

2023年10月18日

资产端改善趋势进一步巩固

定期报告

9月经济数据点评

◆ 三季度经济数据呈现以下积极变化：

◆ 1) 经济增长企稳回升。在极端天气频发背景下，三季度 GDP 表现高仍强于市场预期，从季调环比看，三季度 GDP 明显改善，环比增速加快 0.8 个百分点至 1.3%。分三大产业来看，疫后的服务业形成较大支撑。

◆ 前三季度 GDP 主要由第三产业带动，一、二、三产业前三季度增加值增速分别为 4%、4.4%、6%，占 GDP 比重分别为 6.2%、38.7%、55.1%。

◆ 2) 生产端：持续恢复。在基数抬高前提下，9月工业增加值同比增 4.5%，与前值持平。分行业来看，顺周期行业如金属制品、机械设备、食品制造业 9 月增速环比提升。化学原料、黑色金属、有色金属等资源品行业进入补库阶段，工业增加值增速在 8% 以上。

◆ 3) 出口筑底。出口对工业生产的拖累连续三个月减弱，9 月出口交货值增速为 -3.6%，前值 -4.5%。

◆ 4) 就业与收入呈改善趋势，消费显著强于预期。社零增速继续反弹，9 月为 5.5%，显著高于 4.9% 的预期，前值为 4.6%，季调环比基本持平，较上月降低 0.2pct，年内社零低点为 7 月。其中，汽车以外的消费品零售额增速继续提升 0.8pct 至 5.9%。汽车社零增速低于零售销量增速，或受以价换量影响。出行社交相关的餐饮、服装、石油制品、金银珠宝增速较高。9 月消费的底部改善一定程度上受就业改善带动。9 月全国城镇调查失业率连续两个月下降至 5.0%，为 2021 年 11 月以来最低点，前值 5.2%。3 季度人均均可支配收入实际增速连续三个季度上行至 5.9%。

◆ 5) 剔除地产的民企以及制造业投资表现积极。本月首次披露扣除房地产投资的民间投资，1-9 月增长 9.1%。民间固定资产投资或聚焦于制造业。8 月以来，制造业投资增速扭转 2022 年四季度以来持续下降的趋势，1 至 9 月继续反弹 0.3pct 至 6.2%。其中，电气机械、汽车制造业、计算机通信等电子制造业、专用设备增速领先。高技术产业固投增速持续改善 0.1pct 至 11.4%。

◆ 积极因素以外，投资端相对较弱、地产问题依然突出、消费改善的基础仍需巩固。

◆ 1) 相对于消费与生产端，投资端较为疲弱，主要受房地产投资拖累。2023 年以来，固定资产投资增速持续下降，1 至 9 月为 3.1%，低于预期的 3.2%。

◆ 2) 房地产投资降幅自 3 月以来持续扩大，1 至 9 月房地产投资增速为 -9.1%，前值 -8.8%。反映行业景气度的国房景气指数 9 月继续下降 0.11pct 至 93.44，再创 2016 年 2 月以来新低。具体指标方面，1 至 9 月房地产销售降幅扩大，待售面积增速继续抬升。

◆ 3) 消费方面，9 月的超预期一定程度上受节假日拉动出行社交消费的影响，以服务消费为主，但近两月服务消费增速呈下降趋势。总体上需求仍弱于生产，工业企业产销率继续下降。消费基础的巩固仍需要民营经济的持续性改善。

◆ 投资建议：

◆ 9 月经济数据显示基本面改善趋势进一步巩固，今日资本市场的表现或验证：资产端确定性改善、负债端趋势性收敛背景下，资本市场面临剩余流动性的减少。受此影响，资金转而追逐、拥抱确定性，股债性价比偏向债券。债券目前已经跌出了较好的配置价值，国家资产负债边际收缩背景下，久期策略占优。

◆ 风险提示：政策超预期放松，经济恢复不及预期。

分析师 罗云峰

SAC 执业证书编号：S0910523010001
luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师 杨斐然

SAC 执业证书编号：S0910523050002
yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

地方债发行计划半月报-2023 年四季度地方债发行计划已披露 8940 亿元 2023.10.15

资产配置周报(2023-10-15)-新增变化不多，维持原有判断 2023.10.15

9 月进出口数据点评 2023.10.13

陕西区域债务分析展望 2023.10.9

ESG 市场跟踪双周报
(2023.9.25-2023.10.8)-欧盟通过欧洲绿色债券标准 2023.10.8



目录

一、三季度 GDP 增速环比改善	3
二、生产端：持续恢复	3
三、消费：继续反弹，显著强于预期	4
四、固定资产投资：剔除地产的民企以及制造业投资表现积极	6
五、投资建议	7
六、风险提示	7

图表目录

图 1：工业增加值环比持平	3
图 2：出口交货值增速连续 3 个月改善	4
图 3：9 月社零增速改善	5
图 4：31 个大城市城镇调查失业率连续两个月下降	5
图 5：各产业固定资产投资增速	6
图 6：民间投资占比创新低	7

一、三季度 GDP 增速环比改善

在极端天气频发背景下，三季度 GDP 表现仍强于市场预期。2023 年三季度中国 GDP 同比增长 4.9%，低于前值 1.4 个百分点，主要是由于去年同期基数抬升。从季调环比看，三季度 GDP 明显改善，环比增速加快 0.8 个百分点至 1.3%。

疫后服务业持续恢复。分三大产业来看，前三季度 GDP 主要由第三产业带动，一、二、三产业前三季度增加值增速分别为 4%、4.4%、6%，占 GDP 比重分别为 6.2%、38.7%、55.1%。

二、生产端：持续恢复

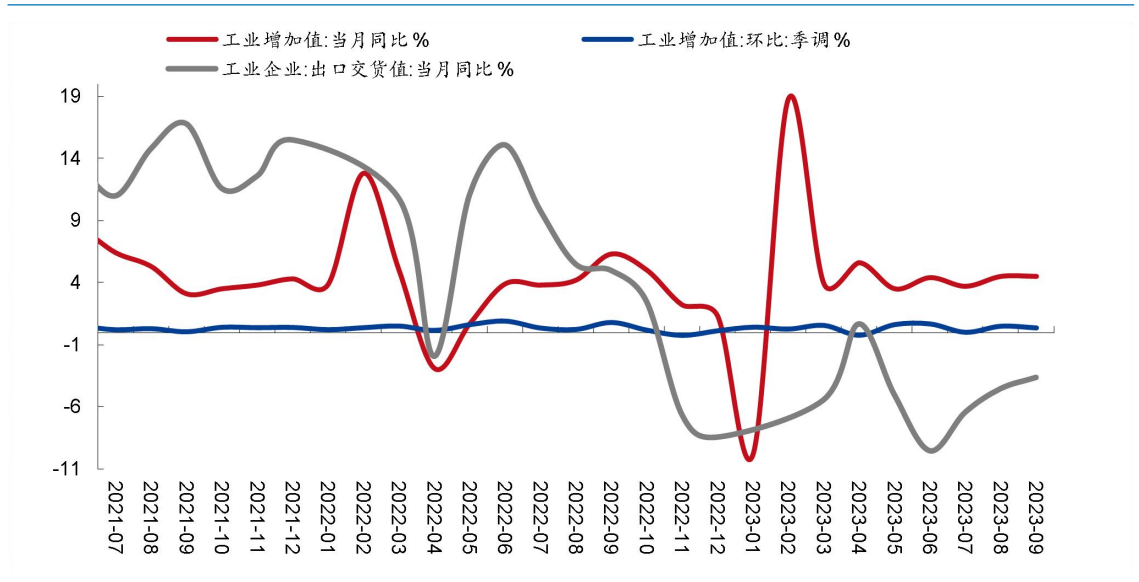
在基数抬高前提下，9 月工业增加值同比增 4.5%，与前值持平；环比季调 0.36%，前值 0.5%。出口对工业生产的拖累连续三个月减弱，9 月出口交货值增速为 -3.6%，前值 -4.5%。

分门类看，9 月制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业的工业增加值同比增速分别变动 -0.4pct、-0.6pct、-0.8pct、3.3pct 至 5.0%、2.3%、1.5%、3.5%。

分行业来看，9 月 41 个细分行业中有 26 行业的工业增加值同比正增长。顺周期行业如金属制品、机械设备、食品制造业 9 月增速环比提升。化学原料、黑色金属、有色金属等资源品行业进入补库阶段，工业增加值增速在 8% 以上。

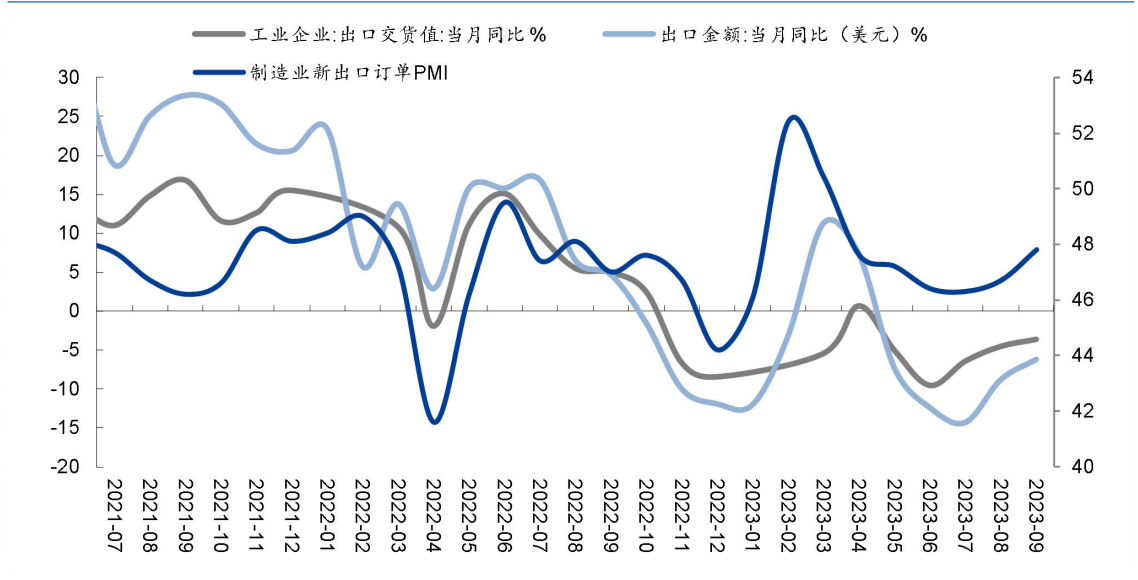
需求仍弱于生产，9 月工业企业产品销售率为 97.4%，同比下降 0.4pct。

图 1：工业增加值环比持平



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：出口交货值增速连续 3 个月改善



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、消费：继续反弹，显著强于预期

社零增速继续反弹，9月为5.5%，显著高于4.9%的预期，前值为4.6%，季调环比基本持平，较上月降低0.2pct，年内社零低点为7月。其中，汽车以外的消费品零售额增速继续提升0.8pct至5.9%。

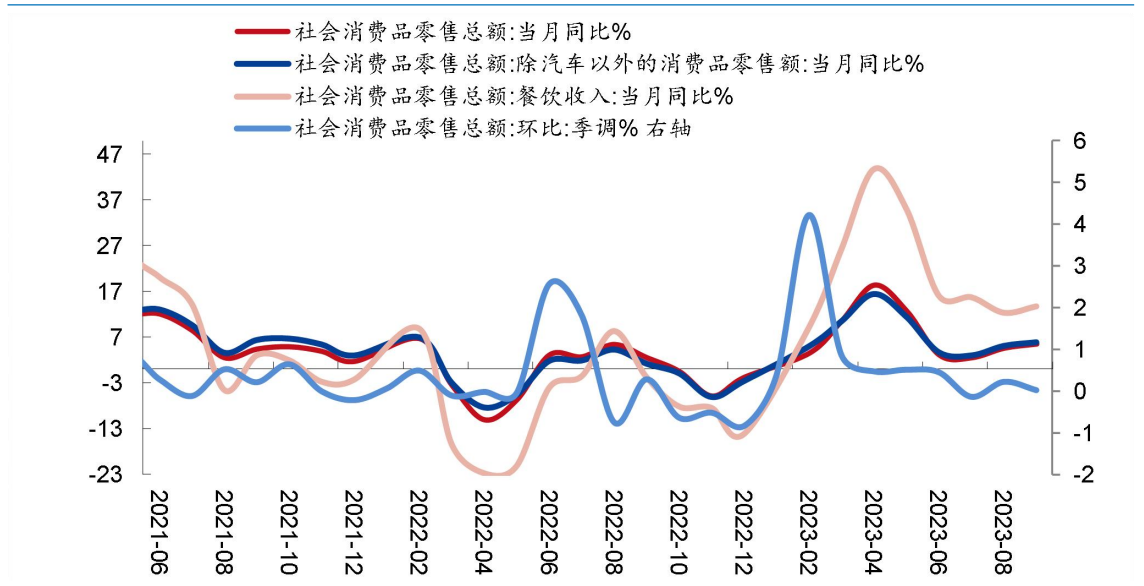
具体来看，出行社交相关的餐饮、服装、石油制品、金银珠宝，以及粮油食品增速均在7.5%以上。其中纺织服装增速环比提升幅度较高，为5.4pct。汽车社零增速为2.8%，增速环比小幅提高1.7pct，增速小于乘用车零售销量4.7%的增速，或受以价换量影响。

房地产消费仍在磨底，房地产后周期的家电、建筑及装潢材料保持负增长但跌幅小幅改善，家具增速大幅下降4.3pct至0.5%。

在节假日带动下，服务零售强于商品零售。1至9月服务零售额同比增18.9%，较前值下降0.5pct，连续两个月温和下降，但显著快于社零整体增速。

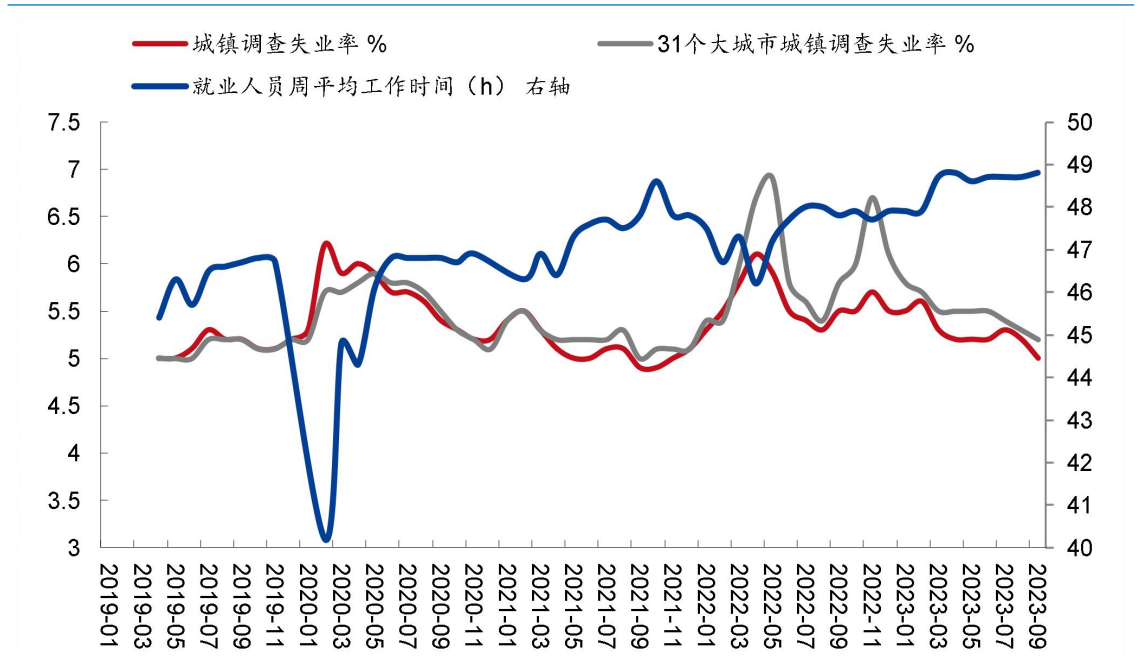
9月消费的底部改善一定程度上受就业改善带动。9月全国城镇调查失业率连续两个月下降至5.0%，为2021年11月以来最低点，前值5.2%。此外，就业人员平均工时呈上行趋势，9月为每周48.8，较8月提高0.1小时，为2017年有统计以来最高水平。3季度人均可支配收入实际增速连续三个季度上行至5.9%。

图 3: 9 月社零增速改善



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 31 个大城市城镇调查失业率连续两个月下降



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、固定资产投资：剔除地产的民企以及制造业投资表现积极

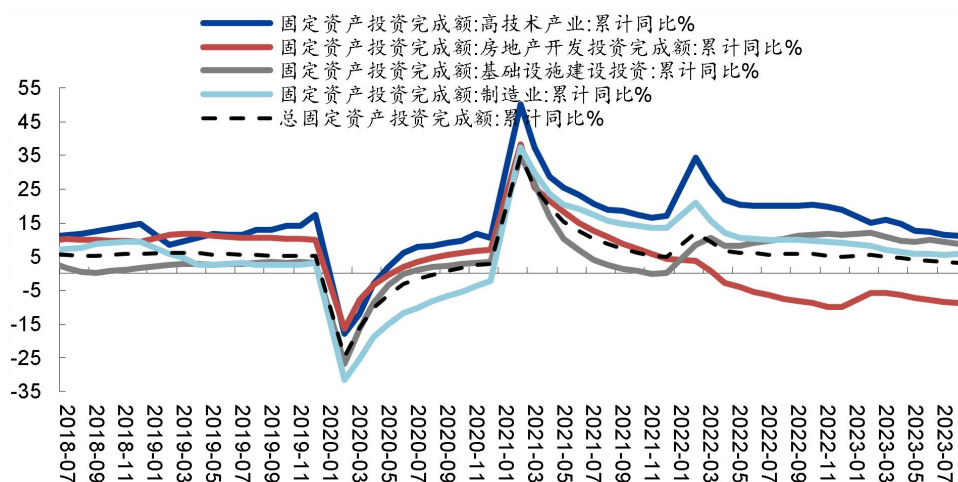
2023年以来，固定资产投资增速持续下降，1至9月为3.1%，低于预期的3.2%，前值3.2%。其中1-9月基建投资、制造业投资、房地产开发投资同比增速分别较上月变动-0.2pct、0.3pct、-0.3pct至6.2%、6.2%、-9.1%。

房地产投资降幅自3月以来持续扩大，1至9月房地产投资增速为-9.1%，前值-8.8%。具体指标方面，1至9月房地产销售降幅扩大，待售面积增速继续抬升，新开工及施工面积低位企稳。保交楼仍在进行中，房屋竣工面积保持高增速。反映行业景气度的国房景气指数9月继续下降0.11pct至93.44，再创2016年2月以来新低。整体而言，房地产投资仍存在较大压力，库存难以有效释放，销售和新开工修复程度有限，仍需等待购房信心好转。

8月以来，制造业投资增速扭转2022年四季度以来持续下降的趋势，1至9月继续反弹0.3pct至6.2%。其中，电气机械、汽车制造业、计算机通信等电子制造业、专用设备增速领先。高技术产业固投增速持续改善0.1pct至11.4%。其中航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长20.7%、17.0%。

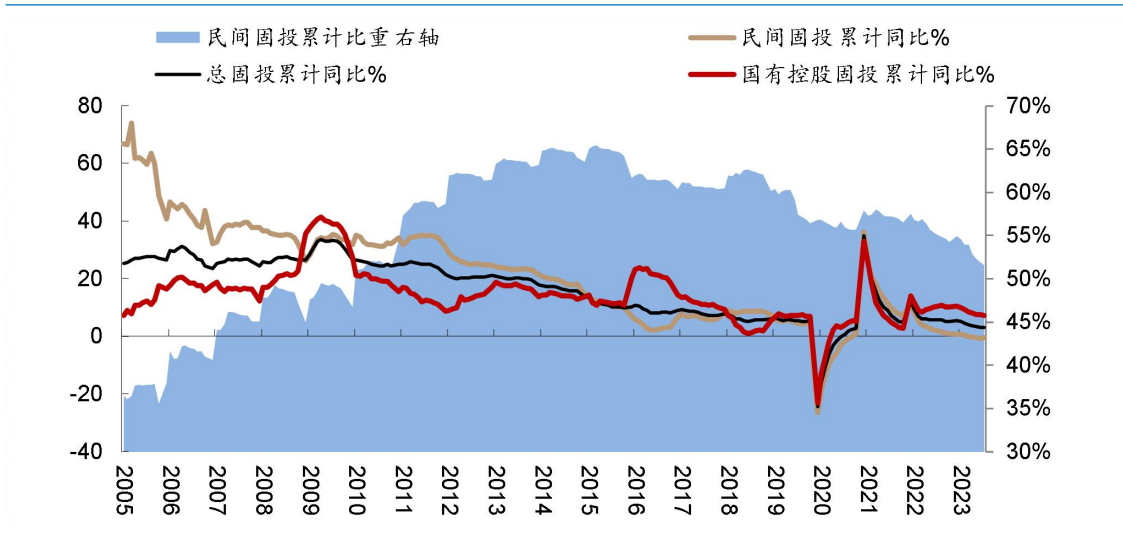
分企业性质来看，民企较国企有较大压力，但扣除房地产的民间投资呈现高增长且环比改善。1) 包括地产投资的民间固投资增速自2022年以来持续下降，并且自5月转为负增长，1至9月小幅改善0.1pct至-0.6%，为2022年2月以来首次改善。民间固定资产投资占比亦继续下降，9月为历史最低位51.6%。2) 国企固投增速持续下滑，1-9月为7.2%，前值7.4%。3) 值得注意的是，本月首次披露扣除房地产投资的民间投资，1-9月增长9.1%。民间固定资产投资或聚焦于制造业。

图5：各产业固定资产投资增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6: 民间投资占比创新低



资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、投资建议

9 月经济数据显示基本面改善趋势进一步巩固, 今日资本市场的表现或验证: 资产端确定性改善、负债端趋势性收敛背景下, 资本市场面临剩余流动性的减少。受此影响, 资金转而追逐、拥抱确定性, 股债性价比偏向债券。债券目前已经跌出了较好的配置价值, 国家资产负债边际收缩背景下, 久期策略占优。

六、风险提示

经济失速下滑, 政策超预期宽松, 剩余流动性持续大幅扩张, 资产价格走势预测与实际形成偏差

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn