



## 9月基数效应影响经济读数

2023年10月12日



### 数据预测

		2023-09(预测)	2023-08	2023-07	2023-06
内需	GDP	4.9	5.1	4.1	4.5
	工增	4.2	4.5	3.7	4.4
	投资	3.1	3.2	3.4	3.8
	制造业	5.9	5.9	5.7	6.0
	房地产	-9.0	-8.8	-8.5	-7.9
	基建	8.4	9.0	9.4	10.2
	消费	4.5	4.6	2.5	3.1
外需	出口	-8.6	-8.8	-14.3	-12.4
	进口	-5.4	-7.3	-12.3	-6.8
物价	CPI	0.1	0.1	-0.3	0.0
	PPI	-2.4	-3.0	-4.4	-5.4
金融	M2	10.6	10.6	10.7	11.3
	社融同比	9.2	9.0	8.9	9.0
	社融规模	34,000	31,237	5,357	42,265
	贷款规模	27,000	13,600	3,459	30,500
	超储率	1.7	1.2	1.0	1.6

远期预测	2023-09	2023-10	2023-11
工增	4.2	4.2	4.1
CPI	0.1	0.0	-0.1
PPI	-2.4	-2.5	-2.6
GDP	5.1	5.0	4.6

来源：wind，平安证券研究所；注：投资为累计同比，社融为存量同比，其他分项为当月同比；贷款规模为社融口径；新增社融和贷款单位为亿元，其他为%。月度GDP为根据模型估算。

注：超储率7-9月份为模型测算值。



### 预测逻辑与假设

9月，稳增长政策陆续落地，产需回暖。9月制造业PMI时隔5个月重新回到扩张区间。投资方面，“金九银十”旺季、特殊再融资债缓解地方信用风险、地产政策发力支持了投资表现，但基数影响下固投读数可能进一步回落。外需方面，运价、PMI都指向出口反弹，幅度有待观察。价格方面，CPI持平，PPI跌幅进一步收窄，未来两个月能否持续上行需要观察。金融数据方面，9月，季末月信贷强，社融小幅恢复。

## 1 经济：产需边际回暖，基数影响读数表现

**9月生产持续回暖。**全国制造业PMI录得50.2%，较前值上升0.5个百分点。从高频数据来看，全钢轮胎和高炉开工率9月分别环比提升0.1和0.6个百分点，粗钢产量自8月下旬的低位反弹至较高水平，沿海八省煤炭日耗同比亦有小幅回升。我们预测9-11月工增同比分别为4.2%、4.2%和4.1%，呈现筑顶迹象。我们通过对工业增加值、服务业生产指数、房地产开发投资完成额同比拟合GDP情况得到三季度同比约为4.7%，前三季度平均增速为5.2%。

**基数影响下固投或有所下滑。**9月建筑业PMI、建筑业新订单PMI分别回升2.4个百分点、1.5个百分点至56.2%、50.0%，“金九银十”及财政支出加速或都有贡献。但一方面，去年“824”国常会后基建提速，“保交楼”推动房地产竣工大幅增加，基数较高；另一方面，9月30城商品房成交面积同比下降16.3%，降幅收窄但保持低位。按照环比季节性，预计制造业、房地产、基建累计同比增速分别为5.9%、-9.0%、8.4%，固投累计同比下降0.1个百分点至3.1%。

**出口边际改善。**9月PMI新出口订单指数上行1.1个百分点至47.8%；9月中国出口集装箱运价指数CCFI环比上行0.2%。按照季节性规律，我们预计出口、进口同比增速分别约-8.6%、-5.4%。

汽车销售持平，社零预计平稳。据汽车工业协会数据，9月乘用车销量同比增长6.6%，与8月基本持平。9月电影票房保持低位，住宿、餐饮业PMI分别环比回落17.0、8.4个百分点，暑期结束或对居民长途出游有所压制。按两年复合增速3.5%计算，9月社零同比预计在4.5%左右。

## 2 价格：CPI持平，PPI跌幅收窄

**CPI同比或持平。**9月猪肉价格涨幅收窄，月均22省市猪肉价格环比上涨1.3%。能源方面，产油国减产时间延长，9月布伦特原油现货月均价环比上涨9.03%，带动国内92#汽油价格环比回升2.7%。我们预计9月CPI环比增速为0.2%，同比增速为0.1%，10-11月平稳。

**工业品价格继续带动PPI回升。**9月，商务部发布的生产资料价格指数连续三个月回升，环比上涨2.3%，为2021年11月以来的最大单月涨幅。从品种上看，布伦特原油现货、NEWC动力煤、铝月均价环比分别上涨9.03%、6.64%、4.72%。我们预计9月PPI环比、同比增速分别为0.5%、-2.4%，10-11月同比增速分别为-2.5%和-2.6%。

## 3 金融：信贷推动，社融或在3万亿以上

9月为季末信贷大月，6M国股行票据利率较8月末上行34BP，预计9月新增信贷为2.7万亿元，同比多增2000亿元。

其他融资方面，9月政府债发行节奏较8月有所放缓，但仍在年内较高水平。Wind口径政府债净融资额为6519亿元，其中，国债4557亿元、地方政府债1962亿元。信贷投放偏强或一定程度上挤压了企业债融资需求，wind口径企业债净融资额-597亿元。预计新增社融约3.4万亿元，同比增速为9.2%。

我们根据“五因素”框架，即 $\Delta$ 超额存款准备金= $\Delta$ 外汇占款+ $\Delta$ 央行投放- $\Delta$ 政府存款- $\Delta$ 法定存款准备金- $\Delta$ M0，测算出9月末超额存款准备金率为1.7%。

分析师

刘璐

投资咨询资格编号

S1060519060001

[liulu979@pingan.com.cn](mailto:liulu979@pingan.com.cn)

研究助理

陈蔚宁

一般从业资格编号

S1060122070016

[chenweining369@pingan.com.cn](mailto:chenweining369@pingan.com.cn)

风险提示：1) 货币政策转向；2) 通胀超预期；3) 海外货币政策收缩持续性超预期。

免责声明：  
此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。  
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。  
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。  
为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。  
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。  
平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

