

宏观点评 20231018

4.9! 经济企稳的成色与底色?

2023年10月18日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《中美缓和与政策加力》

2023-10-17

《流动性趋紧的局面还将持续多久?》

2023-10-16

■ **三季度经济 4.9%的增速无疑验证了“经济底”的成色，但能否显现“市场底”的底色？** 第三季度在内生需求欠缺、出口偏弱和异常天气频发的情况下，4.9%的增速（预期为 4.5%）确实体现了经济自身存在一定的韧性，我们预计今年全年的 GDP 增速可能达 5.3%（图 1）。但是“市场底”似乎并不稳定，我们在之前的报告中提到，尽管经济已经企稳，但依旧存在复苏脆弱和信心不足的问题，我们认为充分利用当前中美关系缓和的时间窗口，继续加大政策力度，是扭转预期的两个必要条件。

■ **制造业：工业“战线”捷报频传。** 从工业企业利润同比增速终于走出长达一年的负增长“泥潭”，再到制造业 PMI 时隔五个月终于重回荣枯线以上，可以说近期工业端“好消息”接连不断。而今天公布的 9 月制造业投资延续了近期工业端的好消息：9 月制造业投资同比增速为 7.9%（前值 7.1%），增速仍处于上升通道之中。**民间投资的初步企稳无疑是最大的“彩蛋”**：近期民营企业利润两年复合增速高于其他企业类型，且民间制造投资活跃度正在逐步升温。

从制造业投资的具体产业上看，大部分行业步入回暖通道。伴随着制造业企业利润的回暖、企业信心的逐步提振，很多行业也正式迈入了复苏通道，其中电气机械、汽车制造、电子设备、专业设备就成为了 9 月制造业投资的“亮眼项”。不过目前看来仍是大部分中下游行业主导着复苏。

■ **基建：交通仓储投资为“主力”。9 月广义基建继续提速，其同比增速录得 6.8%（前值 6.2%）。** 此次交通仓储以及水利、环境和公共设施两大板块投资增速均在升温，其中基建投资的加速主要是靠铁路投资予以支撑。

9 月基建的提速并未解除三季度下行压力。回首整个三季度，由于前期新增专项债发行进度偏缓、以及无去年同期政策性开发性金融工具的有力支撑，三季度狭义基建增速有所放缓。目前新增专项债发行虽有提速，但发行进度不及预期。而基建作为传统的稳经济“抓手”，亟需政策端继续加码发力、稳固经济复苏根基。

■ **地产开工与销售初见曙光。** 政策于 8 月密集出台后，三季度地产投资同比 -11.5% 大概率已是全年增速的底部。9 月楼市供需端都显现出预期好转的迹象：新开工、施工面积同比降幅大幅收窄，竣工面积同比升幅明显，此前 9 月 PMI 显示建筑业环比上行 2.4 个百分点至 56.2%，可能反映保障房以及保交楼工程进度近期明显加快；地产销售面积温和修复，政策效力或还未全部显现。

■ **社零超预期的背后是居民消费意愿的反弹。** 三季度社零同比在高基数下录得 4.2%，9 月社零同比 5.5%，连续两个月当月同比超预期，结合 9 月服务业 PMI 环比回升 0.4 个百分点至 50.9%，居民商品与服务消费同步显示出稳健回暖趋势。三季度居民人均收支比超季节性环比回升至 69.8%，反映居民消费意愿疫情后首次修复至 2019 年同期水平以上。

分项来看，9 月购物需求的释放对冲了暑期出行因素的回落。体育娱乐用品、通讯器材、日用品以及食品、饮料分项 9 月复合同比增速（2022-2023 年复合）相比 8 月均有走阔。9 月汽车零售额同比稳健录得 2.8%（小于 9 月乘联会口径汽车零售销量同比 6.0%），车市“以价换量”现象持续。

展望四季度社零读数基本无忧，但超预期发力的持续性有待检验。 一是虽有假期因素过后消费动能退坡的风险，但去年四季度疫情扰动导致基数走低可支撑同比。二是从长期趋势来看，消费增速已逐渐修复接近疫情前水平，而疫情期间居民累积的储蓄多是消费的“超减”而非收入的“超增”，意味着消费企稳后信心和意愿反弹的动能储备或有限制。

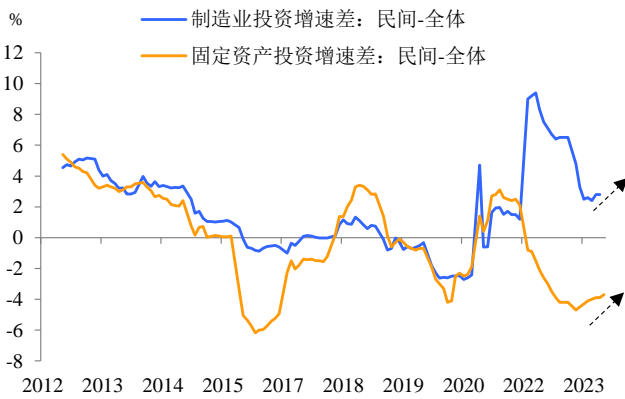
■ **风险提示：** 经济企稳不可持续、出现超预期下滑，使得政策出台节奏加快、幅度加大。

图1: 今年经济增速在 5% 以上的难度不大

| | 同比 (%) | 环比 (%) | 主要考虑因素 |
|----------|--------|--------|-------------------------------------|
| 2023Q1 | 4.5 | 2.3 | 消费复苏、基建投资和制造业投资加力、地产投资拖累减少。 |
| 2023Q2 | 6.3 | 0.5 | 有利的基数效应和消费持续复苏，固定资产投资平稳。 |
| 2023Q3 | 4.9 | 1.3 | 消费复苏见顶，基建和制造业投资放缓，地产投资企稳。 |
| 2023Q4 E | 5.4 | 1.4 | 有利的基数效应和地产投资转正，但消费、基建投资、制造业投资进一步放缓。 |
| 2023E | 5.3 | | |

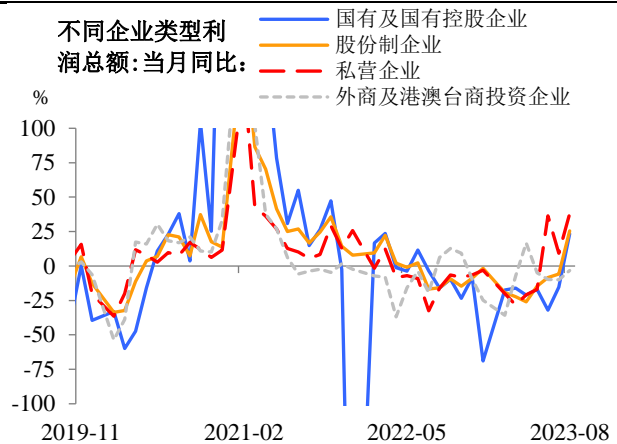
资料来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

图2: 民间制造投资活跃度逐步升温



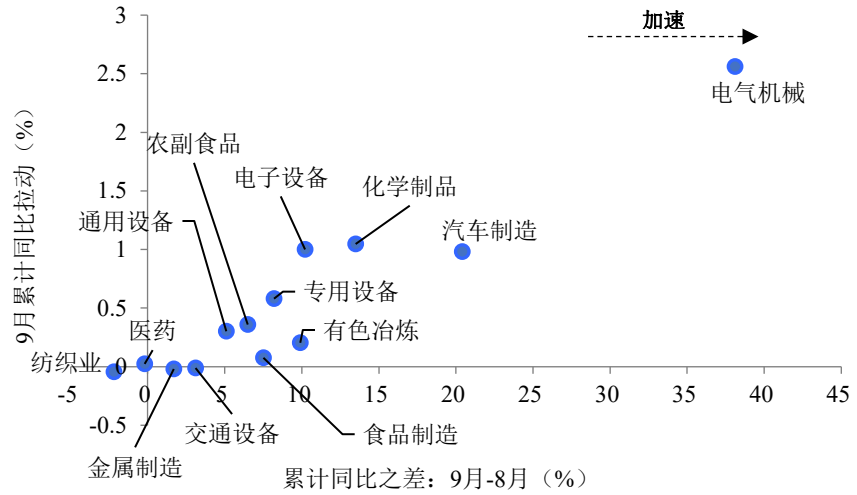
注: 9月民间制造业投资的数据尚未公布。
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 近期私营企业利润表现“略胜一筹”



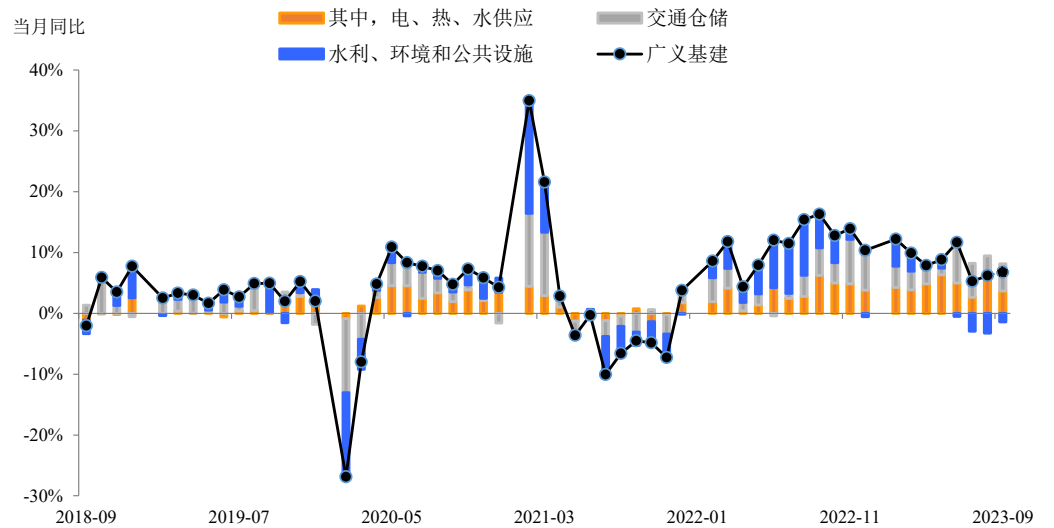
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：2023年9月部分行业制造业投资的变动：大部分行业处于回暖通道



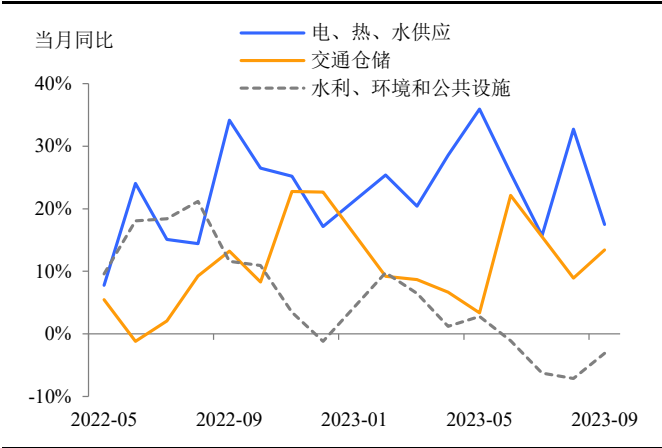
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2023年9月广义基建增速约为6.8%



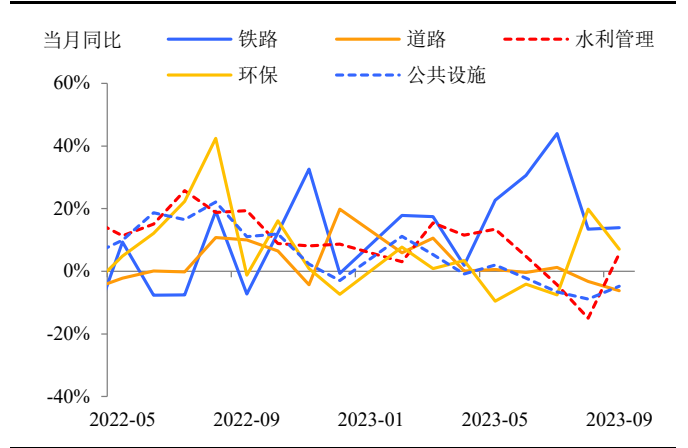
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6: 2023年9月交通仓储与水利、环境和公共设施两大板块均在升温



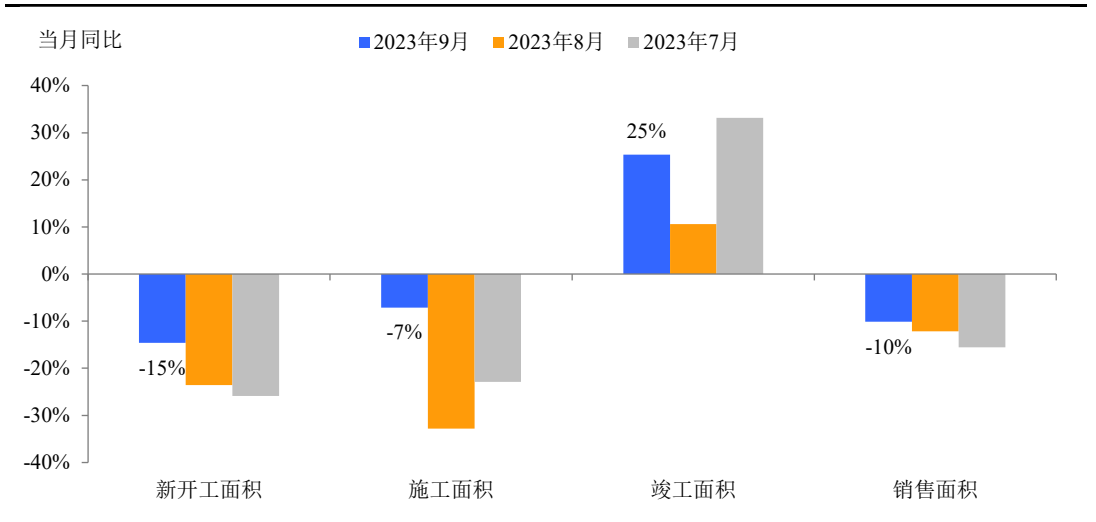
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2023年9月铁路投资仍是主要支撑



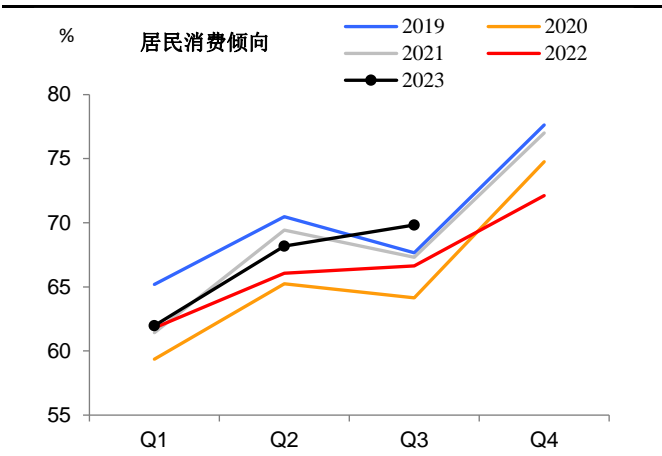
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 9月地产: 初见曙光?



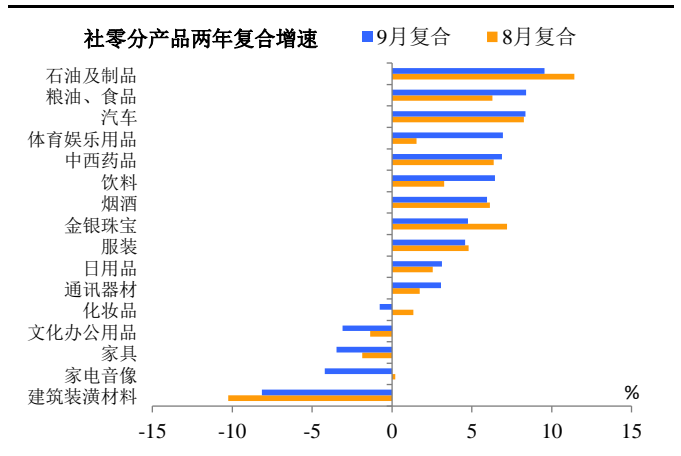
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 居民消费意愿首次超过 2019 年同期水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

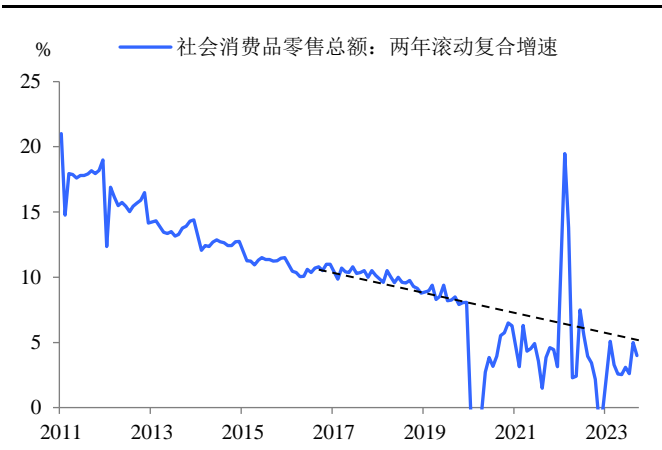
图10: 9月社零分项



注: 两年复合增速为 2023-2022 年同比复合

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

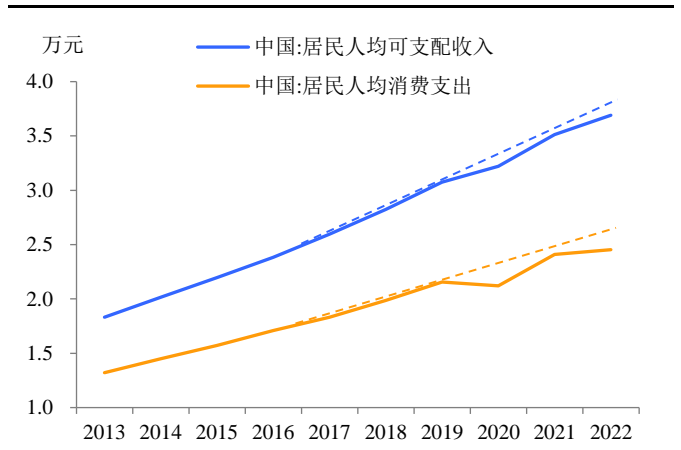
图11: 消费基本修复至疫情前趋势



注: 虚线为 2016-2019 趋势值

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 居民潜在的“超额储蓄”并不来自于超额收入



注: 虚线为 2016-2019 趋势值

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>