

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@zts.com.cn

投资要点

- **8月财政数据**：增值税累计同比降幅继续收窄，央地支出相对平稳，土地出让收入延续回落
- **8月金融数据**：社融存量增速回落，地方政府专项债继续发力；人民币贷款同比少增，住户与企业同步少增；存款同比多增
- **高频数据**：生产低位波动，基建边际平稳，住宅成交走弱，土地出让仍弱，消费相对偏弱，出口运价续落，进口运价微升
- **风险提示事件**：国内与海外政策变动风险；国内与海外经济波动超预期风险；国际经济贸易摩擦风险

相关报告

内容目录

| | |
|---|--------|
| 1. 8月财政收支数据中增值税累计同比降幅继续收窄..... | - 3 - |
| 2. 8月金融数据中政府债券融资继续发力..... | - 6 - |
| 3. 高频数据：生产低位波动，基建边际平稳，住宅成交走弱，土地出让仍弱，消费相对偏弱，出口运价续落，进口运价微升..... | - 9 - |
| 4. 风险提示..... | - 18 - |

图表目录

| | |
|--|--------|
| 图表 1: 公共财政支出当月值 (亿元) | - 3 - |
| 图表 2: 增值税月度表现..... | - 3 - |
| 图表 3: 中央与地方财政支出当月值..... | - 5 - |
| 图表 4: 地方本级政府性基金收入中国有土地使用权出让收入 (亿元) | - 6 - |
| 图表 5: 社会融资规模存量新旧口径增速比较..... | - 6 - |
| 图表 6: 居民中长期贷款同比变化 (亿元) | - 7 - |
| 图表 7: 企业中长期贷款同比变化 (亿元) | - 8 - |
| 图表 8: 生产端部分高频指标 (开工率单位为%) | - 9 - |
| 图表 9: 基建部分高频指标 (库存单位为万吨) | - 9 - |
| 图表 10: 基建部分高频指标 (水泥全国与区域变化) | - 10 - |
| 图表 11: 基建部分高频指标 (水泥价格分区域) | - 10 - |
| 图表 12: 商品房成交部分高频指标 (面积单位为万平方米) | - 10 - |
| 图表 13: 部分重点城市二手房成交面积 (面积单位为万平方米) | - 11 - |
| 图表 14: 上海一手签约与二手成交面积指数 (以 2023 年 Q4 日均值为基准 100) - 11 - | - 11 - |
| 图表 15: 土地成交部分高频指标 (面积单位为万平方米) | - 12 - |
| 图表 16: 消费相关部分高频指标 (销量单位为辆, 电影票房单位为万元) | - 12 - |
| 图表 17: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数..... | - 13 - |
| 图表 18: CCFI 指数不同航线表现..... | - 13 - |
| 图表 19: 外贸相关高频指标 (区域指数) | - 14 - |
| 图表 20: CDFI 运价指数及细分运价指数..... | - 15 - |
| 图表 21: BDI 指数及细分运价指数..... | - 16 - |

1.8月财政收支数据中增值税累计同比降幅继续收窄

前8个月，一般公共预算收入累计约14.78万亿元，累计同比下降2.6%（前值下降2.6%），折算上年基数后计算当月同比下降2.6%（前值下降1.4%）。一般公共预算支出累计17.39万亿元，累计同比增长1.5%（前值增长2.5%），折算上年基数后计算当月同比下降6.2%（前值增长6.3%）。从绝对数值看，支出与上月基本持平，考虑到上年基数走高明显，压制了同比增速表现。

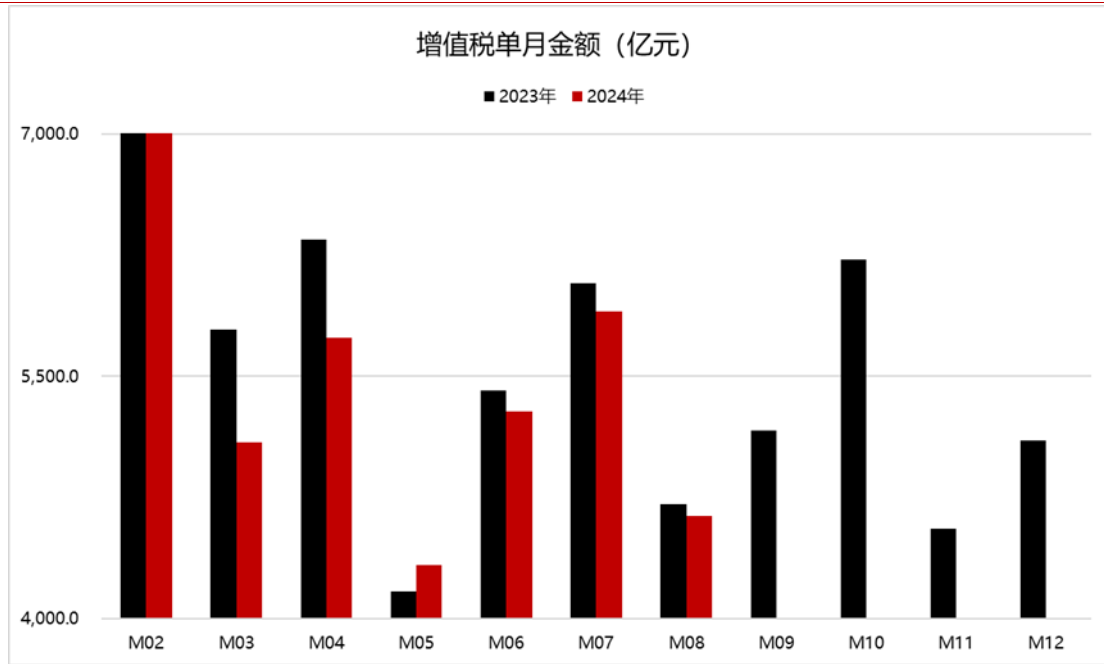
图表 1: 公共财政支出当月值 (亿元)



来源: WIND、中泰证券研究所

增值税累计同比降幅继续收窄。从增值税看，由于营改增之后，增值税覆盖所有商品和服务领域，前8个月累计4.59万亿元，累计同比下降4.9%（前值下降5.2%），计算单月4633亿元（前值5903亿元），符合季节性表现；同比下降2.1%（前值下降2.7%），同比降幅有所收窄。

图表 2: 增值税月度表现



来源：WIND、中泰证券研究所

消费税单月同比降幅有所扩大。消费税前8个月累计1.13万亿元，累计同比增长4.2%（前值累计同比增长5.5%），计算单月1298亿元（前值1170亿元），环比增加，同比下降4.8%（前值下降3.4%），主要是上年基数走高更加明显，压制了同比增速表现。由于消费税征收口径明显偏窄，只反应部分消费品的表现，并不能反映消费整体表现。

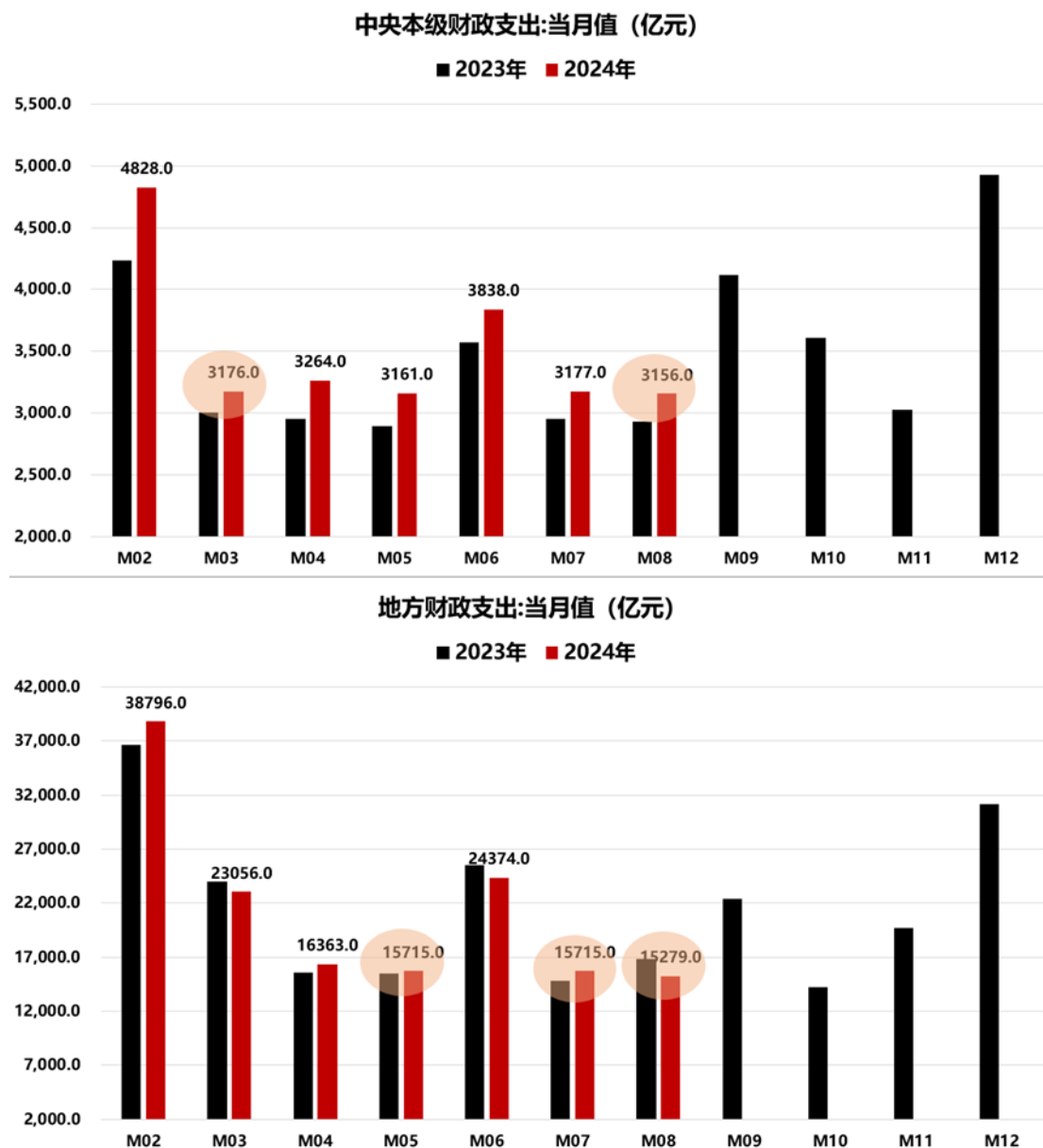
个人所得税累计同比降幅收窄。从企业所得税看，前8个月累计约3.14万亿元，累计同比下降5.0%（前值下降5.4%），计算单月同比增长17.3%（前值下降4.9%）；从个人所得税看，前8个月累计9685亿元，累计同比下降5.2%（前值下降5.5%），计算单月1156亿元（前值1171亿元），绝对金额较上月回落，同比下降2.9%（前值下降4.2%），在环比下降情况下，同比降幅收窄，说明上年基数下降更为明显，推升了同比增速的表现。由于个人所得税在单月之间波动明显，年内累计同比增速持续回落，说明纳税人群的收入状况仍在波动。

其他税种看，单月进口货物增值税消费税同比增长2.3%（前值增长8.3%）、关税同比增长4.6%（前值增长5.2%），均反映单月内需波动。车辆购置税同比下降29.5%（前值下降12.9%），绝对金额较上月回落。证券交易印花税累计同比下降55.5%（前值下降55.0%），土地增值税当月同比下降25.8%（前值下降28.3%），房产税同比增长17.1%（前值增长20.8%）。

央地支出平稳。中央收入当月5616亿元，同比下降3.8%（前值下降2.3%）；地方收入当月6497亿元，同比下降1.9%（前值下降1.5%）；中央支出当月3156亿元，是年内最低表现，折算上年基数后计算当月同比增长7.8%（前值增长7.6%），主要是受上年基数偏低影响，推升了同比增速的表现；地方支出当月15279亿元，折算上年基数后计算当月同比下降9.1%（前值增长6.3%）。另外，税收收入9819亿元，同比下

降 5.2% (前值下降 4.0%)，降幅收窄；非税收入 2294 亿元，同比增长 8.8% (前值增长 14.6%)，增速回落。

图表 3: 中央与地方财政支出当月值



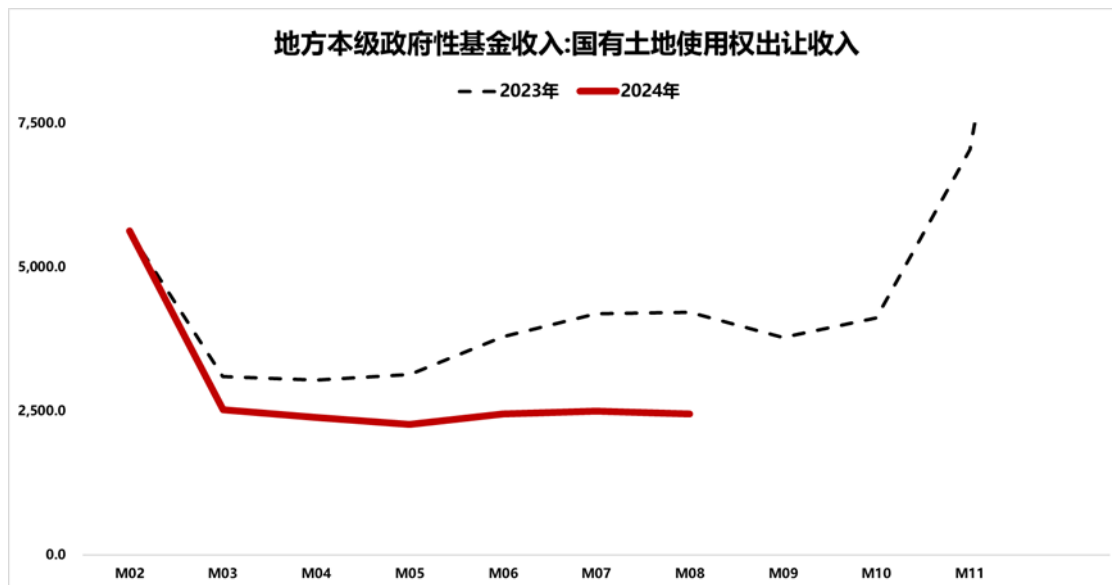
来源: WIND、中泰证券研究所

土地出让收入延续回落。折算单月后，政府性基金收入 3526 亿元 (前值 3380 亿元)，同比下降 34.8% (前值下降 33.3%)，其中地方 2995 亿元 (前值 3067 亿元)，同比下降 38.6% (前值下降 35.7%)，地方土地使用权收入 2455 亿元 (前值 2500 亿元)，同比下降 42.1% (前值下降 40.2%)。

从支出结构上看，教育 (同比下降 4.3%，前值增长 4.7%)、科技 (同比增长 0.8%，前值增长 48.3%)、文旅体媒 (同比下降 15.2%，前值增长 3.6%)、社保 (同比下降 5.0%，前值增长 5.1%)；卫生健康 (计算当月同比下降 17.8%，前值下降 11.1%)；与基建相关的节能环保 (同

比下降 31.6%，前值增长 16.6%)，城乡事务 (同比增长 1.2%，前值下降 0.3%)、农林水 (同比下降 12.7%，前值增长 18.5%)、交通运输 (同比下降 25.2%，前值增长 18.5%)。

图表 4: 地方本级政府性基金收入中国有土地使用权出让收入 (亿元)



来源: WIND、中泰证券研究所

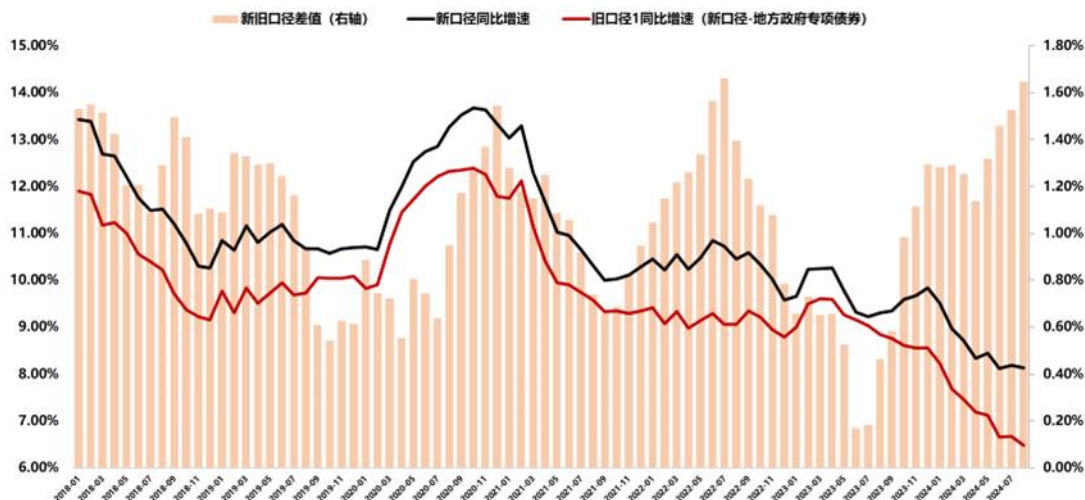
2.8 月金融数据中政府债券融资继续发力

社融增量同比少增，对实体经济发放的人民币贷款连续 10 个月同比少增；政府债券净融资同比多增。8 月社融增量 30311 亿元（前值 7077 亿元），同比少增 968 亿元（前值多增 2341 亿元）。在细分项中，对实体经济发放的人民币贷款新增 10411 亿元（前值减少 808 亿元），同比少增 3001 亿元（前值少增 1172 亿元），连续 10 个月同比少增；委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计新增 1160 亿元（前值减少 756 亿元），同比多增 155 亿元（前值多增 969 亿元）；企业债券净融资新增 1703 亿元（前值新增 2036 亿元），同比少增 1085 亿元（前值多增 746 亿元）；政府债券净融资新增 16177 亿元（前值新增 6881 亿元），同比多增 4418 亿元（前值多增 2772 亿元），连续 4 个月同比多增。

社融存量增速回落，地方政府专项债继续发力。8 月社融存量同比增长 8.13%（前值 8.19%），剔除掉地方政府专项债后的社融增速 6.48%（前值 6.66%）。新旧口径差值为 1.65 个百分点（前值 1.52 个百分点），继续上行，反映地方政府专项债发行节奏加快。

图表 5: 社会融资规模存量新旧口径增速比较

社会融资规模存量新旧口径增速比较



来源：WIND、中泰证券研究所

人民币贷款同比少增，住户同比少增，企业同比少增。8月新增人民币贷款9000亿元（前值2600亿元），同比少增4600亿元（前值少增859亿元）。分部门看，住户贷款新增1900亿元（前值减少2100亿元），同比少增2022亿元（前值少增93亿元），连续7个月同比少增。企（事）业单位贷款新增8400亿元（前值新增1300亿元），同比少增1088亿元（前值少增1078亿元），连续4个月同比少增。

居民短贷同比少增，中长贷同比少增。8月居民短期贷款新增716亿元（前值减少2156亿元），同比少增1604亿元（前值少增821亿元），连续7个月同比少增；中长期贷款新增1200亿元（前值新增100亿元），同比少增402亿元（前值多增772亿元）。短期贷款同比少增，指向消费需求有所波动；中长期贷款同比少增，指向居民购房意愿低位波动。

图表6：居民中长期贷款同比变化（亿元）

| 月度 | 居民中长期贷款 同比变化 | | | | | |
|-----|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
| M01 | 1059.0 | 522.0 | 1957.0 | -2024.0 | -5193.0 | 4041.0 |
| M02 | -994.0 | -1855.0 | 3742.0 | -4572.0 | 1322.0 | -1901.0 |
| M03 | 835.0 | 133.0 | 1501.0 | -2504.0 | 2613.0 | -1832.0 |
| M04 | 622.0 | 224.0 | 529.0 | -5231.7 | -842.3 | -510.0 |
| M05 | 734.0 | -15.0 | -236.0 | -3379.0 | 637.0 | -1170.0 |
| M06 | 224.0 | 1491.0 | -1193.0 | -989.3 | 463.3 | -1428.0 |
| M07 | -159.0 | 1650.0 | -2093.0 | -2488.0 | -2158.0 | 722.0 |
| M08 | 125.0 | 1031.0 | -1312.0 | -1601.0 | -1056.0 | -402.0 |
| M09 | 634.0 | 1419.0 | -1695.0 | -1211.0 | 2014.0 | |
| M10 | -143.0 | 472.0 | 162.0 | -3889.0 | 375.0 | |
| M11 | 298.0 | 360.0 | 772.0 | -3718.0 | 278.0 | |
| M12 | 1745.0 | -432.0 | -834.0 | -1693.0 | -403.0 | |

来源：WIND、中泰证券研究所

企业贷款同比少增，短贷、中长期贷同比少增，票据融资同比多增。企（事）业单位贷款新增 8400 亿元（前值新增 1300 亿元），同比少增 1088 亿元（前值少增 1078 亿元）。其中，短期贷款减少 1900 亿元（前值减少 5500 亿元），同比少增 1499 亿元（前值少增 1715 亿元），连续 9 个月同比少增；中长期贷款新增 4900 亿元（前值新增 1300 亿元），同比少增 1544 亿元（前值少增 1412 亿元），连续 6 个月同比少增；票据融资新增 5451 亿元（前值新增 5586 亿元），同比多增 1979 亿元（前值多增 1989 亿元）。企业短贷同比少增，显示企业短期流动性需求偏低，而中长贷同比少增，或指向企业资本开支意愿仍待修复。

图表 7：企业中长期贷款同比变化（亿元）

| 月度 | 企业中长期贷款 同比变化 | | | | | |
|-----|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
| M01 | 700.0 | 2600.0 | 3800.0 | 600.0 | 14000.0 | 1900.0 |
| M02 | -1458.0 | -970.0 | 6843.0 | -5948.0 | 6048.0 | 800.0 |
| M03 | 1958.0 | 3070.0 | 3657.0 | 148.0 | 7252.0 | -4700.0 |
| M04 | -1845.0 | 2724.0 | 1058.0 | -3953.0 | 1017.0 | -2569.0 |
| M05 | -1507.0 | 2781.0 | 1223.0 | -977.0 | 1147.0 | -2698.0 |
| M06 | -248.0 | 3595.0 | 1019.0 | 6130.0 | 1436.0 | -6233.0 |
| M07 | -1197.0 | 2290.0 | -1031.0 | -1478.0 | -747.0 | -1412.0 |
| M08 | 860.0 | 2967.0 | -2037.0 | 2138.0 | -909.0 | -1544.0 |
| M09 | 1837.0 | 5043.0 | -3732.0 | 6540.0 | -944.0 | |
| M10 | 787.0 | 1897.0 | -1923.0 | 2433.0 | -795.0 | |
| M11 | 911.0 | 1681.0 | -2470.0 | 3950.0 | -2907.0 | |
| M12 | 2002.0 | 1522.0 | -2107.0 | 8717.0 | -3498.0 | |

来源：WIND、中泰证券研究所

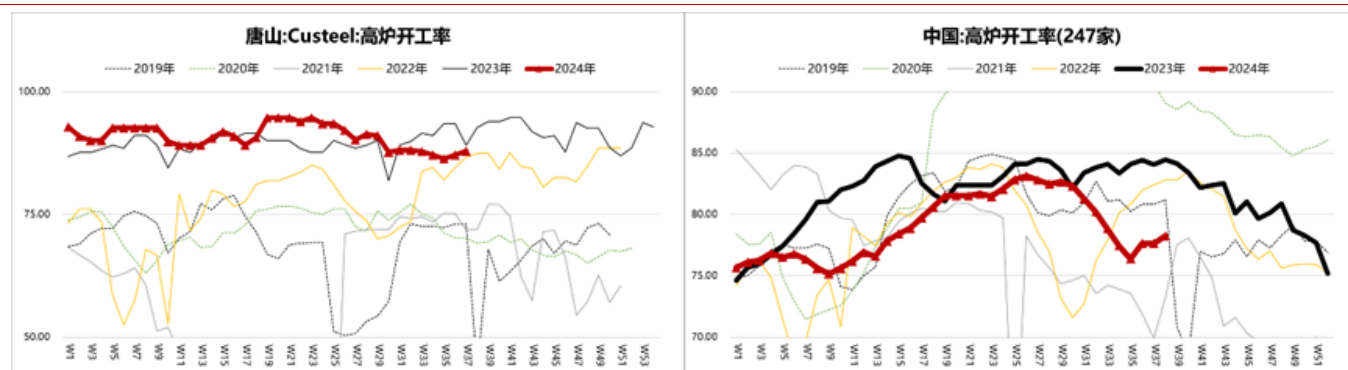
供需缺口延续收窄。M2 同比增长 6.3% (前值 6.3%)，社融与 M2 的增速差为 1.8 个百分点 (前值 1.9 个百分点)，差值较上月有所收窄。M1 同比下降 7.3% (前值下降 6.6%)，M1 与 M2 的增速差为 13.6 个百分点 (前值 12.9 个百分点)；M2-M1 同比增长 10.5% (前值 10.3%)，提高 0.2 个百分点，指向居民存款增速回升；M1-M0 同比下降 10.9% (前值下降 10.1%)，连续 7 个月同比下降，指向企事业单位存款减少。

存款总体同比多增，财政存款同比多增，企业与居民同比少增。8 月新增人民币存款新增 22200 亿元 (前值减少 8000 亿元)，同比多增 9600 亿元 (前值多增 3200 亿元)。各项存款余额同比增长 6.6% (前值 6.3%)，增速继续回升。从分项来看，财政存款新增 5587 亿元 (前值新增 6453 亿元)，同比多增 5675 亿元 (前值少增 2625 亿元)。企业存款新增 3500 亿元 (前值减少 17800 亿元)，同比少增 5390 亿元 (前值少增 2500 亿元)，连续 7 个月同比少增。居民存款新增 7100 亿元 (前值减少 3300 亿元)，同比少增 777 亿元 (前值多增 4793 亿元)。

3. 高频数据：生产低位波动，基建边际平稳，住宅成交走弱，土地出让仍弱，消费相对偏弱，出口运价续落，进口运价微升

从生产端来看，低位波动运行，截至 9 月 20 日唐山 Custeel 高炉开工率为 87.93% (前值 87.15%)，低位波动，低于 2023 年同期水平；截至 9 月 20 日，全国 247 家高炉开工率 78.25% (前值 77.65%)，低位回升；截至 9 月 18 日，PTA 产业链负荷率 83.93% (前值 85.30%)，高位波动；截至 9 月 21 日，汽车半钢胎开工率 77.08% (前值 79.16%)，出现回落。

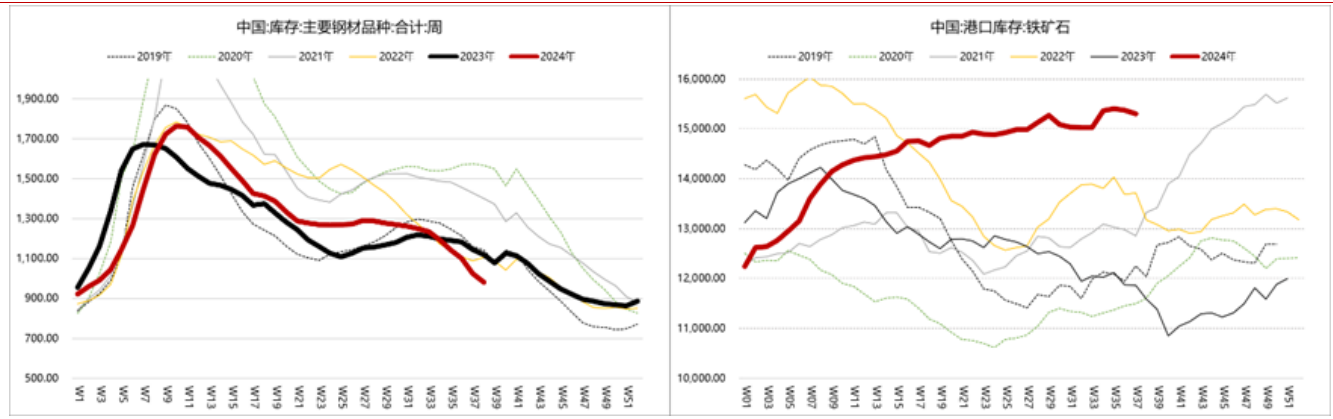
图表 8：生产端部分高频指标 (开工率单位为%)



来源：WIND、中泰证券研究所

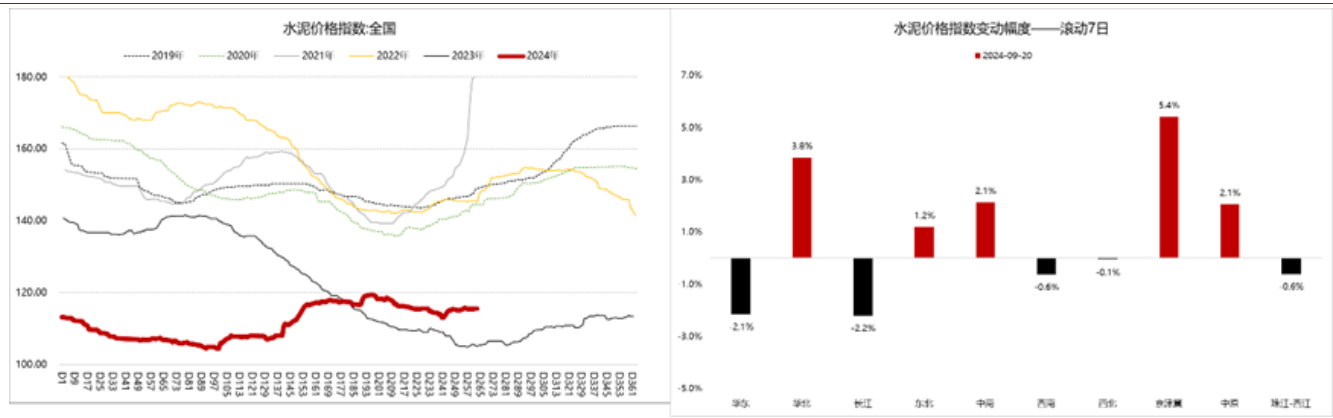
从内需端看，基建上，截至 9 月 21 日主要钢材品种库存继续回落，低于 2023 年同期水平，库存去化速度继续加快；截至 9 月 20 日，铁矿石港口库存高位波动；截至 9 月 20 日全国水泥价格指数为 115.57 (前值 115.47)，基本平稳；从区域来看，华北、东北、中南环比回升。

图表 9：基建部分高频指标 (库存单位为万吨)



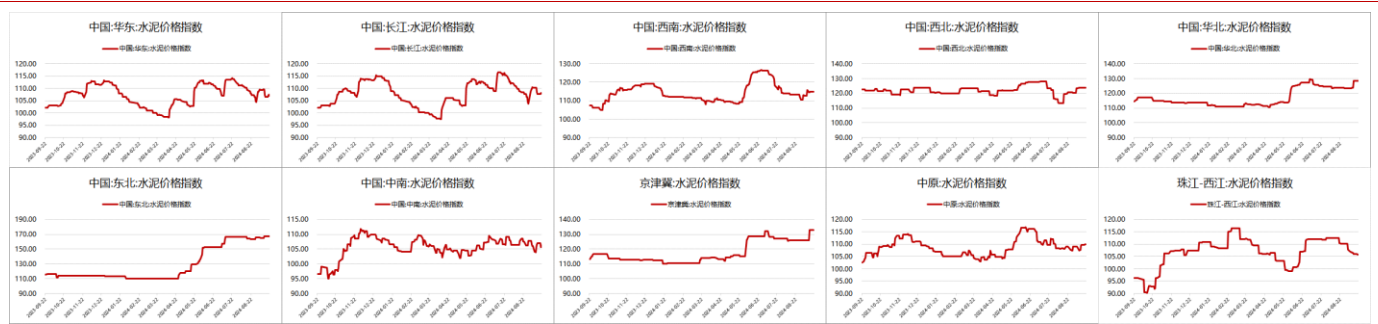
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 10：基建部分高频指标（水泥全国与区域变化）



来源：WIND、中泰证券研究所

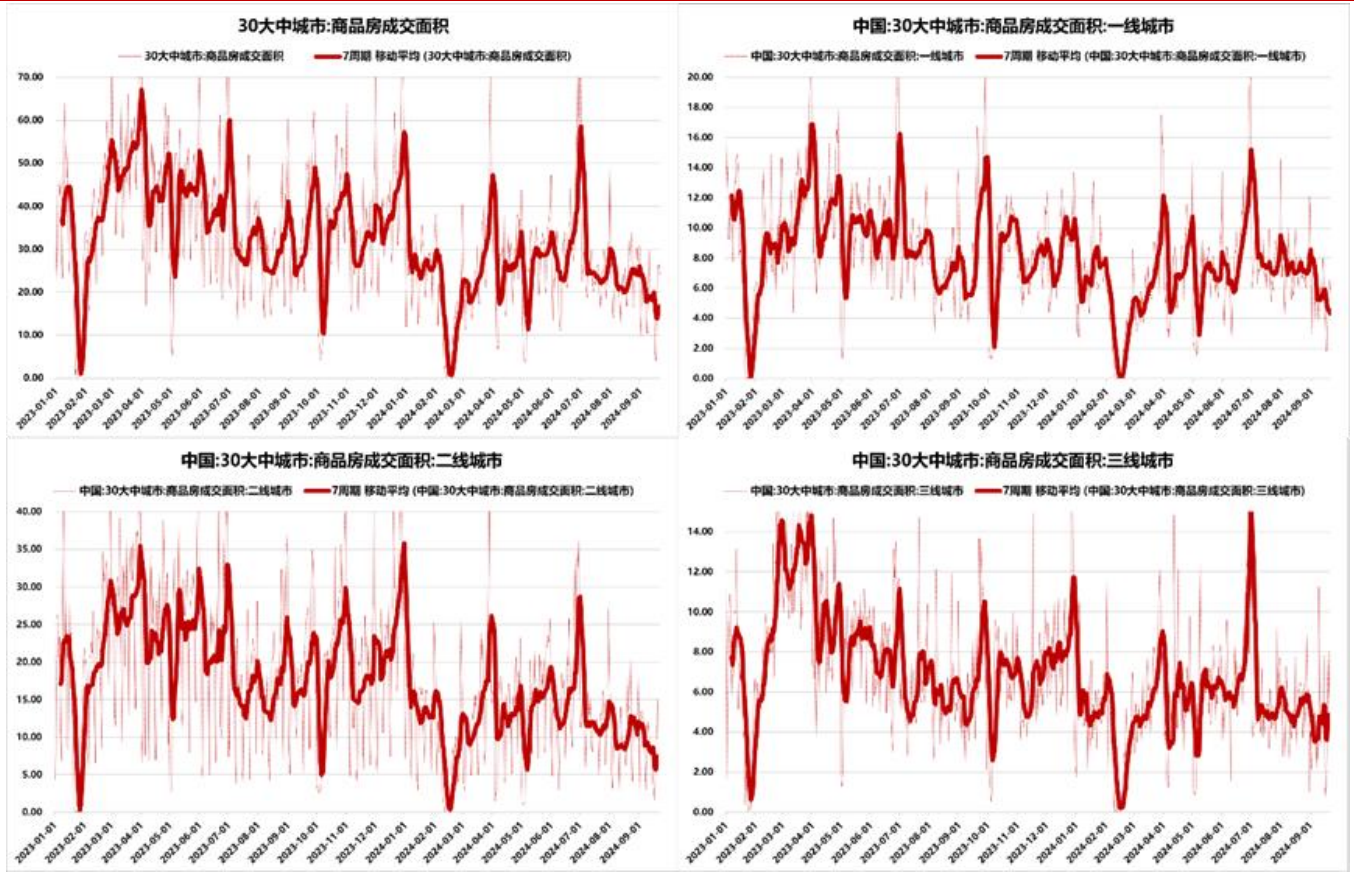
图表 11：基建部分高频指标（水泥价格分区域）



来源：WIND、中泰证券研究所

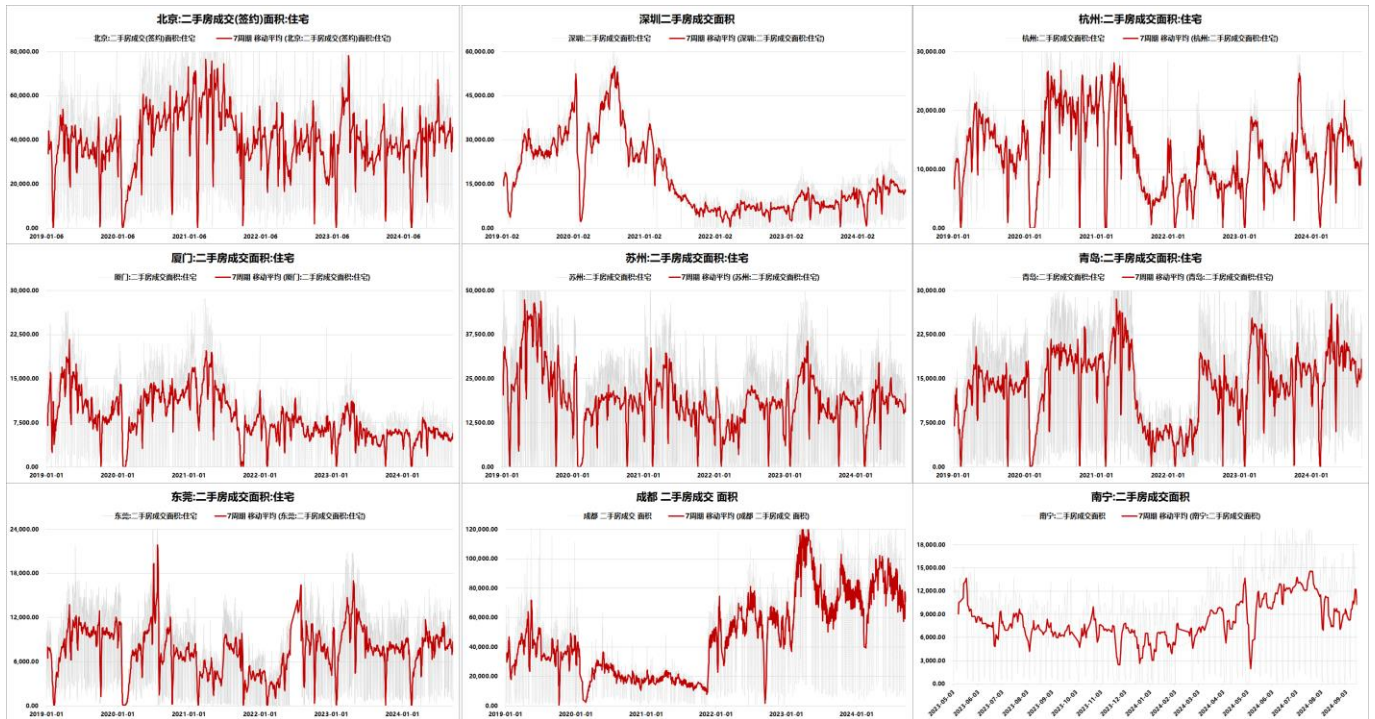
地产上，截至 9 月 21 日，30 大中城市商品房成交面积继续走低，一线、二线继续回落，三线底部波动；从部分重点城市二手房成交面积来看，北京、深圳、厦门、苏州、青岛、东莞、南宁出现回落，杭州、成都相对平稳；上海一手房签约面积与二手成交面积继续回落。从土地成交情况来看，截至 9 月 15 日，100 大中城市成交土地面积、住宅用地面积出现回落，表明拿地积极性有所波动。乘用车批零季节性波动，地铁客运量受节假日影响出现回落；电影票房延续回落。

图表 12：商品房成交部分高频指标（面积单位为万平方米）



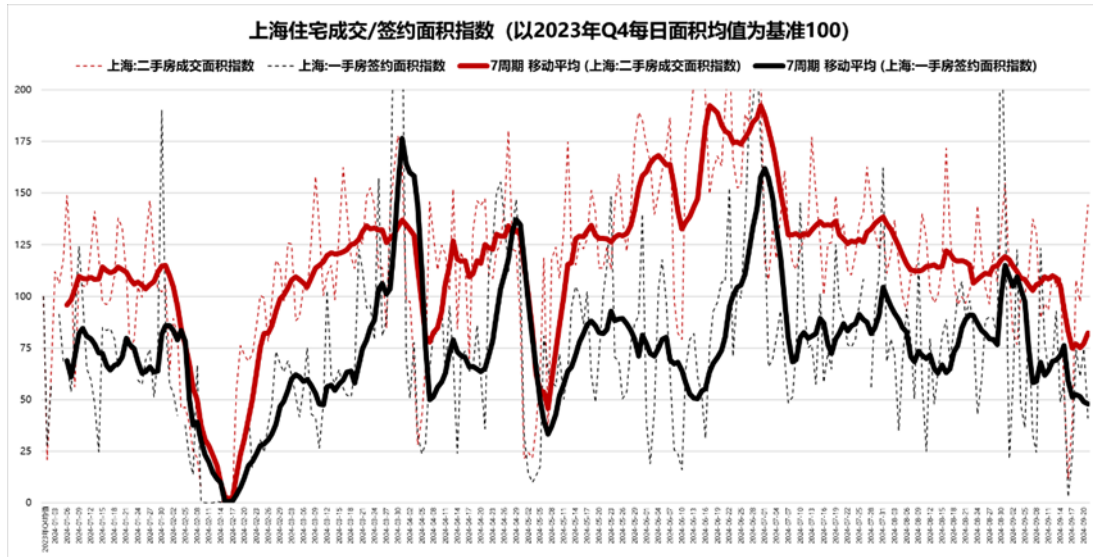
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 13: 部分重点城市二手房成交面积 (面积单位为万平方米)



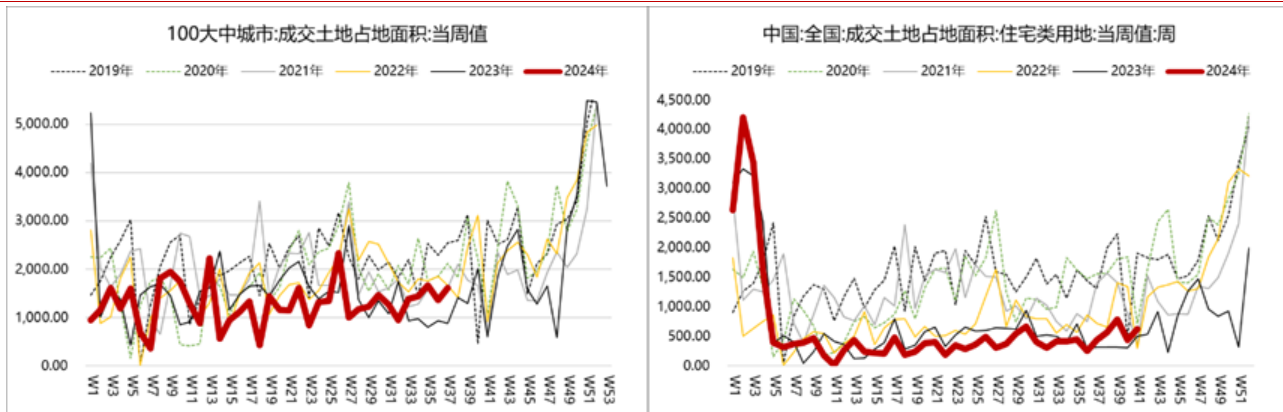
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 14: 上海一手签约与二手成交面积指数 (以 2023 年 Q4 日均值为基准 100)



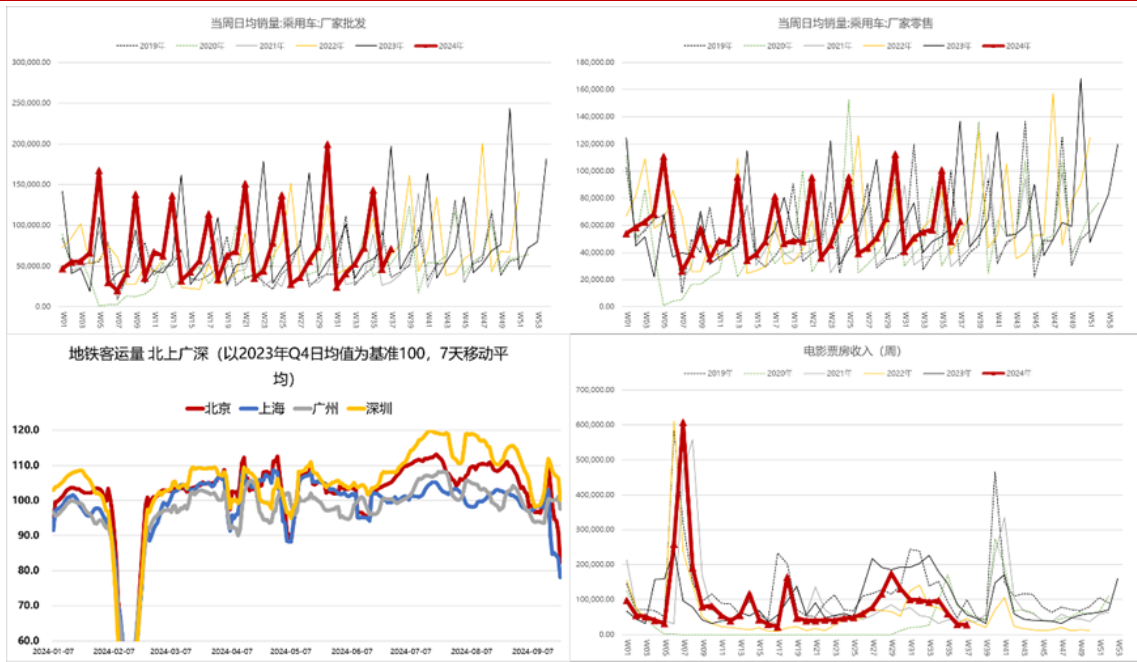
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 15: 土地成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)



来源: WIND、中泰证券研究所

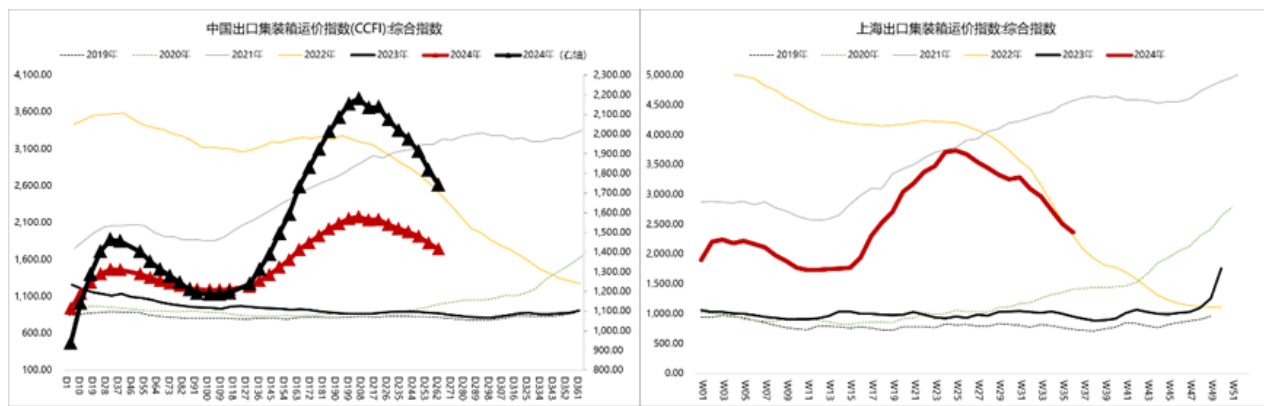
图表 16: 消费相关部分高频指标 (销量单位为辆, 电影票房单位为万元)



来源: WIND、中泰证券研究所

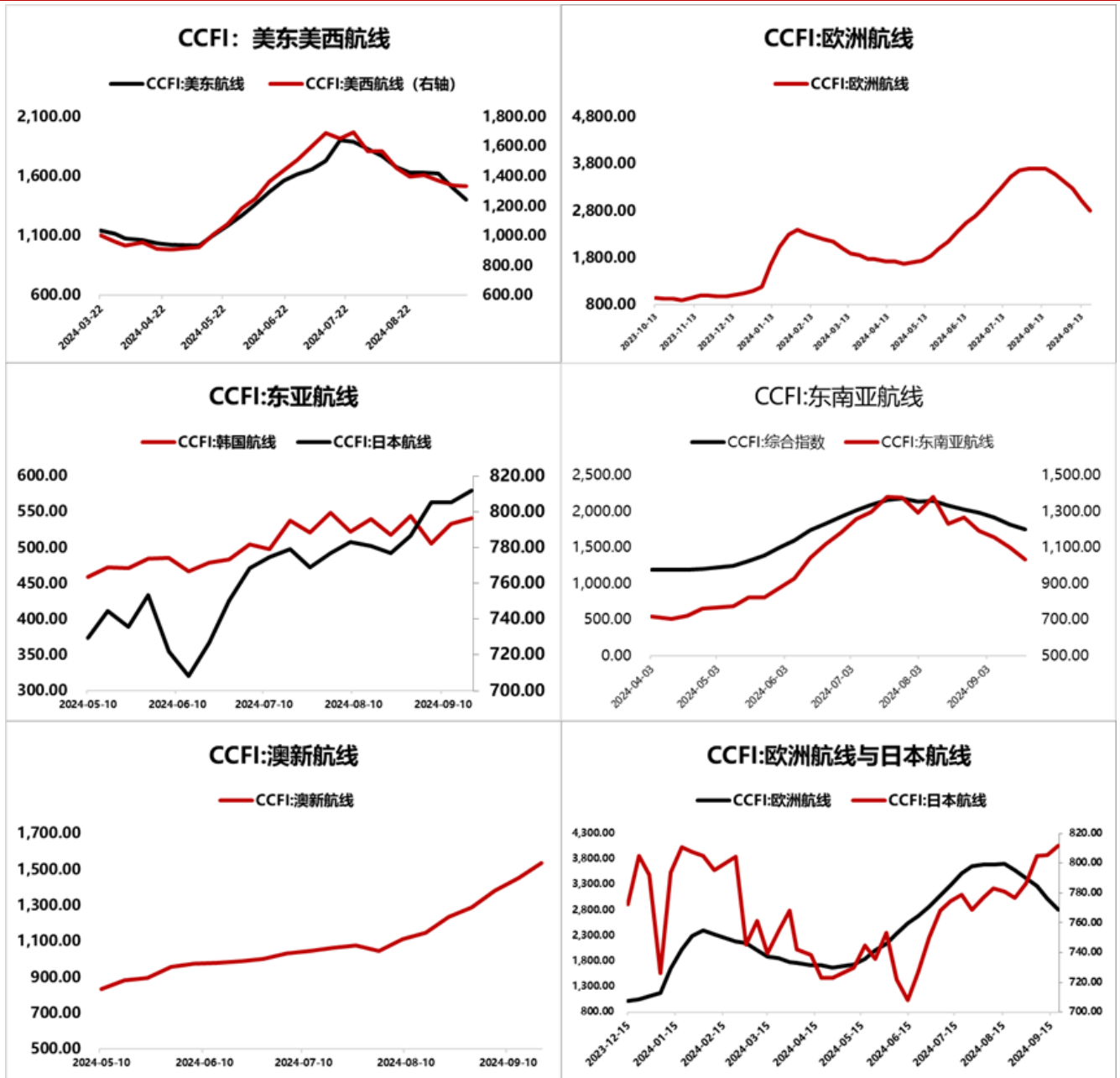
从外需端看,出口运价指标延续回落。截至9月20日,中国出口集装箱运价指数(CCFI)报1742.19点(前值1818.31点),延续回落;上海出口集装箱运价指数(SCFI)报2366.24点(前值2510.95点),延续回落,从往期数据观察,SCFI相较于CCFI指数更加敏感。除少数以外主要航线同步回落,美东、美西航线同步回落,欧洲航线高位回落,澳新航线仍在上行,日本航线仍在上行,东南亚航线延续回落。从部分区域运价指标来看,覆盖远东区域范围内典型进出口航线的远东干散货运价指数保持高位,东南亚集装箱运价指数延续回落。

图表 17: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数



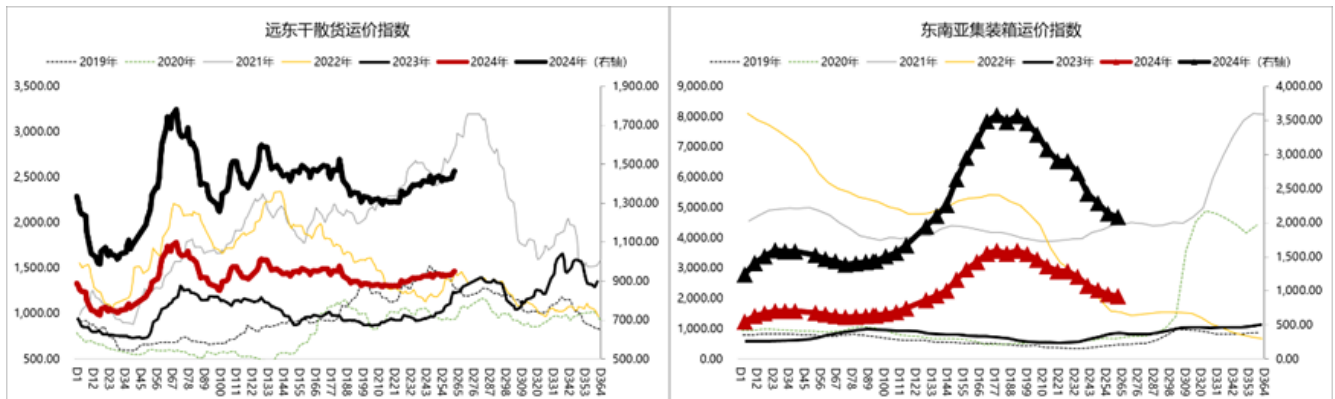
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 18: CCFI 指数不同航线表现



来源：WIND、中泰证券研究所

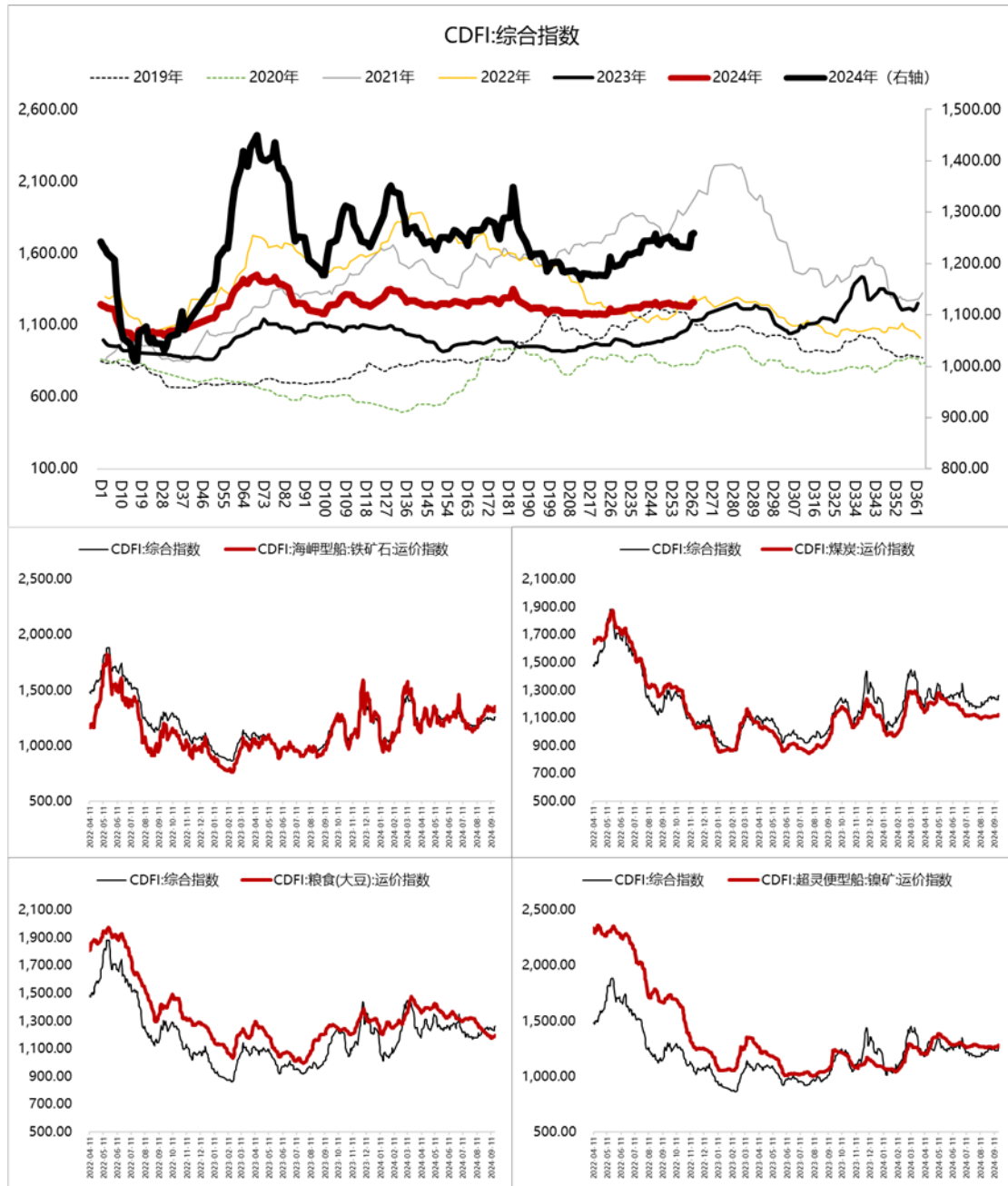
图表 19: 外贸相关高频指标 (区域指数)



来源：WIND、中泰证券研究所

进口相关高频指标小幅波动。截至9月20日，CDFI中国进口干散货运价指数录得1259.1点（上周1233.35点），小幅上行，相较2023年同期仍强；细分运价指数中铁矿石指数偏强。

图表 20: CDFI 运价指数及细分运价指数



来源: WIND、中泰证券研究所

从BDI（波罗的海干散货指数）来看，由于BDI指数主要反映的是大宗资源类产品的供求关系，由于中国进口产品多以该类物品为主，因此，BDI指数更多地可以反映中国进口状况的变化。截至9月20日，BDI指数为1977点（上周1896点），小幅上行，与铁矿石相关细分运价指数偏强运行。

图表 21: BDI 指数及细分运价指数

4. 风险提示

国内与海外政策变动风险；国内与海外经济波动超预期风险；国际经济贸易摩擦风险

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。