

2023年09月16日

预计 Q3 GDP 约为 4.7%，总需求政策加码空间仍存 ——兼评 8 月经济数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

● 工业、服务业生产双双回升，固定资产投资延续下行

(1)8月高温天气逐步退场，叠加一揽子政策陆续出台，工业生产实质性改善、并非受益于低基数。其中，汽车、化学制品、计算机通信电子等行业表现较好。服务业生产小幅回升了1.1个百分点至6.8%。

(2)固定资产投资延续下行。基建：专项债加快发行支持基建增速，但整体来看动能趋缓，我们判断2022Q3、Q4基数压力增大，基建政策加码的可能性在上升；地产：投资拐点仍未显现，我们判断需求端二线城市应放尽放、一线渐进式放开，短期一线城市核心区实质性放开可能性不高，供给端关注城中村改造的资金支持。制造业：在PPI触底连续2个月回升后，制造业尤其是下游消费制造出现企稳迹象。高端制造维持高增长，边际贡献来自于专用设备、食品、纺织业。继续关注从价格到盈利的传导以及库存周期阶段切换。

● 暑期出行提振服务消费，青年失业率改善

(1)暑期出行火热，服务消费改善好于商品消费。由于统计局没有给出“服务零售”指标的历史数据，我们以餐饮收入来替代（1-7月、1-8月两者指标极为接近），剔除2022年疫情扰动后，6月以来暑期出行大幅提振服务消费。

(2)8月仍未披露分年龄的失业率情况，统计局指出“青年人就业出现明显改善”，一则指向稳就业政策发挥积极作用，二则毕业季过后进入劳动力市场的青年人数趋于减少。

● 预计 Q3 GDP 约为 4.7%，总需求政策加码空间仍存

8月多项经济数据出现修复且好于预期，叠加政策陆续出台，全年实现5.0%的压力有所缓解，但总需求政策加码的空间仍存。我们基于生产法测算2023Q3 GDP约为4.7%，其中第一、二、三产业分别为4.0%、3.9%、5.4%。若全年实现5.0%，对应Q4 GDP增速为4.5%。一则需要看到当前经济改善的斜率并不大、且更多表现为结构性的恢复；二则“金九”过半，8月下旬以来一揽子地产政策对商品房销售的提振较为有限；三则近期央行展现了积极姿态，货币到信用的传导需要多部门的协同配合。往后看，9-10月为政策密集落地期，关注化债、地产、基建等方面的增量政策：(1)地方化债方案将进入落地期，需重视金融机构的参与和风险偏好的调整，“一揽子化债方案”总体可能超预期。(2)地产需求侧仍将边际优化，关注一线城市可能的政策调整，以及城中村增量资金。

● **风险提示**：政策执行力度不及预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《土地财政退坡，需补充财政新动能——8月财政数据点评—宏观经济点评》-2023.9.16

《降准后化债和地产政策或将接续发力——9.14降准点评—宏观经济点评》-2023.9.15

《信心是当前汇率波动的关键—宏观经济点评》-2023.9.14

目 录

1、工业、服务业生产双双回升，固定资产投资延续下行.....	3
2、暑期出行提振服务消费，青年失业率改善.....	6
3、预计 Q3 GDP 约为 4.7%，总需求政策加码空间仍存.....	7
4、风险提示.....	8

图表目录

图 1：工业增加值升超 4%，并非受益于低基数.....	3
图 2：服务业生产小幅回升.....	3
图 3：基建增速小幅下滑.....	4
图 4：仅电热燃水边际改善.....	4
图 5：8 月以来专项债发行明显提速.....	4
图 6：8 月挖机开工小时数同比增速-5.3%.....	4
图 7：石油沥青开工快速上行.....	4
图 8：水泥开工小幅改善.....	4
图 9：地产仅竣工分项较好.....	5
图 10：资金来源增速普遍下滑.....	5
图 11：地产政策放松后，商品房销售改善偏慢.....	5
图 12：房价仍有下行压力.....	5
图 13：制造业投资企稳.....	6
图 14：专用设备、食品、纺织业投资增速边际改善.....	6
图 15：暑期出行火热，推升服务消费.....	6
图 16：通讯器材、化妆品、家具边际改善.....	6
图 17：城镇失业率改善 0.1 个百分点.....	7
图 18：中小企业的从业人员 PMI 仍待改善.....	7
图 19：预计 Q3 工业 GDP 当季同比约 3.9%.....	8
图 20：预计 Q3 服务业 GDP 累计同比 6.1%、当季同比 5.4%.....	8
图 21：预计 2023Q3 GDP 当季同比约为 4.7%.....	8

2023年8月工业增加值同比4.5%（预期4.2%），社零同比4.6%（预期3.5%），服务零售额累计同比19.4%，固定资产投资累计同比3.2%（预期3.0%）。其中，基建投资9.0%，制造业投资5.9%，房地产投资-8.8%，预期分别为7.9%、5.3%、-8.6%。

1、工业、服务业生产双双回升，固定资产投资延续下行

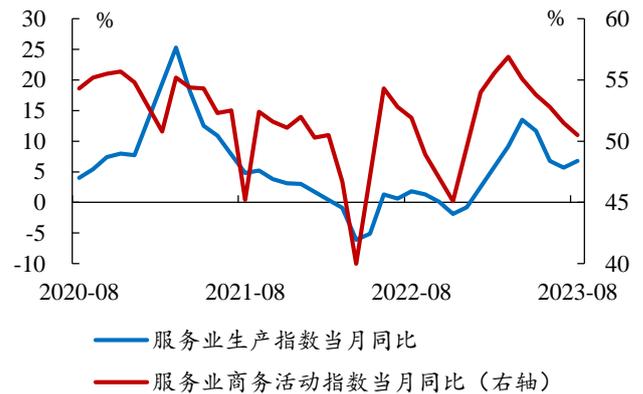
8月高温天气逐步退场，叠加一揽子政策陆续出台，工业生产表现为实质性改善。8月工业增加值同比增速为4.5%、较前值改善了0.8个百分点，工业增加值环比季调为0.50%。不同于2023年4月、6月，8月工业生产已有实质性改善、并非受益于低基数。其中，汽车、化学制品、计算机通信电子等行业表现较好，工业增加值的累计增速和两年复合增速均有改善。

服务业生产小幅回升。8月服务业生产指数同比增速为6.8%，较前值提高了1.1个百分点。分行业来看，住宿餐饮业、信息软件服务业、交运仓储邮政业、租赁商务服务业、金融业生产指数同比分别增长16.1%、11.5%、9.0%、8.1%、7.2%。从数据来看，8月服务业生产指数与服务业PMI的走势有所背离。

图1：工业增加值升超4%，并非受益于低基数



图2：服务业生产小幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

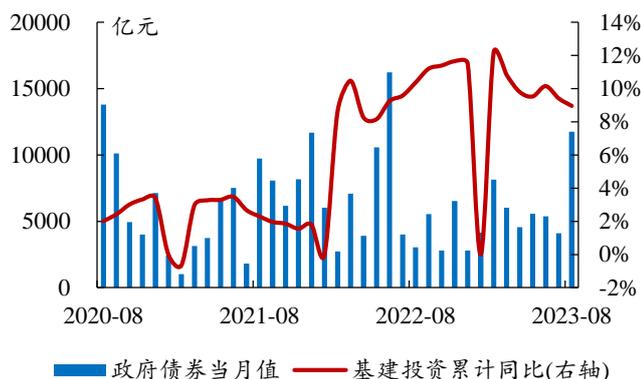
数据来源：Wind、开源证券研究所

固定资产投资延续下行。2023年1-8月固定资产投资累计同比回落了0.2个百分点至3.2%，其中制造业企稳回升，基建增速延续下滑，地产负增未见拐点。

(1)基建：专项债加快发行，基建增速的下行态势有所减缓，预计后续仍有增量政策。1-8月广义基建为9.0%，较前值下行了0.4个百分点，而1-7月较前值下行了0.7个百分点。7月24日政治局会议指出“加快地方政府专项债券发行和使用”，8月以来专项债发行进度明显提速，年内节奏与2020年相仿、呈现前慢后快，8月、9月（截止9月14日）分别发行5282、2642亿元，明显高于1-7月平均的3547亿元。9月14日央行降准的考量之一，或在于缓解大规模政府债供给下市场流动性偏紧的局面。

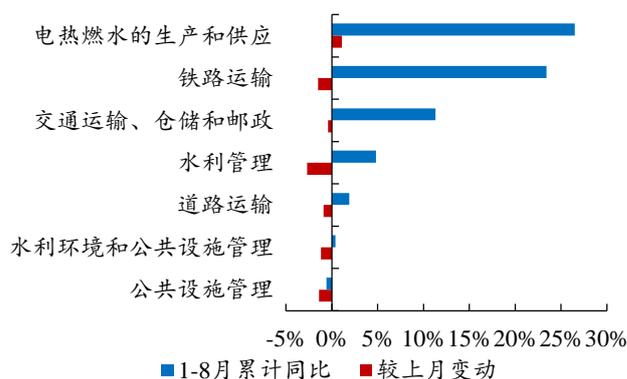
分行业来看，电热燃水、交运仓储、铁路运输保持超过10%的高增速，公共设施管理等分项边际明显下滑。整体来看基建动能已有明显放缓，我们判断2022Q3、Q4基数压力增大，基建政策加码的可能性在上升。

图3: 基建增速小幅下滑



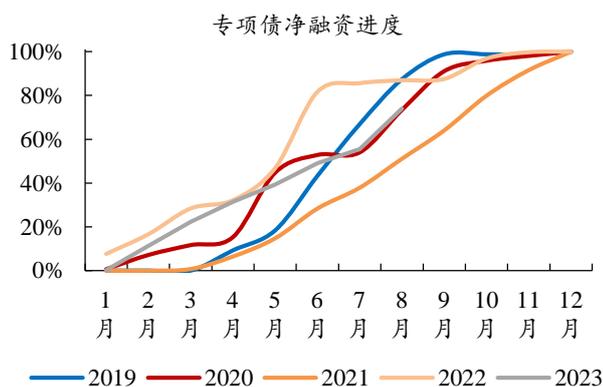
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 仅电热燃水边际改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 8月以来专项债发行明显提速



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 8月挖机开工小时数同比增速-5.3%



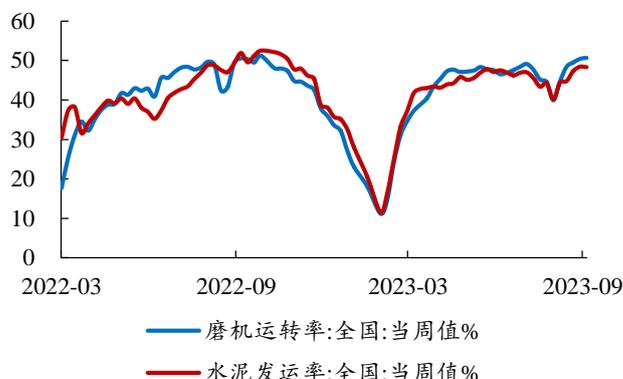
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 石油沥青开工快速上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 水泥开工小幅改善

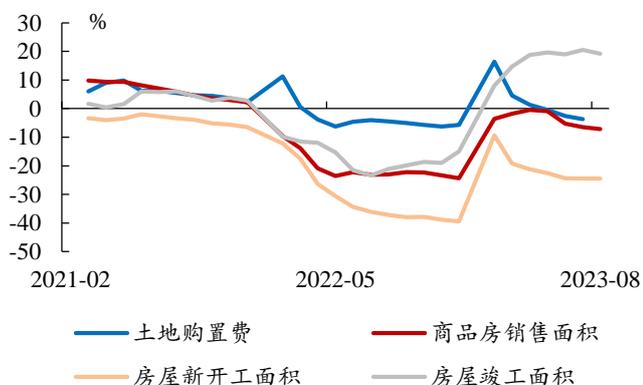


数据来源: Wind、开源证券研究所

(2)地产：1-8月地产投资累计同比为-8.8%，测算8月同比为-19.1%，地产投资的拐点仍未显现，分项仅竣工端表现较好。地产销售和回款增速下行，8月下旬一揽子地产政策集中出台，目前来看对销售端有一定提振但幅度并不大，30大中城市的商品房成交面积同比增速从8月下旬的-11%改善至9月中旬的5%。

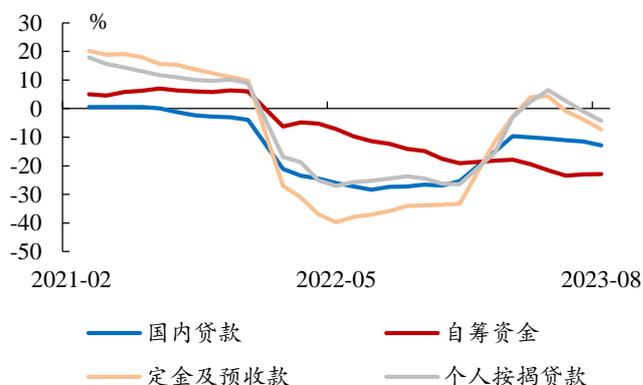
需求端政策维持此前观点，即二线城市应放尽放、一线渐进式放开，短期一线城市核心区实质性放开概率不高，后续可能有与“认房不认贷”力度相近的技术性调整；供给端关注城中村改造的资金支持，21世纪经济报道“符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围，预计明年发行”，该说法具有一定的合理性，即在基建项目收益率偏低的背景下、城中村改造的纳入等同于变相减轻了地方偿债压力；考虑到7月21日国常会推进超大特大城市城中村改造、鼓励和支持民间资本参与，我们判断资金来源可能还有其他路径。

图9：地产仅竣工分项较好



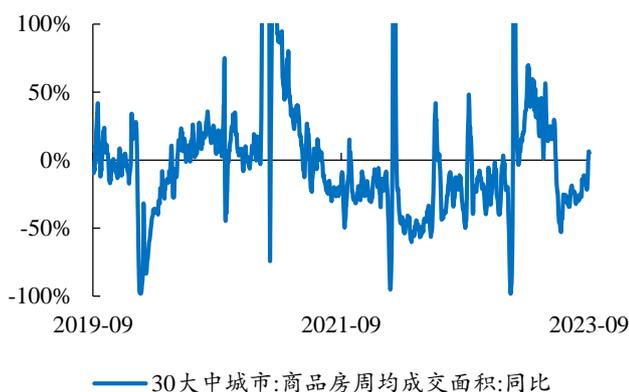
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图10：资金来源增速普遍下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图11：地产政策放松后，商品房销售改善偏慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：房价仍有下行压力

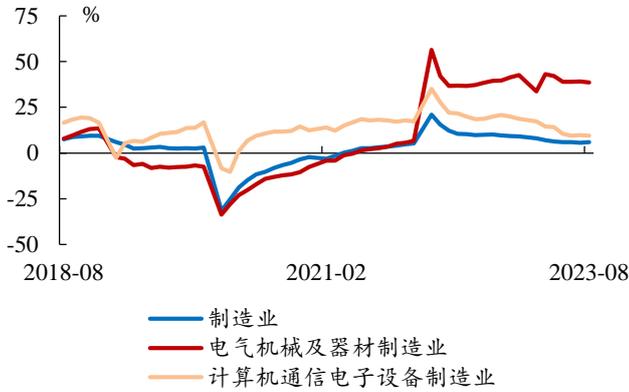


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

(3)制造业：1-8月制造业投资累计增速回升了0.2个百分点至5.9%，在6月PPI触底连续2个月回升后，制造业尤其是下游消费制造出现企稳迹象。分行业来看，电气机械（电力设备）、汽车、化学制品、计算机通信电子等高端制造维持高增长，

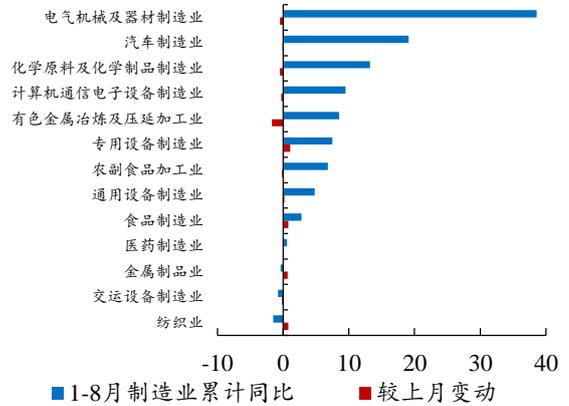
企稳回升的边际贡献来自于专用设备、食品、纺织业。继续关注从价格到盈利的传导以及库存周期阶段切换。

图13: 制造业投资企稳



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 专用设备、食品、纺织业投资增速边际改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、暑期出行提振服务消费，青年失业率改善

暑期出行火热，服务消费改善好于商品消费。8月社零同比改善了2.1个百分点至4.6%，1-8月社零累计同比为7.0%，其中通讯器材、化妆品、家具边际改善了0.4、0.3、0.2个百分点。

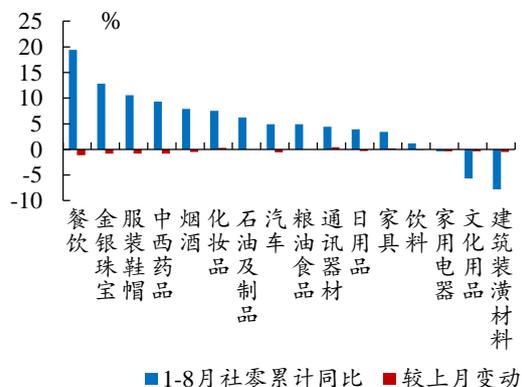
1-8月服务零售累计同比19.4%，较前值小幅下滑了0.9个百分点，我们认为并非表明服务零售的走弱。由于统计局没有给出历史数据，我们以餐饮收入来替代服务零售（1-7月服务零售和餐饮收入增速分别为20.3%、20.5%，1-8月均为19.4%，两者数值极为接近），剔除2022年疫情扰动后，6月以来暑期出行大幅提振服务消费。

图15: 暑期出行火热，推升服务消费



数据来源: Wind、开源证券研究所

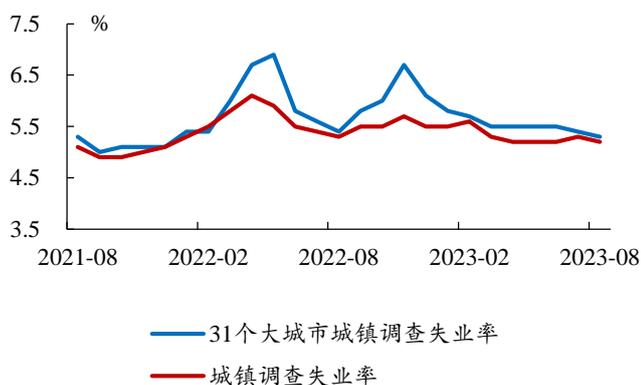
图16: 通讯器材、化妆品、家具边际改善



数据来源: 统计局、开源证券研究所

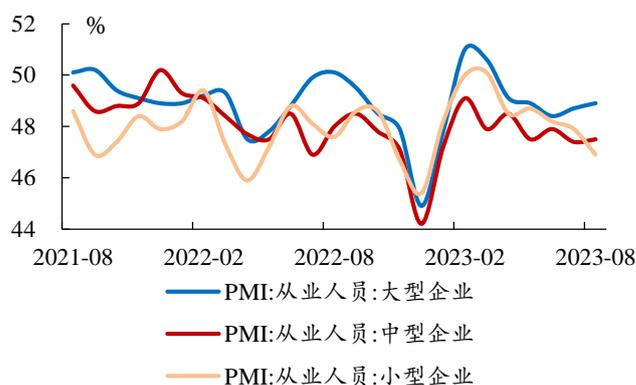
8月全国城镇调查失业率为5.2%，较7月改善了0.1个百分点。本次仍未披露分年龄的失业率情况，统计局指出“从我们调研和一些部门的数据情况来看，青年人就业在8月份出现明显改善”，一则指向稳就业政策发挥积极作用，二则毕业季过后进入劳动力市场的青年人数趋于减少。

图17: 城镇失业率改善 0.1 个百分点



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 中小企业的从业人员 PMI 仍待改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、 预计 Q3 GDP 约为 4.7%，总需求政策加码空间仍存

8月多项经济数据出现修复且好于预期，主要为工业生产、服务业生产、制造业、服务消费，叠加政策陆续出台，全年实现5.0%的压力有所缓解。GDP平减指数大幅波动、商品消费和服务消费分化等因素掣肘下，支出法预测GDP的有效性大打折扣，我们基于生产法测算2023Q3 GDP约为4.7%，其中第一、二、三产业分别为4.0%、3.9%、5.4%。若全年实现5.0%，对应Q4 GDP增速为4.5%。

总需求政策加码的空间仍存。一则需要看到当前经济改善的斜率并不大、且更多表现为结构性的恢复；二则“金九”过半，8月下旬以来一揽子地产政策对商品房销售的提振较为有限，总人口见顶回落、城镇化速率放缓、居民偿债比率偏高均表明当前环境不同以往，地产或可考虑加大政策力度；三则近期央行展现了积极姿态，货币到信用的传导需要多部门的协同配合，我们判断9-10月为政策密集落地期，关注化债、地产、基建等方面的增量政策：(1)地方化债方案将进入落地期，需重视金融机构的参与和风险偏好的调整，“一揽子化债方案”总体可能超预期。(2)地产需求侧仍将边际优化，关注一线城市可能的政策调整，以及城中村增量资金。

图19：预计 Q3 工业 GDP 当季同比约 3.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：预计 Q3 服务业 GDP 累计同比 6.1%、当季同比 5.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：预计 2023Q3 GDP 当季同比约为 4.7%

当季同比(%)	GDP	第一产业	第二产业	工业	建筑业	第三产业
2023Q3增速预测	4.7	4.0	3.9	3.9	4.0	5.4
7月	4.5	3.8	3.9	3.7	5.0	5.1
8月	4.9	4.0	4.4	4.5	4.0	5.3
9月	4.7	4.2	3.4	3.5	3.0	5.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

1. 政策执行力度不及预期；
2. 俄乌冲突反复超预期；
3. 美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn