

经济是否“N”型大反弹？

2023年10月18日

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：陈怡

执业证号：S0100122120020

电话：13817480407

邮箱：chenyi@mszq.com

10月18日，统计局公布9月经济数据。9月社零当月同比5.5%，规上工增累计同比4%，固定资产投资累计同比3.1%。

三季度收官，经济复苏态势与我们中期报告中提示较为一致：今年1-3季度，一季度需求冲高，二季度下滑最快，三季度斜率走平。

现在的问题是，市场普遍关注今年全年经济是否走“N型”趋势，四季度能否迎来反弹。我们认为目前尚未看到经济强反弹动能，剔除各项经济指标低基数效应，就增长动能本身而言，下半年经济逐步确认走平走稳。

➤ **Q3经济数据较Q2确有修复，背后蕴含三大原因。这是我们理解年内经济节奏重要的观察维度。**

我们之前预计，进入三季度，终端需求复苏斜率逐步切换到疫后常态化模式后，经济数据环比增长幅度回归正常趋势性，经济悲观预期将有所收敛。

三季度工业增加值累计同比较二季度走高0.2个百分点，经济状态出现边际改善。背后有三个原因。

第一，上游大宗商品涨价。

8月PPI同比如期反弹，国际大宗商品涨价，直接带来上游行业工业生产扩张，同时支撑了部分社零消费板块走强（例如油气制品、黄金珠宝）。

这也是为何8月以来我们看到多项经济指标改善。

第二，汽车产销维持高景气。

今年7月，国家发展和改革委员会、财政部、国家能源局等13部门引发《关于促进汽车消费的若干措施》的通知。政策效应显现，叠加主要出口经济体近月汽车出口改善，最终我们看到各项经济指标中，汽车领域各分项都有不俗贡献。

例如，8-9月汽车消费持续带来社零统计上行。又例如8-9月中下游制造业工增改善都有汽车行业的贡献。此外，高频数据显示，半钢胎开工率同样维持在高位。

第三，出口驱动的高端制造升级。

7月以来，出口数据持续好转，高端制造和资本品出口优势依旧。9月汽车出口依旧维持高增长，手机和电脑等机电设备出口同比降幅收窄，明显优于其他出口板块。

与出口相呼应，我们看到制造业投资维持韧性，今年出口有较强表现的资本品（对应专用设备投资和生产）、中高端制造（新能源汽车为代表）贡献较大部分增长。

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：汇金罕见出手-2023/10/15
- 2.宏观经济跟踪报告：赤字增扩？-2023/10/12
- 3.宏观专题研究：人民币汇率定价的三条线索-2023/10/09
- 4.宏观专题研究：年内的财政空间-2023/10/09
- 5.全球大类资产跟踪周报：美债风暴再起-2023/10/08

➤ **8月以来的经济修复弹性如何？数据上我们看到9月经济边际变化较小，经济指标描绘的经济格局更多是平稳，而非N型大反弹。**

先看消费。9月社零同比读数较8月显著改善，然而剔除基数效应后，9月社零消费两年复合增速较8月回落约1个百分点，这与8月核心CPI环比低于往年季节性提示的信息颇为一致：暑期因素消退后，线下消费出现一定降温。

再看工增。8月工增修复主因上游涨价带动，9月主要大宗商品价格出现一定回落，相应上游行业的工增同样增速放缓，纯粹由价格波动带来的企业补库持续性并不强。我们认为，在下游需求没有夯实基础上，上游涨价主要带动上游大宗行业利润，对中下游制造业未必是好事，9月PPI分项结构已经预示这一现实。

最后看投资。9月地产投资下行，与偏弱的销售表现一致。表现相对有亮眼的分项在于基建，更多受专项债发行节奏及天气因素扰动（7-8月各地降水较多）。

9月制造业投资略有改善，出口制造升级贯穿始终。

透过8-9月多重宏观数据，我们看到的是这样一个需求结构版图：内需没有太大变化，变化主要来自海外，尤其是出口。

内需方面，去除基数后9月社零表现平稳；9月基建变化来自节奏调整；8-9月地产链仍下行。

外需出口，8-9月（尤其9月）以来超预期的出口板块在于汽车、专用通用设备、计算机等消费电子，这些外需改善在工增、社零、工业企业利润都有相关映射。可以说，三季度以来的经济企稳修复，更多因素来自外需。

➤ **经济走平走稳，增量信息有限，当前市场定价锚不在增长数据。**

增长对资产定价影响固然重要，但资本市场定价的是边际变化。8-9月经济数据指示当前增长走平走稳，这也决定了当前资本市场对9月这份经济数据的定价相对有限。

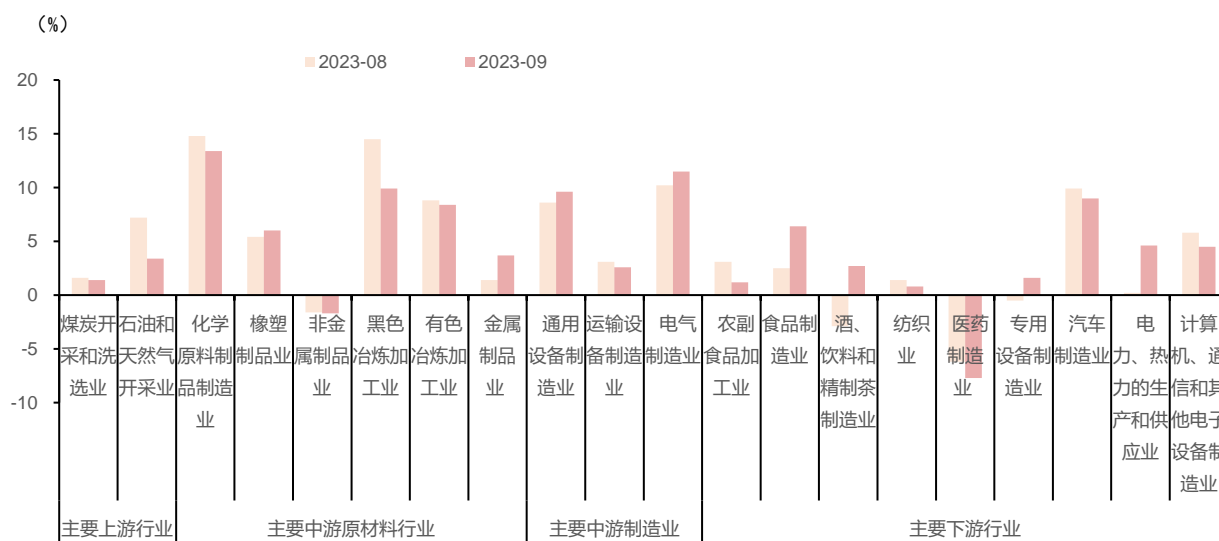
市场之前期待8月PPI同比反弹，带动年内需求反弹，当下经济更多展露出走平、走稳迹象。

当前需要关注三大宏观命题：一是美国经济和货币政策走向；二是地产销售量价企稳时点；三是四季度利率债供给节奏及资金面变化。

前两个宏观命题需要进一步跟踪，至于近期债市非常关切的流动性问题，**我们认为四季度利率债供给压力可控，并进一步认为10月底-11月中上旬或有可能降准；此外11-12月或将迎来财政资金净投放，故而10月过后，资金面或有改善。**

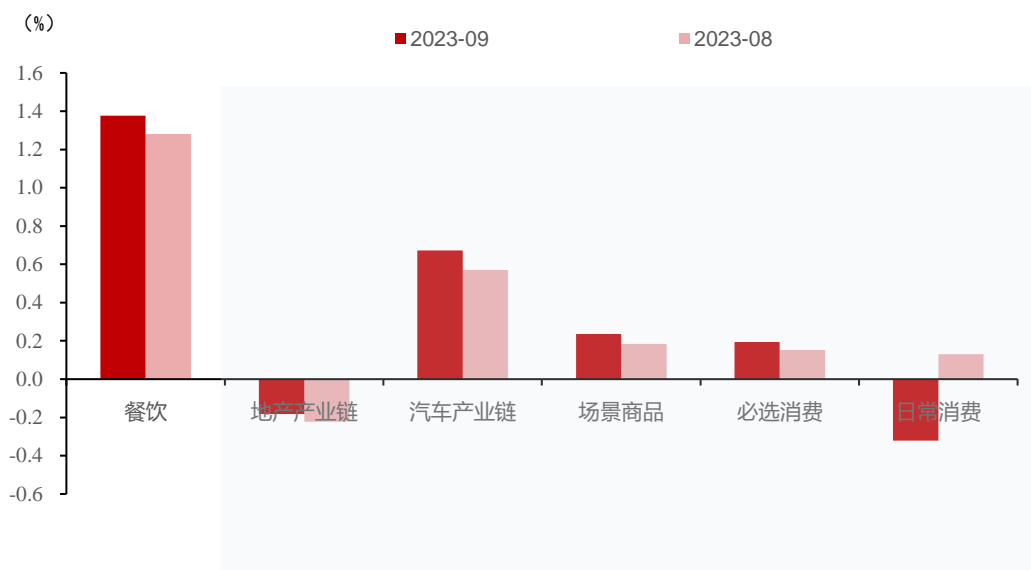
➤ **风险提示：**地产政策超预期，海外地缘政治超预期。

图1：主要行业工业增加值当月同比表现



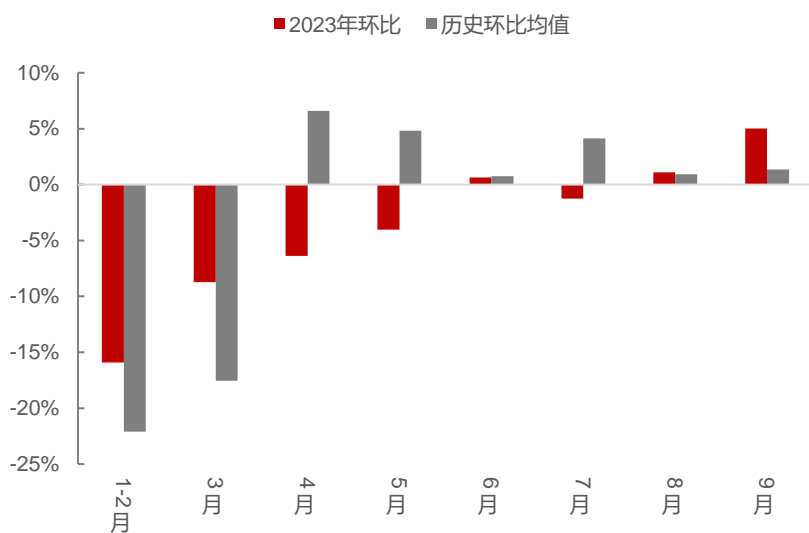
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：8月和9月各类商品对总社零同比拉动



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：9月出口表现明显好于季节性



资料来源：中国海关总署，民生证券研究院整理。注：历史环比均值为 2011-2021 年均值

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026