

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

杨亚仙

分析师

SAC 执证编号：S0110522080001

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-81152627

相关研究

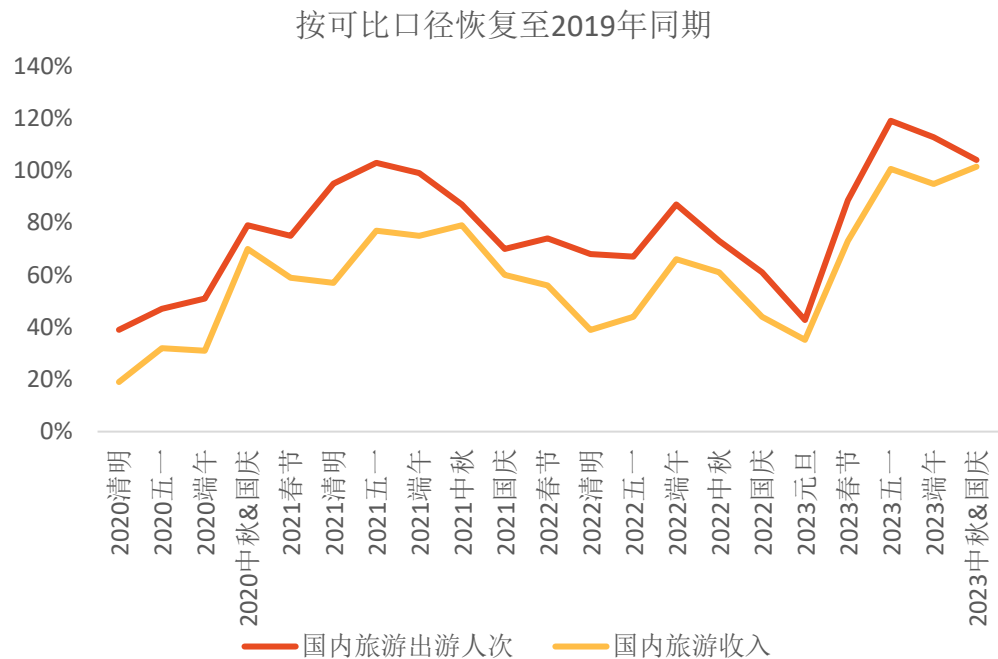
- 8月物价数据点评：CPI和PPI底部或已确认
- 8月PMI数据点评：经济延续弱修复，股市或有支撑
- 8月外贸数据点评：总量有好转，结构趋均衡

- 国庆假期期间主要三件事，综合影响并不大，A50和恒生指数在假期均小幅上涨。
- **第一，十一出行稳中有升，“价”好于“量”。**2023年中秋国庆假期，出行有一定修复，但热度依然不足。出游人次恢复力度相较于五一和端午有所减弱，但旅游收入的恢复力度有所上升，人均旅游支出的修复速度加快。其中，国际+港澳台的执行航班量增长快于国内航班，境外游恢复较快。票房收入仅恢复至2019年同期的63.6%。
- **第二，国内基本面延续修复。**9月制造业PMI延续反弹，重回扩张区间，录得50.2%，反弹幅度超出市场预期（预期值50%）。值得一提的是9月服务业PMI企稳，小幅反弹，结束了4月以来的连续下跌趋势，建筑业活动预期指数也大幅回升。如我们之前预测，经济低位企稳可能延续至11月，但年底仍有下行风险。
- **第三，美债大幅上行，但敏感性减弱。**美国9月制造业PMI继续提升，叠加美国非农就业数据超预期，均表明当前美国经济韧性仍强，软着陆概率提高，利率维持高位的时间可能更长。受此影响，假期期间，美国10年国债收益率大幅上行约34BP，盘中高点接近4.9%。在美债的扰动下，全球多数资产收跌，但美股涨跌不一，纳斯达克指数涨幅最大，油价跌幅最大。往后看美债后续走势仍有不确定性，但美股的利空敏感性已经明显减弱。
- 往后看，海外市场的变动和国内强力政策的持续性是当前市场关注的焦点。建议未来两个月对股债以震荡思路布局，边际变化更可能来自海外因素。从社融的领先性来看，国内因素大的变化可能在年底，留意年底经济和市场再度下行的风险。
- 风险提示：政策及其落地效果不及预期，地缘政治变化超预期

1 十一出行稳中有升，“价”好于“量”

2023 年中秋国庆假期，文化和旅游行业恢复势头强劲，全国假日市场平稳有序。据文化和旅游部数据中心测算，8 天假期国内旅游出游 8.26 亿人次，按可比口径同比增长 71.3%、较 2019 年增长 4.1%；实现国内旅游收入 7534.3 亿元，按可比口径同比增长 129.5%、较 2019 年增长 1.5%。尽管出游人次恢复力度相较于五一和端午有所减弱，但旅游收入的恢复力度有所上升，人均旅游支出的修复速度加快。

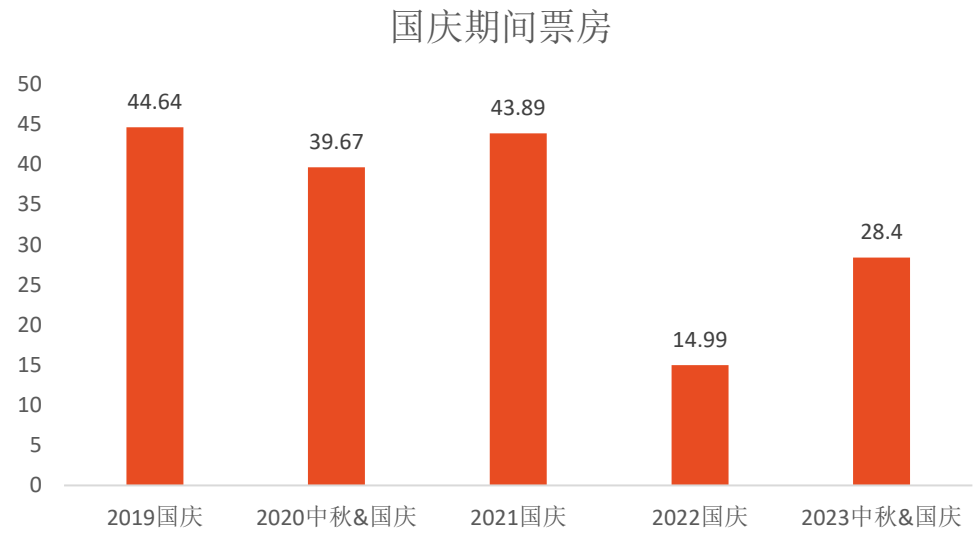
图 1：国内出游人次和旅游收入与 2019 年的对比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

出行方面，交通运输部数据显示，中秋国庆假期，全国铁路、公路、水路、民航发送旅客总量累计 4.58 亿人次，日均 5727.7 万人次，比 2022 年同期（国庆 7 天假期）日均增长 57.1%，比 2019 年同期（国庆 7 天假期）日均下降 32.6%。出行有一定修复，但热度依然不足。其中，国际+港澳台的执行航班量增长快于国内航班，国庆期间境外游恢复较快。地铁客运量仍处于近年高位。票房方面，2023 年中秋国庆假期期间，国内实现票房收入 28.4 亿元，恢复至 2019 年同期的 63.6%。后疫情时代的长假居民选择室外娱乐的概率增加，或导致票房修复速度较慢。

图 2：近五年国庆期间票房（亿元）



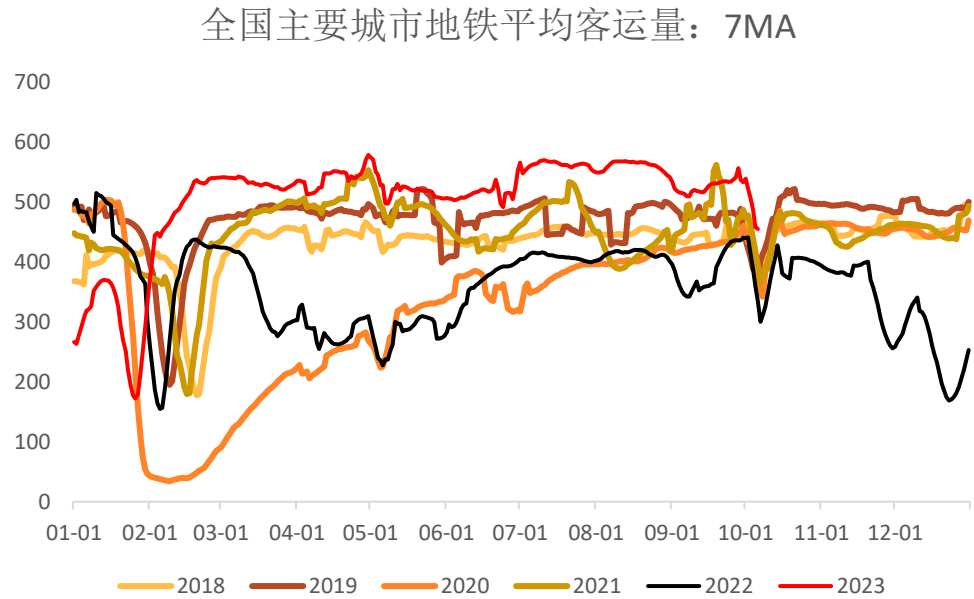
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 3：执行航班量（班次）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：全国主要城市地铁平均客运量：7MA（万人次）

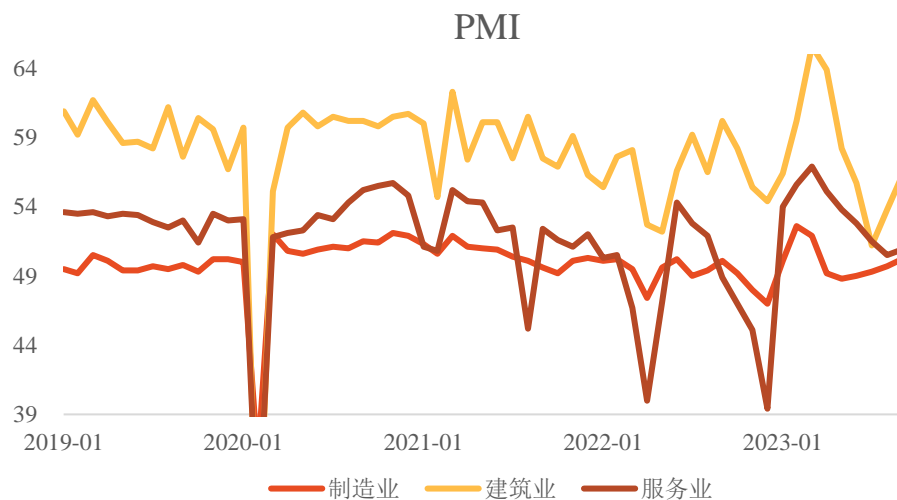


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 国内基本面延续修复

国内基本面方面，9月制造业PMI延续反弹，重回扩张区间，录得50.2%，反弹幅度超出市场预期（预期值50%）。值得一提的是9月服务业PMI企稳，小幅反弹，结束了4月以来的连续下跌趋势，建筑业活动预期指数也大幅回升。如我们之前预测，经济低位企稳可能延续至11月，但年底仍有下行风险。

图 5：三大行业 PMI 较上月均回升（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

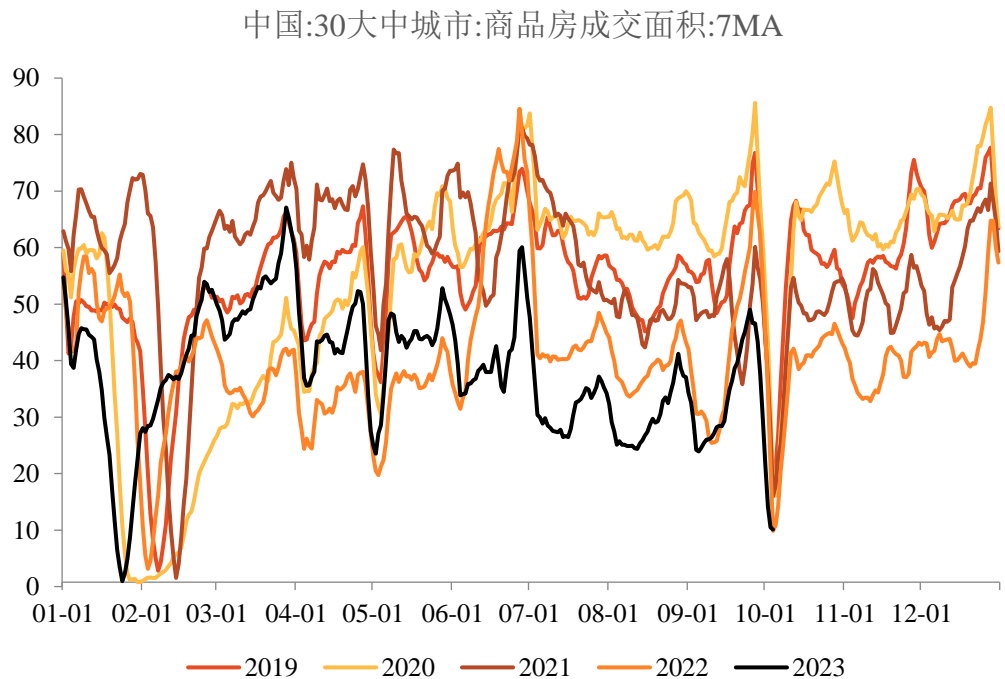
国内高频数据也释放一定的修复信号。水泥价格指数有所反弹；地产政策的效果或逐步显现，节前 30 大中城市商品房成交面积大幅回升，十一期间出现了明显的季节性回落；政策补贴刺激下，9 月汽车销量保持较高水平。

图 6: 水泥价格指数



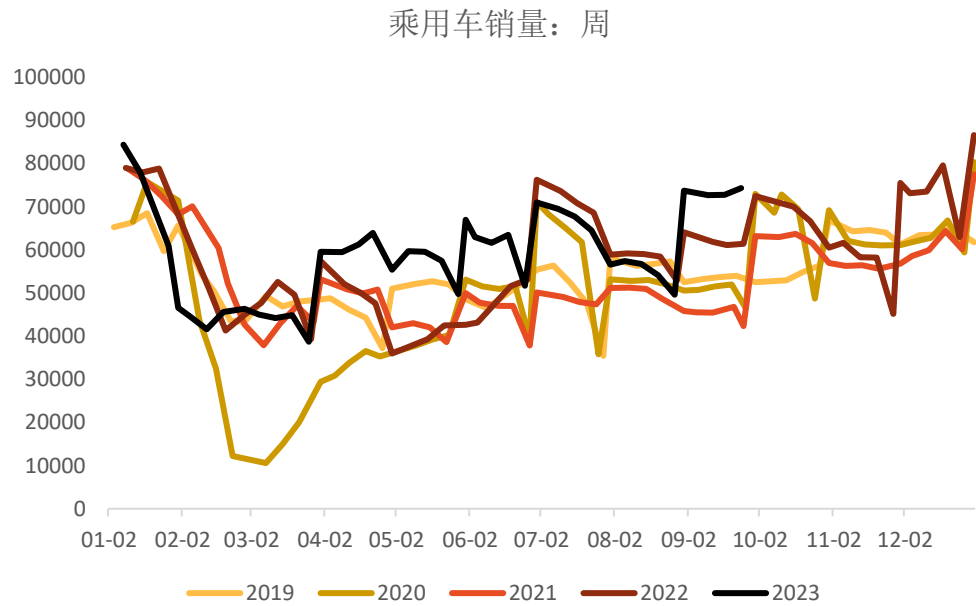
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 7: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 8：乘用车销量：周（辆）

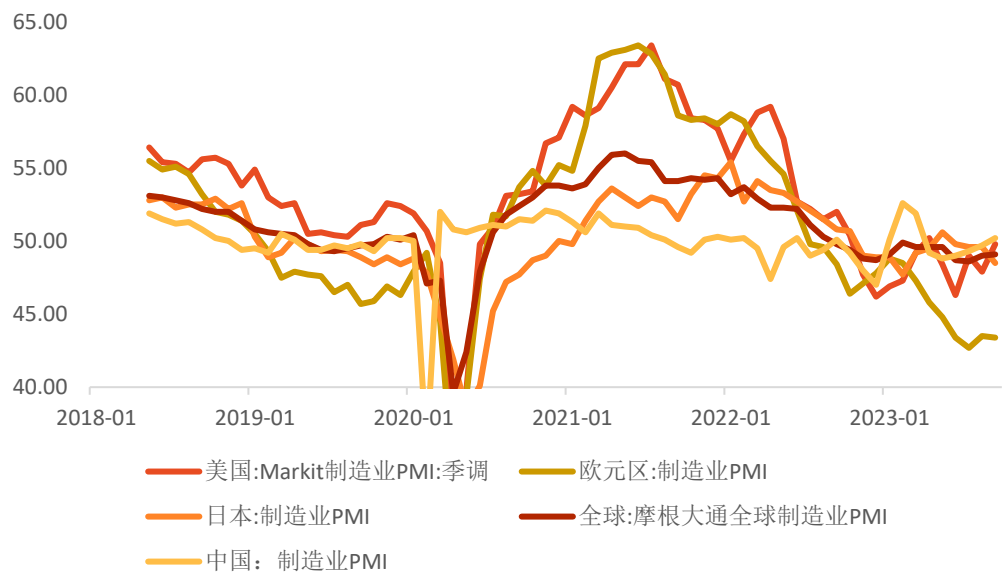


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 美债大幅上行，敏感性减弱

海外方面，美国 9 月制造业 PMI 继续提升，叠加美国非农就业数据超预期，均表明当前美国经济韧性仍强，软着陆概率提高，利率维持高位的时间可能更长。但欧日制造业 PMI 呈现边际回落，全球经济出现分化，美元指数或因此有一定的支撑。

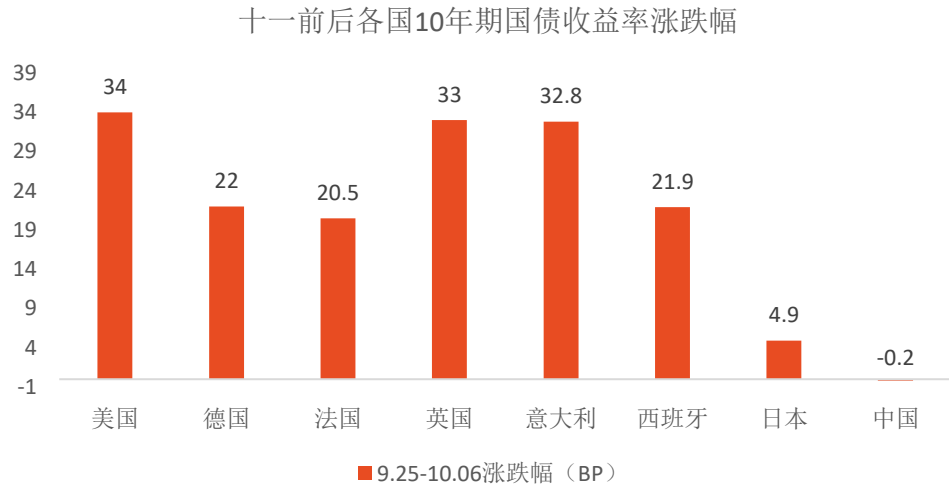
图 9：各国 PMI 走势（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

受此影响，假期期间，美国 10 年国债收益率大幅上行约 34BP，上行幅度最大，盘中高点接近 4.9%。其他多数国家的 10 年国债收益率也呈现上行。往后看美债后续走势仍有不确定性，但美股的利空敏感性已经明显减弱。

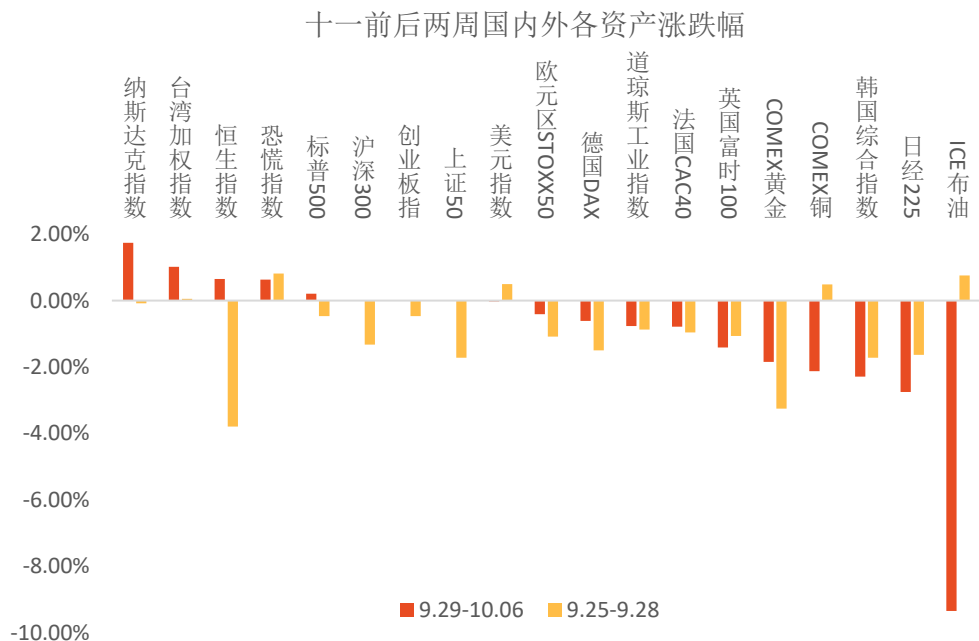
图 10：各国 10 年国债收益率十一前后涨跌幅（BP）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

十一假期期间，在美债的扰动下，全球多数资产收跌，但美股涨跌不一。纳斯达克指数涨幅最大，收涨 1.7%，油价跌幅最大，高达 9.3%，但巴以冲突的爆发或使得油价再度上行。

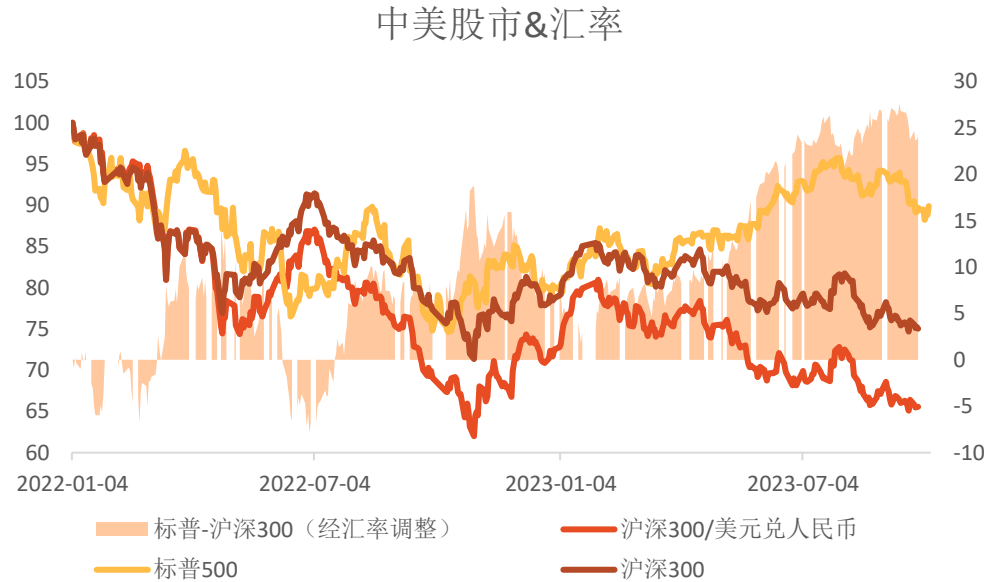
图 11：十一前后两周国内外各资产涨跌幅



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

尽管节前一周 A 股、港股主要指数全线收跌，但彼时海外多数股指也呈现下行走势。9 月以来，在国内政策刺激和经济修复的大背景下，A 股和美股走势的差距有一定的收窄，随着国内基本面的持续修复，中美股市的差距或将继续收窄。

图 12：中美股市&汇率（右：%）

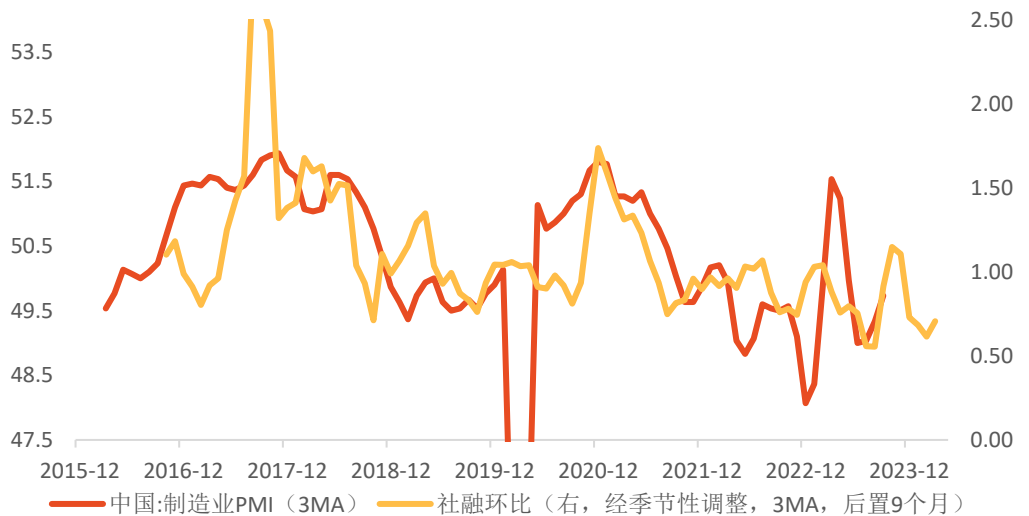


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

往后看，海外市场的变动和国内强力政策的持续性是当前市场关注的焦点。建议未来两个月对股债以震荡思路布局，边际变化更可能来自海外因素。从社融的领先性来看，国内因素大的变化可能在年底，留意年底经济和市场再度下行的风险。

图 15：社融环比增速领先制造业 PMI 3 个季度左右，风险或在年底（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

5 风险提示

风险提示：政策不及预期，政策落地效果不及预期，地缘政治变化超预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现