

宏观

证券研究报告

2023年10月02日

经济复苏格局的再确认

7月以来我们不断强调国内经济正在进入“复苏的第三阶段”。9月PMI数据进一步确认了这一观点。从本轮经济复苏过程上看，建筑业表现亮眼，复苏力度和速度明显快于服务业和制造业。

风险提示：经济复苏低于预期，海外需求好转不及预期，地产对经济拖累超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

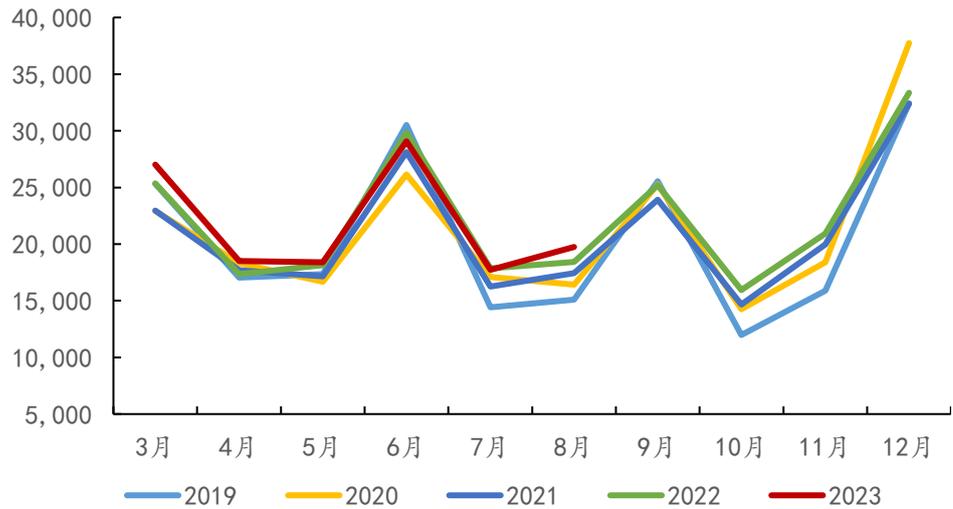
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年9月第4周》
2023-09-25
- 《宏观报告：宏观-沪金的溢价能持续吗？》
2023-09-23
- 《宏观报告：宏观-经济中的几大错觉》
2023-09-19

7月以来我们不断强调国内经济正在进入“复苏的第三阶段”。9月PMI数据进一步确认了这一观点。

从本轮经济复苏过程上看，建筑业表现亮眼，复苏力度和速度明显快于服务业和制造业。

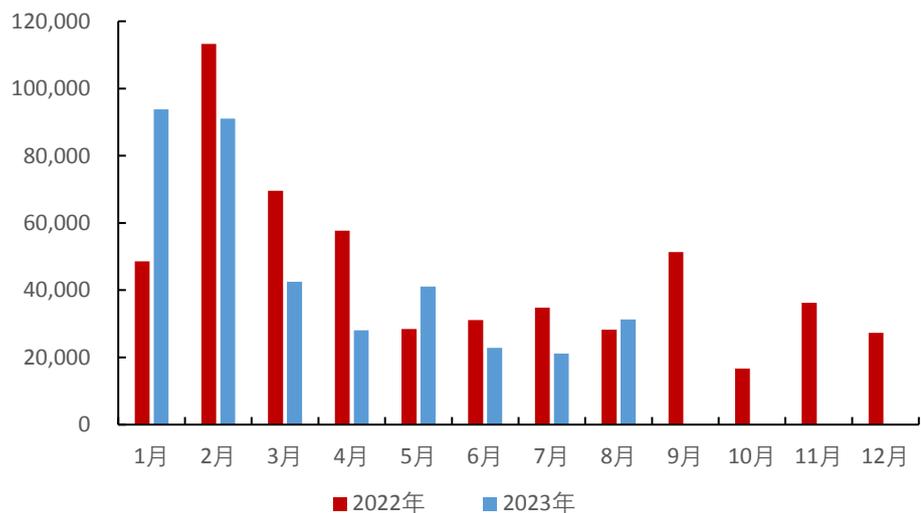
一方面受益于财政政策发力，在新增专项债力争在9月底前发完，项目建设专项债力争在10月底前使用完的政策导向下¹，8月以来财政力度明显加强：8月财政支出环比+11.4%，高于过去5年均值+4%。同时，我的钢铁网调研数据显示，8月全国项目开工投资额达到了3.1万亿，环比7月提高48%，同比提高10.8%（见图2）。

图1：8月财政支出力度有所增强（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图2：2022年以来政府项目开工投资额统计（单位：亿元）



资料来源：我的钢铁网公众号，天风证券研究所

财政支出力度走高的结果之一，是基建施工强度有所提升。

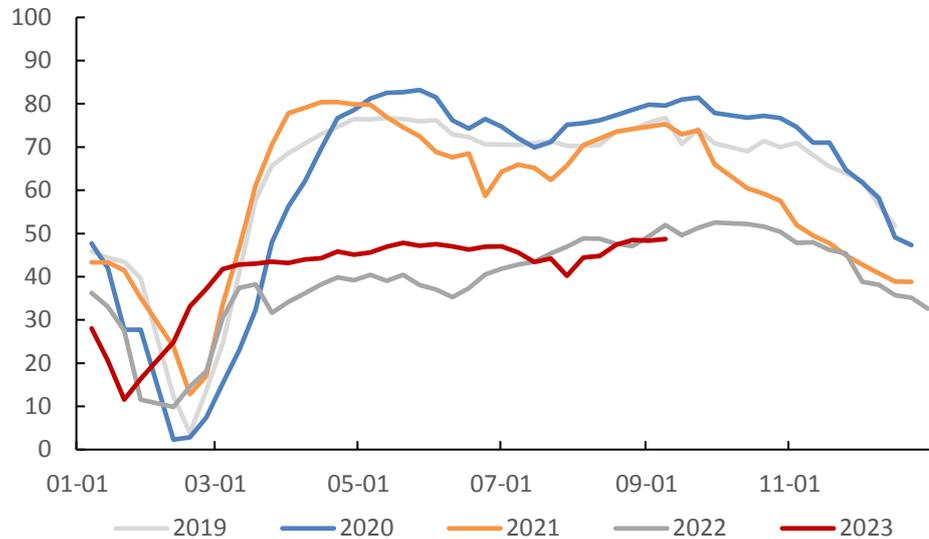
物流信息中心数据显示，9月土木工程建筑业商务活动指数已经连续2个月保持在58%以

¹ 独家 | 2023年新增专项债需于9月底前发行完毕 - 21 经济网 (21jingji.com)

上²。同时，建筑安装装饰及其他建筑业新订单指数高于 50%，业务活动预期指数高于 60%³。

从高频数据上看，百年建筑网显示，9 月基建水泥直供量为 899 万吨，月环比继续上升 6.4%⁴。同期，水泥发运率数据也在小幅走高。

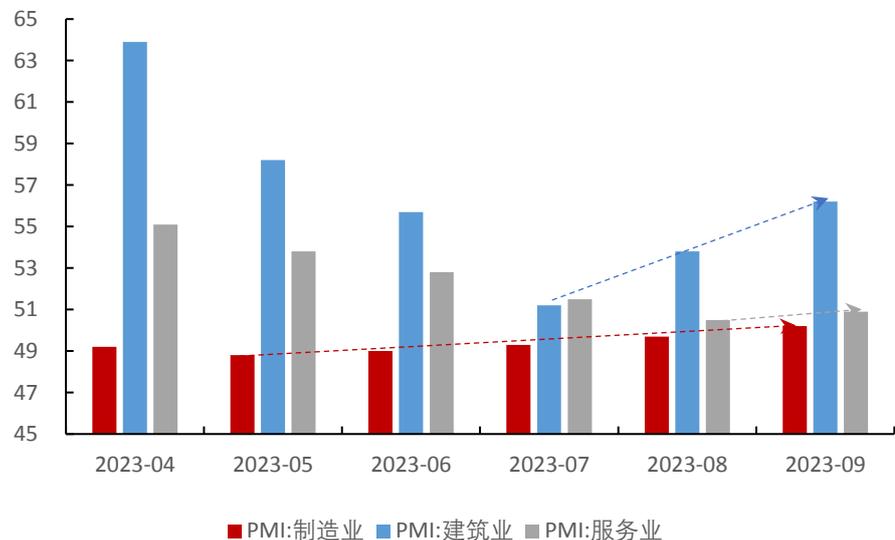
图 3: 水泥发运率数据稳步好转 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

这也推动了 9 月建筑业 PMI 回升 2.4 个百分点至 56.2%。相比于仅回升 0.5 个、0.4 个百分点的制造业和服务业 PMI，有政策支持的建筑业在此次经济复苏中，表现出更强的动力。

图 4: 分行业 PMI 走势 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

另一方面，相比于基建，在资金整体紧缺的背景下，房地产类投资或依旧偏弱。例如 8 月房企施工强度（当月建安类投资/施工面积）仅 66.9 元，大幅低于过去三年的 91.2 元。从高频数据上看，9 月混凝土产能利用率依旧大幅低于 22 年同期水平。

目前，受益于不断加码的地产政策，地产销售特别是一线城市地产销售有所回暖。但受限于规模等，房企资金端压力未见明显回暖，房企面临的资金压力还在继续向投资端传导。

² 供需平稳趋升,市场预期向好转变——2023 年 9 月份非制造业 PMI 分析_联合会快讯_中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)

³ 2023 年 9 月份中国非制造业商务活动指数为 51.7%_联合会快讯_中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/WO2tgBNuTBCdCB0L83cwsq>

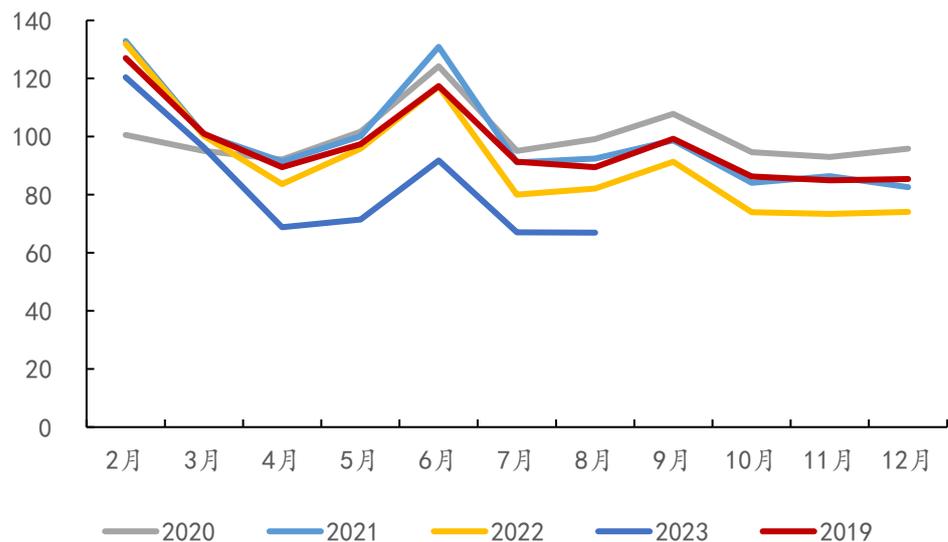
这也意味着短期地产投资增速或只是降幅收敛，但是绝对水平依旧偏低。

图 5：2022 年-2023 年混凝土产能利用率（单位：%）



资料来源：百年建筑网公众号⁵，天风证券研究所

图 6：房地产施工强度依旧偏弱（当月建安资金/施工面积）（单位：元/平方米）



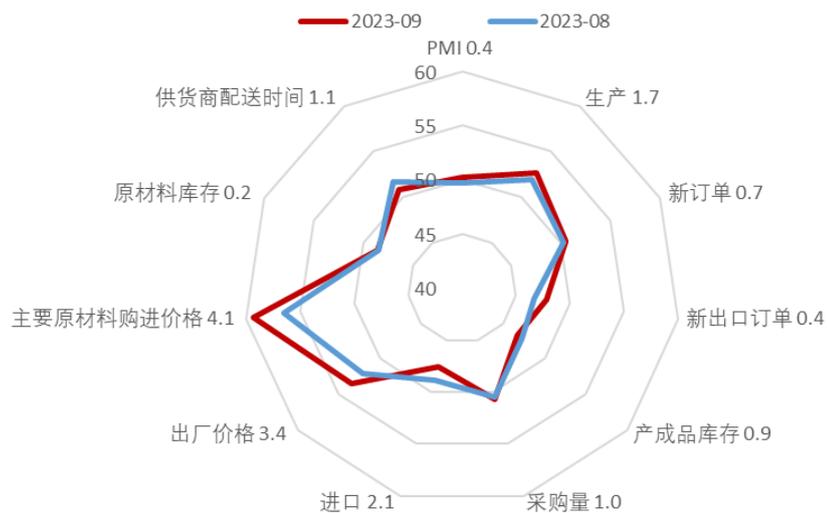
资料来源：wind，天风证券研究所

除了建筑业的景气度改善相对较大，9 月制造业的景气度继续回升，服务业的景气度也止跌回暖。这是此前我们提到的经济复苏逻辑的延续。需要关注的是，9 月文化和旅游部表示今年中秋国庆节假期全国国内旅游出游预计达 8.96 亿人次，同比增长 86%，实现国内旅游收入 7825 亿元，同比增长 138%⁶。十一假期的实际修复情况或是后续经济复苏强度的重要参考系。

图 7：制造业 PMI 全面复苏（单位：%）

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/WO2tgBNuTBCdCB0L83cwsq>

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/uZmaOX7nrcceglhMkAFCzQ>



资料来源：wind，天风证券研究所

总的来说，9月PMI和近期数据进一步验证了我们7月以来的判断——当前经济不是二次探底，而是处于N形复苏的第三阶段。在7月经济见底企稳后，经济正处在向疫后经济增长中枢逐渐靠拢的路径上。

我们预计9月经济数据有望再次确认这一事实，而连续改善的经济数据是市场信心好转的关键。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com