



宏观研究

【粤开宏观】经济下行压力最大的时刻已经过去：9月经济数据解读

2023年10月18日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】特殊再融资债券重启——宏观研究》2023-10-15

《【粤开宏观】关于减税降费的一些认知与思考——宏观研究》2023-10-15

《【粤开宏观】美国房地产发展模式对中国的启示：海外房地产系列之一》2023-10-11

《【粤开宏观】城投平台全面梳理：界定、转型与隐性债务测算》2023-09-24

《【粤开宏观】专项债全面回顾：结构特征、利弊分析与应对》2023-09-21

摘要

9月主要经济指标再度全面超预期改善，A股在数据公布后短暂反弹，但随后回落。资本市场与经济基本面之间持续背离，是市场没有看到经济的动能与亮点，还是更担忧其中的不足和隐忧，抑或是有海外等其他因素的扰动？

一、三季度经济加快恢复，经济下行压力最大的时刻已经过去

三季度GDP同比增长4.9%，高于市场预期的4.5%；两年平均增速4.4%，比二季度加快1.1个百分点；环比增长1.3%，比二季度加快0.8个百分点。全年经济下行压力最大的时刻在7月前后，现已过去。一季度经济在疫情防控平稳转段后的需求集中释放下实现“开门红”，房地产市场出现“小阳春”；但二季度受房地产市场和出口走弱拖累，经济下行压力明显增大，工业和服务业生产、社零消费、出口、CPI同比等均在7月录得低点；8月以来经济持续恢复，主要经济指标连续两个月超市场预期。

展望四季度，经济持续恢复叠加去年同期的低基数，预计四季度GDP当季同比或在5.5%左右，两年平均4.2%，则全年增速可达5.3%，能够顺利实现年初政府工作报告制定的5%左右的全年经济增长目标。如果按照全年5%推算，则四季度当季只要实现4.4%，两年平均只需3.6%；如果按照四季度实现三季度一样的两年平均增速，则四季度当季同比GDP达到5.9%，全年达到5.4%。因此，由于经济持续恢复，实现全年目标的可能性已从三季度时有一定困难转为大概率实现。低基数将使得四季度的物价、出口等指标从数据上明显反弹。

二、9月经济持续好转的原因、亮点与不足

8月以来经济加快恢复，主要受到四股力量的共同提振：一是稳增长政策持续发力，房地产销售和投资增速降幅收窄，地方政府加快专项债发行和使用，固定资产投资当月同比从7月的1.2%连续回升至8月和9月的1.8%和2.4%。二是经济周期的内生动能，经过长期的供求关系调整，市场出清到一定程度后将孕育上行力量。8月工业企业产成品存货同比增速触底回升，预示着库存周期将进入主动补库存阶段，对经济形成支撑；三季度工业产能利用率由第二季度的74.5%升至75.6%，反映出企业正加快生产，同时利润改善有利于推动后续增加投资。三是外需回暖对出口的拉动作用，欧美经济走强背景下，中国及其他出口导向型经济体的出口增速均触底反弹，外需回暖和基数效应共同作用下，中国出口增速甚至有望在四季度回正。四是服务消费持续较高增速，与就业形势好转、居民收入增速上升有关，与服务业生产加快形成良性循环。

经济数据回暖有助于提振信心和预期，打破实体经济下行、资本市场低迷和



社会预期不振的负向循环。我们要看到经济中的亮点：一是居民部门的就业、收入、消费均在改善。城镇调查失业率从7月的5.3%回落至9月的5.0%；前三季度全国居民收入实际同比增长5.9%，高于GDP增速的5.2%；人均消费支出占人均可支配收入比重升至66.4%，高于2020-2022年同期；服务消费较旺，9月餐饮收入同比13.8%，高于社零消费同比的5.5%。二是企业经营环境和预期好转，生产和投资加快。9月制造业PMI为50.2%，重新回到扩张区间；PPI同比连续3个月回升，带动8月工业企业营业收入、利润总额、产成品存货同比走高；三季度工业产能利用率上升，1-9月民间投资同比降幅较1-8月收窄0.1个百分点，不含房地产投资的民间投资同比增长9.1%，同样回升0.1个百分点。

但是也应注意到，当前经济仍处于疫后恢复过程之中，还是结构性恢复而非全面恢复，宏观总需求不足、微观主体信心不足的问题还没有得到根本性解决。其一，房地产投资和出口降幅收窄但仍是负增长，即使后期出口增速回正，也要剔除基数效应的干扰，稳地产稳外贸仍任重道远。其二，居民债务和支出负担相较其收入水平已处于较高水平，2020年下半年以来居民部门杠杆率基本持平，青年就业问题较为突出，前三季度城镇居民收入实际同比增长4.7%，低于GDP增速，增加居民收入、降低居民负担、解决居民后顾之忧应是未来政策重点。其三，地方财政收支矛盾和债务问题限制了其促进经济增长和提供公共服务的能力，1-9月东部、中部、西部、东北地区固定资产投资同比增速分别为5.4%、-0.9%、-0.4%和-2.7%，应系统推进财税改革、加快地方债务化解。其四，企业应收账款账期延长，现金流量表遭受冲击，8月工业企业应收账款平均回收期达63.5天，显著高于2019年同期的54.5天，应加快清理房企、国企、地方政府等对民营企业的账款拖欠。

三、房地产市场有所回暖，但总体政策效果不及预期

9月商品房销售面积和销售额当月同比分别为-10.1%和-13.6%，降幅小幅收窄，既体现了“认房不认贷”等一系列稳地产政策的刺激作用，也反映出政策传导存在堵点，效果不及预期。当前中高收入人群的改善性需求好于中低收入人群的刚性需求，而部分改善性需求要通过“卖一买一”的方式进行置换，因此在刚性需求相对低迷的背景下，整个政策传导链条不畅，突出表现为二手房挂牌量激增，但成交量仅小幅增加。

9月房地产投资当月同比-11.3%，较上月回落0.3个百分点，主要受去年同期基数走高和本月土地购置费减少影响，实际上新开工、施工和竣工均在加快。9月房屋新开工、施工和竣工面积当月同比分别为-14.6%、-7.1%和25.3%，较上月分别上升8.9、25.7和14.8个百分点。9月全国供应土地规划建筑面积和成交土地总价同比分别为-67.1%和-51.8%，均较上月回落20个百分点以上，从而对房地产投资形成拖累。需要注意的是，土地购置费计入固定资产投资完成额，但不计入GDP核算中的固定资本形成总额。

四、海外因素对我国实体经济与资本市场的影响显著分化

一方面，外需回暖拉动我国出口好转，叠加去年同期基数走低，四季度出口同比或将回正。9月中国出口同比-6.2%，降幅连续两个月收窄，主要受欧美经济走强带动，三季度美国和欧元区制造业PMI回升，韩国、越南、中国台



湾的出口增速也随之触底反弹。

另一方面，美债收益率持续走高，全球美元流动性收紧，对我国资本市场形成压制，进而冲击市场信心。8月以来中国经济持续恢复，但A股却继续走弱，上证综指回撤了印花税减半征收后的全部涨幅，创业板指更是迭创新低。形成鲜明对比的是，人民币汇率相较美元指数持续走强，与中国出口好转和经济恢复相一致。A股持续走弱的重要原因是：美联储为抗击通胀而持续收紧货币政策，导致全球美元流动性紧张，外资被迫减持A股。一个典型例证是：今年我国旅游市场快速恢复，相关行业营收利润显著改善，但5月以来A股旅游行业指数却跟随大盘持续走低，与北向资金净流出高度相关。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、三季度经济加快恢复，经济下行压力最大的时刻已经过去.....	5
二、9月经济持续好转的原因、亮点与不足.....	6
三、房地产市场有所回暖，但总体政策效果不及预期.....	11
四、海外因素对我国实体经济与资本市场的影响显著分化.....	13

图表目录

图表 1： 三季度 GDP 两年平均增速较二季度明显加快.....	5
图表 2： 主要经济指标表现.....	6
图表 3： 固定资产投资当月同比连续 2 个月回升.....	6
图表 4： PPI 和工业企业产成品存货同比触底反弹.....	7
图表 5： 工业产能利用率提高.....	7
图表 6： 出口同比连续 2 个月回升.....	8
图表 7： 服务业生产保持较高增速.....	8
图表 8： 前三季度全国居民收入实际增速高于 GDP 增速.....	9
图表 9： 9 月制造业 PMI 重回扩张区间.....	9
图表 10： 2020 年下半年以来居民部门杠杆率基本保持平稳.....	10
图表 11： 工业企业应收账款平均回收期处于高位.....	11
图表 12： 房地产销售当月同比连续 2 个月回升.....	11
图表 13： 9 月房地产投资当月同比小幅回落.....	12
图表 14： 房地产新开工、施工、竣工加快.....	12
图表 15： 美国和欧元区制造业 PMI 回升.....	13
图表 16： 韩国、越南、中国台湾出口增速触底反弹.....	13
图表 17： 8 月以来人民币汇率相对美元指数持续走强.....	14
图表 18： 5 月以来 A 股旅游行业指数下滑与北向资金净流出有关.....	14



一、三季度经济加快恢复，经济下行压力最大的时刻已经过去

三季度 GDP 同比增长 4.9%，高于市场预期的 4.5%；两年平均增速 4.4%，比二季度加快 1.1 个百分点；环比增长 1.3%，比二季度加快 0.8 个百分点。全年经济下行压力最大的时刻在 7 月前后，现已过去。一季度经济在疫情防控平稳转段后的需求集中释放下实现“开门红”，房地产市场出现“小阳春”；但二季度受房地产市场和出口走弱拖累，经济下行压力明显增大，工业和服务业生产、社零消费、出口、CPI 同比等均在 7 月录得低点；8 月以来经济持续恢复，主要经济指标连续两个月超市场预期。

展望四季度，经济持续恢复叠加去年同期的低基数，预计四季度 GDP 当季同比或在 5.5% 左右，两年平均 4.2%，则全年增速可达 5.3%，能够顺利实现年初政府工作报告制定的 5% 左右的全年经济增长目标。如果按照全年 5% 推算，则四季度当季只要实现 4.4%，两年平均只需 3.6%；如果按照四季度实现三季度一样的两年平均增速，则四季度当季同比 GDP 达到 5.9%，全年达到 5.4%。因此，由于经济持续恢复，实现全年目标的可能性已从三季度时有一定困难转为大概率实现。低基数将使得四季度的物价、出口等指标从数据上明显反弹。

图表1：三季度 GDP 两年平均增速较二季度明显加快



注：2021 和 2023 年为两年平均增速

资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2: 主要经济指标表现

类别	指标	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
GDP (当季同比)	实际 GDP	/	4.5	/	/	6.3	/	/	4.9
生产 (当月同比)	工业增加值	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5
	服务业生产指数	5.5	9.2	13.5	11.7	6.8	5.7	6.8	6.9
消费 (当月同比)	社会消费品零售总额	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5
	商品零售	2.9	9.1	15.9	10.5	1.7	1.0	3.7	4.6
	餐饮收入	9.2	26.3	43.8	35.1	16.1	15.8	12.4	13.8
投资 (累计同比)	固定资产投资	5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1
	房地产投资	-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1
	制造业投资	8.1	7.0	6.4	6.0	6.0	5.7	5.9	6.2
	基建投资 (广义)	12.2	10.8	9.8	9.5	10.2	9.4	9.0	8.6
出口 (当月同比)	出口 (美元计价)	-8.4	11.2	7.1	-7.4	-12.3	-14.3	-8.7	-6.2

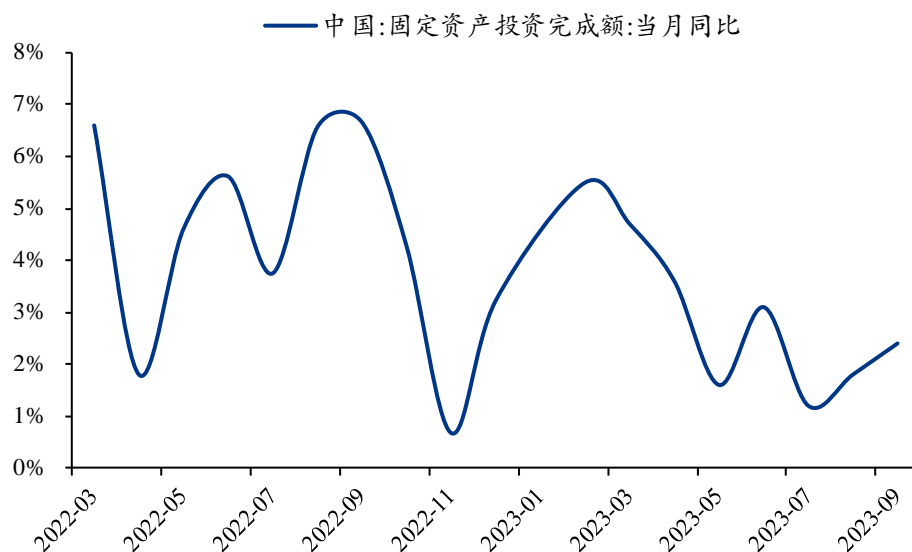
资料来源: Wind、粤开证券研究院

二、9月经济持续好转的原因、亮点与不足

8月以来经济加快恢复，主要受到四股力量的共同提振。

一是稳增长政策持续发力，房地产销售和投资增速降幅收窄，地方政府加快专项债发行和使用，固定资产投资当月同比从7月的1.2%连续回升至8月和9月的1.8%和2.4%。

图表3: 固定资产投资当月同比连续2个月回升

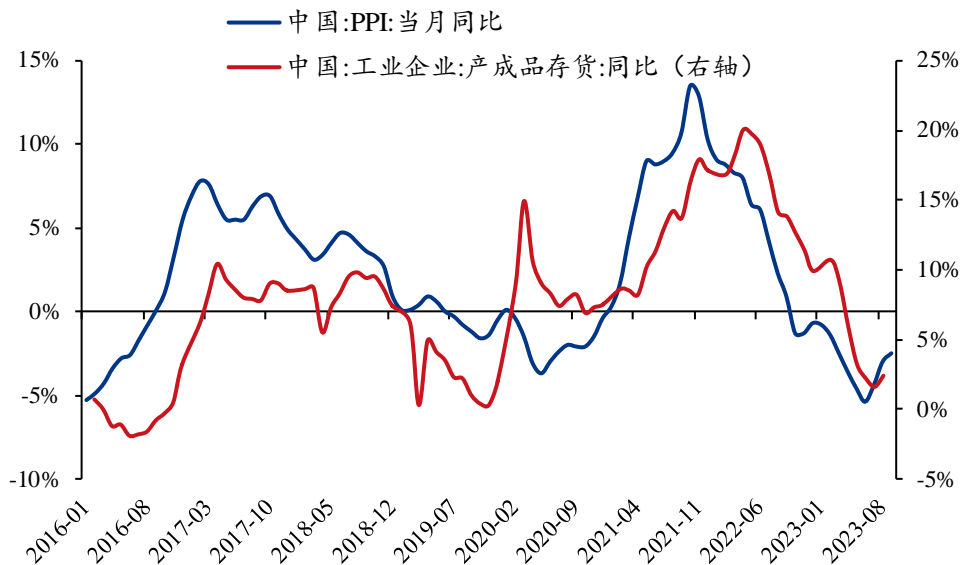


资料来源: Wind、粤开证券研究院

二是经济周期的内生动能，经过长期的供求关系调整，市场出清到一定程度后将孕育上行力量。8月工业企业产成品存货同比增速触底回升，预示着库存周期将进入主动补库存阶段，对经济形成支撑；三季度工业产能利用率由第二季度的74.5%升至75.6%，反映出企业正加快生产，同时利润改善有利于推动后续增加投资。

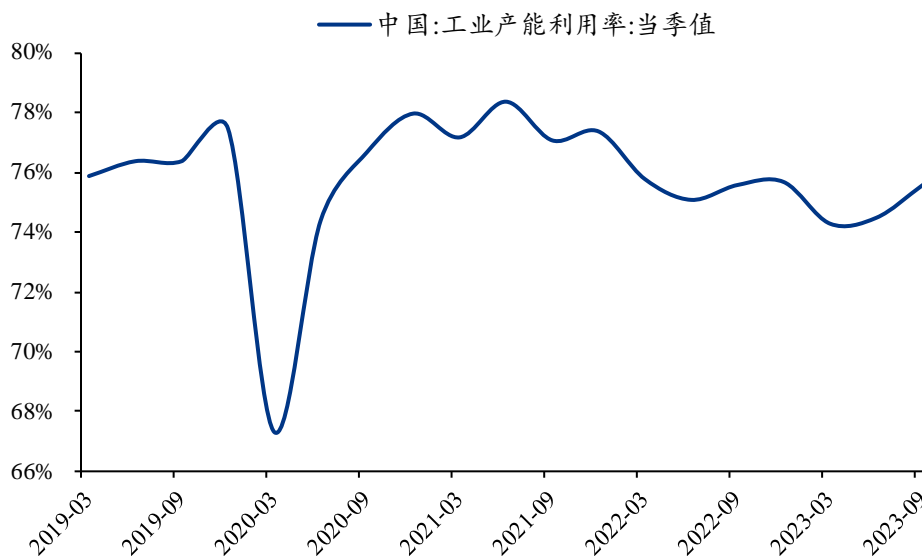


图表4: PPI 和工业企业产成品存货同比触底反弹



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表5: 工业产能利用率提高



资料来源: Wind、粤开证券研究院

三是外需回暖对出口的拉动作用，欧美经济走强背景下，中国及其他出口导向型经济体的出口增速均触底反弹，外需回暖和基数效应共同作用下，中国出口增速甚至有望在四季度回正。



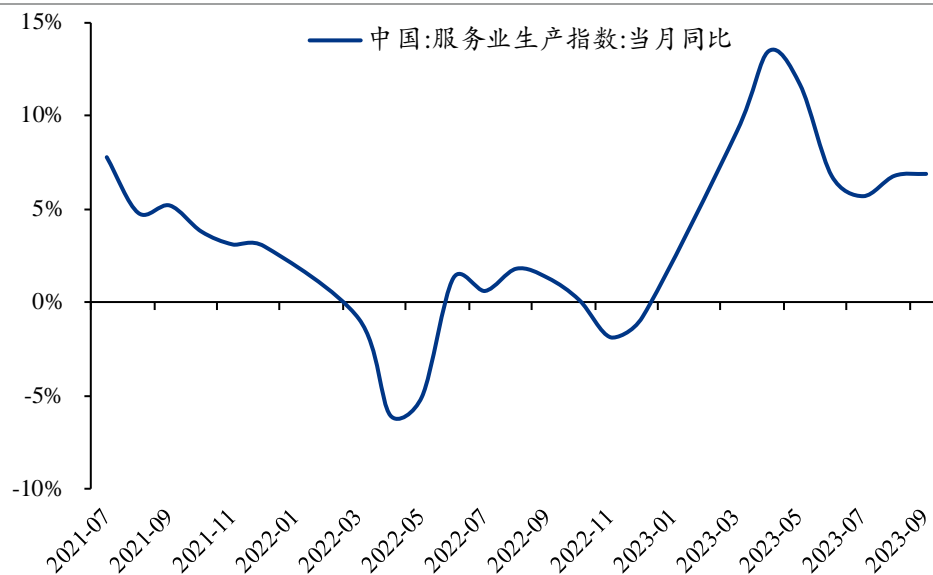
图表6: 出口同比连续 2 个月回升



资料来源: Wind、粤开证券研究院

四是服务消费持续较高增速，与就业形势好转、居民收入增速上升有关，与服务业生产加快形成良性循环。9 月服务业生产指数同比增长 6.9%，比上月加快 0.1 个百分点，增速连续 2 个月回升。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长 17.7%、11.3%、9.3%。

图表7: 服务业生产保持较高增速



资料来源: Wind、粤开证券研究院

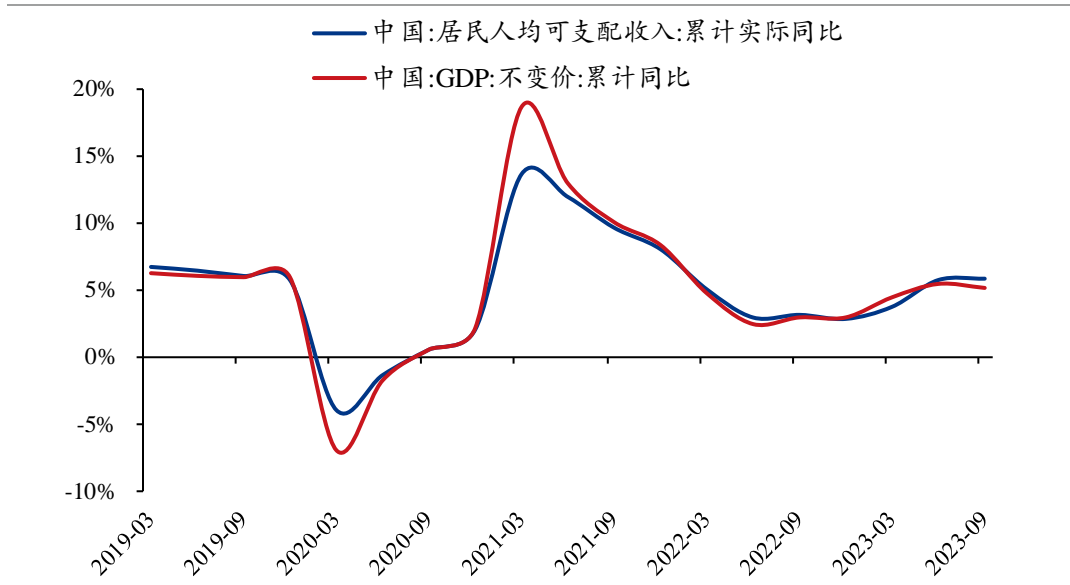
经济数据回暖有助于提振信心和预期，打破实体经济下行、资本市场低迷和社会预期不振的负向循环。我们要看到经济中的亮点：

一是居民部门的就业、收入、消费均在改善。城镇调查失业率从 7 月的 5.3% 回落至 9 月的 5.0%；前三季度全国居民收入实际同比增长 5.9%，高于 GDP 增速的 5.2%；人均



消费支出占人均可支配收入比重升至 66.4%，高于 2020-2022 年同期；服务消费较旺，9 月餐饮收入同比 13.8%，高于社零消费同比的 5.5%。

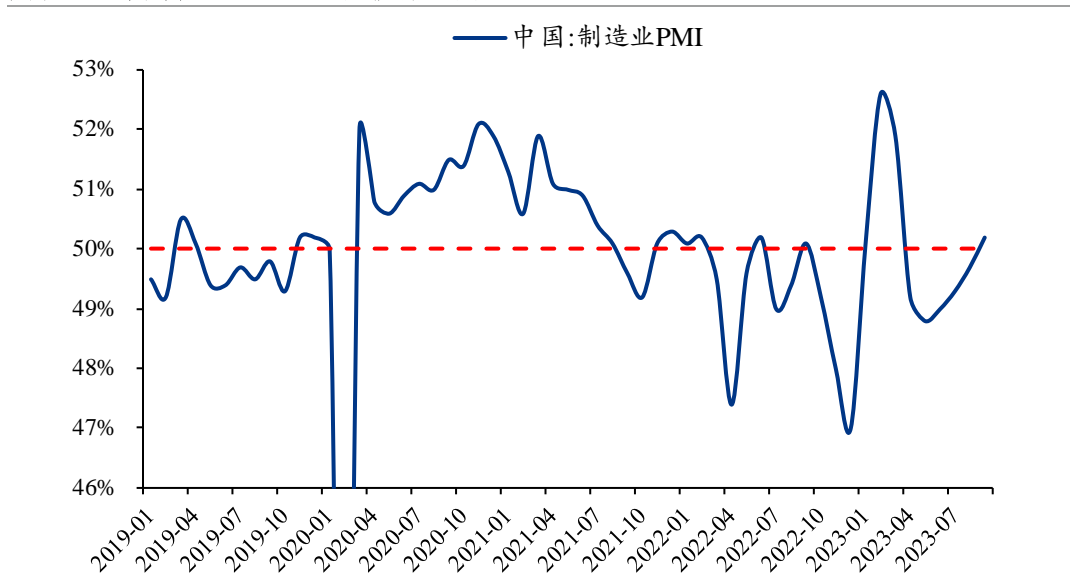
图表8：前三季度全国居民收入实际增速高于 GDP 增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二是企业经营环境和预期好转，生产和投资加快。9 月制造业 PMI 为 50.2%，重新回到扩张区间；PPI 同比连续 3 个月回升，带动 8 月工业企业营业收入、利润总额、产成品存货同比走高；三季度工业产能利用率上升，1-9 月民间投资同比降幅较 1-8 月收窄 0.1 个百分点，不含房地产投资的民间投资同比增长 9.1%，同样回升 0.1 个百分点。

图表9：9 月制造业 PMI 重回扩张区间



资料来源：Wind、粤开证券研究院



但是也应注意到，当前经济仍处于疫后恢复过程之中，还是结构性恢复而非全面恢复，宏观总需求不足、微观主体信心不足的问题还没有得到根本性解决。

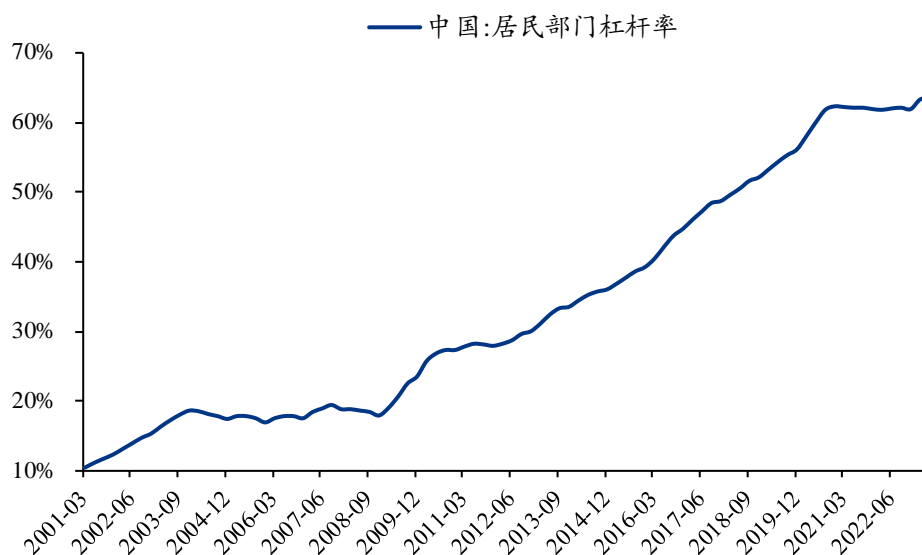
其一，房地产投资和出口降幅收窄但仍是负增长，即使后期出口增速回正，也要剔除基数效应的干扰，稳地产稳外贸仍任重道远。

其二，居民债务和支出负担相较其收入水平已处于较高水平，2020年下半年以来居民部门杠杆率基本持平，青年就业问题较为突出，前三季度城镇居民收入实际同比增长4.7%，低于GDP增速，增加居民收入、降低居民负担、解决居民后顾之忧应是未来政策重点。

其三，地方财政收支矛盾和债务问题限制了其促进经济增长和提供公共服务的能力，1-9月东部、中部、西部、东北地区固定资产投资同比增速分别为5.4%、-0.9%、-0.4%和-2.7%，应系统推进财税改革、加快地方债务化解。

其四，企业应收账款账期延长，现金流量表遭受冲击，8月工业企业应收账款平均回收期达63.5天，显著高于2019年同期的54.5天，应加快清理房企、国企、地方政府等对民营企业的账款拖欠。

图表10：2020年下半年以来居民部门杠杆率基本保持平稳



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表 11: 工业企业应收账款平均回收期处于高位

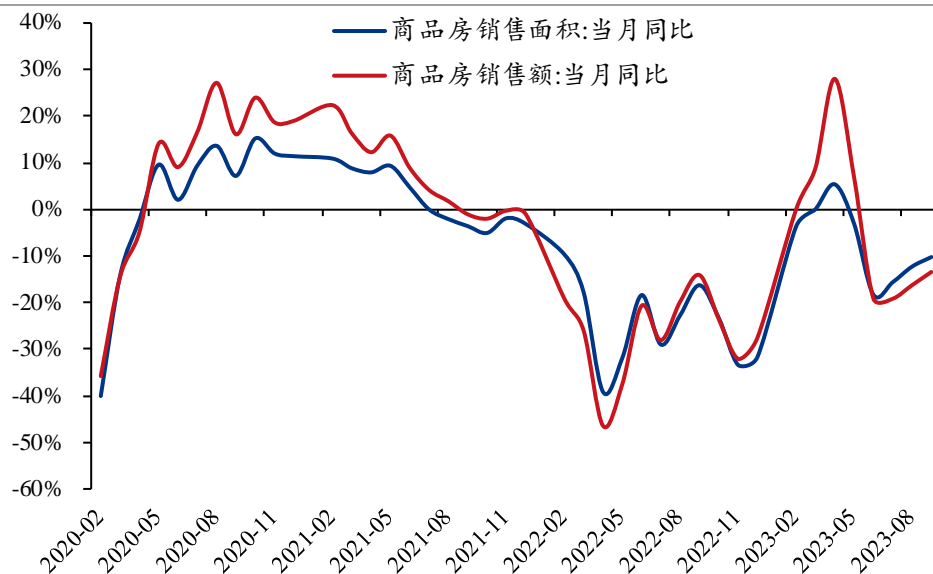


资料来源: Wind、粤开证券研究院

三、房地产市场有所回暖，但总体政策效果不及预期

9月商品房销售面积和销售额当月同比分别为-10.1%和-13.6%，降幅小幅收窄，既体现了“认房不认贷”等一系列稳地产政策的刺激作用，也反映出政策传导存在堵点，效果不及预期。当前中高收入人群的改善性需求好于中低收入人群的刚性需求，而部分改善性需求要通过“卖一买一”的方式进行置换，因此在刚性需求相对低迷的背景下，整个政策传导链条不畅，突出表现为二手房挂牌量激增，但成交量仅小幅增加。

图表 12: 房地产销售当月同比连续 2 个月回升

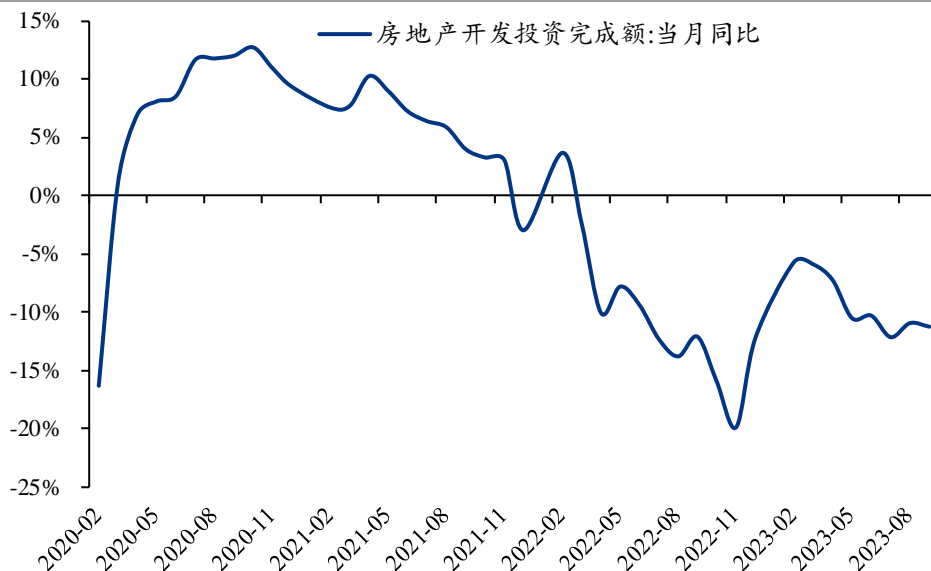


资料来源: Wind、粤开证券研究院



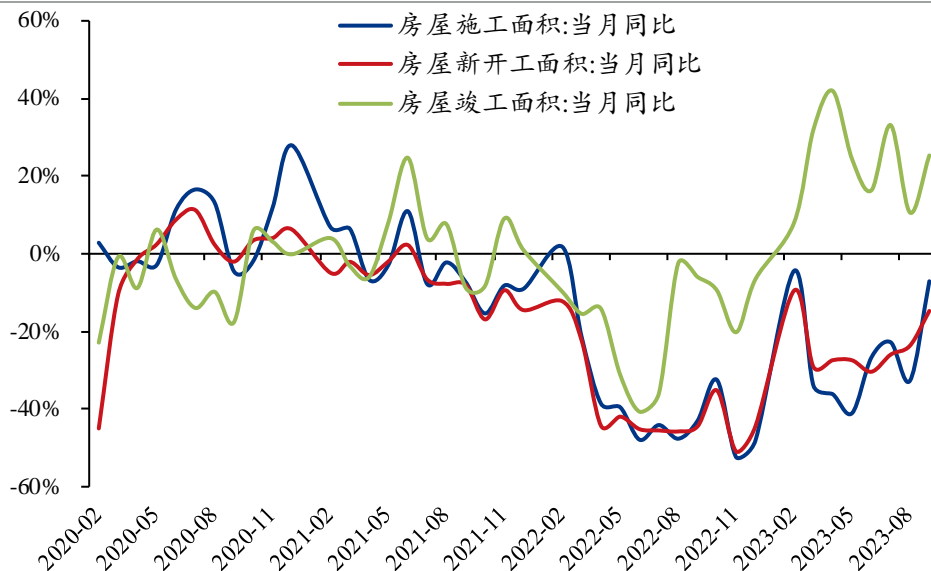
9月房地产投资当月同比-11.3%，较上月回落0.3个百分点，主要受去年同期基数走高和本月土地购置费减少影响，实际上新开工、施工和竣工均在加快。9月房屋新开工、施工和竣工面积当月同比分别为-14.6%、-7.1%和25.3%，较上月分别上升8.9、25.7和14.8个百分点。9月全国供应土地规划建筑面积和成交土地总价同比分别为-67.1%和-51.8%，均较上月回落20个百分点以上，从而对房地产投资形成拖累。需要注意的是，土地购置费计入固定资产投资完成额，但不计入GDP核算中的固定资本形成总额。

图表13: 9月房地产投资当月同比小幅回落



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表14: 房地产新开工、施工、竣工加快



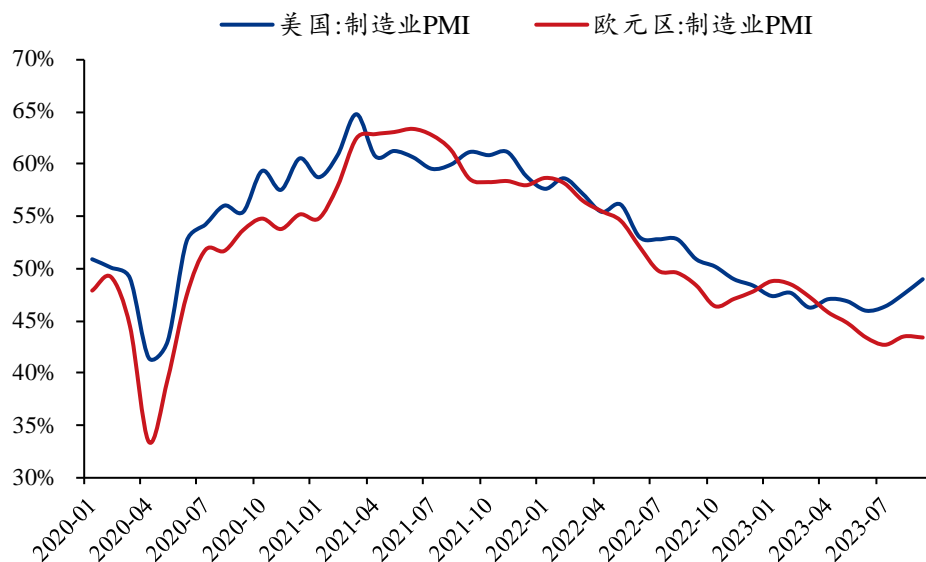
资料来源: Wind、粤开证券研究院



四、海外因素对我国实体经济与资本市场的影响显著分化

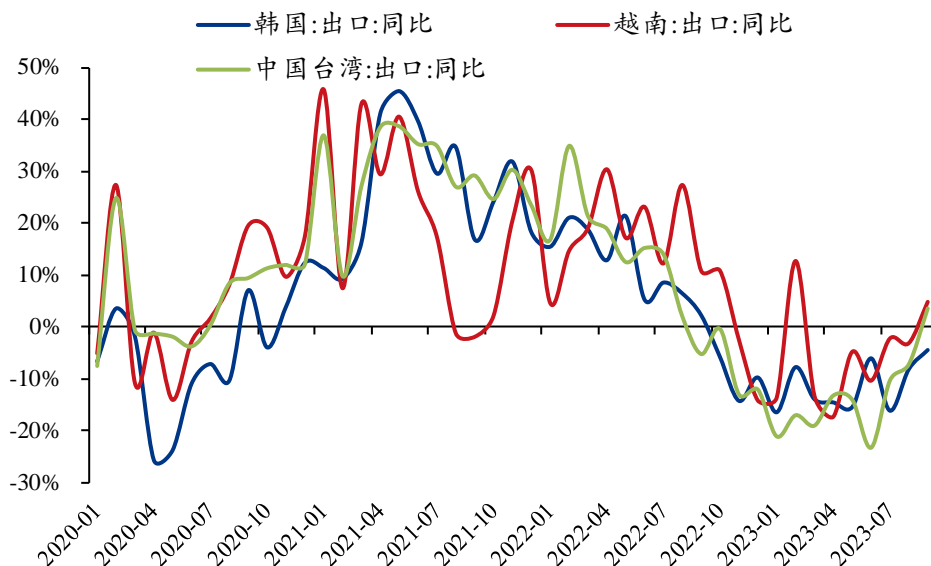
一方面，外需回暖拉动我国出口好转，叠加去年同期基数走低，四季度出口同比或将回正。9月中国出口同比-6.2%，降幅连续两个月收窄，主要受欧美经济走强带动，三季度美国和欧元区制造业 PMI 回升，韩国、越南、中国台湾的出口增速也随之触底反弹。

图表15：美国和欧元区制造业 PMI 回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表16：韩国、越南、中国台湾出口增速触底反弹



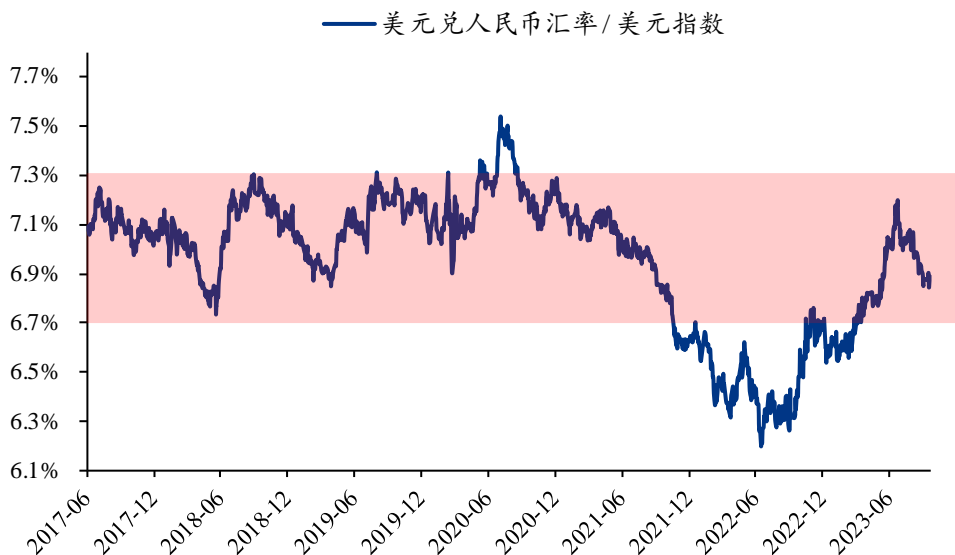
资料来源：Wind、粤开证券研究院

另一方面，美债收益率持续走高，全球美元流动性收紧，对我国资本市场形成压制，进而冲击市场信心。8月以来中国经济持续恢复，但A股却继续走弱，上证综指回撤了印花税减半征收后的全部涨幅，创业板指更是迭创新低。形成鲜明对比的是，人民币汇率相较美元指数持续走强，与中国出口好转和经济恢复相一致。A股持续走弱的重要原



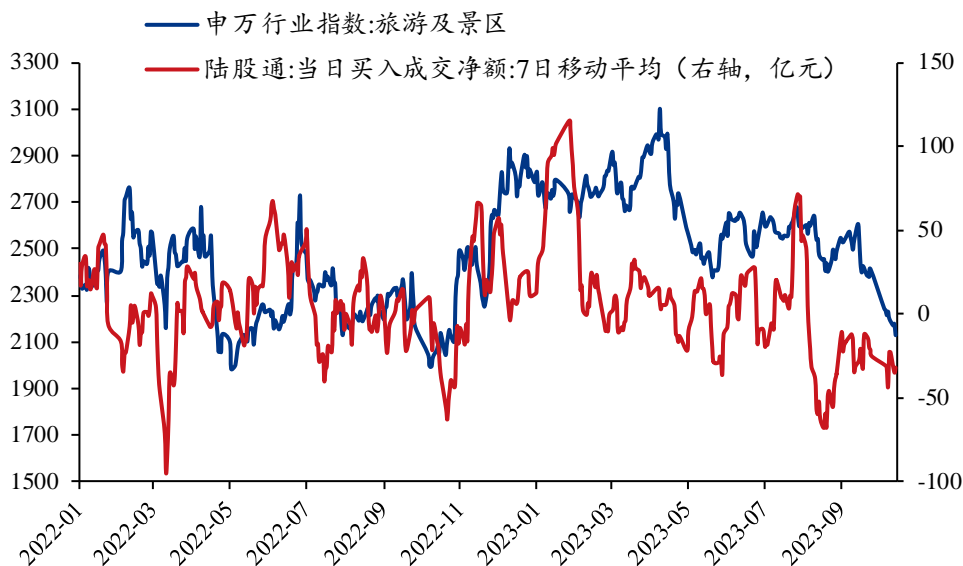
因是：美联储为抗击通胀而持续收紧货币政策，导致全球美元流动性紧张，外资被迫减持 A 股。一个典型例证是：今年我国旅游市场快速恢复，相关行业营收利润显著改善，但 5 月以来 A 股旅游行业指数却跟随大盘持续走低，与北向资金净流出高度相关。

图表17：8 月以来人民币汇率相对美元指数持续走强



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表18：5 月以来 A 股旅游行业指数下滑与北向资金净流出有关



资料来源：Wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com