

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

如何看待经济超预期对资产定价的影响？

2023年10月19日

摘要:

7月以来经济触底回升，三季度经济数据是对经济修复的再确认。然而，近期权益市场的表现偏弱，与向好的基本面形成背离。本文尝试解释背离的原因，并分析了权益市场当前的主要矛盾。

- **三季度 GDP 同比增长 4.9%，超过市场预期。**2023 年三季度 GDP 同比增速为 4.9%，高于万得一致预期的 4.5%，显示出经济增长持续恢复向好。我们认为，GDP 超预期主要有三点支撑。
- **第一，消费是 GDP 增速超预期上升的重要支撑。**2023 年三季度，最终消费支出对经济增长贡献率提升，达到 94.8%。根据居民消费的三因素框架，就业、收入、消费倾向均对消费形成贡献。另外，存量房贷利率调降，居民提前还贷需求减少，使得收入的更大比例可以用于消费。
- **第二，民间投资活力不弱，制造业投资维持韧性。**本月统计局首次公布“扣除地产开发投资后的民间投资同比增速”这一指标，9 月该指标的累计增速为 9.1%。这意味着民间投资萎缩主要是受到地产投资的拖累，工业部门的民间投资活力并不弱。6 月开始私营工业企业利润降幅不断收窄，我们认为，利润的好转驱使了民营企业加大资本开支。
- **第三，企业补库存，工业生产延续恢复态势。**一是原材料库存周期开启补库阶段，8 月原材料库存同比增速由负转正，9 月原材料行业增加值维持较高增速。二是部分消费品行业为应对旅游旺季提前备货。
- **如何看待经济超预期对资产定价的影响？**首先，我们认为，从国内经济基本面来看，经济数据是对经济修复的再确认。事实上，5 月制造业 PMI 触底后连续 4 个月回升，10 月 PMI 上行至荣枯线之上，市场对经济处于修复阶段已有共识。10 月公布的三季度 GDP 更多是对经济修复的再确认。而三季经济数据表现较好意味着完成全年目标的压力不大，我们认为，这可能会一定程度上降低市场对于政策发力的预期，短期内或不利于权益市场定价。其次，边际上地产行业改善幅度有限，后续需要继续观察。8 月底地产刺激政策频繁出台，但从 9 月地产数据来看，在居民收入预期尚未恢复、房价下跌预期偏强等因素的影响下，全国房地产市场活跃度未明显回暖。最后，美联储维持高利率是国内权益市场“高悬之剑”。近日公布的美国工业产出数据、零售数据均高于市场预期，显示美国经济基本面依然较为强劲。目前来看，美债收益率对国内权益市场的压制打开可能还需要一些时间。

风险因素：政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、如何看待经济超预期对资产定价的影响？	3
二、工业增加值同比增速与上月持平	7
三、基建投资维持韧性，地产数据仍然低迷	8
四、居民消费释放，社零增速上升	10
风险因素	10

图目录

图 1：三季度居民消费倾向 2020 年以来首次超过疫情前（2019 年同期）水平	3
图 2：8 月后早偿率明显下降	4
图 3：私营企业利润同比降幅快速收窄	4
图 4：各行业制造业投资	5
图 5：原材料库存周期开启补库阶段	5
图 6：商品房成交 7 日移动平均	6
图 7：A 股表现和美债收益率相关性较强	7
图 8：美联储加息预期	7
图 9：工业增加值同比增速	8
图 10：分行业工业增加值同比增速	8
图 11：专项债发行进度	9
图 12：9 月中旬开始石油沥青装置开工率下滑	9
图 13：各类消费增速	10

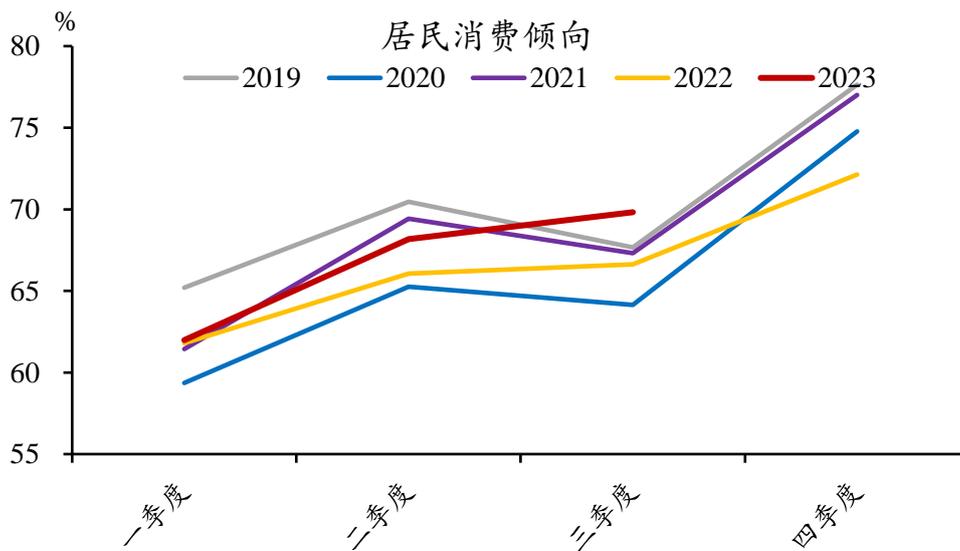
一、如何看待经济超预期对资产定价的影响？

三季度 GDP 同比增长 4.9%，超过市场预期。2023 年三季度 GDP 同比增速为 4.9%，高于万得一致预期的 4.5%。三季度增速比二季度同比增速（6.3%）回落，主要是因为去年同期基数抬升。从环比增速来讲，今年三季度增长 1.3%，比二季度加快 0.8 个百分点，显示出经济增长持续恢复向好。我们认为，GDP 增速超预期主要有三点支撑。

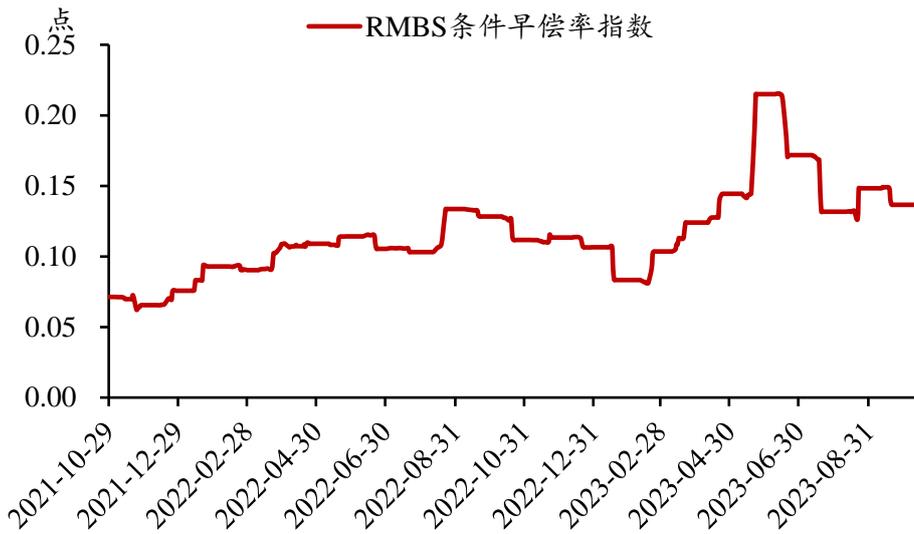
第一，消费是 GDP 增速超预期上升的重要支撑。根据统计局的拆分，2023 年三季度，最终消费支出对经济增长贡献率提升，达到 94.8%，拉动 GDP 增长 4.6 个百分点；资本形成总额对经济增长的贡献率是 22.3%，拉动 GDP 增长 1.1 个百分点；货物和服务净出口对经济增长的贡献率是-17.1%，向下拉动 GDP 0.8 个百分点。可见三季度消费是 GDP 增速超预期上升的重要支撑。

根据居民消费的三因素框架，就业、收入、消费倾向均对消费形成贡献。（1）三季度平均调查失业率是 5.2%，较去年同期的 5.4% 明显改善，且三季度失业率呈现逐月好转的趋势，9 月份的调查失业率已降至 5.0%。（2）三季度全国居民人均可支配收入同比增速为 5.9%（二季度为 8.4%），但考虑到收入和 GDP 类似，也受到基数的影响，我们对比收入的两年平均增速。三季度收入两年平均增速为 6.2%，高于二季度的 5.5%，说明居民的收入是正向贡献。（3）三季度居民消费倾向为 69.8%，较二季度上升 1.6 个百分点，是 2020 年以来居民消费倾向首次超过疫情前（2019 年同期）水平。一方面居民出行需求持续释放，消费意愿有所提振；另一方面，存量房贷利率调降，居民提前还贷需求减少，使得收入的更大比例可以用于消费。

图 1：三季度居民消费倾向 2020 年以来首次超过疫情前（2019 年同期）水平

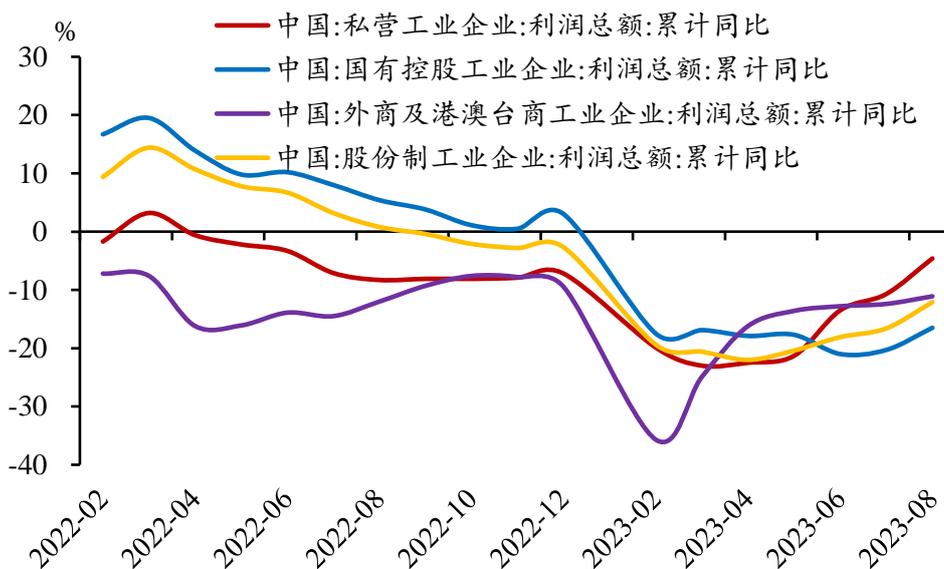


资料来源：万得，信达证券研发中心

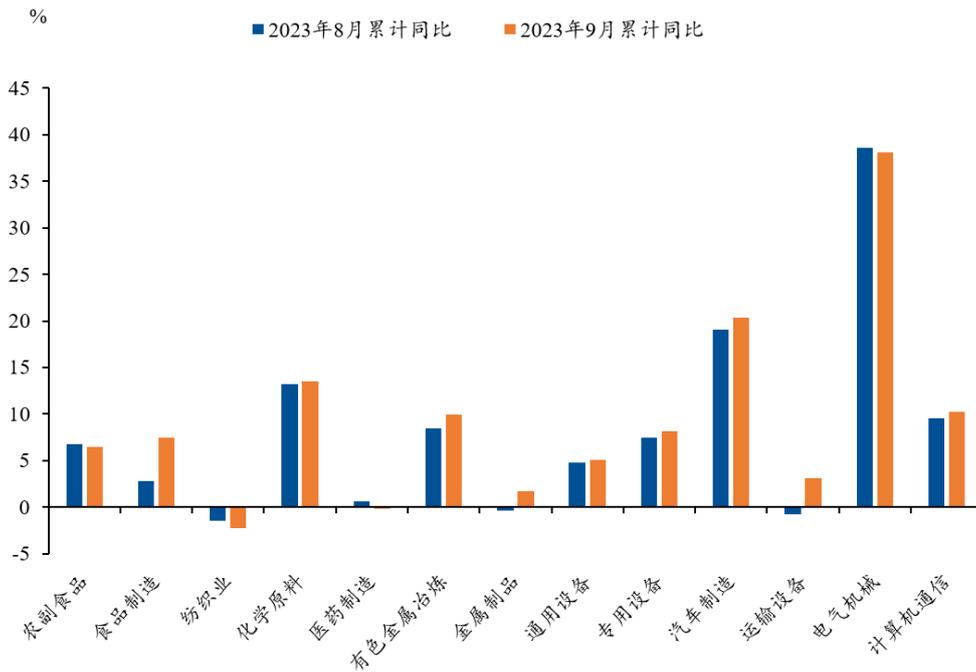
图 2：8 月后早偿率明显下降


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第二，民间投资活力不弱，制造业投资维持韧性。1-9 月制造业投资累计同比增长为 6.2%，较 1-8 月上升 0.3 个百分点。今年以来民间投资同比增速持续负增长，引发了市场的关注，1-9 月该值为-0.6%，仍处于负区间。本月统计局首次公布“扣除地产开发投资后的民间投资同比增速”这一指标，9 月该指标的累计增速为 9.1%。这意味着民间投资萎缩主要是受到地产投资的拖累，工业部门的民间投资活力并不弱。6 月开始私营工业企业利润降幅不断收窄，8 月累计降幅收窄至-4.6%，显著好于其他类型企业。我们认为，利润的好转驱使了民营企业加大资本开支，这也可以解释制造业投资的韧性。分行业来看，高技术行业，包含电气机械、汽车制造、专用设备等行业投资增速较为亮眼。

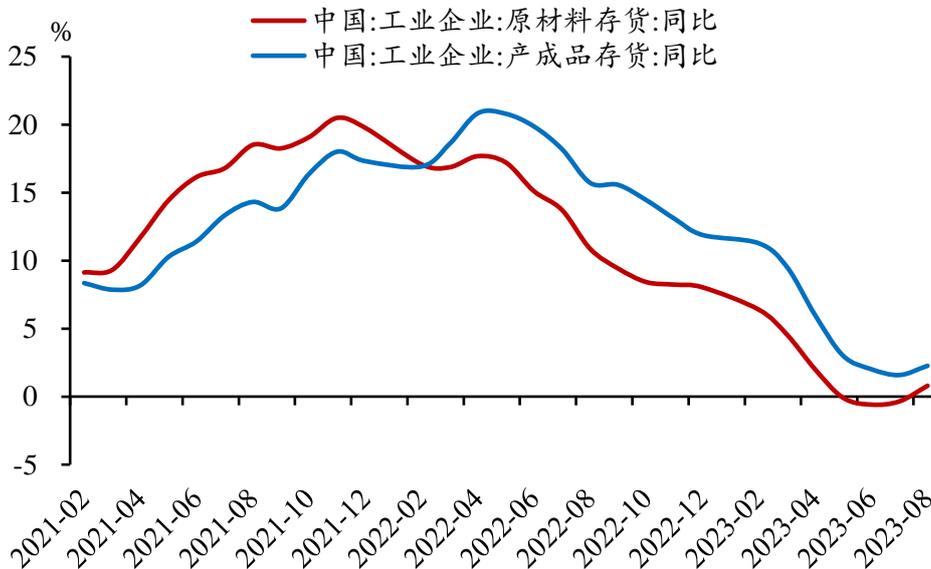
图 3：私营企业利润同比降幅快速收窄


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 4：各行业制造业投资


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第三，企业补库存，工业生产延续恢复态势。9月工业增加值同比增长4.5%，增速与上月持平。一是原材料库存周期开启补库阶段，8月原材料库存同比增速由负转正，进一步上升至0.8%（7月为-0.35%）。9月原材料行业增加值维持较高增速，黑色金属冶炼、化学原料增加值同比分别为9.9%、13.4%。二是部分消费品行业为应对旅游旺季提前备货，9月食品饮料、酒饮料增加值同比分别为6.4%、2.7%，较8月加快3.9、5.6个百分点。

图 5：原材料库存周期开启补库阶段


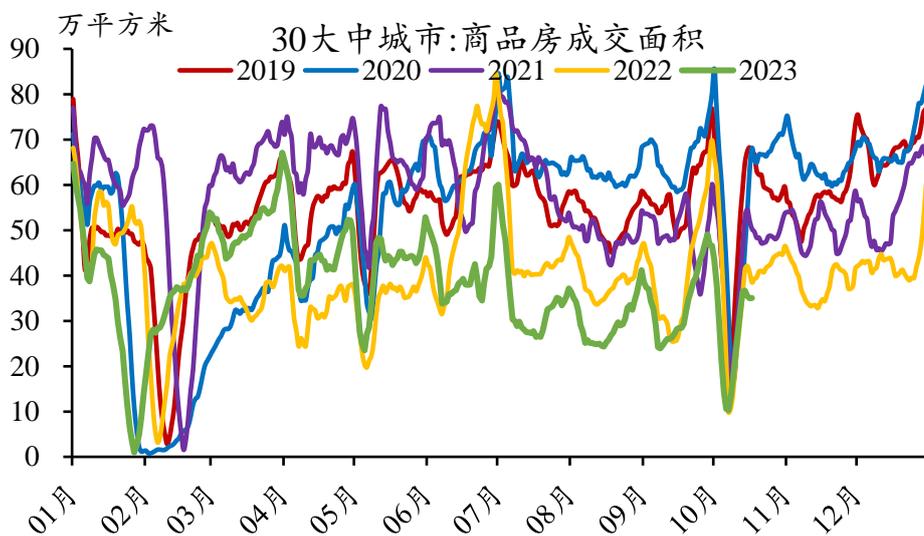
资料来源:万得, 信达证券研发中心

那么如何客观评价超预期的经济数据对资产定价的影响？

首先，我们认为，从国内经济基本面来看，经济数据是对经济修复的再确认。事实上，5月制造业 PMI 触底后连续4个月回升，10月 PMI 上行至荣枯线之上，市场对经济处于修复阶段已有共识。10月公布的三季度 GDP 更多是对经济修复的再确认。而三季度经济数据表现较好意味着完成全年目标的压力不大，统计局在发布会上表示“我们初步测算，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。从这个角度来讲，我们对完成全年预期目标是非常有信心的”。我们认为，这可能会一定程度上降低市场对于政策发力的预期，短期内或不利于权益市场定价。

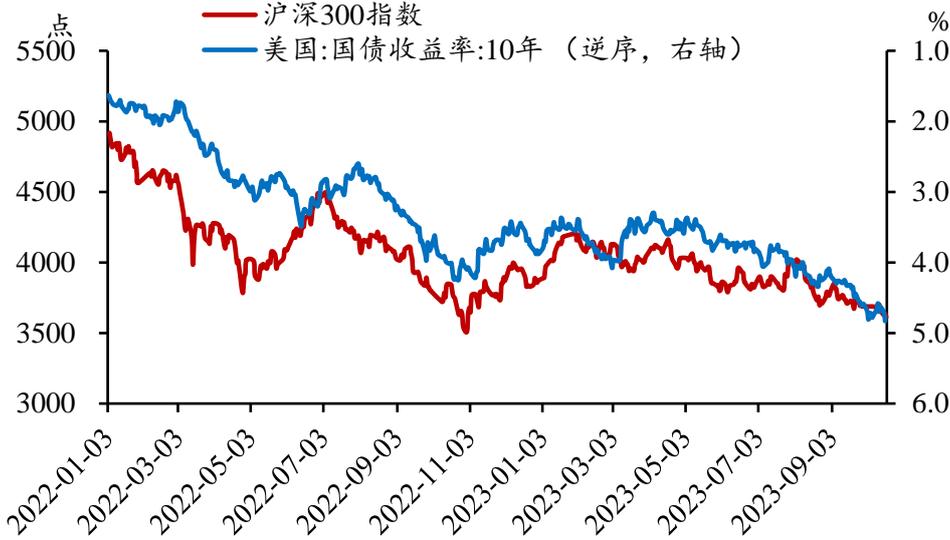
其次，边际上地产行业改善幅度有限，后续需要继续观察。8月底地产刺激政策频繁出台，但从9月地产数据来看，1-9月商品房销售面积同比下降7.5%，降幅较1-8月扩大0.4个百分点；9月份，房地产开发景气指数为93.44，较8月的93.55进一步下降。从高频数据来看，10月前17日30城商品房成交仍明显弱于去年。在居民收入预期尚未恢复、房价下跌预期偏强等因素的影响下，全国房地产市场活跃度未明显回暖。房地产市场尚未走出低迷，后续需要继续观察。

图6：商品房成交7日移动平均



资料来源：万得，信达证券研发中心

最后，美联储维持高利率是国内权益市场“高悬之剑”。美联储维持高利率一方面引发外资的流出，一方面会压制资金的风险偏好，今年以来是A股的主要矛盾之一。近日公布的美国工业产出数据、零售数据均高于市场预期，显示美国经济基本面依然较为强劲。截至10月18日，市场预期美联储11月停止加息、明年7月加息。美联储的加息预期后续会持续随着美国的经济数据发生变化，但目前来看，美债收益率对国内权益市场的压制打开可能还需要一些时间。

图 7：A 股表现和美债收益率相关性较强


资料来源:万得, 信达证券研发中心

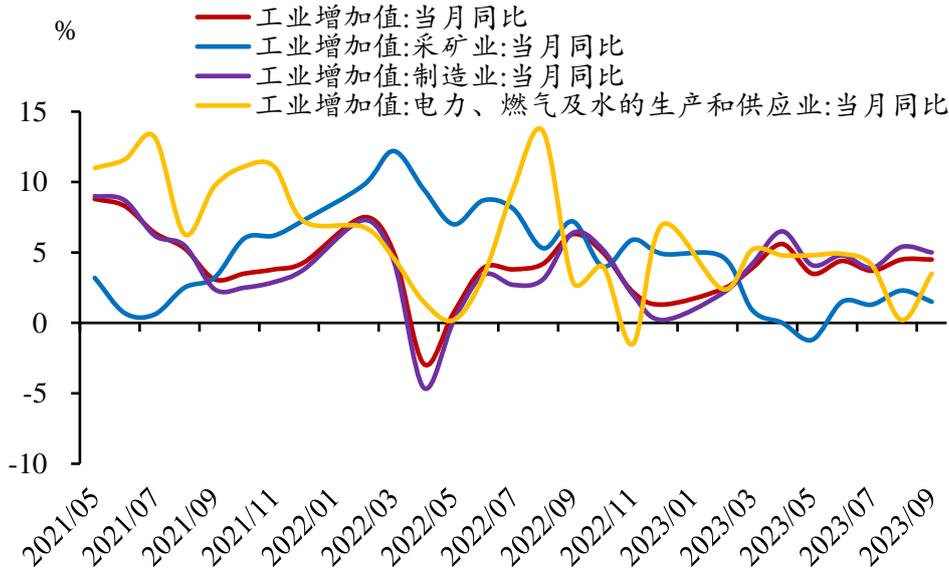
图 8：美联储加息预期

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/11/1		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	92.1%	7.9%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	59.6%	37.6%	2.8%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.4%	39.9%	6.4%	0.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	51.1%	34.2%	5.3%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	25.1%	44.7%	23.2%	3.4%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	12.0%	32.8%	36.2%	15.4%	2.1%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.6%	6.4%	21.9%	34.4%	26.3%	9.1%	1.2%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.3%	3.5%	14.1%	28.2%	30.4%	17.7%	5.1%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.7%	8.0%	20.1%	29.1%	25.0%	12.4%	3.2%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.9%	5.0%	14.4%	24.8%	27.0%	18.4%	7.5%	1.7%	0.2%	0.0%

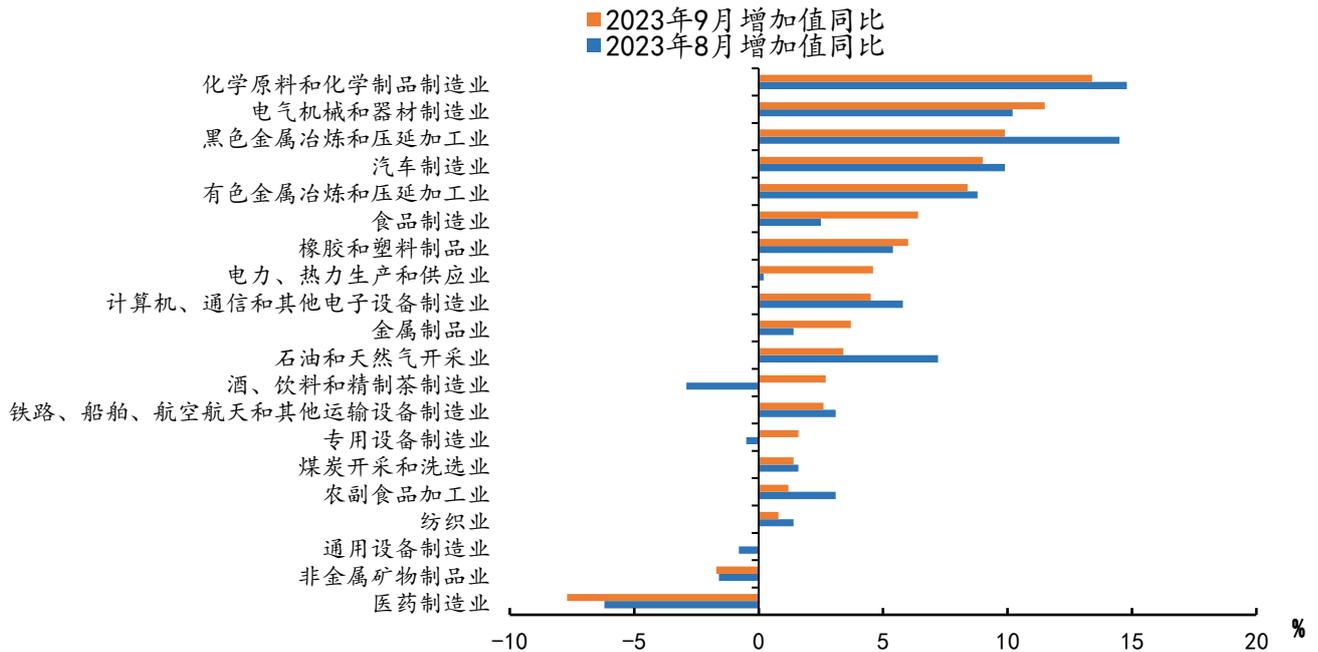
资料来源:CME Fedwatch, 信达证券研发中心

二、工业增加值同比增速与上月持平

工业增加值同比增速与上月持平。9月工业增加值同比增长4.5%，增速与上月持平。采矿业与制造业增加值增速均较8月下月，采矿业增加值同比1.5%，较上期回落0.8个百分点；制造业增加值同比上升5.0%，较上期回落0.4个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.5%，增速较上期加快3.3个百分点。

图 9：工业增加值同比增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 10：分行业工业增加值同比增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

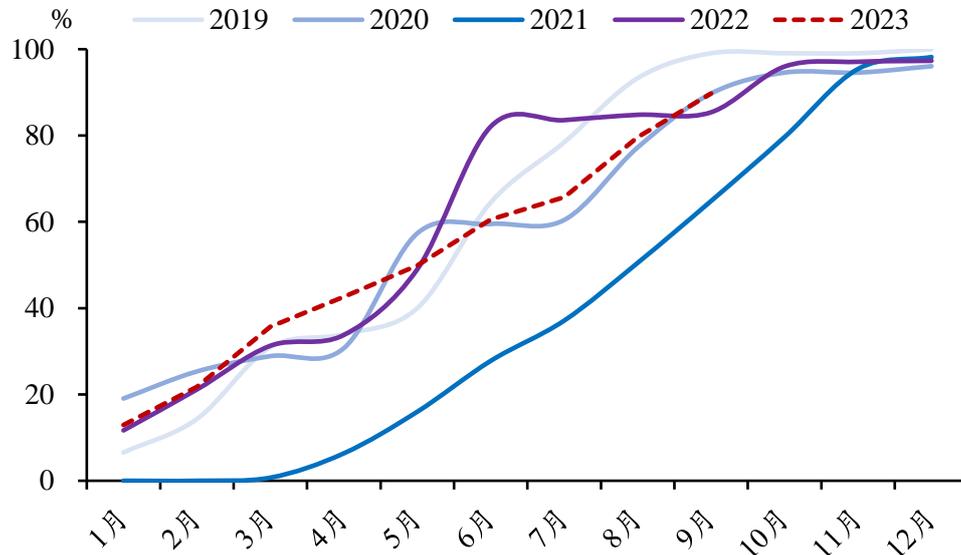
三、基建投资维持韧性，地产数据仍然低迷

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%，比 1—8 月份回落 0.1 个百分点。

9 月基建投资维持韧性。1—9 月广义基建投资增长 8.6%，1—8 月为 9.0%。其中，铁路运输业投资增长 22.1%，水利管理业投资增长 4.9%，道路运输业投资增长 0.7%，公共设施管理业投资下降 1.2%。9 月以来专项债发行继续

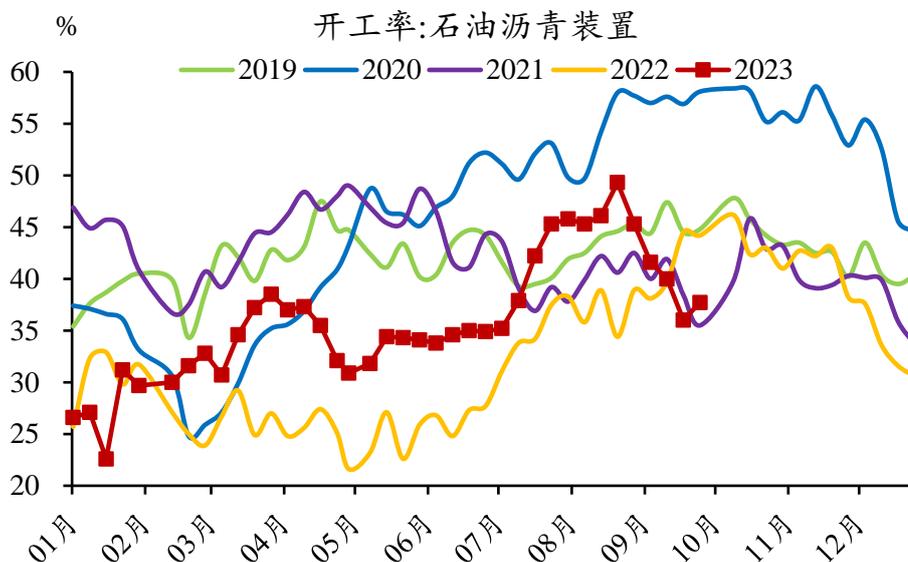
保持较快节奏，9月单月发行3845.7亿元，1-9月占全年预算安排新增专项债限额的近90%。另外，7月开始沥青开工率持续上行，9月上旬上行至49.3%的历史高位，但随后回落，本周下滑至37.7%。如果后续沥青开工率继续转弱，我们认为这可能意味着基建投资的韧性需要重新评估。

图 11: 专项债发行进度



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12: 9月中旬开始石油沥青装置开工率下滑



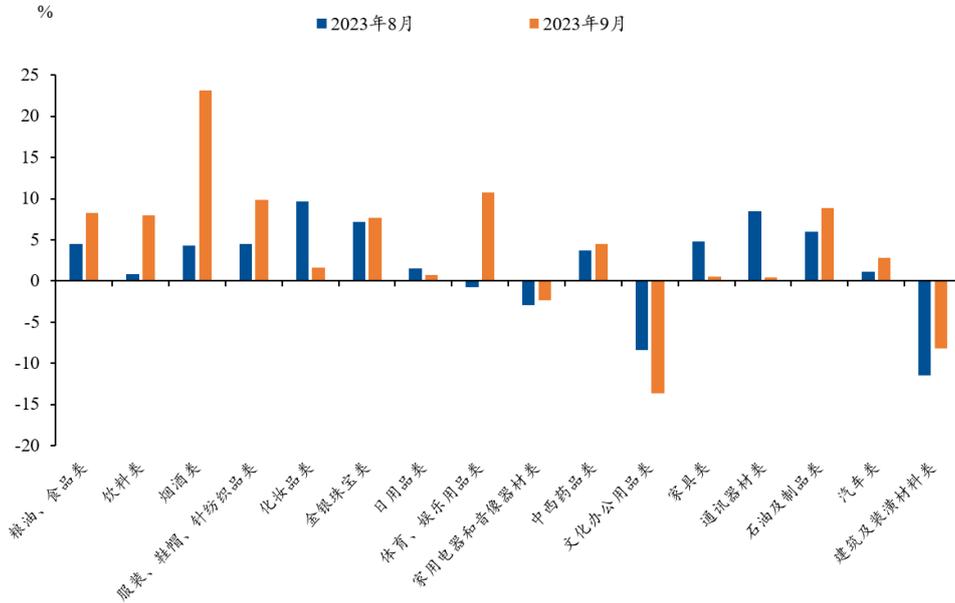
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

房地产数据仍然低迷。8月末开始，各地政策陆续出台，包括全面落实首套住房“认房不认贷”，广州放松限购政策，多个二线城市取消限购，但在居民收入预期尚未恢复、房价下跌预期偏强等因素的影响下，全国房地产市场活跃度未明显回暖。2023年前三季度，商品房销售面积为8.5亿平方米，同比下降7.5%，降幅较1-8月扩大0.4个百分点。2023年前三季度，全国房地产开发投资额为8.7万亿元，同比下降9.1%，降幅较1-8月扩大0.3个百分点。

四、居民消费释放，社零增速上升

9月社零增速上行。9月份，社会消费品零售总额同比增长5.5%，增速较上月加快0.9个百分点。9月社零环比上升0.02%，8月为上升0.22%。

图 13：各类消费增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

节日需求释放，对社零产生支撑。9月食品饮料、烟酒、体育娱乐用品零售增速上升，我们认为这与中秋国庆节日前，消费者提前购置节日用品有关。

汽车消费表现较好。9月汽车零售同比增长2.8%，较8月上升1.7个百分点。乘联会表示，9月车市季度冲刺目标驱动促销明显走强，燃油车和新能源车促销均环比增大，购车消费需求有所释放。

风险因素

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。