

经济边际改善，后续或呈现波浪式慢修复特征

2023年9月经济数据点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

①前三季度经济整体呈弱修复态势，在政策持续发力下，经济企稳回升，经济数据继续边际改善。初步核算，前三季度国内生产总值按不变价格计算，同比增长5.2%。其中，三季度增长4.9%，从环比看，三季度国内生产总值增长1.3%。

②三季度，居民就业和可支配收入均出现不同程度改善，其中9月全国城镇调查失业率明显下滑至5.0%。同时，叠加双节假期影响，居民旅游、返乡等活动增多，9月服务型消费明显改善，餐饮收入持续回升，粮油、食品类、饮料类必选消费持续增长。不过需求不足的问题犹存，消费改善的持续性可能不强，还需继续观察。

③9月固定资产投资增速有所回落，其中仅制造业投资延续回升态势，而基建投资和地产投资继续下滑。制造业投资增速继续改善主要是受高质量行业投资较强韧性的支撑。基建投资方面，随着今年专项债发行基本结束，后续基建投资对于经济支撑作用或继续减弱。此外，地产方面风险犹存，最新地产政策的优化仍是鼓励居民加杠杆，在增收方面力度不强，对地产的影响或偏短期需求释放，而非长期持续性改善，后续地产需求复苏的强度和持续性有待观察。

④9月规模以上工业增加值与上月持平，其中采矿业和制造业较上月小幅回落，电力、燃气及水的生产和供应业出现较为明显增长。制造业方面，部分行业去库或接近尾声，逐步进入补库阶段。

⑤总的来看，9月经济数据延续改善趋势，或是受到政策加码所带来的拉动。但需注意到，当前外部环境更趋复杂严峻，国内需求仍显不足，经济回升向好基础仍需巩固，再加上地产复苏的持续性尚需观察，四季度经济的修复大概率将呈现波浪式慢修复特征。

⑥风险提示：国际形势演变超预期；美国金融风险/经济衰退超预期；国内经济复苏不及预期；政策不及预期。

事件:

2023年10月18日,国家统计局公布了2023年9月份的经济数据,具体见下图(图1-3):

图1: 经济数据情况 (%)

	2023-09	2023-08	2023-07
工业增加值:当月同比	4.50	4.50	3.70
服务业生产指数:当月同比	6.90	6.80	5.70
投资			
基建投资:累计同比	8.64	8.96	9.41
制造业:累计同比	6.20	5.90	5.70
房地产:累计同比	-9.10	-8.80	-8.50
社会消费品零售总额:当月同比	5.50	4.60	2.50
出口金额:当月同比	-6.20	-8.80	-14.30

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图2: 社会零售总额情况 (%)

	2023-09	2023-08	2023-07
社会消费品零售总额:累计值	342,107.00	302,281.00	264,348.00
社会消费品零售总额:累计同比	6.80	7.00	7.30
社会消费品零售总额:当月值(亿元)	39,826.00	37,933.00	36,761.00
社会消费品零售总额:当月同比(%)	5.50	4.60	2.50
其中:除汽车以外的消费品零售额	5.90	5.10	3.00
其中:限额以上企业消费品零售总额	5.20	3.10	0.30
按经营地区分			
城镇:当月同比	5.40	4.40	2.30
乡村:当月同比	6.30	6.30	3.80
按消费类型分			
餐饮收入:当月同比	13.80	12.40	15.80
其中:限额以上企业餐饮收入总额	12.80	10.40	10.90
商品零售:当月同比	4.60	3.70	1.00
其中:限额以上企业商品零售总额	4.70	2.50	-0.50
粮油、食品类	8.30	4.50	5.50
饮料类	8.00	0.80	3.10
烟酒类	23.10	4.30	7.20
服装鞋帽针纺织品类	9.90	4.50	2.30
化妆品类	1.60	9.70	-4.10
金银珠宝类	7.70	7.20	-10.00
日用品类	0.70	1.50	-1.00
家用电器和音像器材类	-2.30	-2.90	-5.50
中西药品类	4.50	3.70	3.70
文化办公用品类	-13.60	-8.40	-13.10
家具类	0.50	4.80	0.10
通讯器材类	0.40	8.50	3.00
石油及制品类	8.90	6.00	-0.60
汽车类	2.80	1.10	-1.50
建筑及装潢材料类	-8.20	-11.40	-11.20

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 3：规模以上工业增加值情况（%）

	2023-09	2023-08	2023-07
工业增加值:累计同比	4.00	3.90	3.80
工业增加值:当月同比	4.50	4.50	3.70
分三大门类			
制造业	5.00	5.40	3.90
其中:高技术产业	2.30	2.90	0.70
采矿业	1.50	2.30	1.30
电力、燃气及水的生产和供应业	3.50	0.20	4.10
分经济类型			
其中:国有及国有控股企业	5.90	5.20	3.40
其中:股份制企业	5.60	5.70	5.00
外商及港澳台投资企业	0.40	0.80	-1.80
其中:私营企业	3.30	3.40	2.50
主要行业增加值			
煤炭开采和洗选业	1.40	1.60	0.40
石油和天然气开采业	3.40	7.20	4.20
农副食品加工业	1.20	3.10	3.00
食品制造业	6.40	2.50	0.00
酒、饮料和精制茶制造业	2.70	-2.90	-3.10
纺织业	0.80	1.40	-0.30
化学原料及化学制品制造业	13.40	14.80	9.80
医药制造业	-7.70	-6.20	-3.50
橡胶和塑料制品业	6.00	5.40	3.60
非金属矿物制品业	-1.70	-1.60	-3.40
黑色金属冶炼及压延加工业	9.90	14.50	15.60
有色金属冶炼及压延加工业	8.40	8.80	8.90
金属制品业	3.70	1.40	1.40
通用设备制造业	0.00	-0.80	-1.40
专用设备制造业	1.60	-0.50	1.50
汽车制造业	9.00	9.90	6.20
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.60	3.10	1.00
电气机械及器材制造业	11.50	10.20	10.60
计算机、通信和其他电子设备制造业	4.50	5.80	0.70
电力、燃气及水的生产和供应业	4.60	0.20	4.60

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

对此，我们的点评如下：

核心观点：经济逐步企稳回升，但需求不足仍是核心关注点

前三季度经济整体呈弱修复态势，在政策持续发力下，经济企稳回升，经济数据继续边际改善。初步核算，前三季度国内生产总值按不变价格计算，同比增长 5.2%。其中，三季度增长 4.9%，从环比看，三季度国内生产总值增长 1.3%。

三季度，居民就业和可支配收入均出现不同程度改善，其中 9 月全国城镇调查失业率明显下滑至 5.0%。同时，叠加双节假期影响，居民旅游、返乡等活动增多，9 月服务型消费明显改善，餐饮收入持续回升，粮油、食品类、饮料类必选消费持续增长。不过需求不足的问题犹存，消费改善的持续性可能不强，还需继续观察。

9 月固定资产投资增速有所回落，其中仅制造业投资延续回升态势，而基建投资和地产投资继续下滑。制造业投资增速继续改善主要是受高质量行业投资较强韧性的支撑。基建投资方面，随着今年专项债发行基本结束，后续基建投资对于经济支撑作用或继续减弱。此外，地产

方面风险犹存，最新地产政策的优化仍是鼓励居民加杠杆，在增收方面力度不强，对地产的影响或偏短期需求释放，而非长期持续性改善，后续地产需求复苏的强度和持续性有待观察。

9月规模以上工业增加值与上月持平，其中采矿业和制造业较上月小幅回落，电力、燃气及水的生产和供应业出现较为明显增长。制造业方面，部分行业去库或接近尾声，逐步进入补库阶段。

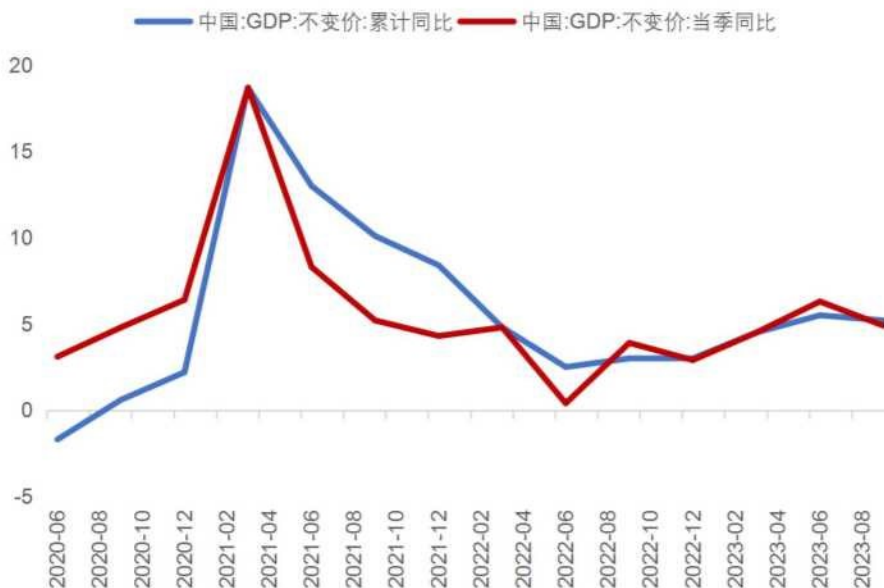
总的来看，9月经济数据延续改善趋势，或是受到政策加码所带来的拉动。但需注意到，当前外部环境更趋复杂严峻，国内需求仍显不足，经济回升向好基础仍需巩固，再加上地产复苏的持续性尚需观察，四季度经济的修复大概率将呈现波浪式慢修复特征。

1. 经济或呈波浪式慢修复特征

政策持续发力下，经济企稳回升。初步核算，前三季度国内生产总值913027亿元，按不变价格计算，同比增长5.2%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%，三季度增长4.9%，从环比看，三季度国内生产总值增长1.3%。

总的来看，前三季度经济呈弱修复态势。需注意到，当前外部环境更趋复杂严峻，国内需求仍显不足，经济回升向好基础仍需巩固，再加上地产复苏的持续性尚需观察，四季度经济的修复大概率将呈现波浪式慢修复特征。

图1：国内GDP增速同比（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：其中从2023年开始为两年平均增速，其余为同比增速

2. 双节影响下，消费继续回升

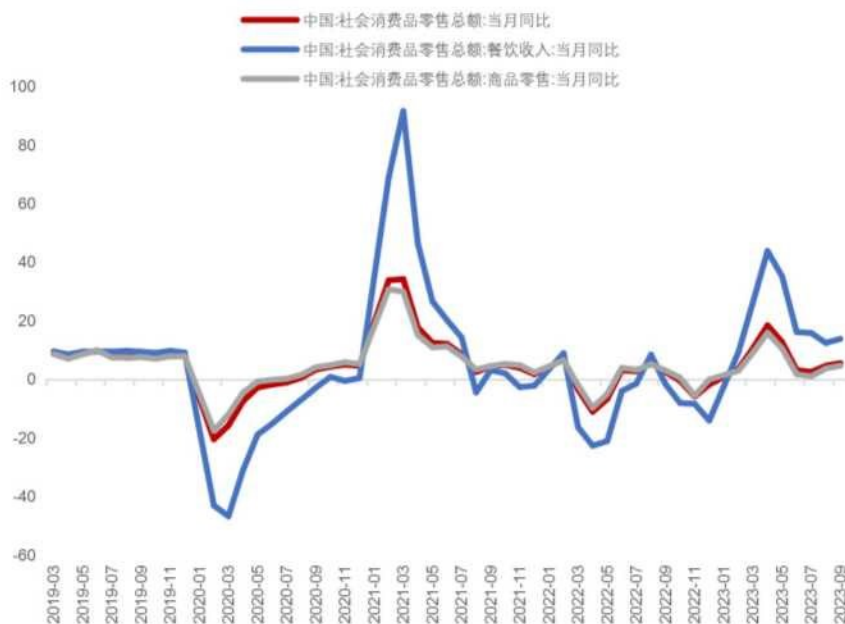
三季度，居民就业和可支配收入均出现不同程度改善，其中9月全国城镇调查失业率明显下滑至5.0%。同时，叠加双节假期影响，居民旅游、返乡等活动增多，服务型消费明显改善，餐饮收入持续回升，粮油、食品类、饮料类必选消费持续增长。不过如果从两年平均增速来看，

9月社零较上月回落1.03个百分点至3.98%，整体来看，需求不足的问题犹存，消费改善的持续性可能不强，还需继续观察。

就业、居民可支配收入均有所改善。前三季度，全国城镇调查失业率平均值为5.3%。其中，9月全国城镇调查失业率为5.0%，比上月下降0.2个百分点，连续2个月下降。此外，前三季度，全国居民人均可支配收入29398元，同比名义增长6.3%；扣除价格因素实际增长5.9%，比上半年加快0.1个百分点。

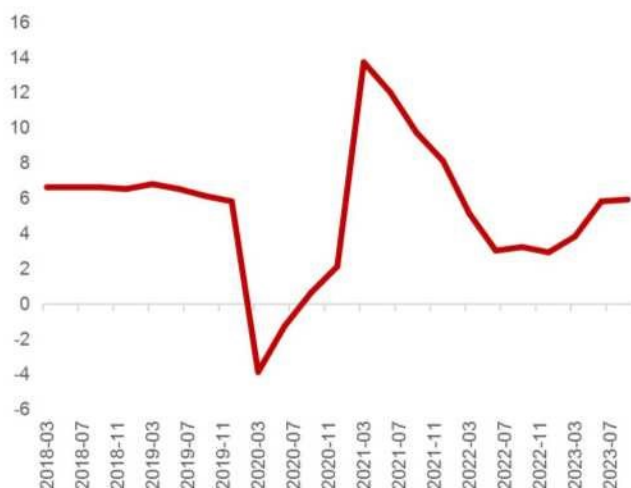
双节影响下，9月消费继续改善，粮油、食品等必选消费表现较强。9月社会消费品零售总额39826亿元，同比增长5.5%，明显超过预期的4.9%和前值的4.6%。消费明显回升或是受双节影响，居民出行增多，服务型消费明显改善。从消费类型看，9月份，商品零售35539亿元，同比增长4.6%（前值7%）；餐饮收入4287亿元，增长13.8%（12.4%）。从分项来看，9月必选消费出现较为明显上涨，不过如果从两年平均增速来看，仅粮油、食品类、饮料类消费保持正增长，或是因为双节假期部分居民返乡影响。而多数分项表现偏弱，整体来看需求不足的问题仍待改善。

图2：9月社零持续回暖（%）



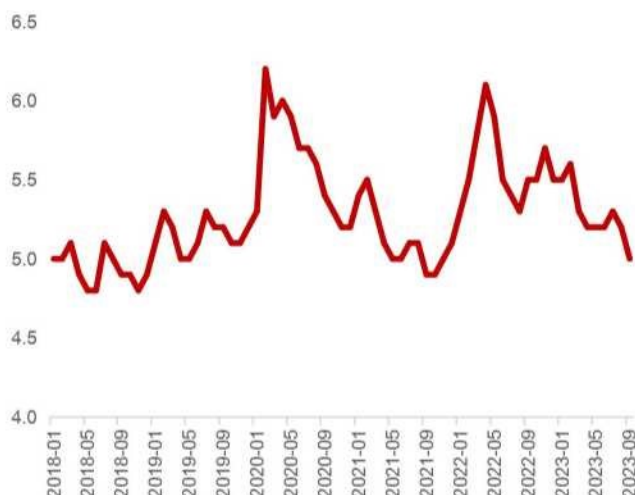
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：居民人均可支配收入小幅改善（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：失业率明显下行（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：消费分项同比增速（%）

消费分项	2023年8月份同比增速	2023年9月份同比增速	2023年9月份同比增速较8月份变化
必选消费			
粮油、食品类	4.5	8.3	3.8
饮料类	0.8	8.0	7.2
烟酒类	4.3	23.1	18.8
服装鞋帽针纺织品类	4.5	9.9	5.4
日用品类	1.5	0.7	-0.8
中西药品类	3.7	4.5	0.8
可选消费（地产相关）			
家用电器和音像器材类	-2.9	-2.3	0.6
家具类	4.8	0.5	-4.3
建筑及装潢材料类	-11.4	-8.2	3.2
可选消费（非地产相关）			
化妆品类	0.2	1.6	-1.4
金银珠宝类	2.2	7.7	5.5
文化办公用品类	-8.4	-13.6	-5.2
通讯器材类	0.4	0.4	0.0
石油及制品类	6.0	8.9	2.9
汽车类	1.1	2.8	1.7

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：消费分项两年平均增速（%）

消费分项	2023年8月份两年平均增速	2023年9月份两年平均增速	2023年9月份两年平均增速较8月份变化
必选消费			
粮油、食品类	7.7	8.8	1.1
饮料类	3.9	5.9	2.0
烟酒类	8.9	7.7	-1.2
服装鞋帽针纺织品类	4.5	3.5	-1.0
日用品类	4.7	4.1	-0.6
中西药品类	6.1	6.3	0.2
可选消费（地产相关）			
家用电器和音像器材类	-0.4	-4.6	-4.2
家具类	-2.4	-4.3	-1.9
建筑及装潢材料类	-11.0	-9.6	1.4
可选消费（非地产相关）			
化妆品类	4.5	1.4	-3.1
金银珠宝类	6.4	3.1	-3.3
文化办公用品类	0.9	-1.6	-2.5
通讯器材类	5.3	5.7	0.4
石油及制品类	6.0	7.8	1.8
汽车类	1.1	2.8	1.7

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 制造业投资继续改善，基建、地产投资延续下行趋势

总的来看，9月固定资产投资增速有所回落，其中仅制造业投资延续回升态势，而基建投资和地产投资继续下滑。制造业投资增速继续改善主要是受高质量行业投资较强韧性的支撑。基建投资方面，随着今年专项债发行基本结束，后续基建投资对于经济支撑作用或继续减弱。此外，地产方面风险犹存，最新地产政策的优化仍是鼓励居民加杠杆，在增收方面力度不强，对地产的影响或偏短期需求释放，而非长期持续性改善，后续地产需求复苏的强度和持续性有待观察。

2023年1-9月份，全国固定资产投资（不含农户）375035亿元，同比增长3.1%（前值3.2%），较上月继续走弱。其中，民间固定资产投资193399亿元，同比下降0.6%。从环比看，9月份固定资产投资（不含农户）增长0.15%。分产业看，第一产业投资7951亿元，同比下降1.0%；第二产业投资116808亿元，增长9.0%；第三产业投资250276亿元，增长0.7%。

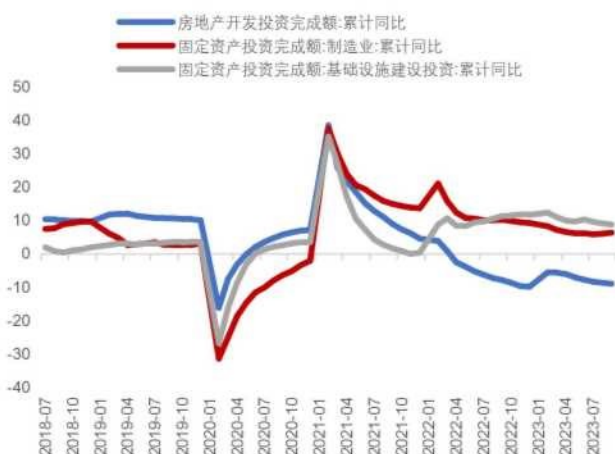
基建投资持续回落，后续对经济支撑作用或进一步减弱。9月狭义基础设施投资（不含电

热水)同比增长6.2%，较上月继续回落0.2个百分点，广义基础设施投资(含电热水)同比增长8.94%(前值8.96%)。其中，铁路运输业投资同比增长22.1%(前值23.4%)，水利管理业投资增长4.9%(前值4.8%)。总体来看，基建投资持续回落，随着专项债发行基本结束，基建投资对于经济支撑作用或继续减弱。

制造业投资增速继续改善，高质量行业投资保持韧性。1-9月制造业投资增长6.2%，增速比1-8月份加快0.3个百分点。其中，食品制造业(+4.7个百分点至7.5%)、有色金属冶炼及压延加工业(+1.4个百分点至9.9%)、金属制品业(+2.1个百分点至1.7%)、铁路、船舶等运输设备制造业(+3.9个百分点至3.1%)出现较为明显增长，此外化学原料及化学制品制造业(13.5%)、电气机械及器材制造业(38.1%)、计算机通信等电子设备制造业(10.2%)等高技术制造业延续高增长趋势，为制造业投资提供较强支撑。

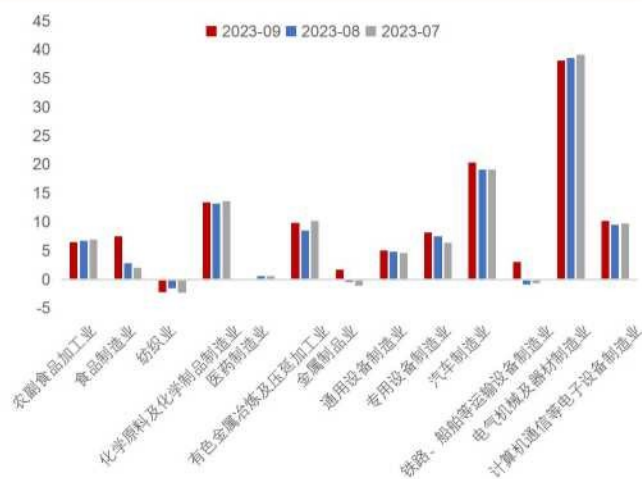
地产投资延续负增长，供需双弱局面尚未扭转。2023年1-9月份，全国房地产开发投资87269亿元，同比下降9.1%(前值下降8.8%)。根据分项来看，房地产新开工、施工面积同比增速延续负增长，分别为-23.4%和-7.1%(前值分别为-24.4%和-7.1%)，其中新开工面积出现小幅改善。9月竣工面积同比小幅上升，为19.8%。最新地产政策的优化仍是鼓励居民加杠杆，在增收方面力度不强，对地产的影响或偏短期需求释放，而非长期持续性改善。近期地产销售高频数据季节性改善，但相比于2022年、2021年及2019年同期仍然较弱，后续地产需求复苏的强度和持续性有待观察。

图7：制造业投资继续改善(%)



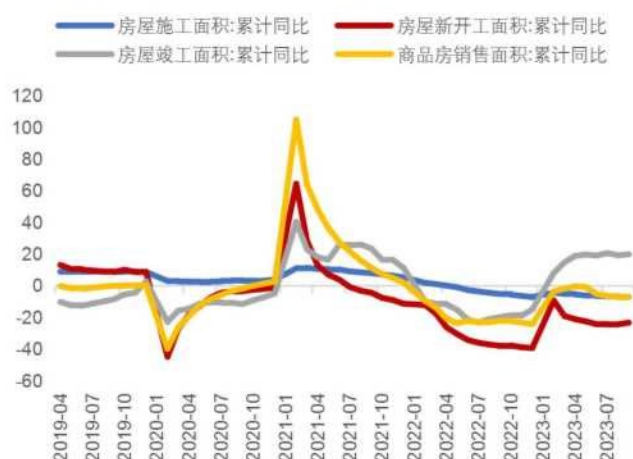
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图8：高质量行业投资保持较强韧性(%)



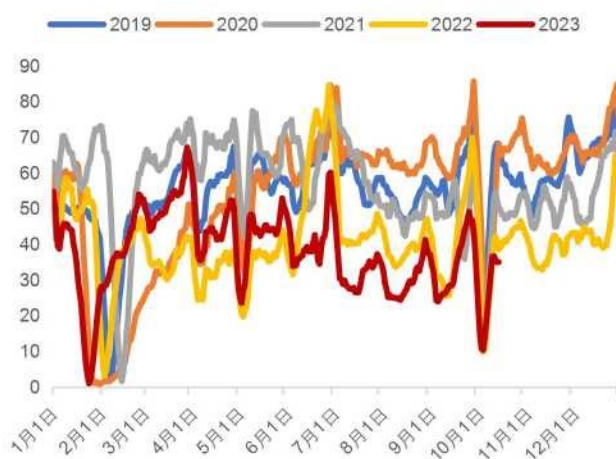
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 9：地产开工、施工、销售延续负增长（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

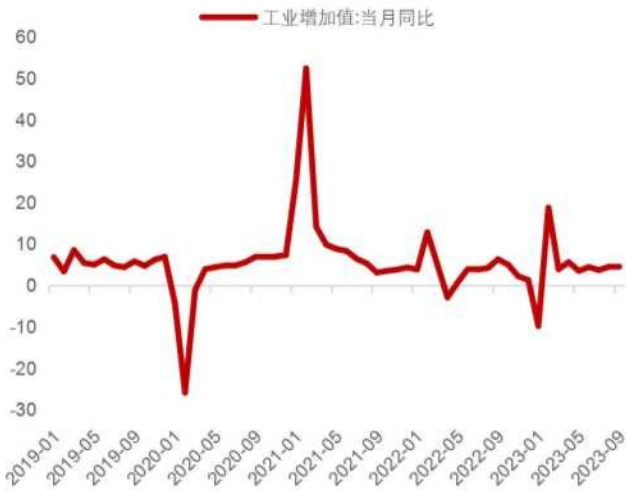
4. 工业增加值增速保持不变，部分行业增加值有所改善

9 月规模以上工业增加值增速与上月持平，其中采矿业和制造业较上月小幅回落，电力、燃气及水的生产和供应业出现较为明显增长。制造业方面，部分行业去库或接近尾声，逐步进入补库阶段。

工业增加值增速与上月持平，电热水生产和供应业出现明显增长。2023 年 9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），与上月持平。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.36%。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.0%。分三大门类看，采矿业（同比增长 1.5%）和制造业（同比增长 5.0%）较上月小幅回落，而电力、燃气及水的生产和供应业（同比增长 3.5%）出现较为明显增长。

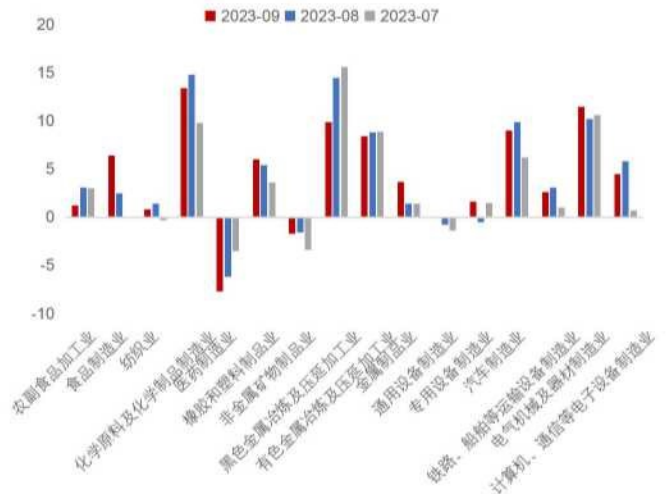
从制造业来看，部分行业增加值有所改善。9 月食品制造业出现较为明显改善（+3.9 个百分点至 6.4%），或是受相关消费需求走强影响。此外，部分行业去库或接近尾声，逐步进入补库阶段，9 月份，41 个大类行业中有 26 个行业增加值保持同比增长，其中，金属制品业（+2.3 个百分点至 3.7%）、专用设备制造业（+2.1 个百分点至 1.6%）、电气机械和器材制造业（+1.3 个百分点至 11.5%）。9 月制造业 PMI 重回扩张区间，后续制造业有望持续改善。

图 11: 规上工业增加值同比与上月持平 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 12: 部分行业增加值有所改善 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

5. 风险提示

国际形势演变超预期; 美国金融风险/经济衰退超预期; 国内经济复苏不及预期; 政策不及预期。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。