

## 经济修复：外需强于内需

### ——9月PMI数据以及未来经济展望

#### 事件：

国家统计局9月30日公布9月PMI综合指数为50.2%，好于市场预期，并且超过50%的荣枯线，意味着制造业或环比改善。从分项指数来看，供给的改善是拉动9月PMI综合指数回升的主要原因，而需求端外需明显好于内需。考虑到近期好于预期的经济数据和后续稳增长的政策持续推出，以及出清的推进，我们上调全年GDP增速预测到5.2%，并上调三季度和四季度GDP预测分别为4.6%和5.2%。当然，全年5.2%的经济增速并不意味着四季度就能看到经济全面复苏或产出缺口明显收敛。但伴随着供给出清的持续推进，我们预计中期而言中国经济环比增速有望进一步回升，并带动产出缺口收敛和经济最终复苏。

#### 事件点评

##### ► 9月PMI重回荣枯线以上，外需好于内需

9月PMI指数环比上行，好于市场预期，并且超过50的荣枯线，意味着制造业或环比改善。从分项指数来看，供给的改善是拉动9月PMI综合指数回升的主要原因，而需求端外需明显好于内需。其中，库存投资虽然有被动去库存的特征——并不是太差的迹象，但是短期对经济的拉动有所削弱。9月工业品出厂价格环比有望继续回升。

##### ► 实体部门高频数据延续分化

9月实体相关高频指标延续了此前分化的走势。一方面，发电耗煤水平有所反弹，钢铁生产保持平稳，轮胎生产显著改善，另一方面，人口流动有所回落，纺织行业以及PTA行业生产也有所下行，基建相关高频指标也有所回落。此外，土地市场拍卖价格与新房销售量边际改善，但整体而言房地产市场仍然处于历史底部位置。就最新的中秋国庆假期表现来看，假期服务消费整体有所回升，但也存在一定的分化。国内游、餐饮消费反弹明显，但电影消费、出国游表现偏弱。

##### ► 未来经济与政策展望

从季节性调整后的数据来看，9月PMI指数（50.1%）重回荣枯线以上，我们预计制造业和整体经济在9月都有望出现环比扩张。从结构来看，9月份制造业回升过程中外需的贡献好于内需。

考虑到近期好于预期的经济数据和后续稳增长的政策持续推出，我们预计季节调整后的中国GDP环比增速三季度就有望持平或略高于二季度的水平，四季度经济环比增速至少有望持平于当前的水平。我们上调全年GDP增速预测到5.2%，并上调三季度和四季度GDP预测分别为4.6%和5.2%，好于Wind一致预期（4.4%和5.0%）。出清对复苏的推动也是支撑我们比市场一致预期更乐观预测的一大因素（《潜龙在渊——中国经济如何走向复苏？》）。

当然，全年5.2%的经济增速并不意味着四季度就能看到经济全面复苏或产出缺口明显收敛（GDP单季环比增速高于1.1%）。但伴随着供给出清的持续推进，我们预计中期而言中国经济环比增速有望进一步回升，并带动产出缺口收敛和经济最终复苏。

**风险提示：**经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期

#### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《更高更久的高利率，但却更软的着陆？：——美联储9月议息会议点评》2023.09.21
- 2、《对经济最悲观的时候可能已经过去：——8月经济数据点评》2023.09.16

## 1. 实体经济主要指标预测

图表1：9-12月实体经济重要指标（基准预测）

指标 (%)	9月	10月	11月	12月
GDP	4.6	/	/	5.2
工业增加值	4.1	5.3	6.8	6.9
固定资产投资	1.4	5.9	4.8	1.9
地产投资	-4.0	-3.4	-0.2	0.2
制造业投资	4.4	12.4	7.6	2.9
基建投资	0.6	2.6	3.6	1.3
社零	5.3	10.9	14.8	11.9
出口	-8.9	-4.1	0.7	4.7

资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2. 9月PMI重回荣枯线以上

9月PMI指数环比上行，好于市场预期，并且超过50%的荣枯线，意味着制造业或环比改善。从分项指数来看，供给的改善是拉动9月PMI综合指数回升的主要原因，而需求端外需明显好于内需。

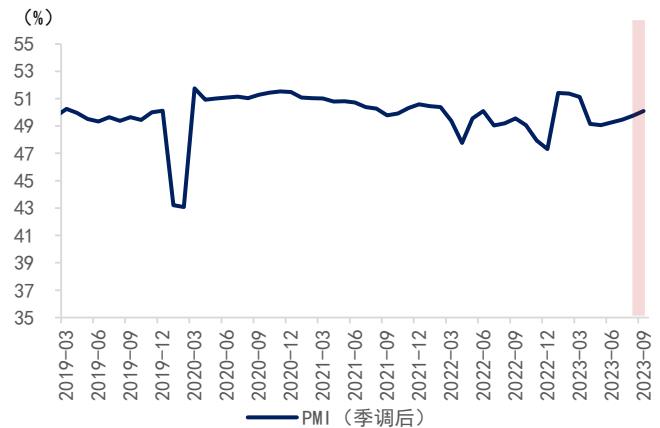
### 2.1 9月PMI环比回升

9月PMI综合指数为50.2%，较上月（49.7%）回升0.5个百分点，好于市场的一致预期（50.0%）。

季节性调整后，9月PMI指数为50.1%，环比上升0.3个百分点。这意味着尽管9月PMI的环比回升部分是受到季节性因素的支撑，但制造业动能的确持续出现回升并且重新回到扩张区间。

**图表2：中国 PMI 综合指数**


资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表3：PMI 综合指数（季调）**


资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2.2 供给拉动制造业景气度回升

结构上，多数分项指数都有所回升。季节性调整后，生产的分项指数较上月进一步回升，代表需求的分项指数则与上月基本持平，两者均高于荣枯线。外需回升明显，内需相对较弱。其中，库存投资虽然有被动去库存的特征——并不是太差的迹象，但是短期对经济的拉动有所削弱。9月工业品出厂价格环比有望继续回升。

### 2.2.1 供给进一步回升，外需好于内需

继上月需求与供给子指数双双进入了扩张区间后，9月供给对综合指数的拉动进一步增强，需求则保持平稳，季调后与上月持平。

需求指数环比持平。季节性调整后，9月新订单子指数为50.3%，与上月（50.3%）持平。

其中，季节性调整后，与内需更相关的进口子指数为48.1%，环比下降0.9个百分点，表明国内需求可能没有明显增强；但是，新出口订单指数为47.6%，较上月上升0.6个百分点。这意味着，与7、8月相反，9月外需的改善可能强于内需。

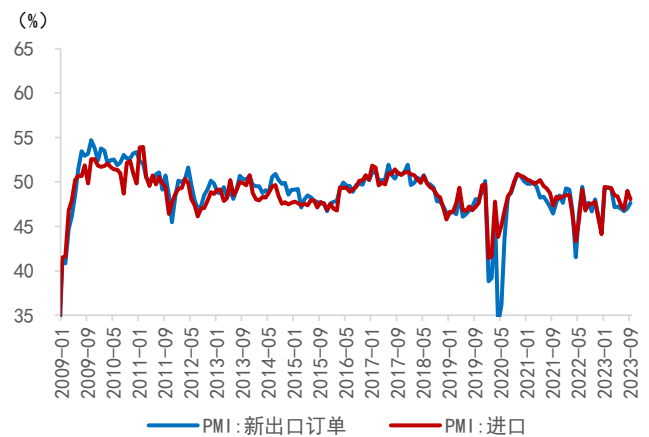
供给相关的分项指数则继续回升。从季节性调整后的数据来看，9月生产子指数为52.1%，较上月上升0.4个百分点。

图表4: PMI 新订单和生产子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表5: PMI 新出口订单和进口子指数 (季调)



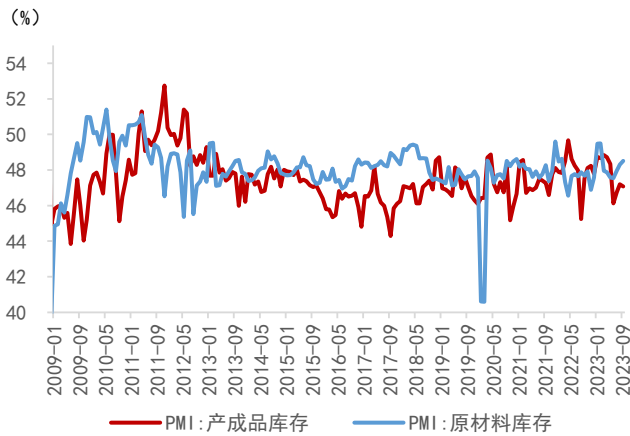
资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 2.2.2 产成品销售加速, 企业转向“被动去库存”

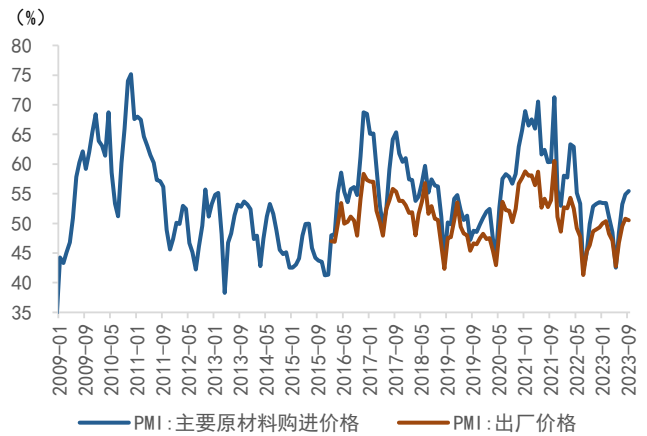
内需的另外一个重要因素是库存投资。从库存相关的指标来看, 虽然表现为被动去库存——仍然是经济向好的证据, 但是从上个月的产成品补库存(《制造业下行压力缓和——8月PMI数据以及未来经济展望》)到这个月的去库存, 库存投资对经济的贡献仍在波动之中。

- 季节性调整后, 9月产成品库存子指数季调后为47.1%, 较上月下降0.1个百分点。考虑到9月生产子指数继续环比回升且位于扩张区间, 产成品库存指数的下降可能意味着产成品销售速度有所加快。
- 与此同时, 9月原材料库存子指数为48.5%, 较上月进一步上升0.2个百分点, 说明企业采购或有加速——这一方面可能受到原材料价格持续上涨的刺激, 另一方面, 可能也与产成品销售好转刺激企业加大原材料购置有关。

总体而言, 9月存货相关子指数表现出一定“被动去库存”的特征, 也是经济向好的证据, 尽管短期对GDP的直接贡献可能不如上个月。

**图表6: PMI 产成品及原材料库存子指数 (季调)**


资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表7: PMI 原材料价格及出厂价格子指数 (季调)**


资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 2.2.3 价格指数有望边际上升

9月，原材料购进价格子指数进一步回升，产成品价格子指数则有所回落。季节性调整后，原材料购进价格子指数为55.5%（前值54.9%），出厂价格子指数为50.5%（前值50.8%）。

考虑到两者均位于扩张区间，这可能意味着9月PPI环比有望继续正增长。

此外，供应商配送时间指数所代表的景气程度有所提高（该子指数以100-子指数计入PMI综合指数）。9月供应商配送指数下降至50.8%（前值51.6%），而一般情况下，该指数越低，供应商配送越不及时，越是说明经济景气。9月供应商配送指数景气程度提高，一方面与人口流动持续保持活跃，在一定程度上导致了道路拥堵与配送时间增加有关，另一方面也说明经济扩张的速度可能有所加快。

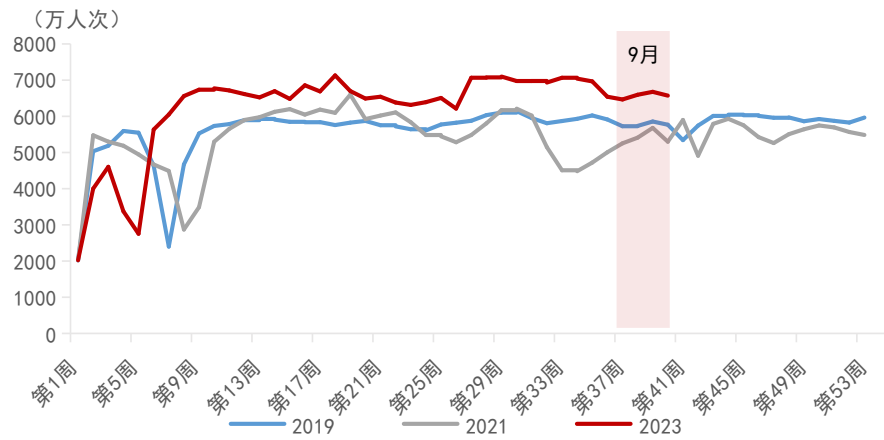
## 3. 实体相关高频数据延续分化

### 3.1 9月实体相关高频数据

9月实体相关高频指标延续了此前分化的走势。一方面，发电耗煤水平有所反弹，钢铁生产保持平稳，轮胎生产显著改善，另一方面，人口流动有所回落、纺织行业以及PTA行业生产也有所下行，基建相关高频指标也有所回落。此外，土地市场拍卖价格与新房销售量边际改善，但整体而言地产市场仍然处于历史底部位置。

**人口流动稍有回落。**从19大中城市的地铁客运量来看，9月地铁客流与2019年同期水平相比增长13.3%，较8月（18.5%）稍有回落。

图表8: 19城地铁客运量

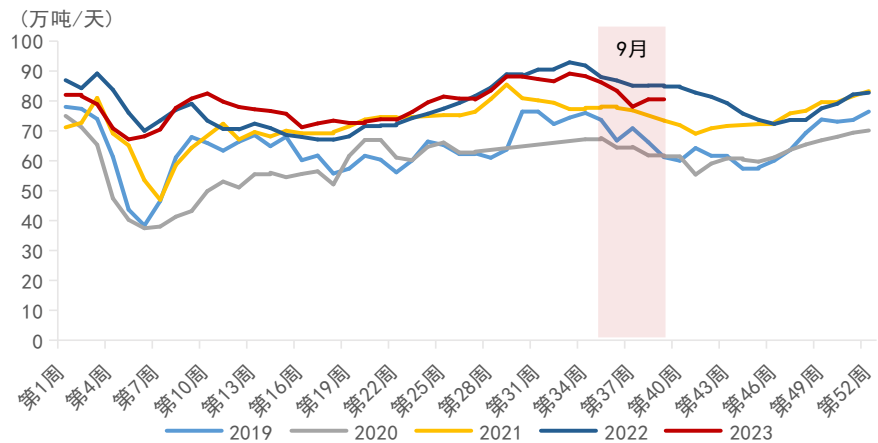


资料来源: Wind, 国联证券研究所

部分工业行业有所改善,但分化仍然明显。一方面,发电耗煤水平有所反弹,钢铁生产也保持平稳,轮胎生产显著改善,另一方面,纺织行业以及PTA行业生产都有所回落。

发电耗煤水平有所改善。9月,主要发电企业日耗煤量较2019年同期增长21.7%,较上月(18.2%)明显反弹。

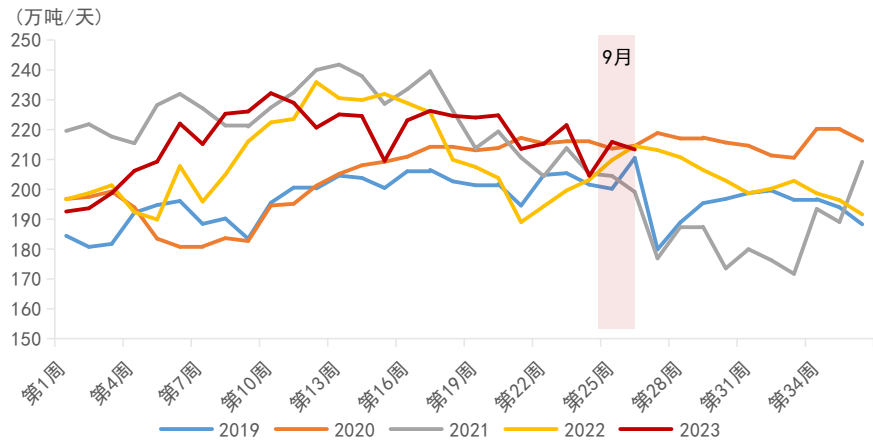
图表9: 重点发电集团日耗煤(周平均)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

钢铁生产保持平稳。相较2019年同期水平,9月中上旬的粗钢产量增长4.5%,与8月增速(4.8%)基本持平。

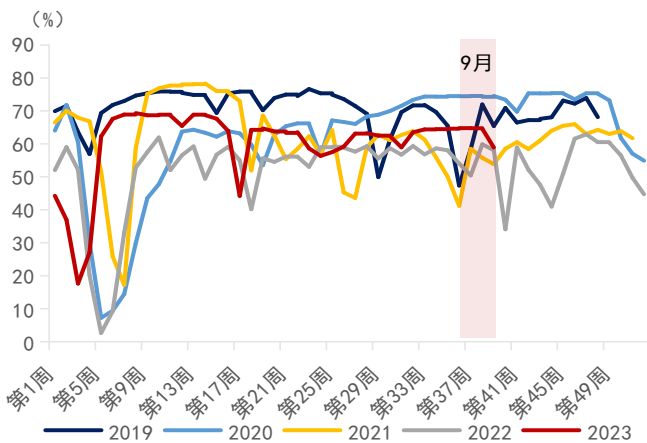
图表10: 重点企业粗钢日均产量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

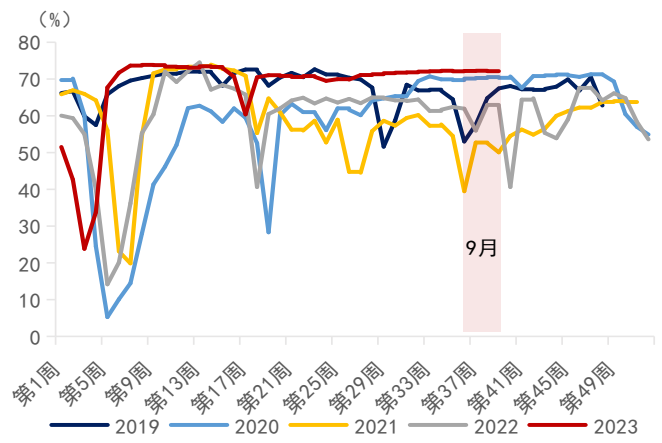
**轮胎生产显著改善。**相较 2019 年同期, 主要应用于轿车的半钢胎开工率在上月回落, 增速大幅提至 17.3% (前值 7.0%); 而主要应用于货车以及大型客车的全钢胎生产也反弹至 2.9% (前值-11.1%)。

图表11: 汽车轮胎开工率 (全钢胎)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

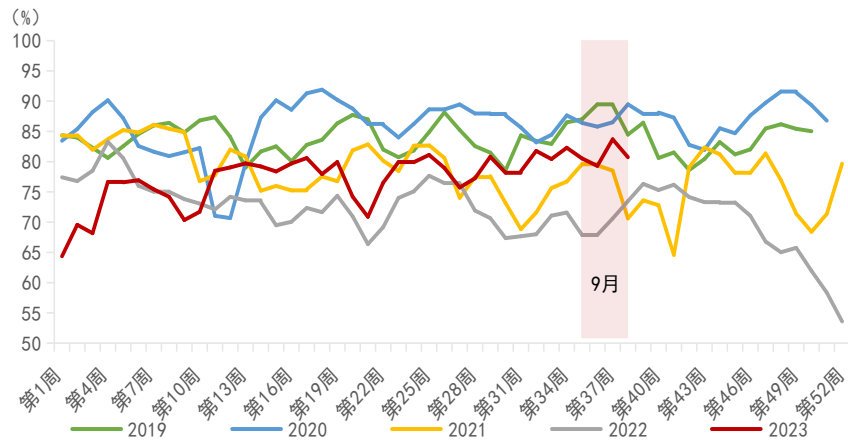
图表12: 汽车轮胎开工率 (半钢胎)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

**PTA 生产稍有下降。**9 月以来, PTA 开工率相较 2019 年同期水平下降 7.5%, 降幅较上月 (-3.5%) 继续扩大。

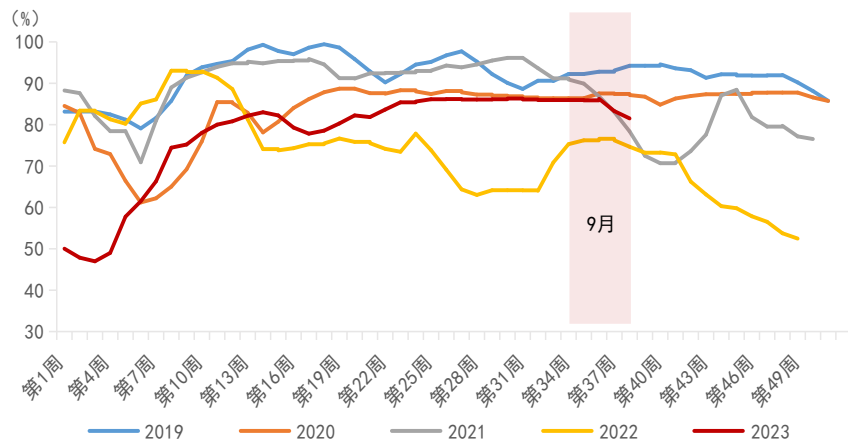
图表13: PTA 开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

纺织行业生产也有所回落。继8月纺织行业开工有所改善后,9月江浙涤纶长丝开工率较2019年同期下降9.5%,降幅较上月(-4.8%)有所扩大。

图表14: 江浙地区涤纶长丝开工率

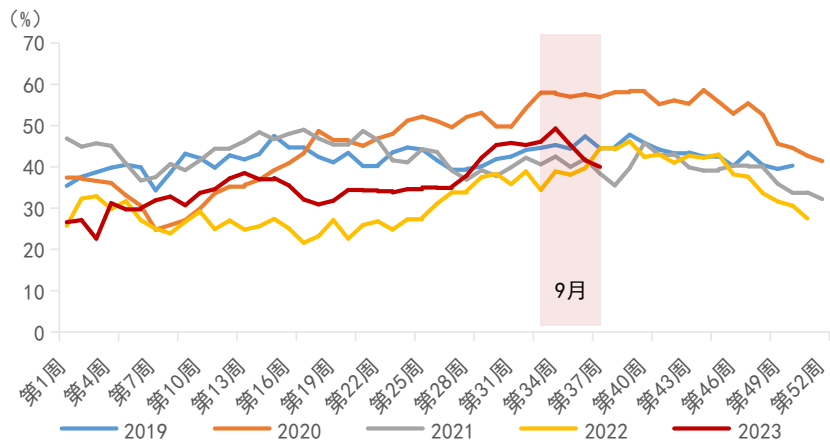


资料来源: Wind, 国联证券研究所

基建相关高频指标有所回落。9月石油沥青装置开工率较2019年同期降低2.7%,较上月(2.9%)有所下降。



图表15: 石油沥青装置开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

**房地产市场仍然低迷。**价格方面, 9月全国二手房挂牌价格整体仍然处于低位。土地市场方面, 100大中城市成交土地溢价率较上月稍有反弹, 但整体而言也依然表现偏弱。

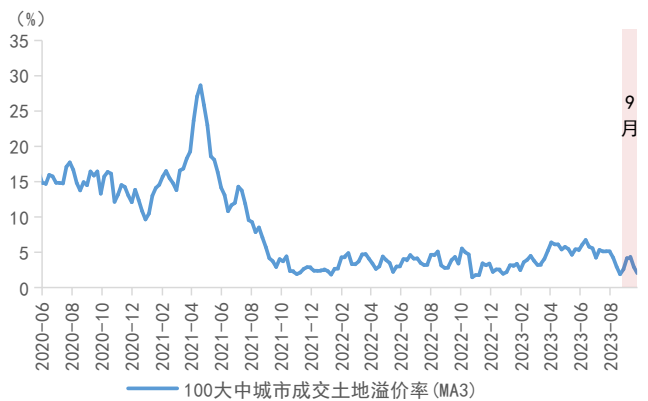
销售量上, 新房销售面积边际改善。与2019年同期水平相比, 9月30大中城市新房销售面积下降35.8% (7、8月: -37.6%、-43.8%), 降幅稍有收窄。

图表16: 全国二手房挂牌价格



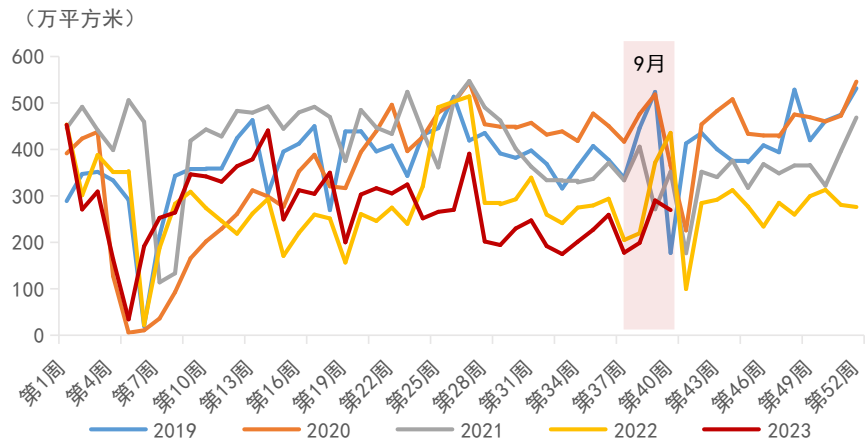
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17: 成交土地溢价率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 30大中城市商品房成交面积(当周值)

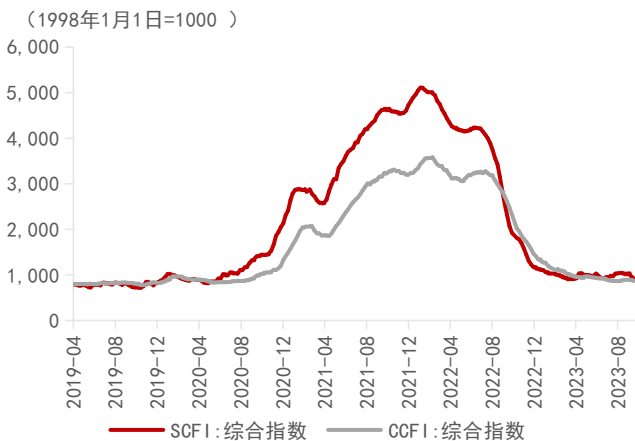


资料来源: Wind, 国联证券研究所

出口部门价格数据边际改善。9月集装箱出口运价指数较上月略有上升,但仍维持在低位,也明显弱于上半年的水平;国际干散货运价指数继8月小幅反弹后继续回升,接近今年3-5月的水平。

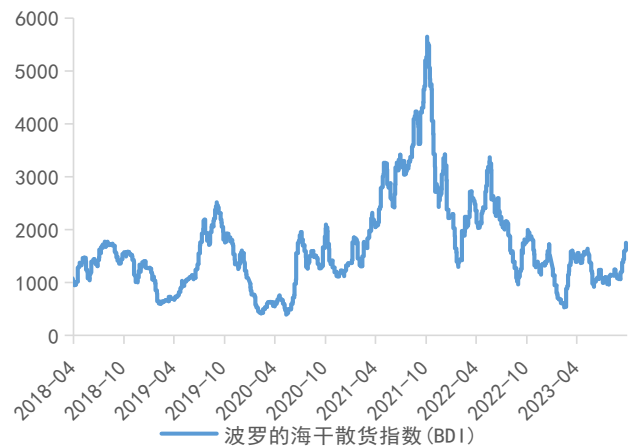
当然,在此前航运产能大幅扩张后,近期出口增速和运价指数之间相关性可能已经较弱。

图表19: 中国出口集装箱运价指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表20: 国际干散货运价指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 3.2 长假消费相关高频数据

就最新的中秋与国庆假期的表现来看,假期服务消费整体有所回升,也存在一定的分化。今年假期国内旅游、餐饮消费反弹明显,但电影消费、出国旅游则表现偏弱。

国内旅游消费方面出现了较为明显的反弹。根据文旅部测算，今年中秋国庆8天假期，全国国内旅游出游人数8.26亿人次，实现国内旅游收入7534.3亿元，按可比口径较2019年分别增长4.1%、1.5%。

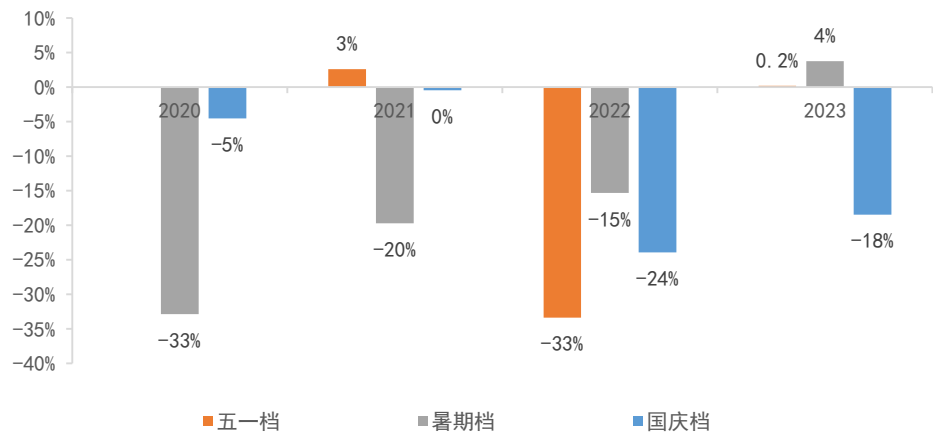
对比五一假期，国内旅游出游人次、国内旅游收入较2019年同期可比口径分别增长3.2%、下降23.0%。这意味着中秋国庆假期国内旅游在旅游人数，尤其是人均旅游支出方面出现了明显的回升。但是，我们注意到假日期间人均消费水平仍然低于2019年同期水平。如果考虑的最近四年居民可支配收入的增长和通货膨胀的因素，消费距离其趋势水平仍有明显差距。

此外，受到国际航班与签证办理的限制，跨境游仍有待恢复。根据航班管家数据，假期期间国际出港航班班次仅恢复至2019年同期的55.5%。国家移民管理局数据也显示，今年中秋、国庆假期全国边检机关共查验出入境人员日均147.7万人次，只有2019年同期的85.1%。目前国际航班班次尚未完全恢复、签证办理较慢可能是一大制约因素。

其他服务消费方面，餐饮消费表现较强。根据美团数据，本次长假前六日全国餐饮堂食消费规模较2019年同期增长254%，明显好于五一假期。今年五一假期（前三天），全国餐饮消费规模较2019年同期增长92%。

电影服务消费表现偏弱。今年国庆假期档的总票房收入较2019年同期的复合增速为-18.5%，明显低于暑期档（3.8%）与五一档（0.2%）的水平。

图表21：票房收入平均增速（相较2019年同期）



资料来源：ifind，国联证券研究所

#### 4. 未来经济与政策展望

从季节性调整后的数据来看，9月PMI指数（50.1%）重回荣枯线以上，我们预

计制造业和整体经济9月都有望出现环比扩张。从结构来看，9月份制造业回升过程中外需的贡献好于内需。其中，8月份对经济的一个重要支撑——库存回补——在9月力度有所弱化。从最新的中秋国庆长假的数据来看，伴随着疤痕效应的淡化，消费进一步修复，但是距离长期趋势水平仍有较大差距。

考虑到近期好于预期的经济数据和后续稳增长的政策持续推出，我们预计经季节调整以后的中国GDP环比增速三季度就有望持平或略高于2季度的水平，四季度经济环比增速至少有望持平于当前的水平。我们上调全年GDP增速预测到5.2%，并上调三季度和四季度GDP预测分别为4.6%和5.2%，好于Wind一致预期（4.4%和5.0%）。

支撑我们比市场一致预期更乐观预测的另外一个因素在于部分地产相关部门出清释放的资源重新配置到经济中间（《潜龙在渊——中国经济如何走向复苏？》），可能提升企业部门ROA水平并提振企业资本支出。我们注意到，从2022年以来中国制造业投资的增长就持续超预期，这是出清推动经济复苏的一个典型特征。

当然，全年5.2%的经济增速并不意味着四季度就能看到经济全面复苏或产出缺口明显收敛（GDP单季环比增速高于1.1%）。

- 一方面，近期表现较好的外需是否持续能超预期具有不确定性。3季度美国经济环比可能明显走强，但是在其长期利率持续上行的压制之下，四季度环比增速是否能持续回升不确定性加大。
- 另一方面，从对内需影响较大的社融等领先指标来看，其目前处于阶段性底部水平，但是尚未明显回升。这意味着内需的修复不会在短期内就迅速体现：具体而言，消费需求虽然因为“疤痕效应”淡化而有所恢复，但是受到资产负债表受损等多方面的影响，目前其回升程度仍然继续受限。

补库存的需求对经济的拉动目前看仍有较大波动。考虑到10月以来原油价格重新大幅下行，对库存投资可能产生一定不利影响。

此外，尽管政策持续放松，但是从居民部门到地产企业都具有的较高地产库存水平仍将对未来一段时间的地产投资造成拖累。近日，国家统计局原副局长贺铿在2023中国实体经济发展大会上表示<sup>1</sup>，“现在房地产供应过剩，空置的房屋究竟有多少，各个专家估出来的数字相差很大，14亿人可能住不完。”

当然，伴随着供给出清的持续推进，我们预计中期而言中国经济环比增速有望进一步回升，并带动产出缺口收敛和经济最终复苏。

<sup>1</sup> <https://news.cctv.com/2023/09/24/ARTIvq9vNjNa9MzGGtrgkPHo230924.shtml>

## 5. 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期

### 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。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼