

宏观利率

整体改善，拖累仍在地产端

——2023年9月经济数据点评兼论利率影响

2023年10月18日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- **市场启示：维持四季度债券收益率震荡的判断。**第一，9月主要经济数据中明显不及预期的仅为地产投资。经济内生动力在价格、就业、收入、企业利润等方面均有改善，叠加稳增长政策，往后看，消费的恢复空间仍发挥“稳定器”作用，制造业投资和基建投资将继续改善，生产依然有向上动力。全年经济增速完成具有较强的保障。第二，今年财政发力后置，四季度基建加快形成实物工作量，同时地方再融资债加快发行，均会对债市形成扰动。第三，今年前三季度货币政策持续宽松，广谱利率不断降低，使得商业银行净息差持续收窄。三季度金融统计数据新闻发布会提到“利率政策协同性的重要体现之一，在于银行保持合理利润和融资成本稳中有降两个目标的兼顾实现”。目前货币政策重点在于“密切观察前期政策效果，加快推动政策生效”。
- **9月社零同比增长5.5%，边际改善最为明显，主要受上年同期低基数支撑，同时也明显高于预期值。**从两年平均或四年平均增速来看，社零自6月以来触底回升的趋势均未改变。预计今年四季度社零在读数上仍受到去年四季度低基数的支撑，在内生驱动上将受益于就业和收入持续恢复以及积压消费需求的释放。具体看，服务类、出行类消费需求持续释放；地产链相关消费下滑；生活必需类消费改善明显；升级类消费改善动力仍受制于收入恢复不足。
- **房地产销售及投资增速持续调整，跌幅收窄。**9月房地产开发投资完成额累计增速-9.1%（前值-8.8%），降幅收窄；商品房销售面积、房地产开发资金来源跌幅整体也在收窄。
- **基建投资增速下行放缓。**9月基建投资（不含电力）累计增速6.2%（前值6.4%）。随着专项债加快发行带来基建实物工作量的提升，预计未来一个阶段基建投资有望保持韧性。
- **制造业投资增速延续回升，民间投资降幅放缓。**9月制造业投资累计增速6.2%（前值5.9%）。民间投资累计同比-0.6%，降幅比1-8月收窄了0.1个百分点。
- **市场需求支撑工业生产恢复向好。**9月规模以上工业增加值同比增长4.5%（前值4.5%），两年平均增长5.4%（前值4.4%）。三季度工业产能利用率75.6%，较二季度改善1.1个百分点。9月工业企业产销率为97.4%，持平于上月。
- **风险提示：**中美关系、地缘政治风险扩大化。



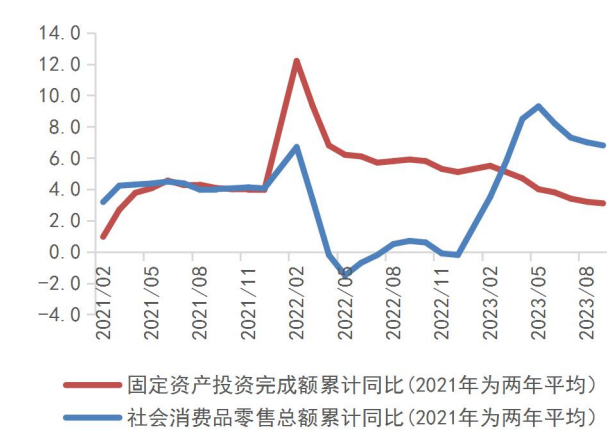
9月经济数据整体符合预期，地产投资低于预期。具体看，三季度国内生产总值同比增长4.9%（预期值4.5%）；9月规模以上工业增加值同比增长4.5%（前值4.5%，预期值4.6%）；全国固定资产投资累计同比增长3.1%（前值3.2%，预期值3.1%），其中制造业投资累计同比增长6.2%（前值5.9%，预期值5.7%），全口径基础设施投资累计同比增长8.6%（前值9.0%，预期值7.1%），基础设施（不含电力）累计同比增长6.2%（前值6.4%）；全国房地产开发投资累计同比增长-9.1%（前值-8.8%，预期值-8.5%）；社会消费品零售总额当月同比增长5.5%（前值4.6%，预期值4.9%）。

图 1：工业增加值当月增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资及消费累计增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

三季度 GDP 增速高于预期，9 月就业形势明显好转。2023 年前三季度国内生产总值（GDP）同比增长 5.2%，其中三季度增长 4.9%，均高于预期。扣除基数的影响，三季度两年平均增速是 4.4%，比二季度加快 1.1 个百分点。环比增速看，今年三季度增长 1.3%，比二季度加快 0.8 个百分点，增长持续恢复向好。根据统计局测算，如果要完成全年预期目标，四季度只要增长 4.4% 以上，就可以保障完成全年 5% 左右的预期目标。从就业层面看，9 月份的城镇调查失业率是 5.0%（前值 5.2%），31 个大城市城镇调查失业率是 5.2%（前值 5.3%），前三季度平均全国城镇调查失业率是 5.3%，而且逐月好转。就业形势好转是经济内生动力恢复的重要指标。

9 月社零同比增长 5.5%，边际改善最为明显，主要受上年同期低基数支撑，同时也明显高于预期值。从两年平均或四年平均增速来看，自 6 月以来触底回升的趋势均未改变。预计今年四季度社零在读数上仍受到去年四季度低基数的支撑，在内生驱动上将受益于就业和收入持续恢复以及积压消费需求的释放。具体看，

第一，服务类、出行类消费需求持续释放。9月餐饮收入同比增长13.8%（前值12.4%），用两年平均增速平抑疫情波动影响后，自今年二季度以来整体是波动上行态势。9月汽车类零售额同比增速为2.8%（前值1.1%），从两年或四年平均增速看，相较于消费总体的波动性，汽车消费今年稳定回升趋势非常明显。

第二，地产链相关消费下滑。9月建筑及装潢材料类零售额增速-8.2%（前值-11.4%），没有明显好转。家具类、家用电器类消费9月并未延续8月的边际改善。家具类增长0.5%（前值4.8%），家用电器类增长-2.3%（前值-2.9%）。上述三项累计增速均不及上月。

第三，生活必需类消费明显改善。粮油、食品类；饮料类；日用品类；服装鞋帽纺织品类四年平均零售额增速恢复明显。

第四，升级类消费改善动力仍受制于收入恢复不足。9月限上商品零售额中，化妆品类和金银珠宝类零售额边际改善动力不足；通讯器材类零售额整体向下；体育、娱乐用品类零售额增速单月表现相对较好，持续性待观察。

表1：分行业社会消费品零售总额当月增速（%）

指标名称	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	比上年同期	比上期
粮油、食品类	9.0	4.4	1.0	-0.7	5.4	5.5	4.5	8.3	-0.2	3.8
饮料类	5.2	-5.1	-3.4	-0.7	3.6	3.1	0.8	8.0	3.1	7.2
烟酒类	6.1	9.0	14.9	8.6	9.6	7.2	4.3	23.1	31.9	18.8
服装鞋帽针纺织品类	5.4	17.7	32.4	17.6	6.9	2.3	4.5	9.9	10.4	5.4
化妆品类	3.8	9.6	24.3	11.7	4.8	-4.1	9.7	1.6	4.7	-8.1
金银珠宝类	5.9	37.4	44.7	24.4	7.8	-10.0	7.2	7.7	5.8	0.5
日用品类	3.9	7.7	10.1	9.4	-2.2	-1.0	1.5	0.7	-4.9	-0.8
体育、娱乐用品类	1.0	15.8	25.7	14.3	9.2	2.6	-0.7	10.7	7.4	11.4
家用电器和音像器材类	-1.9	-1.4	4.7	0.1	4.5	-5.5	-2.9	-2.3	3.8	0.6
中西药品类	19.3	11.7	3.7	7.1	6.6	3.7	3.7	4.5	-4.8	0.8
文化办公用品类	-1.1	-1.9	-4.9	-1.2	-9.9	-13.1	-8.4	-13.6	-22.3	-5.2
家具类	5.2	3.5	3.4	5.0	1.2	0.1	4.8	0.5	7.8	-4.3
通讯器材类	-8.2	1.8	14.6	27.4	6.6	3.0	8.5	0.4	-5.4	-8.1
石油及制品类	10.9	9.2	13.5	4.1	-2.2	-0.6	6.0	8.9	-1.3	2.9
建筑及装潢材料类	-0.9	-4.7	-11.2	-14.6	-6.8	-11.2	-11.4	-8.2	-0.1	3.2
汽车类	-9.4	11.5	38.0	24.2	-1.1	-1.5	1.1	2.8	-11.4	1.7

数据来源：Wind，山西证券研究所

投资方面，9月固定资产投资累计增长3.1%（前值3.2%），国内终端需求和补库存需求对制造业形成支撑，基建投资韧性，地产投资、民间投资降幅收窄。

房地产销售及投资增速持续调整，跌幅收窄。9月房地产开发投资完成额累计增速-9.1%（前值-8.8%），降幅收窄；商品房销售面积累计跌幅扩大至-7.5%（前值-7.1%），跌幅也在收窄；房地产开发资金来源累计跌幅扩大至-13.5%（前值-12.9%），其中来自国内贷款的部分累计同比-11.1%（前值-12.8%），来自个人按揭贷款的部分为-6.9%（前值-4.3%），自筹资金累计跌幅-21.8%（前值-22.9%）；房屋竣工面积累计增速 19.8%（前值 19.2%），新开工面积累计增速-23.4%（前值-24.4%），施工面积累计增速-7.1%（前值-7.1%）。

基建投资增速下行放缓。9月基建投资（不含电力）累计增速 6.2%（前值 6.4%），测算当月同比增长 5.0%（前值 3.9%）。随着专项债加快发行带来基建实物工作量的提升，预计未来一个阶段基建投资有望保持韧性。

制造业投资增速延续回升，民间投资降幅放缓。9月制造业投资累计增速 6.2%（前值 5.9%）。民间投资累计同比-0.6%，降幅比 1-8 月收窄了 0.1 个百分点。根据统计局新闻发布会，在民间投资中，房地产投资是占比超过 1/3，如果扣除房地产投资，民间投资增长 9.1%，环比回升了 0.1 个百分点。分行业看，受益于消费的稳定复苏，部分消费品类制造业投资表现平稳，其中食品制造业累计增速较上月回升 4.7 个百分点，农副食品加工业累计增速微幅回落 0.3 个百分点。化学原料及化学制品制造业的投资较为韧性，累计增速较上月回升 0.3 个百分点。多数装备制造业投资增速回升。汽车制造业投资增长 20.1%（前值 19.1%）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增长 3.1%（前值-0.8%）。受出口影响较大的制造业，如电气机械及器材制造业投资增速较上月回落 0.5 个百分点。

表 2：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	比上年同期	比上期
农副食品加工业	13.2	10.1	5.8	8.1	6.4	7.0	6.8	6.5	-10.1	-0.3
食品制造业	5.1	5.8	0.0	0.5	1.4	2.0	2.8	7.5	-6.9	4.7
纺织业	-11.0	-4.3	-7.7	-3.6	-2.0	-2.3	-1.5	-2.2	-8.5	-0.7
化学原料及化学制品制造业	17.2	19.2	15.5	15.9	13.9	13.7	13.2	13.5	-5.8	0.3
医药制造业	-0.6	-1.9	1.2	-0.6	1.7	0.6	0.6	-0.2	-7.1	-0.8
有色金属冶炼及压延加工业	16.2	10.8	8.3	6.5	14.2	10.2	8.5	9.9	-4.0	1.4
金属制品业	7.4	2.2	1.8	0.8	0.0	-1.1	-0.4	1.7	-10.9	2.1
通用设备制造业	10.5	7.6	5.6	4.5	3.7	4.6	4.8	5.1	-11.6	0.3
专用设备制造业	12.2	10.6	8.6	8.6	7.7	6.4	7.5	8.2	-6.8	0.7
汽车制造业	23.8	19.0	18.5	17.9	20.0	19.2	19.1	20.4	7.7	1.3
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-6.6	-7.9	-8.2	-1.3	2.8	-0.6	-0.8	3.1	-2.9	3.9
电气机械及器材制造业	33.7	43.1	42.1	38.9	38.9	39.1	38.6	38.1	-1.4	-0.5

计算机、通信和其他电子设备制造业	17.3	14.5	14.2	10.5	9.4	9.8	9.5	10.2	-9.7	0.7
------------------	------	------	------	------	-----	-----	-----	------	------	-----

数据来源：Wind，山西证券研究所

市场需求支撑工业生产恢复向好。9月规模以上工业增加值同比增长4.5%（前值4.5%），两年平均增长5.4%（前值4.4%）。三季度工业产能利用率75.6%，较二季度改善1.1个百分点。9月工业企业产销率为97.4%，持平于上月。分行业看，消费品工业方面，除医药制造业增加值增速降幅扩大外，基本生活品类制造业如食品制造业；酒、饮料和精制茶制造业单月改善较为明显，农副食品加工业、纺织业累计增速仍在改善；原材料制造业中，黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业累计增速分别回升0.2、0.1个百分点。工业品制造业中，化学原料及化学制品制造业、橡胶和塑料制品业单月表现平稳，累计增速改善；装备制造业累计增速6.0%，持平上月。

表3：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	比上年同期	比上期
农副食品加工业	-4.9	-1.6	-1.3	2.2	3.0	3.1	1.2	-0.3	-1.9
食品制造业	2.5	2.9	0.1	3.1	0.0	2.5	6.4	3.7	3.9
酒、饮料和精制茶制造业	-1.0	2.0	0.0	0.2	-3.1	-2.9	2.7	-2.8	5.6
纺织业	-3.1	-3.0	-1.8	-0.4	-0.3	1.4	0.8	2.4	-0.6
化学原料及化学制品制造业	7.1	7.5	3.9	9.9	9.8	14.8	13.4	1.3	-1.4
医药制造业	-8.3	-7.2	-4.4	-2.1	-3.5	-6.2	-7.7	-0.2	-1.5
橡胶和塑料制品业	1.7	2.9	2.5	3.0	3.6	5.4	6.0	4.6	0.6
非金属矿物制品业	3.8	-0.6	-2.6	-0.4	-3.4	-1.6	-1.7	-2.5	-0.1
黑色金属冶炼及压延加工业	6.0	4.3	3.1	7.8	15.6	14.5	9.9	-0.7	-4.6
有色金属冶炼及压延加工业	7.0	7.4	7.1	9.1	8.9	8.8	8.4	0.6	-0.4
金属制品业	4.8	2.7	-0.1	2.4	1.4	1.4	3.7	2.4	2.3
专用设备制造业	7.3	9.1	3.9	3.4	1.5	-0.5	1.6	-3.3	2.1
汽车制造业	13.5	44.6	23.8	8.8	6.2	9.9	9.0	-14.7	-0.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	8.6	9.5	7.6	4.7	1.0	3.1	2.6	-5.0	-0.5
电气机械及器材制造业	16.9	17.3	15.4	15.4	10.6	10.2	11.5	-4.3	1.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.2	1.8	0.0	1.2	0.7	5.8	4.5	-6.1	-1.3

数据来源：Wind，山西证券研究所

市场启示：维持四季度债券收益率震荡的判断。第一，9月主要经济数据中明显不及预期的仅为地产投资。经济内生动力在价格、就业、收入、企业利润等方面均有改善，叠加稳增长政策，往后看，消费的恢复空间仍发挥“稳定器”作用，制造业投资和基建投资将继续改善，生产依然有向上动力。全年经济增速完成具有较强的保障。第二，今年财政发力后置，四季度基建加快形成实物工作量，同时地方再融资债加

快发行，均会对债市形成扰动。第三，今年前三季度货币政策持续宽松，广谱利率不断降低，使得商业银行净息差持续收窄。三季度金融统计数据新闻发布会提到“利率政策协同性的重要体现之一，在于银行保持合理利润和融资成本稳中有降两个目标的兼顾实现”。目前货币政策重点在于“密切观察前期政策效果，加快推动政策生效”。综上，虽然货币政策逆周期调节趋势不变，四季度仍可博弈降息，但收益率走势可能是震荡而非趋势下行。

风险提示：中美关系、地缘政治风险扩大化。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

