

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@zts.com.cn

联系人：夏知非

Email: xiazf01@zts.com.cn

投资要点

- 经济数据层面：呈现改善特征，从细分项来看，动力与扰动并存；在拉动力量上，生产端表现良好，制造业投资增速回升，出口跌幅收窄；在扰动因素上，民间固定资产投资和房地产开发投资同比降幅小幅收窄；基建投资的拉动作用仍在放缓。
- 国内政策层面：在总量政策上，近期通过降准释放流动性，有利于平稳金融市场利率，为经济基本面的修复和后续政策工具的应用营造良好的流动性环境；在结构政策上，中央相关部门与地方省市的发力重点，或集中在产业、民营经济、区域、就业等关键领域上。
- 海外政策层面：结构性政策或会扰动，典型代表如欧盟对新能源车开展“反补贴调查”，其政策脉络可以追溯到2016年发布的、基于“WTO反补贴协定”制定的《欧盟反补贴条例》，以及在2022年11月通过、2023年7月生效的《关于扭曲欧盟内部市场的外国补贴条例》；
- 高频数据层面：生产端表现平稳，投资端基建相关仍待修复，地产端出现分化，一线城市商品房成交量短期回升，但土地成交仍在回落，前端拿地信心仍待修复；消费在前期脉冲后回落；出口整体偏弱，但存在区域亮点；进口继续上行，反映内需修复。
- 风险提示事件：政策变动风险；经济波动超预期风险。

相关报告

内容目录

1. 经济层面：国内经济改善，动力与扰动并存.....	- 3 -
2. 政策层面：国内政策发力，海外政策扰动.....	- 4 -
3. 高频跟踪.....	- 5 -
4. 风险提示.....	- 11 -

图表目录

图表 1：近期中央有关部门及地方省市发布的经济领域部分相关政策措施.....	- 4 -
图表 2：生产端部分高频指标（开工率单位为%，产量单位为万吨）.....	- 5 -
图表 3：基建部分高频指标（库存单位为万吨）.....	- 6 -
图表 4：商品房成交部分高频指标（面积单位为万平方米）.....	- 6 -
图表 5：土地成交部分高频指标（面积单位为万平方米）.....	- 6 -
图表 6：外贸相关高频指标（CCFI 指数与 CFFI 指数）.....	- 7 -
图表 7：外贸相关高频指标（CCFI 指数细分航线）.....	- 7 -
图表 8：外贸相关高频指标（区域指数）.....	- 8 -
图表 9：CDFI 运价指数及细分运价指数.....	- 9 -
图表 10：BDI 指数及细分运价指数.....	- 10 -

1. 经济层面：国内经济改善，动力与扰动并存

9月15日，国家统计局公布2023年8月份工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额、城镇就业数据，总体上看，经济呈现出边际改善的特征。

第一，在生产端，今年8月环比上行0.5%，呈现出短期加速的特点；从定基指数来看，上年8月生产表现相对平稳。因此，环比改善明显叠加基数平稳，推升了同比增速表现，8月规模以上工业增加值同比增长4.5%（前值3.7%），较上月回升0.8个百分点。从出口交货值数据来看，当月同比下降4.5%（前值下降6.4%），较上月收窄1.9个百分点，连续2个月降幅收窄，表明外需拖累程度有所减弱。

第二，在投资端，总体拉动作用开始显现。前8个月全国固定资产投资（不含农户）327042亿元，累计同比增长3.2%（前7个月累计同比增长3.4%），根据累计值折算后，当月同比增长1.8%（前值1.2%）；折算后的上年当月值基数，较上年累计值简单计算后的当月值，口径收窄14.6个百分点。从环比看，8月份固定资产投资（不含农户）上涨0.26%，拉动作用开始显现。

第三，民间投资同比跌幅收窄。在固定资产投资中，分所有制看，民间固定资产投资当月同比下降2.2%（前值下降2.3%），连续5个月同比下降，但降幅出现收窄；非民间固定资产投资当月同比增长5.9%（前值增长4.8%），仍在发挥拉动作用。

第四，基建投资的重要性日益凸显。在固定资产投资中，分大类看，前8个月全国房地产开发投资76900亿元，累计同比下降8.8%（前7个月累计同比下降8.5%），根据累计值折算后，当月同比下降11.0%（前值下降12.2%），跌幅收窄。另外，前8个月制造业投资累计同比增长5.9%（前7个月累计5.7%，上年全年9.1%），增速回升。但需要注意的是，前8个月基建投资累计同比增长6.4%（前7个月累计6.8%，上年全年9.4%），同比增速进一步回落，基建的拉动作用仍在放缓。

第五，在消费端，环比回升叠加上年基数平稳，推升同比增速。8月社会消费品零售总额37933亿元，同比增长4.6%（前值增长2.5%），增速回升2.1个百分点。从月度环比增速来看，8月环比上涨0.31%。社零同比增速回升明显，存在两方面因素影响，一方面是今年8月环比回升，另一方面是去年8月回升幅度偏低，压低了上年基数。另外，餐饮收入当月同比增长12.4%（前值增长15.8%），增速继续回落；商品零售同比增长3.7%（前值增长1.0%），增速回升。

第六，在就业端，城镇调查失业率波动改善，大城市就业继续改善。8月城镇调查失业率为5.2%（前值5.3%，上年12月5.5%），总体就业状况小幅波动改善；8月31个大城市失业率为5.3%（前值5.4%，上年

12月6.1%)，继续改善。就业人员平均工作时间48.7小时/周(前值48.7小时/周，上年47.9小时/周)，保持平稳。

2. 政策层面：国内政策发力，海外政策扰动

国内政策变化：总量政策营造良好流动性环境，结构政策聚焦产业、民营经济、区域、就业等重点领域。在总量政策上，中国人民银行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。我们认为，本次下调反映了总量政策仍在发力的意图。下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，有望释放一定数量的长期资金。另外，从近期资金市场利率来看，9月以来有所走高，反映了流动性环境有所变化。如果考虑到后续政策工具的应用，以及叠加地方债发行、税期高峰等因素，有可能对市场资金环境形成扰动；在此背景下，通过降低存款准备金释放流动性，有利于为经济基本面的修复和后续政策工具的应用，营造良好的流动性环境。

在结构政策上，中央相关部门与地方省市的发力重点，或集中在产业、民营经济、区域、就业等关键领域上。例如在产业上，工信部发布了10个重点行业稳增长方案，北京围绕会展和乡村旅游发布了政策措施；在区域上，国务院发布了《关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路 建设两岸融合发展示范区的意见》；在民营经济上，市场监管总局召开了个体工商户座谈会。

图表 1：近期中央有关部门及地方省市发布的经济领域部分相关政策措施

类别	关键词	部门/省市	时间	内容
经济	产业	工业和信息化部	2023/9/10	工业和信息化部举行新闻发布会：10个重点行业稳增长方案发布
经济	民营经济	市场监管总局	2023/9/11	个体工商户座谈会
经济	金融	财政部	2023/9/12	关于印发《普惠金融发展专项资金管理办法》的通知
经济	区域	国务院	2023/9/12	关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路 建设两岸融合发展示范区的意见
经济	货币政策	中国人民银行	2023/9/15	中国人民银行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率
经济	民营经济	海南省	2023/9/11	“送政策、送服务、送温暖”政企面对面活动
经济	就业	河北省	2023/9/12	“源来好创业”青年创业资源对接服务季活动
经济	就业	甘肃省	2023/9/13	“源来好创业”青年创业资源对接服务季活动
经济	区域	粤港澳大湾区	2023/9/13	2023年内内地—澳门商会联席会议
经济	区域	香港	2023/9/13	第八届“一带一路”高峰论坛
经济	营商环境	河南省	2023/9/14	《河南省营商环境综合配套改革市场化专项方案》
经济	房地产	海南省海口市	2023/9/14	认房不认贷
经济	区域	海南省	2023/9/14	《海南自由贸易港统筹区域协调发展三年行动方案(2023—2025年)》
经济	就业	天津市	2023/9/14	《优化调整稳就业政策全力促发展惠民生若干措施》
经济	消费	吉林省	2023/9/14	《关于促进消费的若干措施》
经济	产业	北京市	2023/9/14	《关于促进本市会展业高质量发展的若干措施》
经济	产业	北京市	2023/9/15	《乡村旅游提质升级行动方案(2023—2025年)》

来源：各政府部门网站、中泰证券研究所

海外政策变化：欧盟对新能源车“反补贴调查”的政策脉络。2023年9月13日，欧盟委员会主席冯德莱恩在发表欧盟国情咨文时提到：“由于大量的国家补贴，中国的电动汽车价格被人为地保持在较低水平...这正在扭曲我们的市场...欧盟委员会正在开展关于中国电动汽车的反补贴调查”。现阶段，欧盟委员会目前尚未对反补贴调查的细则进行公布，根据我们梳理，欧盟进行反补贴调查的主要法规依据有两个，一是欧盟在2016年发布的、基于“WTO反补贴协定”制定的《欧盟反补贴条例》(以下简称早期条例)，二是在2022年11月欧盟议会通过、2023年7月开

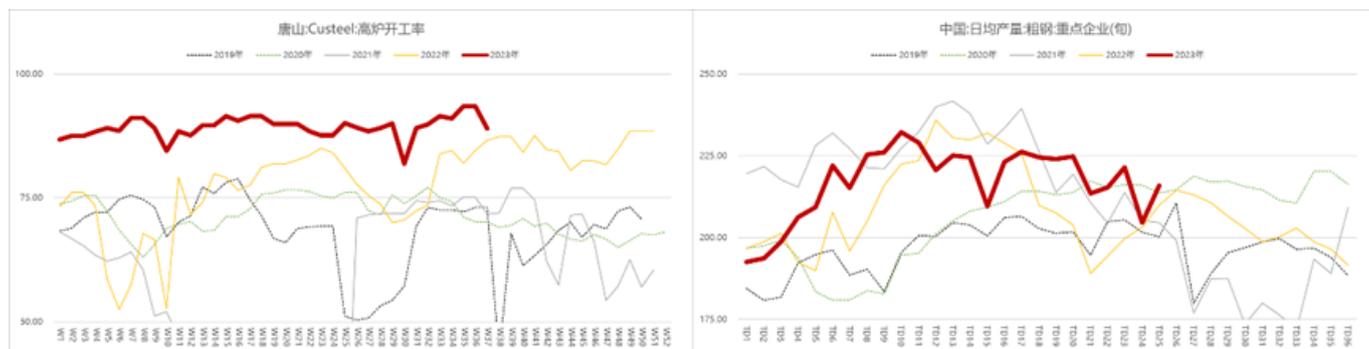
始生效的《关于扭曲欧盟内部市场的外国补贴条例》(以下简称新条例)。前者在“反补贴方法”中设定了“反补贴调查”(Anti-subsidy investigations)这一措施;后者则设定了在“对于可能对欧盟有扭曲性影响的外国补贴”这一情形下的事后依职权审查措施。两部条例都在调查对象、触发条件、调查期限等方面对相应反补贴调查程序进行了规定,且存在一定区别,故基于两部条例进行的反补贴调查互相存在一定差异。

我们认为,对比来看,在调查对象上,早期条例更侧重于对“进口到欧盟的受补贴商品”进行调查,强调“商品进口”这个贸易行为;新条例的覆盖范围则更广,关注赋予在欧盟内部市场活跃企业的任何扭曲性的“外国补贴”,与具体商品贸易无关。在触发条件上,早期条例规定欧盟在收到相关“欧盟行业”的有效投诉后,可以在45天内开启反补贴调查;新条例则是要求欧盟在收到“第三方举报”后,主动开启调查,分为初步审查和深入调查两个部分。从调查时间来看,早期条例要求调查开始后的13个月内做出最终结果,在此期间根据调查问卷的结果,欧盟可能会征收临时反补贴税(通常有效期为四个月);后者没有明确时间限制,仅提到“尽可能”在深入调查程序启动后的18个月内做出决定。总的来看,两个条例下的反补贴调查或互相并不冲突,新条例可视为对早期条例的补充,其调查范围更广、调查时间更长,而早期条例对于欧盟商品进口贸易的针对性更强。

3. 高频跟踪

从生产端来看,进入9月份之后,整体表现相对较好,唐山Custeel高炉开工率高位波动,截至9月15日为89.04%,截至9月10日重点企业粗钢日均产量回升至215.88万吨,高于2022年和2019年同期水平;PTA产业链负荷率和汽车半钢胎开工率保持平稳。

图表2: 生产端部分高频指标(开工率单位为%,产量单位为万吨)



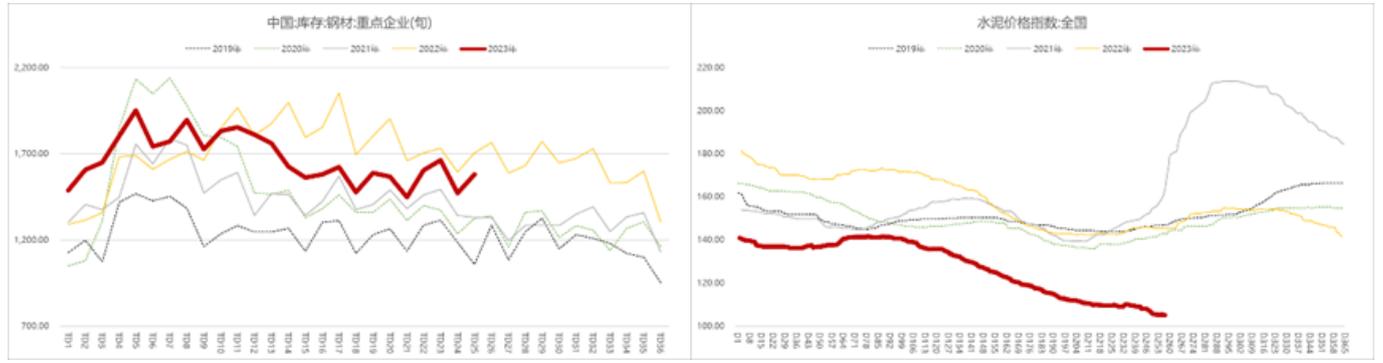
来源: WIND、中泰证券研究所

从内需端看,基建上,截至9月10日重点企业钢材库存高位回升,截至9月15日全国水泥价格继续探底,表明基建向上的动力仍待展开。

地产上,30大中城市商品房成交面积低位回升,一线城市成交量回升明显,或与前期房地产政策松动有关;二线城市仍在回落,三线城市低位向上波动;从土地成交情况来看,100大中城市成交土地占地面积继续

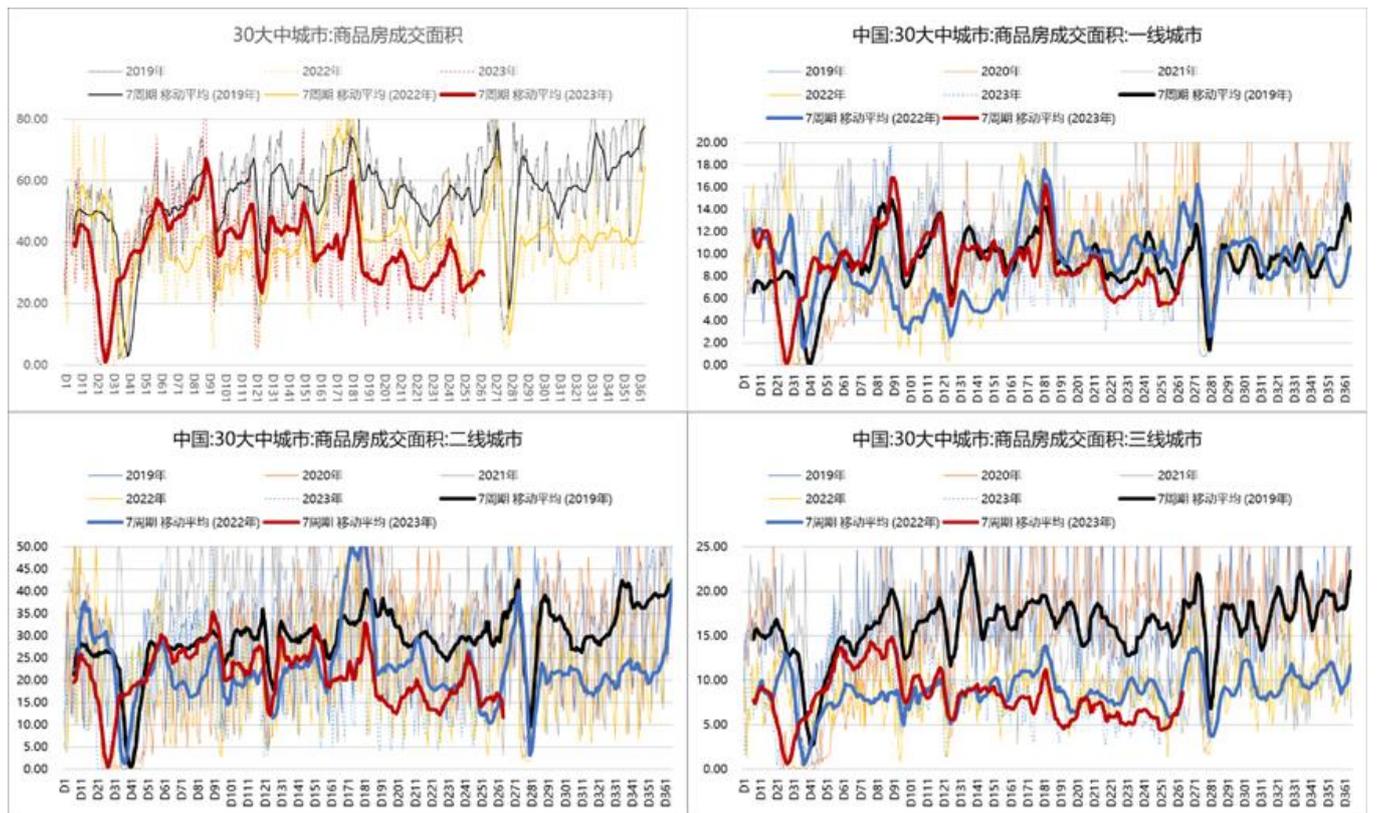
回落，显示前端拿地信心仍然不足；消费上，汽车批发和零售在上周脉冲后回落，北上广深四个一线城市的地铁客运量相对平稳，电影票房呈现出高位继续回落的态势。

图表 3: 基建部分高频指标 (库存单位为万吨)



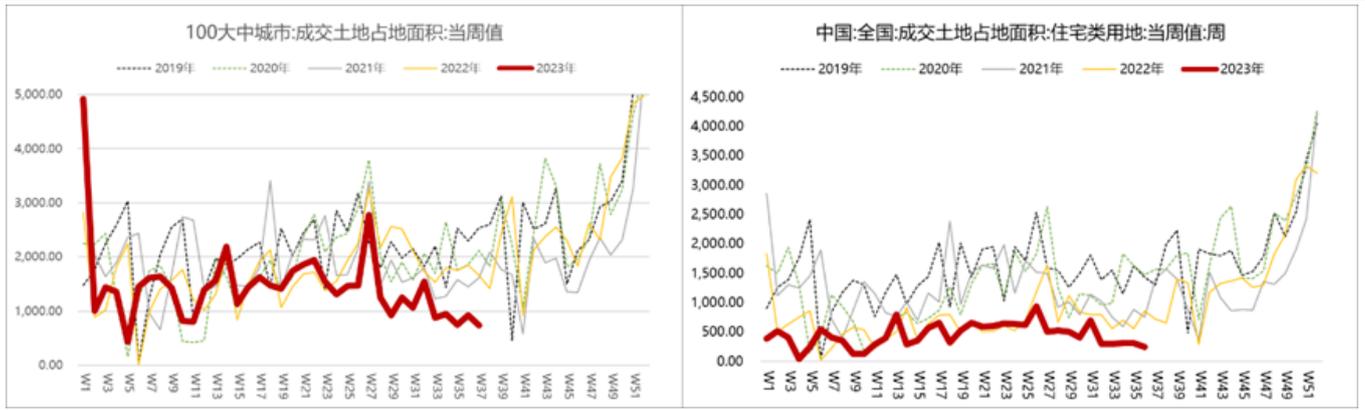
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 4: 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 5: 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

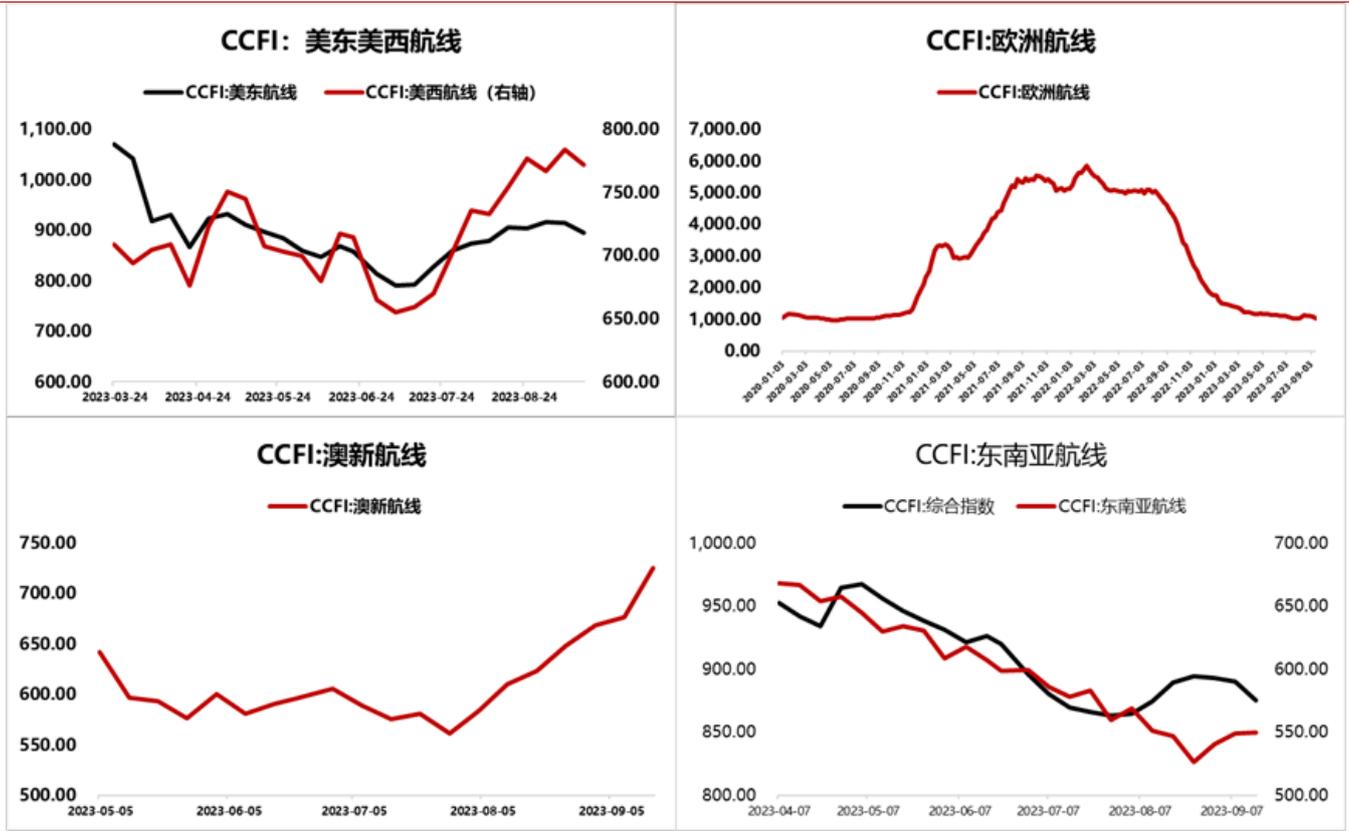
从外需端看，出口呈现整体相对偏弱，但存在区域亮点的特点。出口集装箱运价指数在 8 月低位回升后，进入 9 月呈现回落态势；从整体货代运价指数看，也处于低位运行小幅波动状态。在出口集装箱运价指数细分航线上，美东美西航线高位波动，澳新航线继续上行，东南亚航线继续低位修复。从部分区域运价指标来看，覆盖远东区域范围内典型进出口航线的远东干散货运价指数、东南亚集装箱运价指数处于短期走高的态势中，一带一路贸易额指数高位回落，但蒙俄路线和中亚路线仍在高位。

图表 6: 外贸相关高频指标 (CCFI 指数与 CFI 指数)



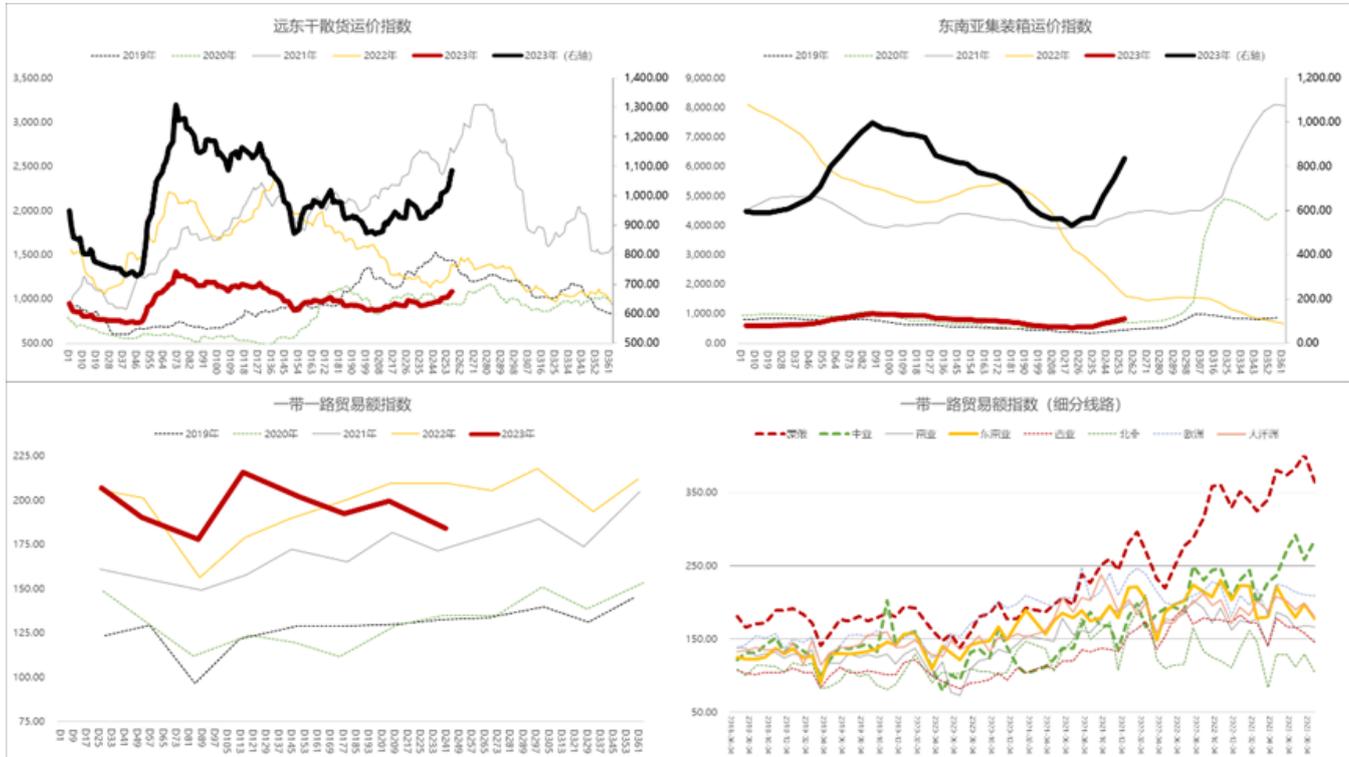
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 7: 外贸相关高频指标 (CCFI 指数细分航线)



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 8: 外贸相关高频指标 (区域指数)

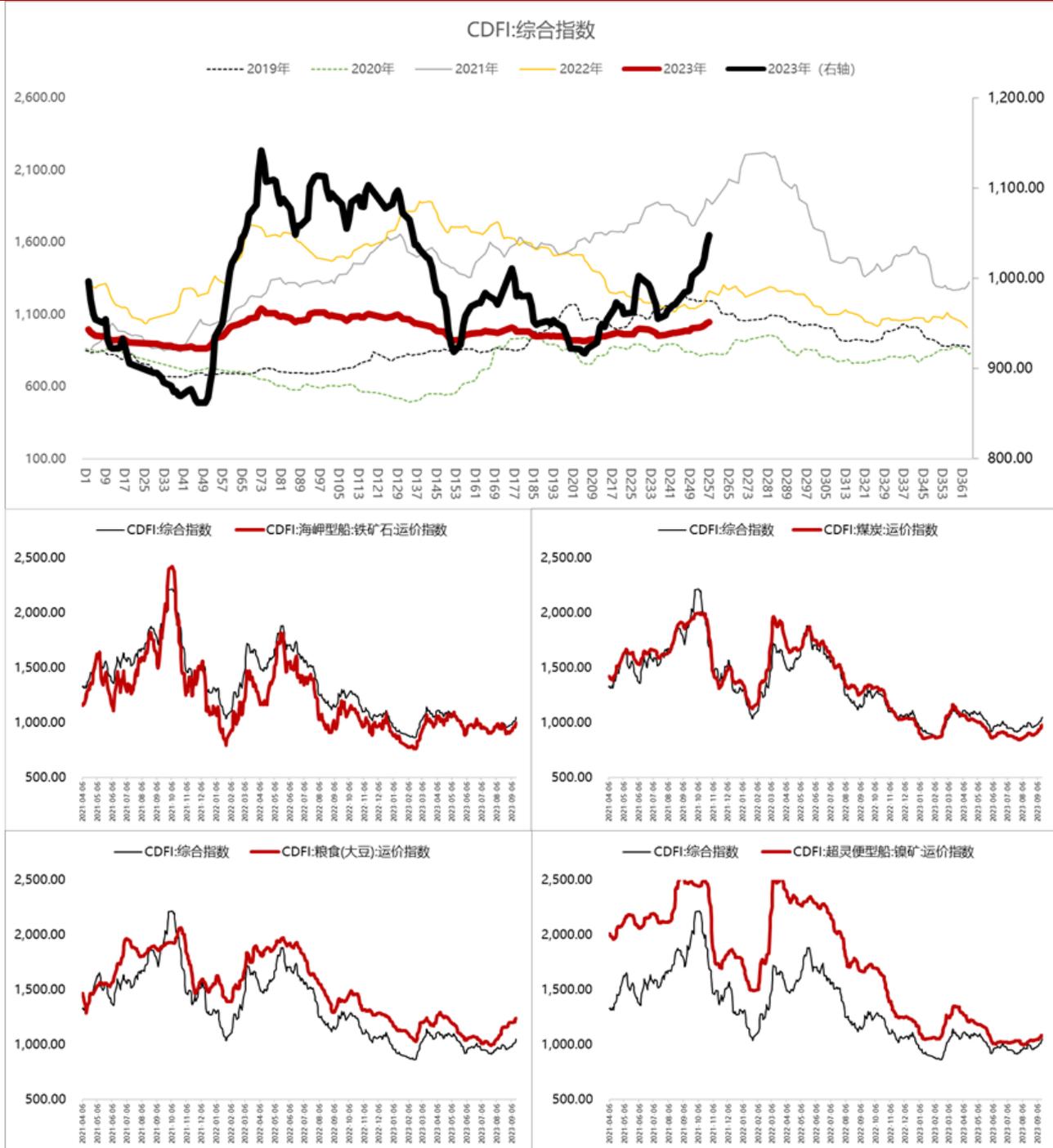


来源: WIND、中泰证券研究所

进口呈现继续上行态势, 也反映内需在修复过程中。进入 9 月份之后,

CFDI 中国进口干散货运价指数延续上行态势，从往年数据看，逐步逼近 2019 年同期水平；从细分项来看，拉动项主要是铁矿石运价指数、煤炭运价指数和粮食（大豆）运价指数。

图表 9: CDFI 运价指数及细分运价指数

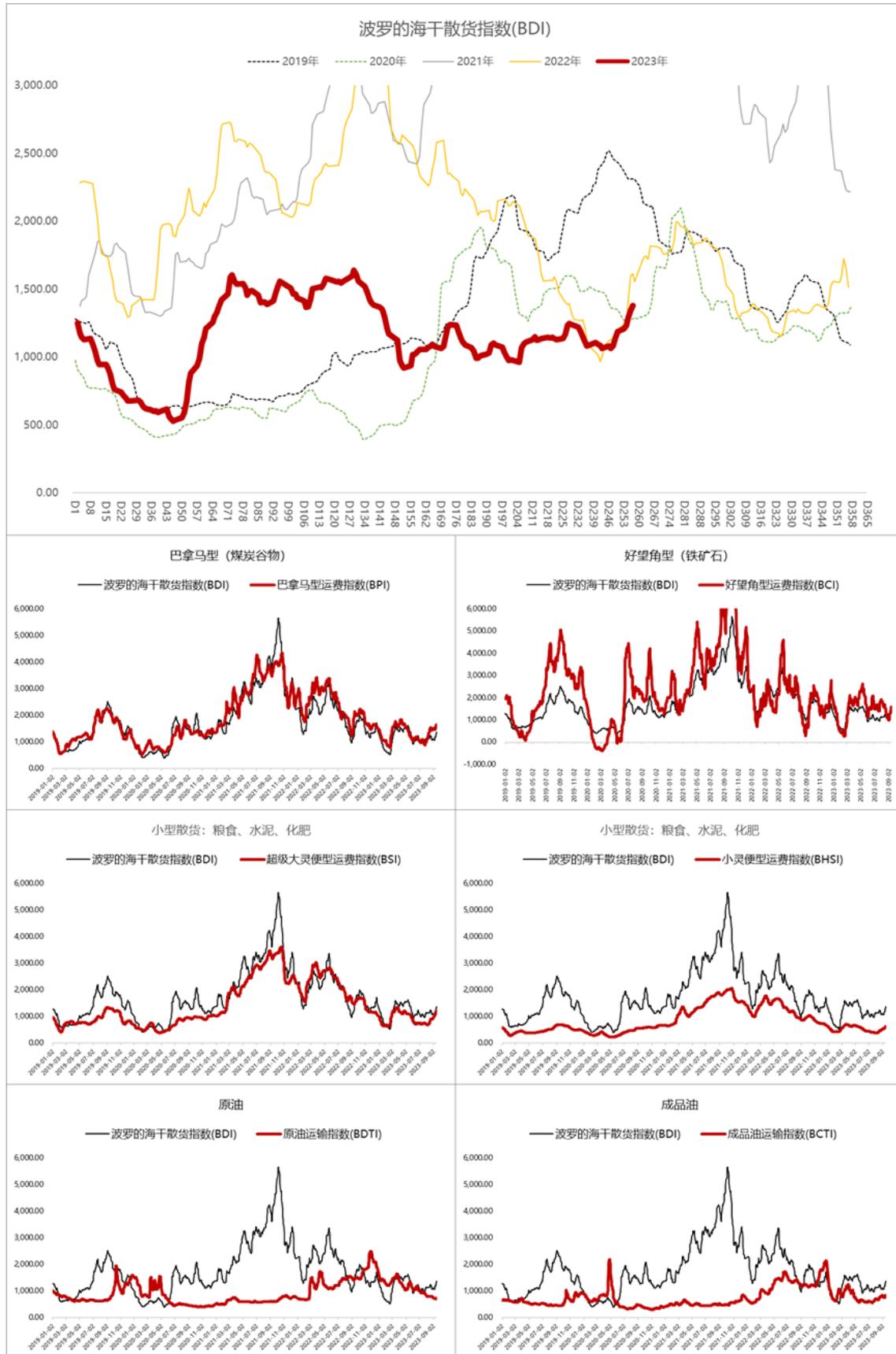


来源: WIND、中泰证券研究所

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。进入 9 月以来，BDI 低位向上修复，与煤炭谷物、粮食水泥化肥、成品油相关细分指数同步修

复。

图表 10: BDI 指数及细分运价指数



来源：WIND、中泰证券研究所

4. 风险提示

政策变动风险；经济波动超预期风险。

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。