，随着社融总量的相对稳定，人行净购买国债、政府证券发行的进一步加速、美联储降息兑现等各项积极因素的积累，有望对物价水平的回升形成一定支撑。

（三）库存周期

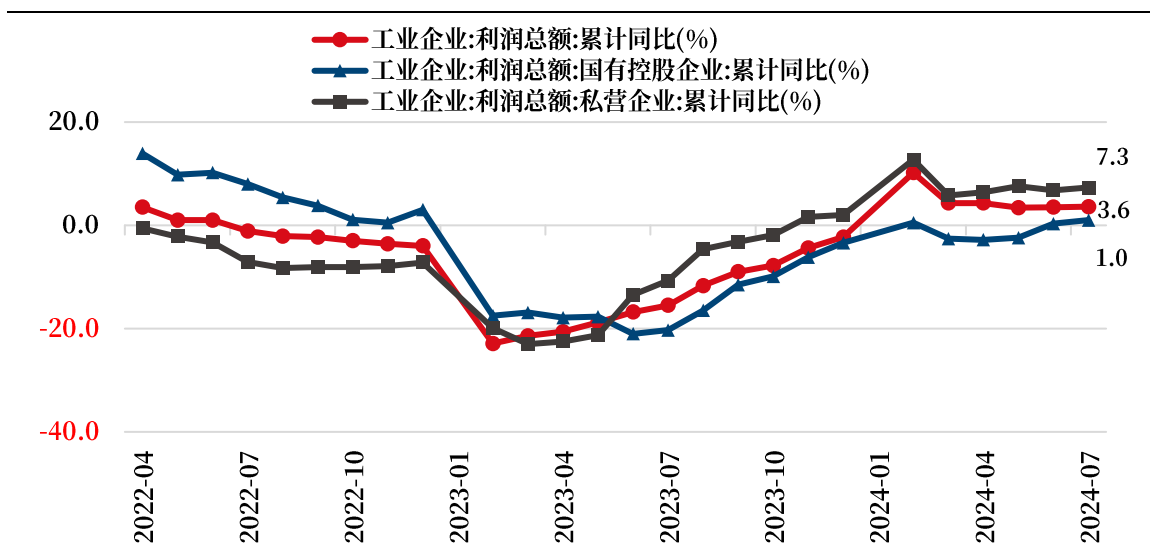
1-7 月规上工业企业利润相对好转，全行业延续补库趋势。1-7 月，全国规模以上工业企业（简称“规上工业企业”）实现利润总额 4.10 万亿元，同比增长 3.6%，涨幅较 1-6 月扩大 0.1 个百分点。7 月末，规上工业企业产成品存货（即库存），同比上涨 5.2%，涨幅较 6 月末扩大 0.5 个百分点，为 2023 年 5 月以来的新高，企业补库趋势继续增强。值得注意的是，由于库存指标以产成品价值计算，为名义指标；因此，近期企业的补库趋势，与工业生产者出厂价格（PPI）和工业生产者购进价格（PPIRM）等价格指数的跌幅收窄，也有较大关联。

从总量来看，利润总额受益于基数较低，录得相对好转，但后期仍有压力。今年 1-7 月规上企业利润总额的好转，与去年 1-7 月基数较低有较大关联。从近 3 年来看，2022 年 1-7 月规上企业利润总额为 4.89 万亿元，2023 年 1-7 月为 3.94 万亿元，2024 年 1-7 月为 4.10 万亿元。因此，虽然今年 1-7 月利润总额较去年有所好转，但是，与 2022 年 1-7 月相比，今年 1-7 月利润总额仍然低 16.2%。2023 年 8 月开始，规上企业利润总额相对好转，从而，今年 8 月开始，利润总额增速或仍有压力。

分企业类型来看，国有控股相对修复，私营延续较好表现。1-7 月，私营企业实现利润总额同比增长 7.3%，涨幅较 1-6 月扩大 0.5 个百分点，延续较好表现。1-7 月，国有控股企业实现利润总额同比增长 1.0%，增幅较 1-6 月扩大 0.7 个百分点，连续 2 个月累计同比转正，利润空间相对修复。1-7 月，外商及港澳台商投资企业实现利润总额同比上涨 9.9%，涨幅较 1-6 月收窄 1.1 个百分点，继续维持较好增速。

分行业来看，制造业增幅稳固，采矿业跌幅仍较大，公用事业维持较高增速。1-7 月，制造业实现利润总额同比上涨 5.0%，涨幅与 1-6 月持平，维持良好恢复态势。1-7 月，采矿业实现利润总额同比下降 9.5%，跌幅较 1-6 月收窄 1.3 个百分点，跌幅仍然较大。1-5 月，电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额同比增长 20.1%，继续维持较高增速。

图 11：工业企业利润

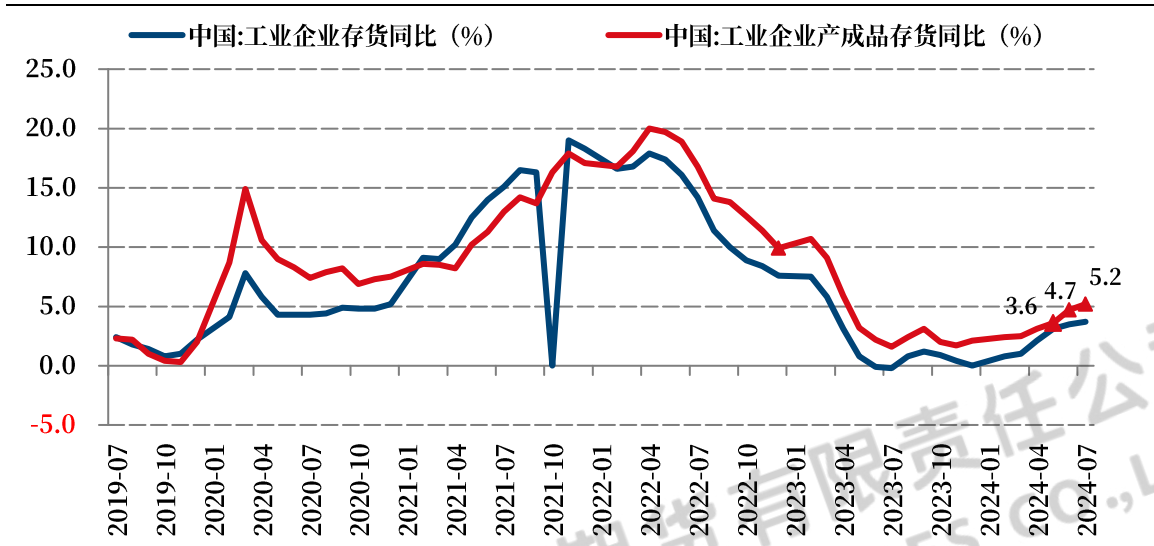


数据来源：wind 国信期货



制造业各行业利润差异仍然较大，造纸、化学纤维和有色金属冶炼表现较好。具体来说，1-7月，在29个制造业中，21个行业利润总额同比增长，8个行业同比下降。具体来看，1-7月制造业利润总额同比涨幅居前的有，造纸和纸制品业上涨107.7%，化学纤维制造业上涨105.2%，有色金属冶炼和压延加工业上涨79.3%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上涨36.9%，其他制造业上涨34.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业上涨25.1%，农副食品加工业上涨23.9%，以上行业的利润总额在1-7月累计涨幅均在20.0%以上。1-7月，制造业利润总额同比下降幅度较大的行业有，非金属矿物制品业下降48.8%，有色金属冶炼和压延加工业下降158.1%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降199.3%。

图 12：工业企业存货和产成品存货

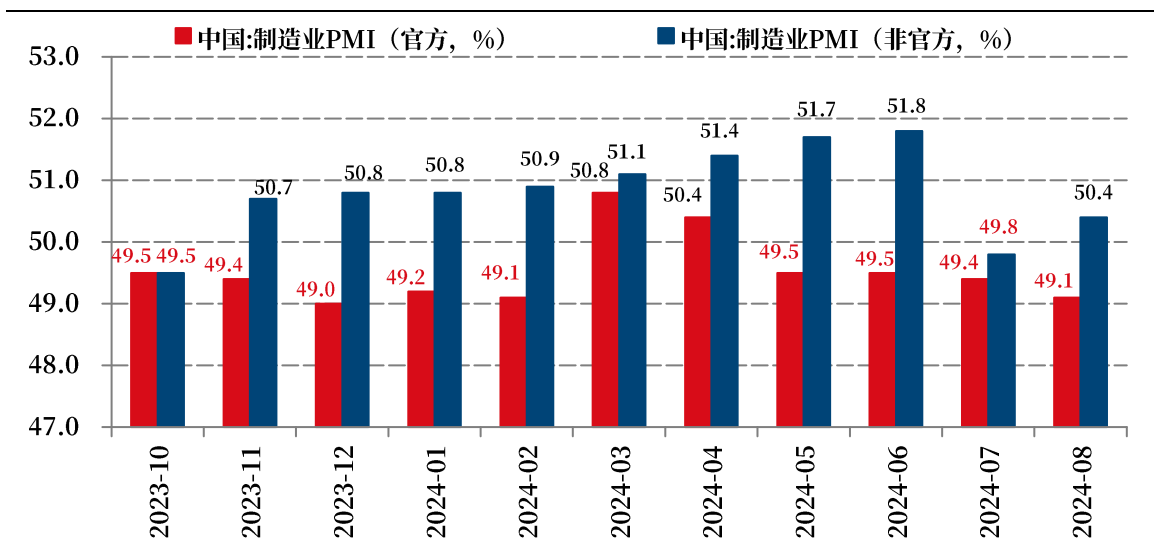


数据来源：wind 国信期货

(四) 景气指数

制造业景气再现分歧，总体仍然偏弱。8月官方制造业PMI为49.1%，较7月的49.4%回落0.3个百分点，持续4个月处于荣枯线下方。从官方制造业PMI分类指数来看，8月，生产指数为49.8%，新订单指数为48.9%，原材料库存指数为47.6%，从业人员指数为48.1%，供应商配送时间指数为49.6%。从非制造业商务活动指数来看，8月为50.3%，较7月回升0.1个百分点，非制造业维持弱势扩张。8月非官方制造业PMI为50.4%，较7月回升0.6个百分点，重回微弱扩张区间。

图 13：制造业 PMI



数据来源：wind 国信期货



从官方制造业 PMI 来看，分企业类型，大型企业维持弱势扩张，录得 50.4%；中型和小型企业均处于荣枯线下方，分别为 48.7%和 46.4%。五大分类指数均回落至荣枯线下方；新出口订单为 48.7%，连续 4 个月收缩；出厂价格和主要原材料购进价格分别显著下滑至 42.0%和 43.2%，分别回落 4.3 个百分点和 6.7 个百分点；产成品库存表现相对较好，回升 0.7 个百分点至 48.5%。

（五）人民币汇率

美联储开启降息周期。北京时间 9 月 19 日凌晨，美联储发布利率决议声明，美国联邦基金目标利率区间为 4.75%至 5.00%，即降息 50 个基点。关于美联储本次降息操作，有以下 5 点值得关注。第一，本次降息幅度较大，我们认为，美联储更多的是向市场传达宽松政策的决心，并以此继续推行“缩表”进程。美联储在“缩表”（相对紧缩的数量型货币政策）和降息（相对宽松的价格型货币政策）之间进行配合，或者说，美联储为了继续“缩表”，采取了相对较大的降息幅度。第二，关于美国经济，GDP 增速已经恢复至新冠疫情前的水平。目前并未有较为明确的信号表明美国经济已经步入衰退，或者说，美联储降息幅度较大主要是起到预防性作用。第三，关于美联储开启降息周期，对于中国经济来说，利大于弊。美联储降息有利于人民币升值；短期内，在岸美元兑人民币或震荡偏强。从出口规模来看，今年我国出口补短口的成效显著，因此，虽然人民币相对升值，但是，由于去年基数较低，并不会阻碍出口的趋势性回升。结合当前国内股票市场估值较低以及债券市场仍有上行空间，对此，与日元的套息交易相类似，部分国际投资者开始关注人民币的套息交易机会，进而有望为中国资本市场带来增量投资资金。随着中美名义利差的收窄，部分外资的流入，以及部分国内出口商结汇规模的增大，有望带动国内各类市场交易活动，促进物价水平的回升。第四，关于后期降息路径，预计美联储 2024 年内剩余的 2 次议息会议分别降息 25 个基点，即 2024 年内累计降息幅度或为 100 个基点；同时，本次发布的点阵图显示，至 2026 年底，美联储或将政策利率逐步降至上限为 2.75%左右的中性利率，即利率水平对市场活动不产生抑制也不产生刺激作用，进而经济处于平稳运行阶段。第五，关于美元指数，由于美联储降息兑现，但是，英国央行和日本央行在 9 月均维持利率不变，因此，短期内美元指数或震荡偏弱，或下探 100 整数关口。

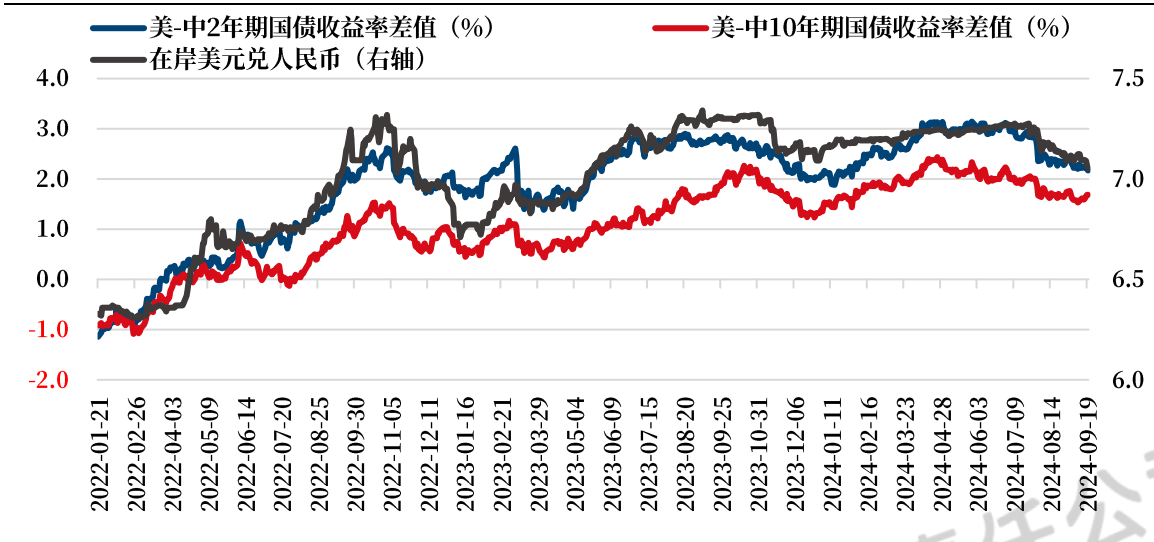
非美央行货币政策相对稳定。9 月 12 日，欧洲央行将存款便利利率（主要政策利率）由 3.75%下调至 3.50%，（即降息 25 个基点）；为此，将主要再融资利率由 4.25%下调至 3.65%，将边际贷款利率由 4.50%下调至 3.90%。9 月 19 日，英国央行维持政策利率 5.0%不变；9 月 20 日，日本央行维持政策利率（无担保隔夜拆借利率）0.25%不变。首先，欧洲央行降息后，欧元相对升值，欧元兑美元当日上涨 0.58%，或主要来自 2 大原因。原因一，欧洲央行降息幅度小于市场预期；原因二，欧洲央行降息操作临近美联储 9 月议息会议，市场关于美联储降息的预期较为充足，美联储降息成为主导欧元走势的关键因素。其次，英国央行维持利率不变，有以下 3 点值得关注。第一点，英国 8 月物价水平相对稳定，但核心 CPI 粘性较高，8 月 CPI 同比上涨 2.2%，前值为上涨 2.2%；8 月核心 CPI 为上涨 3.6%，前值为上涨 3.3%。第二点，实际上，英国央行正在执行两项相对紧缩的政策，维持利率不变（维持价格型紧缩政策不变），并且，继续推进“缩表”（继续推进数量型紧缩政策）。第三点，由于英国央行“缩表”计划将至少持续至 2025 年 9 月，因此，预计英国央行后期将对利率政策采取相对宽松的政策，最早或将于下一次议息会议，即北京时间 11 月 7 日，再度降息，幅度或在 25 个基点。最后，日本央行 9 月维持利率不变符合预期。但是，日本央行行长植田和男在 9 月 20 日表示，通胀的上行风险已经缓解。以上表态暗含日本央行短期加息需求降低。当日，日元走贬，美元兑日元升破 144.0 整数关口，最高至 144.4950。2024 年内，日本央行还有 2 次议息会议，利率决议的发布时间分别是北京时间 10 月 31 日和 12 月 19 日。预计日本央行下次加息时间，或在 2024 年底左右，即最早或在 12 月 19 日。

人行降准或购买国债更有效。9 月 20 日，中国人民银行（简称“人行”）维持当日 7 天 OMO 利率（政策利率）维持不变。同时，9 月 1 年期和 5 年期以上 LPR（市场利率）维持不变。近期，中国人民银行价格型货币政策相对稳定。更重要的是，结合美联储 9 月降息兑现，且幅度较大，人民币相对走强，在岸美元



兑人民币在9月20日最低录得7.0420，为2023年5月底以来的最强走势；短期内，在岸美元兑人民币有望挑战7.0整数关口。人行货币政策操作方面，结合9月政府债券发行加速，以及国庆假期现金支付对流动性的需求的提升，人行有望在本周采取降准操作。当然，9月或继续净买入国债，以投放流动性。

图 14：中美名义利差与人民币汇率



数据来源：wind 国信期货

四、后期展望

综合来说，8月国民经济总体平稳，结构性矛盾仍待改善。具体来看，8月，规上工业增加值延续放缓，国有企业增幅仍不高；消费维持底部徘徊，商品零售有较大拖累，餐饮增速有压力；固投总体不理想，民间投资年内首次转负，房地产市场仍然不佳；出口补缺口步伐稳健，维持低基数下趋势性恢复；新增人民币贷款回升以及政府债券发行加速，社融增量显著好转；物价水平走势显分歧，M1跌幅再次扩大。

美联储开启降息周期。北京时间9月19日凌晨，美联储发布利率决议声明，降息50个基点。本次降息幅度较大，美联储更多的是向市场传达宽松政策的决心，并以此继续推行“缩表”进程。美联储在“缩表”和降息之间进行配合，或者说，美联储为了继续“缩表”，采取了相对较大的降息幅度。关于美国经济，GDP增速已经恢复至新冠疫情前的水平。目前并未有较为明确的信号表明美国经济已经步入衰退，或者说，美联储降息幅度较大主要是起到预防性作用。关于后期降息路径，预计美联储2024年内剩余的2次会议会议分别降息25个基点。关于美元指数，由于美联储降息兑现，但是，英国央行和日本央行在9月均维持利率不变，因此，短期内美元指数或震荡偏弱，或下探100整数关口。美联储开启降息周期，对于中国经济来说，利大于弊。

人行降准或购买国债更有效。9月20日，中国人民银行维持当日7天OMO利率维持不变。同时，9月1年期和5年期以上LPR维持不变。近期，中国人民银行价格型货币政策相对稳定。更重要的是，结合美联储9月降息兑现，且幅度较大，人民币相对走强，在岸美元兑人民币在9月20日最低录得7.0420，为2023年5月底以来的最强走势；短期内，在岸美元兑人民币有望挑战7.0整数关口。人行货币政策操作方面，结合9月政府债券发行加速，以及国庆假期现金支付对流动性的需求的提升，人行有望在本周采取降准操作。当然，9月或继续净买入国债，以投放流动性。

地方新增专项债发行再加速。受房地产市场恢复不佳的拖累，政府性基金预算收入下滑幅度较大；1-8



月，广义财政支出累计同比下降 6.01%，跌幅较 1-7 月扩大 0.67 个百分点；广义财政支出累计同比为下降 2.86%，跌幅较 1-7 月扩大 0.83 个百分点。截至 9 月 22 日，9 月地方政府新增专项债将发行 9219 亿元，规模已经超过 8 月的 7965 亿元，为 2024 年单月发行最大规模；剩余发行额度为 4066 亿元，发行进度为 90.0%，已经超过 2023 年 9 月的发行进度。地方政府新增专项债发行的再次加速，有望对基建投资形成支撑。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。