

# 经济预期的“彷徨与挣扎”

2023年10月07日

## 三季度行业信息回顾：

**7月：经济探底回升，政策回归主场。**生产端，生产淡季磨底，环比优于季节性，经济的内生力量悄然回升。消费端，商品消费与服务消费的“冰火两重天”。7月服务消费超预期修复，而商品消费受居民预期偏弱以及6月大促前置购置需求影响，普遍走弱。**政策端**，以地产、金融为代表的传统经济的政策重要性显著提升。**市场走势来看**，疲弱的经济数据难抑政策带来的预期修复。7月市场先抑后扬，积极布局政策增量方向，地产、金融普遍走强。相反，以人工智能为代表的主题投资整体回调。

**8月：经济韧性较优，市场悲观情绪宣泄。**生产端，淡季不淡，内部表现分化。**消费端**，服务消费延续强势表现，商品消费超预期回暖。**政策端**，8月下旬政策密集出台，致力于稳定经济增长与市场投资信心。**市场走势来看**，8月A股市场持续回调，市场更多体现投资者的悲观情绪宣泄，而非当下基本面的理性反馈。结构上，上游能源与资源板块韧性较优。

**9月：经济的回升开始。**生产端，旺季传统工业生产边际改善，新能源生产改善尚不明显。**消费端**，政策助力消费修复，服务消费热度不减，商品消费稳步改善。**政策端**，9月政策主线未变，稳定经济增长与市场投资信心。从具体内容来看，更多是对前期政策的补充和细化。**市场走势来看**，9月市场开始正视基本面的韧性，预期边际好转。结构上，上游能源与资源板块继续受到投资者的青睐。

## 三季度行业信息思考：

**思考一：今年“金九银十”的旺季成色如何？内生动能平稳叠加政策效用兑现，“金九银十”旺季经济边际回升趋势无虞，成色有待验证。**生产端，9月前四周多数行业开工率上行。精铜杆、纯碱、聚氯乙烯9月前四周平均开工率环比8月分别+2.2ppt、+2.6ppt、+2.8ppt。然而相较于今年“金三银四”的旺季表现来看，以上行业的开工率水平大多弱于3月而强于4月。考虑到4月生产端已处于旺季提前离场、产需环比回落的阶段，对比来看，今年9月生产端旺季改善斜率或相对平缓。**消费端，商品消费仍面临潜在扰动。**汽车方面，9月汽车销量的稳健增长部分源于各地新一轮地方补贴与厂商三季度末冲量共发力，这也意味着10月部分汽车购置需求已在9月提前兑现。家电方面，10月份国内空调内销排产同比-6.1%，显著转弱。另外，考虑到今年以来消费者的消费习惯，部分商品需求或将集中在“双11”释放，对9-10月需求形成扰动。

**思考二：“渗透率提升”的主角一定是新兴产业吗？**今年以来，以新能源、培育钻石为代表的新兴行业“渗透率提升”逻辑的驱动力开始下降。如动力电池排产持续低于预期；光伏组件、逆变器出口3季度以来显著走弱；培育钻石进出口持续位于负增长区间。相反，以原油、煤炭为代表的传统能源与资源的消费增速持续上行，相对于经济增速出现背离。在过去10年与中美经济最相关的铜和油需求呈现的这一属性的消失可能意味着某种结构的调整：**在过去对于实物世界长期需求下降，大宗商品消费总额/GDP已经大幅下降，当下由于占比的降低，叠加能源转型、重建供应链等因素，实物部分需求重新上升。大宗商品在经济中开始具备“渗透率提升”的逻辑。**

**思考三：三季度政策密集出台的领域支持力度如何？**一方面，以地产为代表的传统经济的重要性重回政策视线，逆周期支持力度显著提升；另一方面，经济转型依旧是政策跨周期的长期鼓励方向。整体上，三季度政策呈现两点特征：1)与总量经济关联度更高的传统经济方向：房地产、金融领域的鼓励幅度显著提升，目标在于稳定经济和提振信心。2)代表经济结构转型的方向：消费、新能源、数字经济板块继续获得政策的跨周期支持，但支持力度未到政策决定论需要的强度。

**总结与展望：**回顾三季度行业信息，政策对以金融、地产为代表的传统经济鼓励幅度显著提升。在经济内生增长动能企稳回升，逆周期政策持续发力的背景下，三季度传统工业、基建投资需求表现较优。相对而言，以新能源为代表的先进制造业修复在波折中前进，而数字化领域更多在政策培育期。盈利来看，PPI在6月触底后连续两个月的同比抬升正式确认了Q2产业链降价去库行为的结束，伴随需求持续修复、工业生产积极性回升，上游资源的相对瓶颈仍然明显。

**风险提示：**稳增长政策落地不及预期；海外输入性通胀超预期；数据基于公开数据整理，可能存在信息滞后或更新不及时、不全面的风险。



**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

**研究助理 沈心怡**

执业证书：S0100122010010

邮箱：shenxinyi@mszq.com

## 相关研究

- 1.策略专题研究：以“高景气”之名（一）：断剑的重铸-2023/10/06
- 2.策略专题研究：增长与紧缩的角力——风格洞察与性价比追踪系列（二十一）-2023/10/05
- 3.策略专题研究：资金跟踪系列之九十一：“配置”流出，“交易”放缓-2023/10/02
- 4.策略专题研究：民生研究：2023年10月金股推荐-2023/09/30
- 5.行业信息跟踪（2023.9.18-2023.9.24）：9月车市热度不减，快递业务量边际回升-2023/09/26

# 目录

<b>1 三季度行业信息回顾</b> .....	<b>3</b>
1.1 7月—经济探底回升，政策回归主场 .....	3
1.2 8月—经济韧性较优，市场悲观情绪宣泄 .....	7
1.3 9月—经济的回升开始 .....	12
<b>2 三季度行业信息思考</b> .....	<b>16</b>
2.1 思考一：今年“金九银十”的旺季成色如何？ .....	16
2.2 思考二：“渗透率提升”的主角一定是新兴产业吗？ .....	16
2.3 思考三：三季度政策密集出台的领域支持力度如何？ .....	17
<b>3 总结与展望</b> .....	<b>19</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>20</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>21</b>

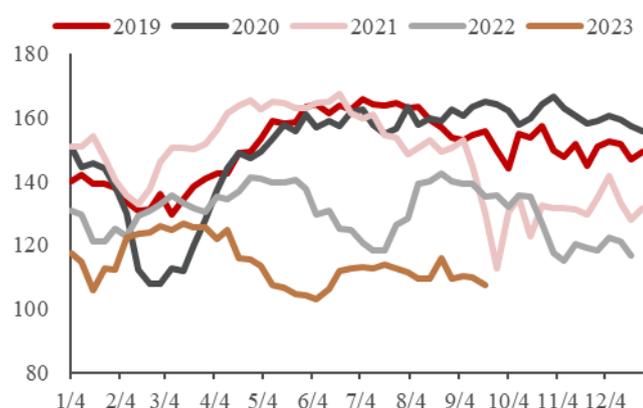
# 1 三季度行业信息回顾

## 1.1 7月—经济探底回升，政策回归主场

### 1.1.1 生产端：淡季磨底，韧性隐现

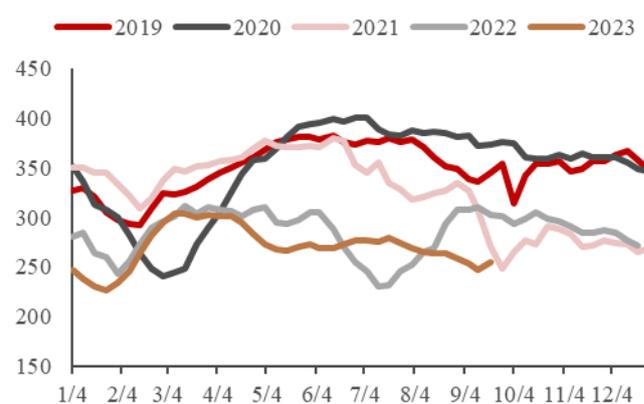
7月生产淡季磨底，环比优于季节性，经济的内生力量悄然回升。总量角度，7月生产端PMI指数50.2%，环比6月-0.1ppt，属于正常的季节性回落，而从回落幅度来看，小于19-22年同期均值的-0.7ppt。行业来看，以螺纹钢、线材为代表的传统工业7月产量虽仍处于近5年的低位，但从边际走势来看更多以震荡为主，未呈现单边下行。7月7日、7月14日、7月21日、7月28日当周螺纹钢产量环周分别+0.8万吨、-1.3万吨、+2.9万吨、-4.8万吨；线材产量环周分别+0.3万吨、-0.4万吨、+1.2万吨、-1.2万吨。除此以外，包括工业金属、水泥、玻璃在内的多个行业虽受淡季影响，生产边际上存在压力，但整体表现仍具韧性。

图1：7月钢厂线材产量（万吨）边际持稳



资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至2023年9月22日

图2：7月钢厂螺纹钢产量（万吨）边际持稳



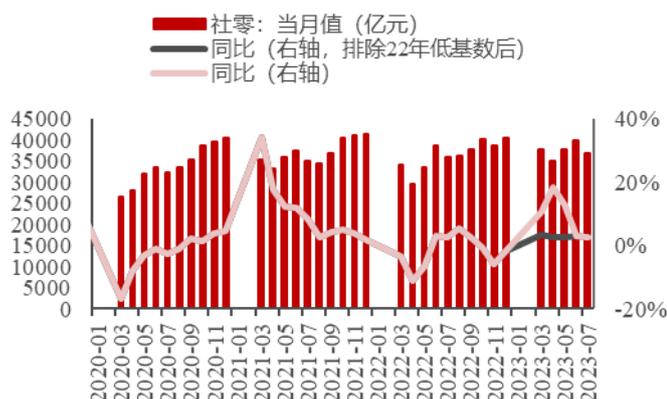
资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至2023年9月22日

### 1.1.2 消费端：曲折的修复

7月，服务消费与商品消费的“冰火两重天”。1) 服务消费方面，暑期本是居民的旅游出行旺季，叠加今年以来受疫情压制的出游需求正在陆续回补，今年7月服务消费修复程度超市场预期。行业来看，与出行链消费关联较强的航空、酒店、餐饮、观影消费环比皆面临大幅改善。航空方面，7月国内执行航班总数同比+18.8%，环比+11.9%；酒店方面，7月香港、北京酒店均价同比+72.6%、+43.6%，环比+9.3%、+17.1%；餐饮方面，7月餐饮零售额逆势上行，同比+6.8%，增速较6月进一步+1.2ppt，排除22年低基数后，21-23年两年复合增速7月达15.8%，较6月大致持平；观影方面，7月国内票房达成87.2亿元，同比+148.6%，环比+111.0%。2) 商品消费方面，居民部门预期偏弱，叠加“618大促”前置部分商品消费需求，7月商品消费全面走弱，新兴品类同样难以幸免。行业来看，传统商

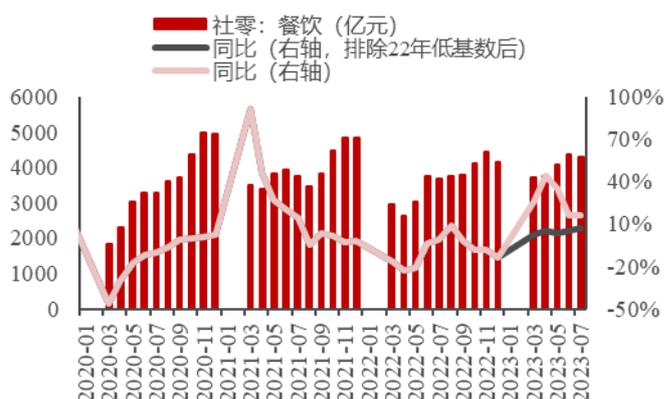
品消费如：汽车 7 月销量同比-2.7%，依旧位于负增长区间；家电 7 月线上、线下销售额同比-12.4%、-11.6%，年内首次线上线下同步负增长。新兴消费品类如：化妆品 7 月零售额同比-1.2%，增速年内首次转负。排除 22 年低基数后，21-23 年两年复合增速 7 月为-4.1%，显著低于 6 月的+4.8%。

图3：7 月，排除低基数后社零同比增速边际放缓



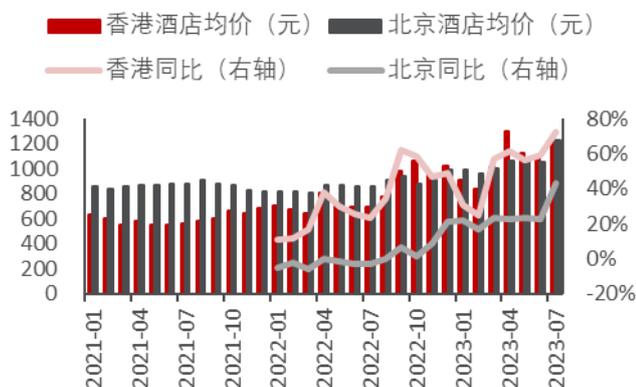
资料来源：wind，民生证券研究院 注：灰色线条代表 23 年 3 月-7 月的 21-23 年两年复合增速

图4：7 月，排除低基数后餐饮消费同比增速继续改善



资料来源：wind，民生证券研究院 注：灰色线条代表 23 年 3 月-7 月的 21-23 年两年复合增速

图5：7 月香港、北京酒店均价同比显著上行



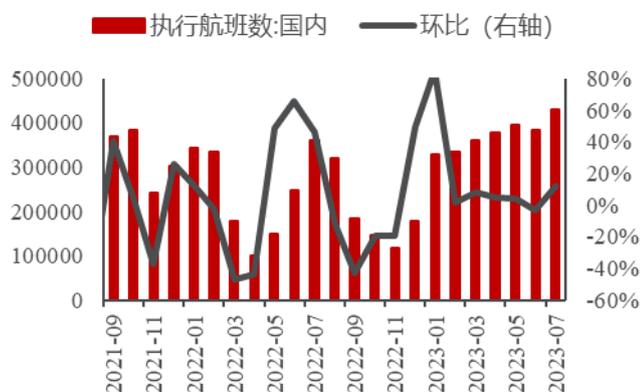
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：“618 大促”虹吸效应下，7 月化妆品零售额走弱



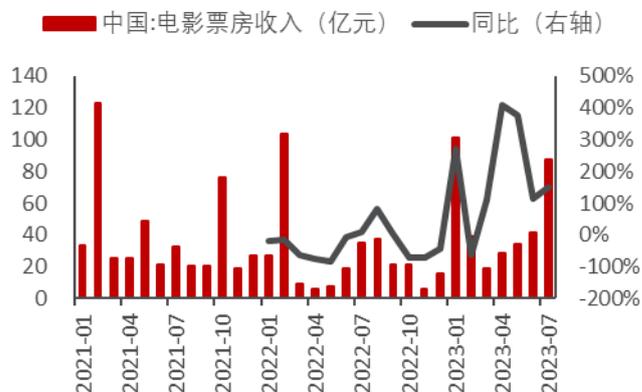
资料来源：wind，民生证券研究院 注：灰色线条代表 23 年 3 月-7 月的 21-23 年两年复合增速

图7：7月国内执行航班总数（架次）环比+11.9%



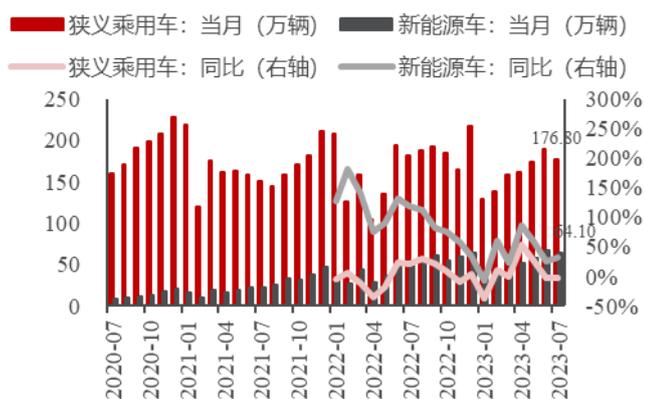
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：7月电影票房显著回暖



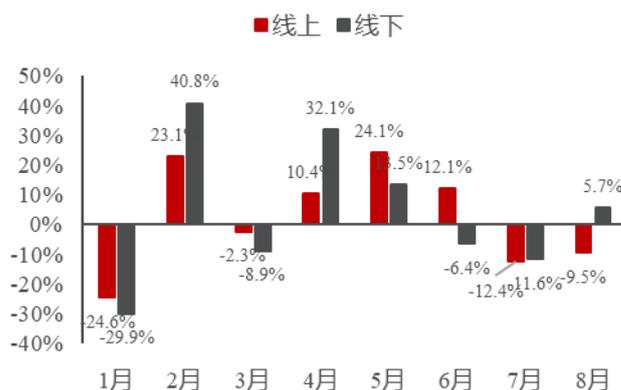
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：7月狭义乘用车销量同比-2.7%



资料来源：wind，乘联会，民生证券研究院

图10：7月家电线上线下销售同比增速皆转负



资料来源：wind，奥维云网，民生证券研究院

### 1.1.3 政策端：传统经济重回政策主线

当稳经济重回政策视线，传统经济的政策重要性得到显著提升。7月政治局会议明确加码对经济的逆周期调节力度，自此本轮稳增长政策的集中发力正式拉开序幕。具体来看，7月政策的出台大致分为2类：1、以房地产、传统消费为抓手的逆周期调节政策。2、对以数字经济为代表的国内产业转型方向进行跨周期调节政策。具体来看：

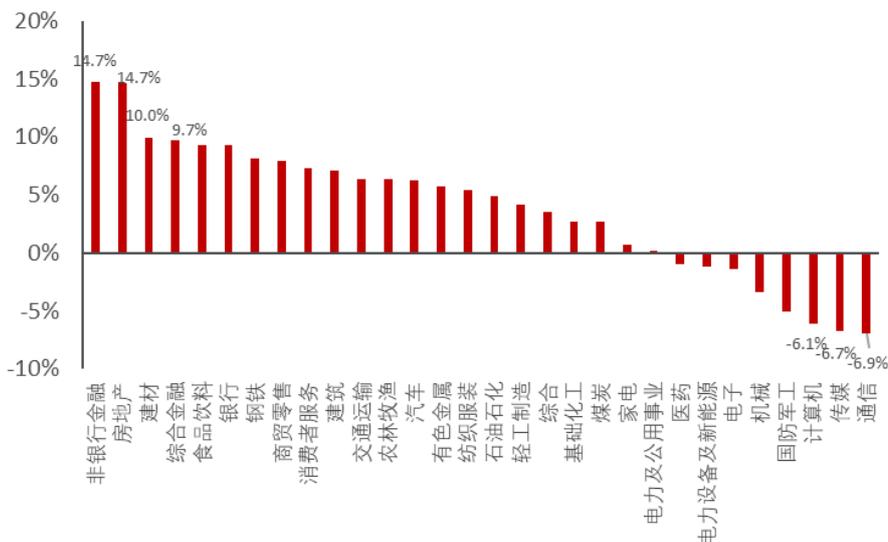
**1) 以地产、传统消费为抓手的逆周期调节政策：是7月政策最主要的增量方向。房地产方面**，7月包括城中村改造、因城施策、降低首付比例、“认房不认贷”等多项政策陆续出台，托底经济。从时间线来看，7月21日，国常会表示加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与。7月24日政治局会议提出我国房地产供求关系发生重大变化，适时调整优化房地产政策。

7月27日，住建部要求进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善型住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。**传统消费方面**：7月促消费涉及范围较广，轻工消费是政策鼓励的亮点。从时间线来看，7月18日，商务部等13部门发布促进家居消费若干措施。7月28日，工信部、国家发改委、商务部联合印发《轻工业稳增长工作方案（2023-2024年）》，转型推动重点轻工行业数字化改造。同日，国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，涉及大宗消费、服务消费、农村消费、新兴消费等多方面的支持政策。**2) 对以数字经济为代表的国内产业转型方向进行跨周期调节政策**。7月政策关注稳增长的同时兼顾产业转型的长期战略目标，数字经济领域依旧获得较多政策支持。从时间线来看，7月13日，国家网信办等七部门联合公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》，提出国家坚持发展和安全并重、促进创新和依法治理相结合的原则，体现了中国政府在发展生成式人工智能方面的积极态度与责任担当。7月24日，中国人民银行起草《中国人民银行业务领域数据安全管理办法（征求意见稿）》，意在规范数字化发展中中国人民银行业务领域数据的安全管理。

#### 1.1.4 市场走势：先抑后扬，政策为王

**疲弱的经济数据难抑政策带来的预期修复**。7月A股整体走势先抑后扬，7月24日政治局会议的召开成为本月市场走势的分水岭，稳增长的定调充分提振了投资者信心。7月三大指数整体上行，上证指数、深证成指、创业板指分别+2.8%、+1.4%、+1.0%。A股市场走势主要体现为2点特征：**1) 对总量经济的悲观预期得到扭转，布局政策增量方向**。年初至今，政策对以地产为代表的传统经济的支持力度一直较为克制。然而伴随着房地产销售、投资的全面走弱，7月政策端对房地产的放宽对于市场而言可谓是“久旱逢甘露”，投资者对经济的悲观情绪从而得到阶段性扭转。从中信一级行业来看，7月与经济总量、政策增量关联度高的非银金融、房地产、建材涨幅位居前三，分别+14.7%、+14.7%、+10.0%。**2) 主题投资缺乏热点催化，整体回调**。7月计算机、传媒、通信跌幅前三，分别-6.1%、-6.7%、-6.9%。

图11：7月板块涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 8月—经济韧性较优，市场悲观情绪宣泄

### 1.2.1 生产端：喜忧并存

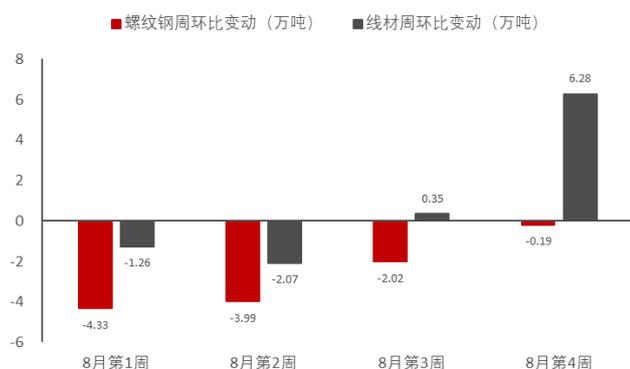
**8月生产淡季不淡，内部表现分化。**8月的生产端行业表现喜忧并存，难以找到统一规律，这或许也是经济在磨底回暖阶段的特征之一。**总量角度**，8月生产端PMI指数51.9%，环比7月+1.7ppt，好于19-22年同期均值的-0.2ppt，呈现淡季不淡的特征。**行业来看，不同行业间的产需表现分化。**

**1) 石油沥青开工率向好。**一方面由于冬季气温较低，不适宜铺设沥青，终端需求停滞，8月伴随气温的走升，终端需求转暖。8月2日、8月9日、8月16日、8月23日、8月30日当周石油沥青开工率环周分别+1.1ppt、+1.1ppt、+1.0ppt、+1.0ppt、+1.0ppt持续回升至近5年高位，仅次于2020年。另一方面，逆周期政策自7月底开始加码出台，8月石油沥青开工率的持续回升或也代表着基建投资正在发力。

**2) 水泥生产表现平稳。**水泥8月产量虽然仍处于近5年的最低位，环比来看较7月+1.7%，优于19-22年同期均值的+1.4%。

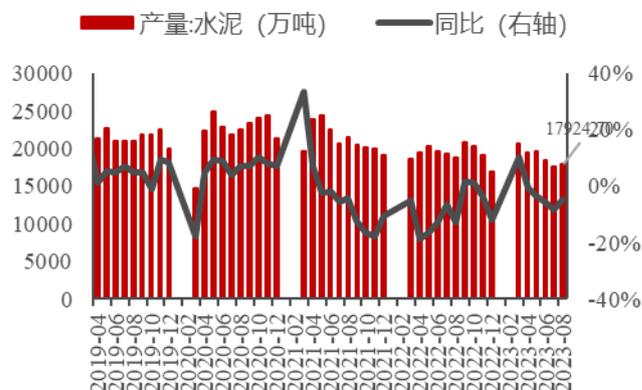
**3) 更多的行业如钢铁、能源金属等生产面临回落。**钢铁行业受淡季以及粗钢产量平控政策影响，螺纹钢产量逐周回落。8月4日、8月11日、8月18日、8月25日当周螺纹钢产量环周分别-4.3万吨、-4.0万吨、-2.0万吨、-0.2万吨。能源金属受供给过剩、下游需求不强的影响，部分企业停产减产，然而供给过剩的局面短期暂难扭转。

图12：8月钢厂螺纹钢、线材产量呈淡季特征



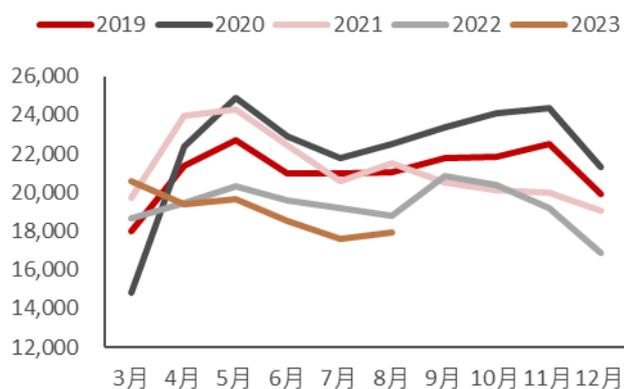
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：8月水泥产量同比-4.7%，产量为近五年同期最低



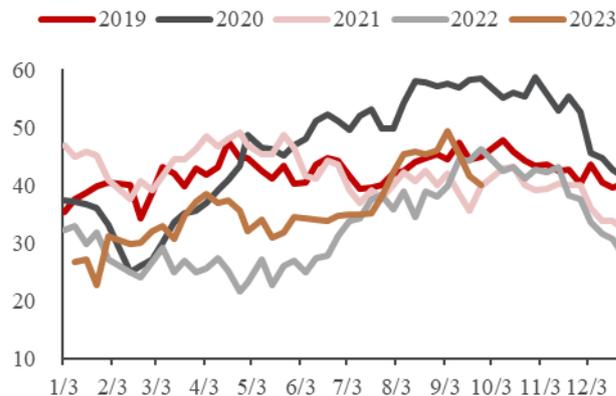
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：8月水泥产量（吨）边际回升



资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据更新至2023年8月

图15：8月石油沥青开工率（%）边际回升



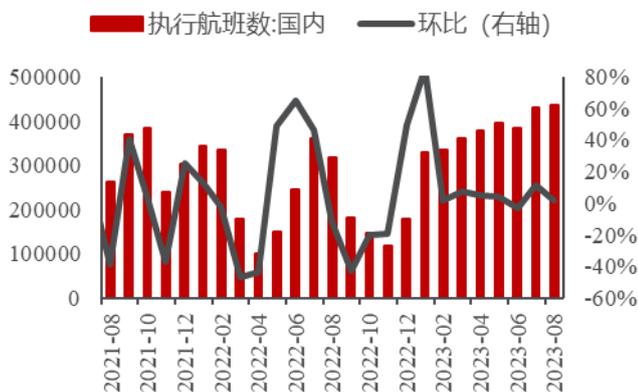
资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至2023年9月22日

## 1.2.2 消费端：多维度的需求改善

8月，服务消费延续强势表现，商品消费超预期回暖。1) 服务消费方面，暑期出行需求延续火爆，以航空、酒店、餐饮、观影为代表的服务消费继续改善。航空方面，8月国内执行航班总数同比+36.7%、环比+1.7%；酒店方面，8月香港、北京酒店均价同比大幅增长+55.5%、+39.1%，环比+0.2%、+3.3%；餐饮方面，8月餐饮零售额同比+10.4%，增速延续上行。排除22年低基数后，21-23年两年复合增速8月达12.4%，维持较优水平。2) 商品消费方面，8月在各商务主管部门深入组织展开“消费提振年”系列促消费活动的背景下，汽车、家居等大宗消费得到有效提振。汽车方面，8月销量同比+2.6%，增速由负转正。家居方面，8月家具零售额同比+4.8%，增速较7月的+0.1%显著回暖；排除22年低基数后，21-23年2年复合增速8月达-2.4%，同样较7月的-4.3%小幅改善。除此以外，8月化妆品、黄金珠宝同样改善较多。化妆品方面，8月零售额同比+5.6%，显著优于前值的-1.2%，排除22年低基数后，21-23年2年复合增速8月为+9.7%，

远高于7月的-4.1%；黄金珠宝方面，8月零售额同比+7.2%，显著优于前值的-10.0%，排除22年低基数后，21-23年复合增速8月为+6.4%，较7月的+3.6%小幅回升。

图16：8月国内执行航班总数（架次）环比+1.7%



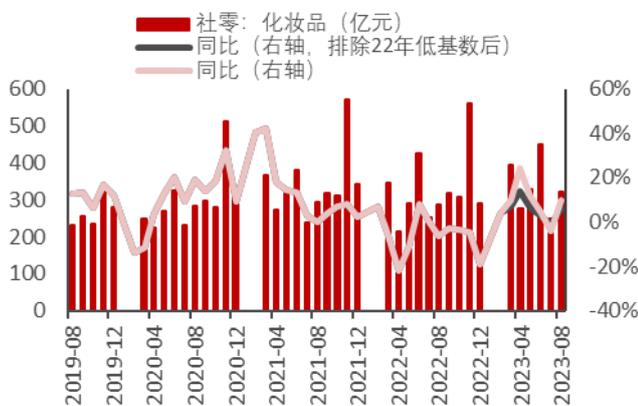
资料来源：wind，民生证券研究院

图17：8月，排除低基数后餐饮消费同比增速继续改善



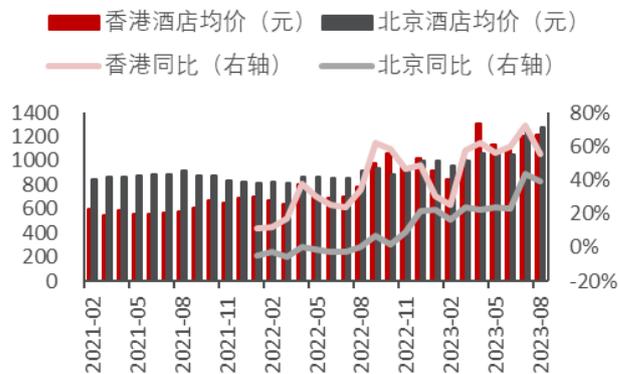
资料来源：wind，民生证券研究院 注：灰色线条代表23年3月-8月的21-23年两年复合增速

图18：8月社零同比增速显著回暖，达+5.6%



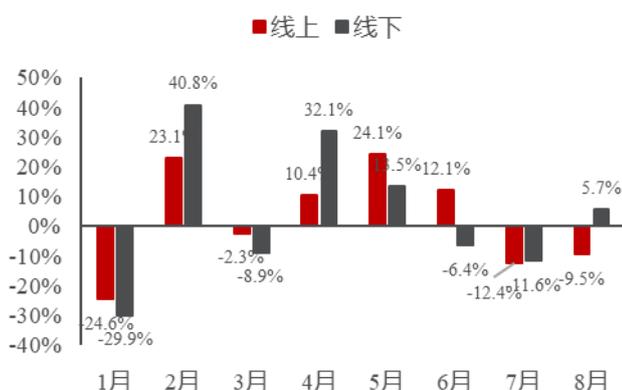
资料来源：wind，民生证券研究院 注：灰色线条代表23年3月-8月的21-23年两年复合增速

图19：8月酒店均价延续上行，绝对值处于高位



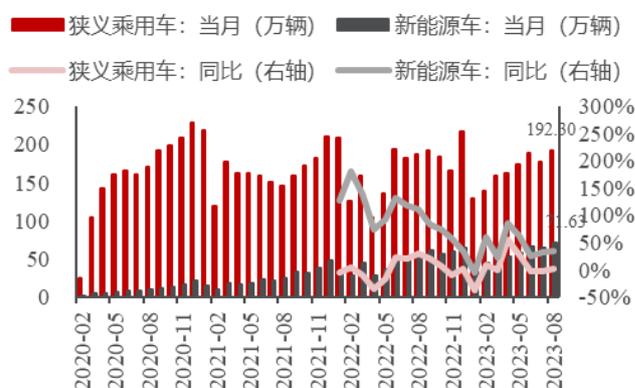
资料来源：wind，民生证券研究院

图20：8月家电全品类销售额同比增速边际改善



资料来源：wind，奥维云网，民生证券研究院

图21：8月狭义乘用车销量同比增速转正，达+2.6%



资料来源：wind，民生证券研究院注：灰色线条代表23年3月-8月的21-23年两年复合增速

### 1.2.3 政策端：政策步入兑现期

**8月下旬政策密集出台，稳定经济增长与市场投资信心。** 1) **稳定经济增长的角度来看**，**1、降息**：从时间线来看，8月15日，央行开展4010亿元1年期MLF和2040亿元7天逆回购操作，中标利率分别为2.5%、1.8%，较上次操作下调15bp、10bp。8月20日，全国银行间同业拆借中心披露8月LPR报价，1年期LPR为3.45%，较上月下调10BP；5年期LPR为4.2%，与上月持平。**2、房地产政策自8月下旬起步入政策兑现期**。从时间线来看，8月18日，住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》。8月25日，国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》。8月25日，三部门推动落实首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。8月30日，广州、深圳宣布“认房不认贷”，一线城市地产调控举措调整全面开始。8月31日，央行金融监督管理局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》、《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》。**2) 提振资本市场信心**：8月27日，资本市场政策“组合拳”推出，分别为：1、证券交易印花税实施减半征收。2、阶段性收紧IPO，限制不合理的再融资，同时纾困房地产。3、进一步规范股份减持行为。4、调降融资保证金比例。三大交易所将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%，旨在提振资本市场信心。**3) 以数字经济为代表的国内产业转型方向继续获得政策的长线支持**。从时间线来看，8月3日，国家网信办发布《个人信息保护合规审计管理办法（征求意见稿）》。8月21日，国务院以“加快发展数字经济，促进数字技术与实体经济深度融合为主”，进行第三次专题学习。

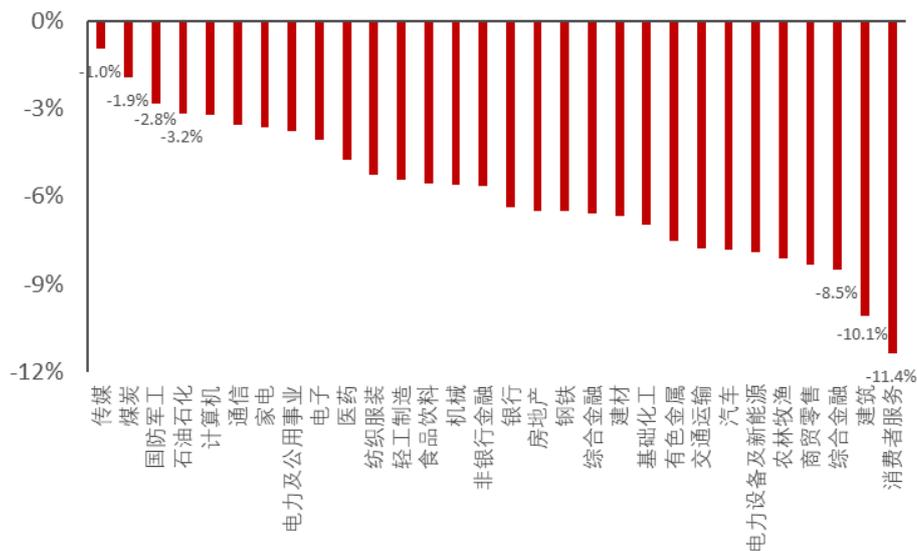
### 1.2.4 新兴产业：华为手机发布，带动多个投资热点

8月29日，华为旗下Mate旗舰系列最新一代Mate 60 Pro手机发售，12GB+512GB版本售价6999元，该手机是全球首款支持卫星通话的大众智能手机，能够在无地面网络型号的情况下，通过国产自主天通一号卫星通讯系统实现卫星通话的拨打和接听。配置方面：该手机搭载鸿蒙4.0操作系统，接入盘古人工智能大模型。Mate60销售热度高，发布后多个地区出现供不应求现象。根据民生计算机团队分析，此次华为手机的亮点包括：1) 自主芯片实现新的“里程碑”。全球著名的半导体行业观察机构TechInsights，发布了他们对华为最新旗舰手机Mate60 Pro的拆解报告，华为Mate60 Pro搭载了新型麒麟9000s芯片，并采用了先进技术。2) 华为Mate 60 Pro开启卫星互联网新时代。华为在卫星通信领域再次突破，Mate 60 Pro成为全球首款支持卫星通话的大众智能手机，中国电信的天通卫星套餐也正式上线。3) 星闪技术有望带来新的技术变革。在今天的华为开发者大会HDC上，鸿蒙系统4.0和星闪技术的结合，并且带来了诸多星闪技术的应用场景演示，在多个方面提升效率，将为鸿蒙生态带来重要的革新体验。华为手机的发布也带动多项投资热点。

### 1.2.5 市场走势：持续回调，情绪宣泄主导

8月A股市场持续回调，市场更多体现投资者的悲观情绪宣泄，而非当下基本面的理性反馈。8月市场对经济、政策的利好反应较为迟钝，相反对于经济的悲观预期处于过度反应阶段，A股三大股指皆显著回落，上证指数、深证成指、创业板指分别-5.2%、-6.8%、-6.0%，中信30个一级行业全面下跌。8月A股市场的走势大致呈现2点特征：**1) 对经济前景和政策力度持悲观态度。8月投资者对经济的悲观情绪或来源于两方面：**1、6月季末冲量、大促活动等多重影响下，部分需求被前置，因此8月公布的7月经济数据全面回落，扭转了市场此前对经济的乐观预期。2、自7月底定调稳增长以来，8月经历了近半个月的政策空窗期，稳增长政策全面的落地从8月下旬开始。考虑到年初至今，政策对于传统经济的呵护一直较为克制，面对8月中上旬的政策空窗期，市场开始担忧政策落地的实际时间及最终效用。8月消费者服务、建筑、综合金融跌幅位列前三，分别为-11.4%、-10.1%、-8.5%。房地产板块-6.5%，跌幅同样较大。**2) 上游能源与资源板块重回投资者视野。**伴随着PPI同比在6月触底，上游或将迎来边际上更大的利润改善。8月煤炭、石油石化表现相对较优，分别-1.9%和-3.2%，跌幅较小。

图22：8月板块涨跌幅



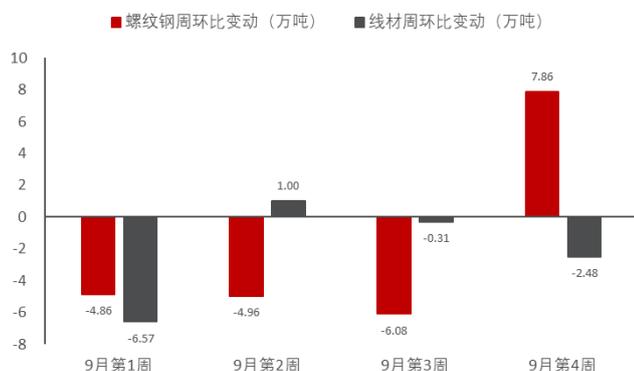
资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.3 9月—经济的回升开始

### 1.3.1 生产端：旺季平缓回暖

9月旺季，传统工业生产边际回升，新能源生产改善不显著。总量角度，9月生产端PMI指数52.7%，环比8月+0.8ppt，好于19-22年同期均值的+0.3ppt。行业来看，与传统经济相关性更高的行业生产大多上行。从9月前四周平均开工率的角度来看，除螺纹钢受产量平控政策影响，环比8月-0.2ppt外，精铜杆、纯碱、聚氯乙烯的9月前四周平均开工率环比8月分别+2.2ppt、+2.6ppt、+2.8ppt。新能源领域旺季生产改善不显著。一方面，锂电池受上游碳酸锂跌价影响，产业仍以去库为主，9月排产环比仅微增。另一方面，光伏终端需求暂无显著增量，从而使其上游生产整体表现欠佳。

图23：9月钢厂螺纹钢、线材产量表现偏弱



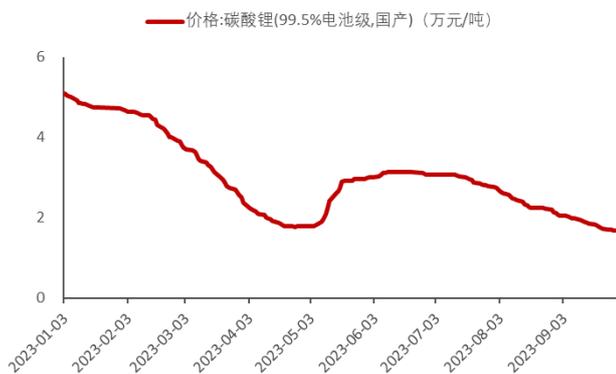
资料来源：wind，民生证券研究院

图24：9月动力煤焦煤价格逐步回暖



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：9月碳酸锂价格延续下行



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：精铜杆开工率整体延续回升趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

### 1.3.2 消费端：政策效用逐步显现

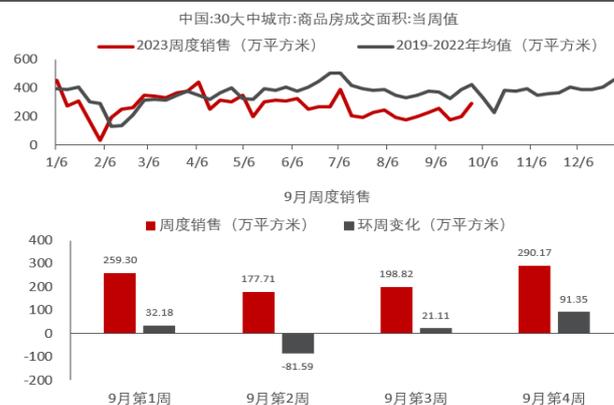
**9月政策助力消费修复延续。**整体上，9月或呈现服务消费热度不减，商品消费稳步改善的局面。**1) 服务消费方面**，9月属于介于暑期和国庆假期的出行空窗期，需求的边际回落符合季节性特征。然而从今年中秋国庆假期的出行预定数据来看，境内境外旅游热度皆高涨。出境游方面，伴随政策对出境游的进一步放宽，根据携程《中秋国庆旅游预测报告》，截至9月13日，出境游迎来井喷式增长，“十一”期间整体订单同比去年增长近20倍。国内出行方面，根据民航局预计，今年中秋国庆期间日均保障国内客运航班14000班、运输国内旅客196万人次，分别较2019年国庆假期+18%、+17%，延续向好的恢复趋势。**2) 商品消费方面**，政策的效用逐步显现。汽车方面，9月车市热度不减在各地新一轮地方补贴与厂商三季度末冲量共发力的背景下，销售热度不减。根据乘联会预测，9月狭义乘用车零售销量达198.0万辆，环比+3.1%，同比+3.0%。房地产方面，在多维度政策利好的推动下，9月重点30城供应环比+17%，成交环比+3%，边际改善。其中，受新政刺激和供应放量，一线城市成交环比+16%，二三线城市成交环比+1%，优于整体。

图27：9月汽车销量预期向好



资料来源：wind，奥维云网，民生证券研究院

图28：9月中旬以来地产销售边际改善



资料来源：wind，民生证券研究院

### 1.3.3 政策端：落实与完善

9月政策的主线依旧在于稳定经济增长与市场投资信心，从具体出台的方向来看，更多是对前期政策的补充和细化。1) 稳定经济增长的角度来看，1、降息：9月14日，央行决定自2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。2、房地产：9月1日，北京、上海宣布“认房不认贷”政策。除此以外更多地方层面的地产利好政策陆续出台和落实。2) 提振资本市场信心：9月1日，证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，优化北交所发行上市制度安排，扩大投资者队伍；引导公募基金扩大北交所投资；后续视市场运行情况研究论证结构性优化北交所投资者适当性管理要求。同日，证监会发布《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》。3) 以数字经济为代表的国内产业转型方向获得继续政策的长线支持。从时间线来看，9月5日，工信部、财政部联合印发《电子信息制造业2023—2024年稳增长行动方案》，目标2023-2024年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速达到5%左右。9月8日，工业和信息化部、教育部、文化和旅游部、国务院国资委、国家广播电视总局办公厅联合印发《元宇宙产业创新发展三年行动计划(2023-2025年)》。

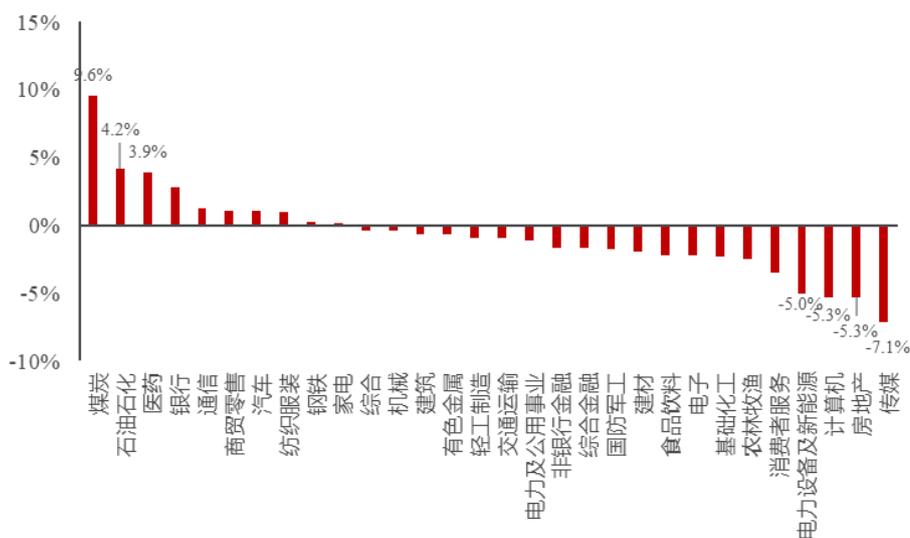
### 1.3.4 人工智能：仍在积极发展中

9月AI板块关注较多的事件主要有三个：1) 9月20日，OpenAI发布了AI文生图工具DALL-E 3版本，10月将为ChatGPT Plus和企业客户开放API。DALL-E 3在文本图像一致性和上下文理解上有显著提升，并通过ChatGPT优化创作提示。同时，增强了对侵权和有害图像的安全规则。2) 9月21日，微软举行发布会，宣布了AI功能更新和新款Surface笔记本。微软宣布从9月26日开始，AI Copilot将作为“日常AI伴侣”在Windows系统中全面推广，并计划于11月1日推出Microsoft 365 Copilot企业版。Bing和Edge浏览器依托大语言模型，在个性化回复和聊天功能进行升级。3) 9月28日，OpenAI在推特上宣布，其聊天机器人产品ChatGPT可以通过微软的必应搜索引擎进行网络搜索，将不再局限于2021年9月之前的数据。

### 1.3.5 市场走势：回归行业基本面

9月市场开始正视基本面的韧性，预期边际好转。9月上证指数、深证成指、创业板指分别-0.3%、-3.0%、-4.7%，整体跌幅小于8月，中信一级30个行业中有10个行业上涨，同样好于8月的0个行业。9月A股市场走势呈现3点特征：1) 上游能源与资源板块受投资者青睐。PPI自6月触底后连续两个月的同比抬升正式确认了Q2产业链降价去库行为的结束，需求的持续修复带动、工业生产积极性

的回升。上游资源股长期产能的价值正进入了趋势性抬升的通道。9月煤炭、石油石化分别+9.6%、+4.2%，涨幅位列所有中信一级行业的前二。**2) 回归行业基本面：定价行业景气度的变化。**其中，通信、商贸零售、汽车、纺服基本面需求较优，9月分别+1.2%、+1.1%、+1.1%、+1.0%涨幅相对靠前。而新能源板块受9-10月排产不及预期、下游需求改善斜率不足以及欧盟对中国电动汽车展开反补贴调查等多重因素影响，跌幅靠前，8月-5.0%。**3) 主题投资整体表现趋弱。**9月计算机、传媒分别-5.3%、-7.1%，跌幅居前。

**图29：9月板块涨跌幅**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 三季度行业信息思考

### 2.1 思考一：今年“金九银十”的旺季成色如何？

内生动能平稳叠加政策效用兑现，“金九银十”旺季边际改善趋势无虞，成色或欠佳。生产端来看，9月前四周多数行业开工率上行。例如精铜杆、纯碱、聚氯乙烯9月前四周平均开工率环比8月分别+2.2ppt、+2.6ppt、+2.8ppt。然而相较于今年“金三银四”的旺季表现来看，以上行业的开工率水平大多弱于3月而强于4月。考虑到今年4月正面临着疫后修复带动的经济恢复性增长接近尾声而经济真正的内生动力不足的局面，生产端处于产需环比回落，压力陡增的阶段。对比来看，今年9月生产端旺季的边际改善斜率或较平缓。消费端来看，商品消费仍面临潜在扰动。汽车方面，9月汽车销量的增长部分源于各地新一轮地方补贴与厂商三季度末冲量共发力，这或意味着10月部分汽车购置需求已在9月提前兑现。家电方面，奥维云网排产数据显示，10月份国内空调企业内销排产452万台，同比-6.1%，显著转弱。除此以外，根据今年以来消费者的消费习惯，部分商品需求或将在“双11”集中释放，对9-10月的商品消费形成一定制约。综上，今年“金九银十”旺季成色或整体偏淡。

### 2.2 思考二：“渗透率提升”的主角一定是新兴产业吗？

今年以来，以新能源、培育钻石、美容护理为代表的新兴行业的“渗透率提升”逻辑有效性开始下降。我们看到三季度1) 动力电池的排产受碳酸锂跌价影响，排产旺季不旺。2) 光伏、储能受欧洲需求偏弱叠加去库存出货疲软，出口边际回落。8月组件、逆变器实现出口金额241.94亿元、49.59亿元，同比-16.6%、-23.5%，同比显著走弱。这背后的原因在于伴随新兴行业在传统经济中占比的持续提升，其最终难以脱离经济的周期性运转，独善其身。而过去几年新兴产业受行业景气度高速扩张驱动，持续进行供给端产能的扩张，这使得其在需求走弱阶段放大了行业的下行空间。不同于以新能源、培育钻石、美妆护理为代表的新兴行业，三季度以来，以原油、煤炭为代表的传统能源与资源的消费增速相对于经济增速出现背离，如原油消费增速持续上行，而经济增速则明显回落。同样的，中国铜消费增速与经济增速从年初开始也出现了背离，在过去10年与中美经济最相关的铜和油需求呈现的这一属性的消失可能意味着某种结构的调整：在过去对于实物世界长期需求下降，大宗商品消费总额/GDP已经大幅下降，当下由于占比的降低，叠加能源转型、重建供应链等因素，实物部分需求重新上升。大宗商品在经济中开始具备“渗透率提升”的逻辑，而此刻长期削减了资本开支的资源类企业或将重新获得产能价值的重估。

## 2.3 思考三：三季度政策密集出台的领域支持力度如何？

**趋势：**三季度，稳增长在政策的考量中占比提升。三季度的增量政策大致可分为两方面：一方面，以地产为代表的传统经济的重要性重回政策视线，逆周期支持力度显著提升；另一方面，经济转型依旧是政策跨周期的长期鼓励方向。三季度政策密集出台的领域主要包括：与传统经济关联度较高的地产、金融；与经济转型方向一致的消费、新能源、数字经济。整体上，三季度政策呈现两点特征：**1) 与总量经济关联度更高的传统经济方向：**房地产、金融领域的鼓励幅度显著提升，目标在于稳定经济和提振信心。**2) 代表经济结构转型的方向：**消费、新能源、数字经济板块继续获得政策的跨周期支持。具体来看：

**第一类：与总量经济关联度更高的传统经济方向——房地产、金融政策鼓励幅度显著提升，目标在于稳定经济和提振信心。**三季度，1) 稳定经济层面的政策包括：1、金融方面，三季度央行进行降准、降息操作。2、房地产方面，降低首套住房首付比例、“认房不认贷”、因城施策、降低存量首套房贷款等政策等。2) 恢复市场信心层面的政策“组合拳”主要为：1、证券交易印花税实施减半征收。2、阶段性收紧 IPO，限制不合理的再融资，同时纾困房地产。3、进一步规范股份减持行为。4、调降融资保证金比例。三大交易所将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至 80%。

**第二类：代表经济结构转型的方向——消费、新能源、数字经济方面的政策支持持续。**具体来看，**消费方面**的政策主要包括：7 月 18 日，商务部等 13 部门发布促进家居消费若干措施。7 月 28 日，工信部、国家发改委、商务部联合印发《轻工业稳增长工作方案（2023-2024 年）》，转型推动重点轻工行业数字化改造。7 月 28 日，国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，涉及大宗消费、服务消费、农村消费、新兴消费等多方面的支持政策。**新能源方面**的政策主要包括：1、新能源车方面，7 月 19 日，商务部提出将研究支持新能源汽车开拓国际市场等举措。2、新能源发电方面，8 月 22 日，国家发展改革委等十部门印发通知，正式发布《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》，储能为绿色低碳先进技术重点方向。9 月 18 日，国家发改委、国家能源局联合下发《电力现货市场基本规则(试行)》。该文件是首部国家层面指导现货市场设计及运行的规则，将会大大加快电力市场化进程，有助于深化电力体制改革。**数字经济方面**的政策主要包括：7 月 13 日，国家网信办等七部门联合公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》。7 月 24 日，中国人民银行起草《中国人民银行业务领域数据安全管理办法（征求意见稿）》。8 月 3 日，国家网信办发布《个人信息保护合规审计管理办法（征求意见稿）》。8 月 21 日，国务院以“加快发展数字经济，促进数字技术与实体经济深度融合为主”，进行第三次专题学习。9 月 5 日，工信部、财政部联合印发《电子信息制造业 2023—2024 年稳增长行动方案》，目标 2023-2024 年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速达到 5%左右。9 月 8 日，工业和信息化部、教育部、文化和旅游

游部、国务院国资委、国家广播电视总局办公厅联合印发《元宇宙产业创新发展三年行动计划(2023-2025年)》。

### 3 总结与展望

回顾三季度行业信息，政策对以金融、地产为代表的传统经济鼓励幅度显著提升。在经济内生增长动能企稳回升，逆周期政策持续发力的背景下，三季度传统工业、基建投资需求表现较优。相对而言，以新能源为代表的先进制造业修复在波折中前进，而数字化领域更多在政策培育期。盈利来看，PPI 在 6 月触底后连续两个月的同比抬升正式确认了 Q2 产业链降价去库行为的结束，伴随需求持续修复、工业生产积极性回升，上游资源的相对瓶颈仍然明显。

## 4 风险提示

**1) 稳增长政策落地不及预期。**如果稳增长政策落地不及预期，则可能存在经济需求企稳回升的概率降低，与经济总量更相关的板块盈利改善的预期将被证伪的风险。

**2) 海外输入性通胀超预期。**倘若海外原油价格持续抬升对国内形成输入性通胀，导致国内通胀迅速抬升，将会影响到国内的政策实行稳定性。

**3) 数据基于公开数据整理，可能存在信息滞后或更新不及时、不全面的风险。**以上数据根据民生行业团队数据、公开数据整理，可能存在信息更新不及时、信息不全面的风险。

## 插图目录

图 1: 7 月钢厂线材产量 (万吨) 边际持稳.....	3
图 2: 7 月钢厂螺纹钢产量 (万吨) 边际持稳.....	3
图 3: 7 月, 排除低基数后社零同比增速边际放缓.....	4
图 4: 7 月, 排除低基数后餐饮消费同比增速继续改善.....	4
图 5: 7 月香港、北京酒店均价同比显著上行.....	4
图 6: “618 大促”虹吸效应下, 7 月化妆品零售额走弱.....	4
图 7: 7 月国内执行航班总数 (架次) 环比+11.9%.....	5
图 8: 7 月电影票房显著回暖.....	5
图 9: 7 月狭义乘用车销量同比-2.7%.....	5
图 10: 7 月家电线上线下销售同比增速皆转负.....	5
图 11: 7 月板块涨跌幅.....	7
图 12: 8 月钢厂螺纹钢、线材产量呈淡季特征.....	8
图 13: 8 月水泥产量同比-4.7%, 产量为近五年同期最低.....	8
图 14: 8 月水泥产量 (吨) 边际回升.....	8
图 15: 8 月石油沥青开工率 (%) 边际回升.....	8
图 16: 8 月国内执行航班总数 (架次) 环比+1.7%.....	9
图 17: 8 月, 排除低基数后餐饮消费同比增速继续改善.....	9
图 18: 8 月社零同比增速显著回暖, 达+5.6%.....	9
图 19: 8 月酒店均价延续上行, 绝对值处于高位.....	9
图 20: 8 月家电全品类销售额同比增速边际改善.....	10
图 21: 8 月狭义乘用车销量同比增速转正, 达+2.6%.....	10
图 22: 8 月板块涨跌幅.....	12
图 23: 9 月钢厂螺纹钢、线材产量表现偏弱.....	12
图 24: 9 月动力煤焦煤价格逐步回暖.....	12
图 25: 9 月碳酸锂价格延续下行.....	13
图 26: 精铜杆开工率整体延续回升趋势.....	13
图 27: 9 月汽车销量预期向好.....	13
图 28: 9 月中旬以来地产销售边际改善.....	13
图 29: 9 月板块涨跌幅.....	15

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026