

宏观经济点评

证券研究报告

# 2023年9月经济数据点评

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

## GDP 超预期的宏观线索？

### 事件：

10月18日，国家统计局公布数据显示，三季度GDP同比4.9%、前值6.3%。9月，规模以上工业增加值同比4.5%、前值4.5%；社会消费品零售总额同比6.8%、前值7%；固定资产投资累计同比3.1%、前值3.2%。

### GDP 总量超预期，需求修复带动生产扩张

GDP总量超预期，投资需求修复带动工业生产扩张。9月，多数经济指标好于市场预期。实际GDP同比4.9%，超出市场预期0.4个百分点，分项上基建投资、制造业投资和社零均高于预期值。两年复合同口径下，三大投资均较上月有所回升。投资需求带动下，工业增加值较上月扩张1个百分点至5.4%

服务业或是拉动三季度经济超预期增长的关键力量。三季度，最终消费支出对GDP累计同比的拉动较二季度上升，而资本形成总额、货物和服务进出口则出现下滑。三季度，剔除价格后的社零累计同比较二季度下降1.1个百分点，服务业消费需求旺盛，指向服务业是拉动三季度经济超预期增长的关键力量。

基建投资韧性有待观察。9月基建投资增速表现亮眼，主要是受到新增专项债发行提速和开工率上行的带动。后续来看，9月末新增专项债发行进度达90.8%，剩余额度仅约3500亿元。沥青开工率冲高后持续回落，10月18日读数降至37.7%，基建投资韧性需要进一步跟踪确认。

外需修复叠加部分行业补库，制造业投资修复加快。9月，外需修复有所加快，全球制造业PMI和国内新出口订单双双回升。同时价格端传递积极信号，PPI同比降幅连续三月收窄，有望带动企业盈利修复，进一步夯实库存底。分行业来看，计算机通信、金属制品、通用设备等低库存行业投资持续好转。

9月主要经济指标多数好于市场预期、产需持续修复。分项看，生产环比向上，投资和消费环比维持正增长，居民信心呈改善迹象。但经济修复的斜率仍待观察，需紧密跟踪政策传导效果、消费和投资需求的持续性。整体来看，近期PMI重回扩张区间、PPI持续反弹等积极信号增多，政策端亦存在发力空间，经济内生动能有望不断增强。

### 常规跟踪：经济增长动能回升，产需持续修复

GDP环比反弹，服务业维持韧性。三季度GDP增长4.9%、高于市场预期的4.5%，两年复合同比较二季度提升1.1个百分点。其中，服务业仍是经济的主要拉动力，第三产业GDP同比5.2%，第二产业GDP同比4.6%。9月，服务业生产指数小幅上升，服务业商务活动与业务活动预期指数止跌回升。

工业生产持续修复，多数行业出现改善。9月，工业增加值当月同比4.5%，两年复合同比较8月回升1个百分点。其中，制造业生产改善幅度较大，当月同比5%，两年复合同比较上月抬升1.5个百分点。两年复合看，仅电热产供、汽车和油气开采行业边际回落，大多数制造业行业生产出现改善。

固定资产投资稳中有进，基建支撑作用有所强化。9月，固定资产投资当月同比2.5%，较8月回升0.5个百分点，环比增长0.15%。其中，基建投资当月同比6.8%、较上月回升0.6个百分点。制造业投资当月同比7.9%、较上月回升0.8个百分点，地产投资在竣工端带动下小幅改善，当月同比降幅较上月收窄0.7个百分点。

社零增速回升，商品和餐饮消费双双改善。9月，社会消费品零售总额同比5.5%、较8月回升0.9个百分点，环比增长0.02%。其中，商品和餐饮消费均较上月改善。三季度居民收入边际修复，支出增长显著快于收入。教文娱、交通通信等服务业消费支出保持较快增速。9月，城镇调查失业率稳中有降。

### 风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

## 内容目录

1、GDP 总量超预期，需求修复带动生产扩张.....	3
2、常规跟踪：经济增长动能回升，供需持续修复.....	5
风险提示.....	9

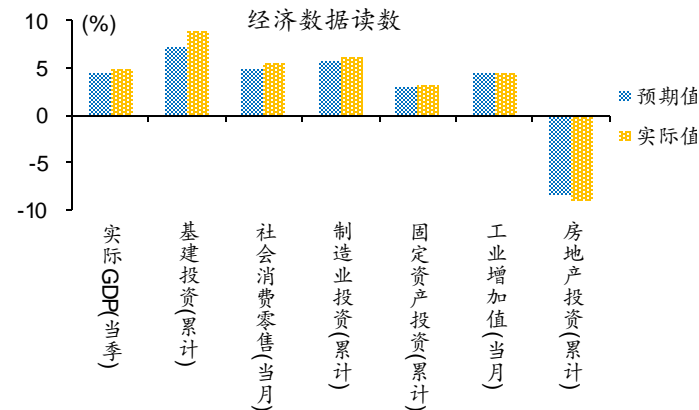
## 图表目录

图表 1：9 月，多数经济指标好于预期.....	3
图表 2：主要经济指标当月同比变化(两年平均).....	3
图表 3：三大需求对 GDP 累计同比的拉动.....	3
图表 4：三季度净出口对于经济的拖累或加大.....	3
图表 5：三季度居民消费倾向显著改善.....	4
图表 6：三季度居民服务消费支出保持较快增速.....	4
图表 7：三季度新增专项债发行提速.....	4
图表 8：9 月以来沥青开工率冲高回落.....	4
图表 9：9 月，出口景气度持续改善.....	5
图表 10：7 月，多数行业实际库存处于较低水平.....	5
图表 11：三季度 GDP 和三大产业同比.....	5
图表 12：三季度 GDP 环比反弹.....	5
图表 13：9 月，服务业生产指数维持韧性.....	6
图表 14：9 月，服务业活动指数止跌回升.....	6
图表 15：9 月，工业生产加快修复.....	6
图表 16：9 月，制造业生产普遍改善.....	6
图表 17：9 月，基建投资明显回升.....	6
图表 18：交运、水利投资对基建支撑较强.....	6
图表 19：9 月，制造业投资明显回升.....	7
图表 20：9 月，部分低库存行业投资明显改善.....	7
图表 21：9 月，竣工对地产的支撑持续强化.....	7
图表 22：商品房成交仍处于历史低位.....	7
图表 23：9 月，商品和餐饮消费双双改善.....	8
图表 24：9 月，多数必选消费边际改善.....	8
图表 25：9 月，农村消费占比回升.....	8
图表 26：9 月，网上消费增速有所回落.....	8
图表 27：三季度农村居民收入改善快于城镇居民.....	8
图表 28：三季度支出增长显著快于收入.....	8
图表 29：三季度，食品和衣着支出增长较快.....	9
图表 30：三季度，教文娱和交通通信支出增长较快.....	9
图表 31：9 月，城镇调查失业率稳中有降.....	9
图表 32：9 月，外来户籍人口失业率持续回落.....	9

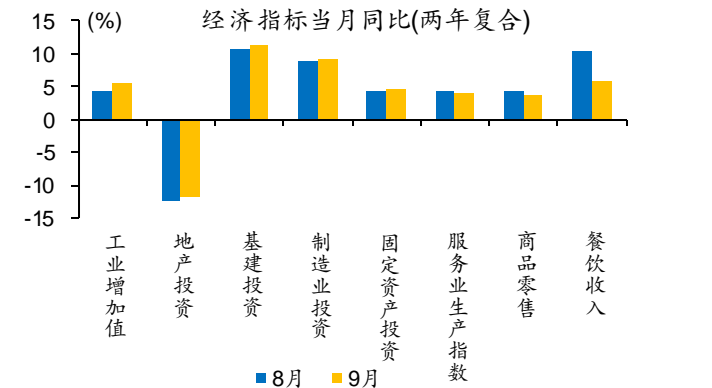
## 1、GDP 总量超预期，需求修复带动生产扩张

GDP 总量超预期，投资需求修复带动工业生产扩张。9 月，多数经济指标好于市场预期，实际 GDP 同比 4.9%，超出市场预期 0.4 个百分点，分项上基建投资、制造业投资和社零分别高于预期值 1.9、0.5 和 0.7 个百分点。两年复合同口径下，基建、地产和制造业投资分别较 8 月回升 0.7、0.7 和 0.4 个百分点。商品和餐饮消费有所回落，分别较 8 月下降 0.6、4.6 个百分点。投资需求带动下，工业增加值较上月扩张 1 个百分点至 5.4%。

图表 1：9 月，多数经济指标好于预期



图表 2：主要经济指标当月同比变化(两年平均)



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

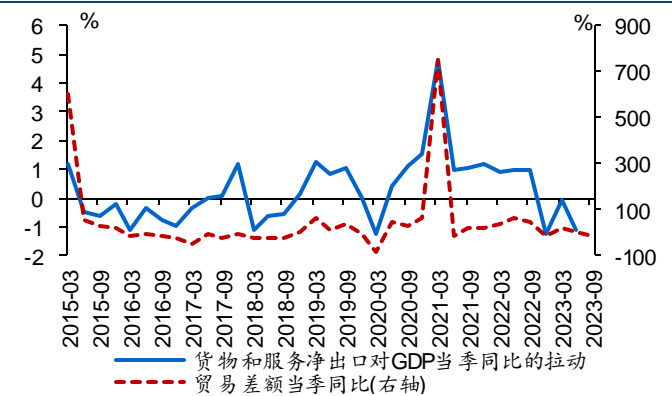
服务业或是拉动三季度经济超预期增长的关键力量。三季度，最终消费支出拉动 GDP 累计同比上升 4.4 个百分点，较二季度上升 0.2 个百分点，而资本形成总额、货物和服务进出口对 GDP 累计同比的拉动均较二季度出现下滑。三季度剔除价格后的社零累计同比约 6.4%，较二季度下降 1.1 个百分点，说明服务业是拉动三季度经济超预期增长的关键力量。当季来看，三季度服务业生产指数同比 6.5%，居民消费支出同比 10.9%，边际消费倾向升至 69.8%，显著高于历史均值 1.7 个百分点。分项上，教文娱、交通通信等服务消费支出保持较快增速。以上线索，均指向服务业消费需求旺盛。

图表 3：三大需求对 GDP 累计同比的拉动



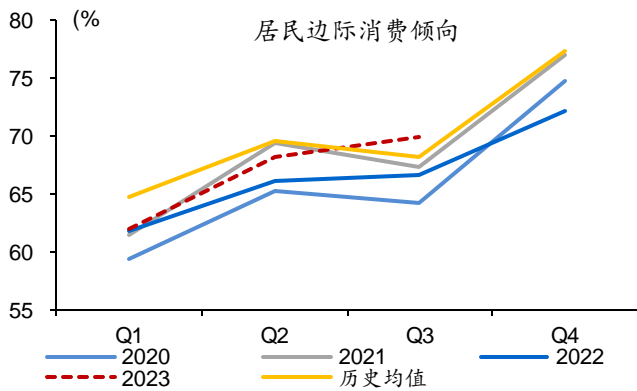
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：三季度净出口对于经济的拖累或加大



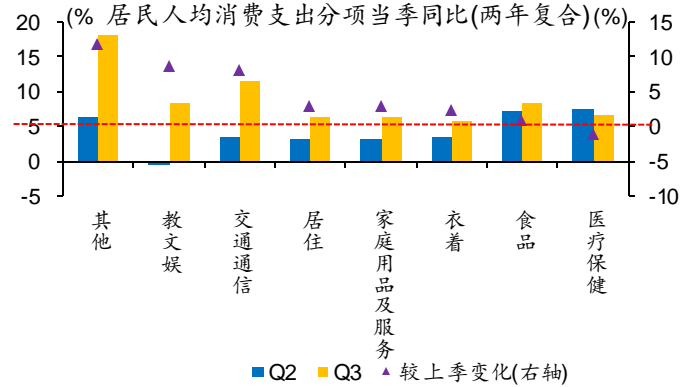
来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：三季度居民消费倾向显著改善



来源：Wind、国金证券研究所

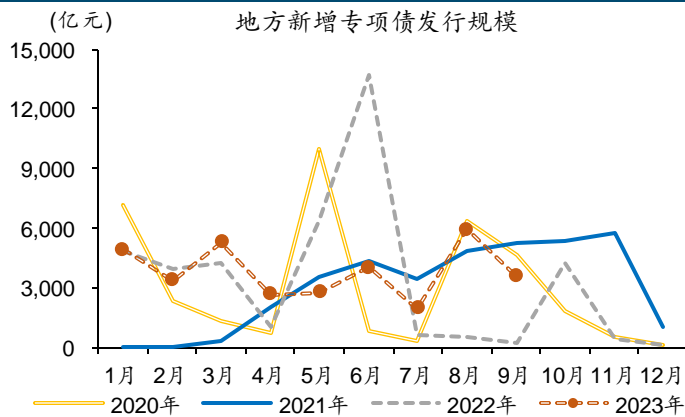
图表 6：三季度居民服务消费支出保持较快增速



来源：Wind、国金证券研究所

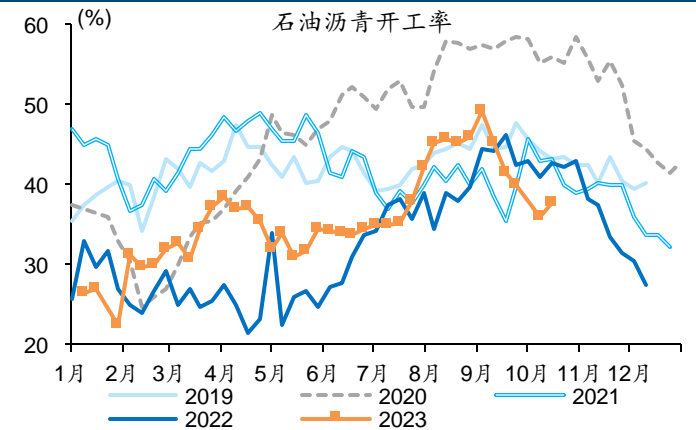
基建投资韧性有待观察。9月，基建投资增速超预期、两年复合增速较上月回升，主要是受到新增专项债发行提速和开工率上行的带动。三季度，地方新增专项债发行提速，同比大幅多发1万亿元。同时沥青开工率持续上升，9月中旬一度触达49.3%的历史高位。后续来看，9月末新增专项债发行进度达90.8%，剩余额度仅约3500亿元。沥青开工率冲高后持续回落，10月18日读数降至37.7%，基建投资韧性需要进一步跟踪确认。

图表 7：三季度新增专项债发行提速



来源：Wind、国金证券研究所

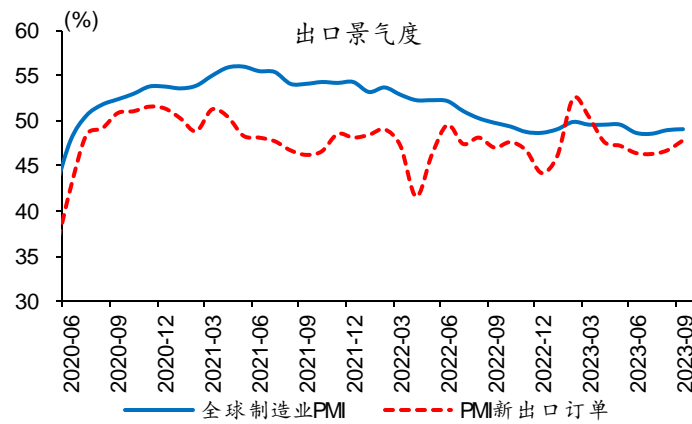
图表 8：9月以来沥青开工率冲高回落



来源：国家发改委、国金证券研究所

外需修复叠加部分行业补库，制造业投资修复加快。9月，外需修复有所加快，全球制造业PMI回升0.1个百分点至49.1%，国内新出口订单回升1.1个百分点至47.8%。同时价格端传递积极信号，PPI同比降幅连续三月收窄，有望带动企业盈利修复，进一步夯实库存底。分行业来看，全球消费电子产业景气改善，全球半导体销售同比回升、9月韩国消费电子产品出口明显改善，可能是带动国内计算机通信等行业投资修复的重要原因。此外，金属制品、通用设备等低库存行业投资持续好转。

图表 9：9月，出口景气度持续改善



图表 10：7月，多数行业实际库存处于较低水平

	历史分位数(%)	名义库存同比(%)			历史分位数(%)	实际库存同比(%)		
		2023-07	2023-06	2023-05		2023-07	2023-06	2023-05
烟草	76	18.9	19.1	18	77.3	18.9	18.6	17.5
专用设备	57.3	12.6	12	13.2	57.2	12.6	12.5	13.6
文教文体娱	50	10.2	6.6	4.9	55.6	10.2	1.7	0.4
运输设备	53.9	8.9	9.4	4.1	49.5	8.9	9.3	3.8
有色加工	25.6	3.6	2.6	3.3	37.3	3.6	9.8	11.7
医药	33	9.5	11.3	9.7	31.7	9.5	11.3	9.9
电气机械	39.1	8.1	6.2	4.9	29.5	8.1	8.1	6.3
农副食品	21.3	2.2	5.4	6.2	27.1	2.2	7.5	6.7
仪器仪表	30.8	9	12.2	13.1	23.4	9	11.4	11.4
汽车	21.8	4.2	5.7	8.7	22.9	4.2	7	9.8
食品	12.6	3.5	6.8	11.2	22.1	3.5	8.1	12.1
皮革制鞋	13.9	2.1	2.8	3.4	21.7	2.1	0.5	1
木材	21.7	4.1	7.2	7.8	20.8	4.1	8.7	8.9
黑色加工	11.3	-6.9	-12.2	-11.2	20.8	-6.9	3.8	5.6
酒和饮料	20	4.3	6.8	7.4	20.4	4.3	5.7	6.3
纺织	13.4	0.5	1.7	0.9	19.5	0.5	6.4	5.2
非金属制品	6.9	3.2	5.3	8	18.9	3.2	11.7	14
化学纤维	6.5	-11.4	-13.2	-10.3	7.8	-11.4	-6.5	-6
橡胶和塑料	10.3	-0.4	0	0.1	7.3	-0.4	4.4	4.2
通用设备	10.8	3.1	2.6	2.1	7.2	3.1	3	2.5
家具	2.6	-0.5	-1.8	-1.7	6.9	-0.5	-2.1	-1.9
石油煤炭加工	1.3	-4.1	-0.5	6.1	6.7	-4.1	14.4	18.3
造纸	2.6	-17.6	-15	-9.3	4.4	-17.6	5.1	5.8
造纸	4.3	-6.3	-1.3	0.2	3.9	-6.3	5.4	5.8
印刷复制	2.6	-1.8	-3.1	-4.6	3.3	-1.8	-2.8	-4.3
计算机通信	9.1	-0.4	0.7	-0.4	1.7	-0.4	2.7	1.3
服装服饰	0.8	-3.3	-3.7	-3.6	1.4	-3.3	-4.3	-4.6
金属制品	0.4	-4	-4.5	-4	0.4	-4	-0.2	0.3

来源：Wind，国金证券研究所

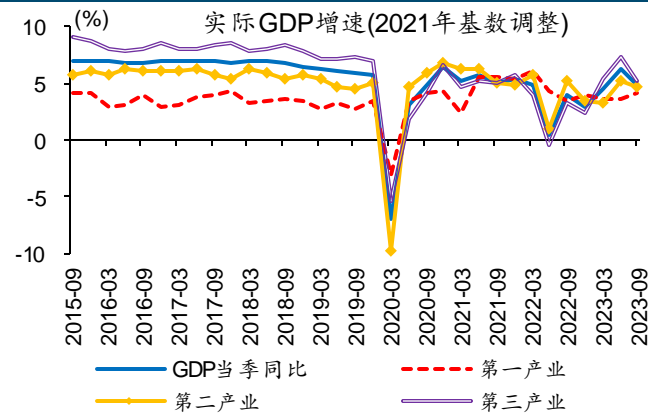
来源：Wind、国金证券研究所

9月主要经济指标多数好于市场预期、产需持续修复。分项看，生产环比向上，投资和消费环比维持正增长，居民信心呈改善迹象。但经济修复的斜率仍待观察，需紧密跟踪政策传导效果、消费和投资需求的持续性。整体来看，近期PMI重回扩张区间、PPI持续反弹等积极信号增多，政策端亦存在发力空间，经济内生动能有望不断增强。

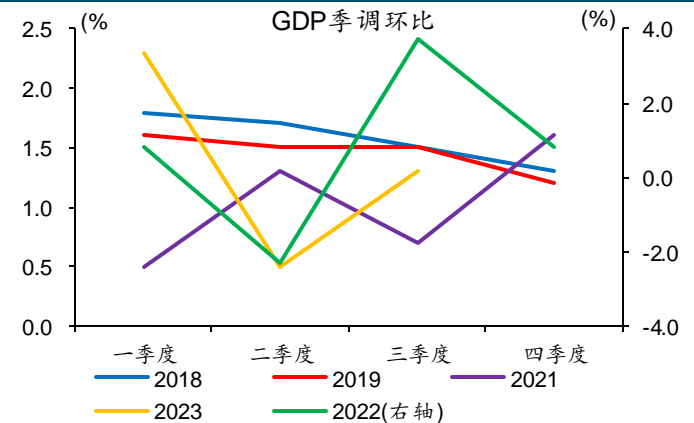
## 2、常规跟踪：经济增长动能回升，产需持续修复

GDP环比反弹，服务业维持韧性。三季度GDP增长4.9%、高于市场预期的4.5%，两年复合同比4.4%，较二季度提升1.1个百分点。其中，服务业仍是经济的主要拉动力，第三产业GDP同比5.2%，两年复合同比3.8%、较二季度小幅回落0.3个百分点。第二产业GDP同比4.6%，两年复合同比4.9%，较二季度明显改善1.9个百分点。9月，服务业生产指数较上月上升0.1个百分点至6.9%，服务业商务活动与业务活动预期指数止跌回升。

图表 11：三季度GDP和三大产业同比



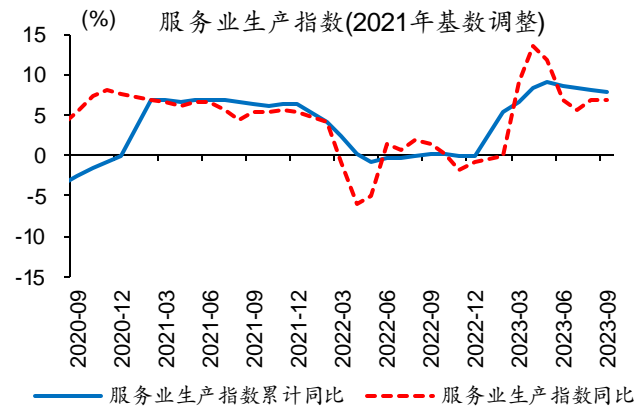
图表 12：三季度GDP环比反弹



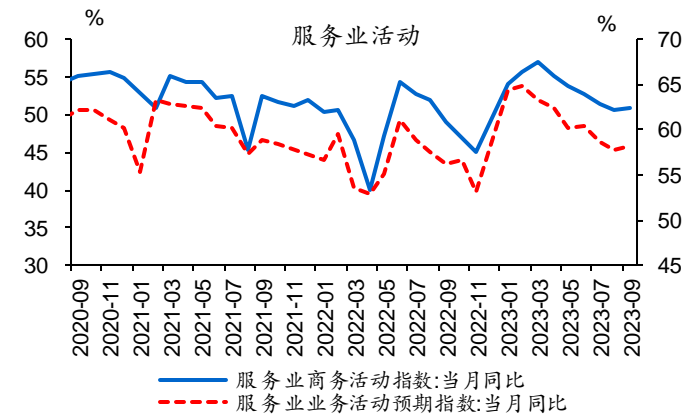
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表 13: 9月, 服务业生产指数维持韧性



图表 14: 9月, 服务业活动指数止跌回升

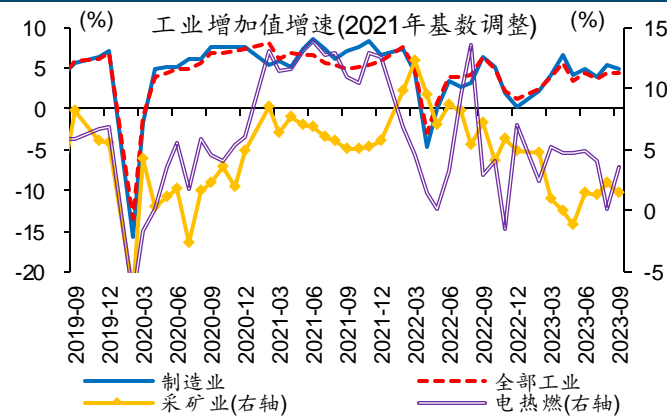


来源: Wind、国金证券研究所

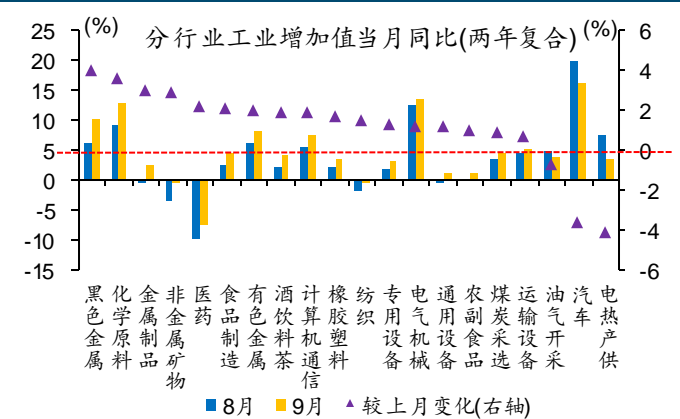
来源: Wind、国金证券研究所

工业生产持续修复, 多数行业出现改善。9月, 工业增加值当月同比 4.5%, 两年复合同比 5.4%、较 8 月回升 1 个百分点。其中, 制造业、采矿业、电热生产当月同比分别为 5%、1.5%、3.5%, 两年复合同比分别为 5.7%、4.3%、3.2%, 分别较上月抬升 1.5、0.5 和下降 3.5 个百分点。两年复合看, 大多数制造业行业生产出现改善, 上游的黑色金属、化学原料等行业涨幅较大。仅电热产供、汽车和油气开采行业边际回落。

图表 15: 9月, 工业生产加快修复



图表 16: 9月, 制造业生产普遍改善

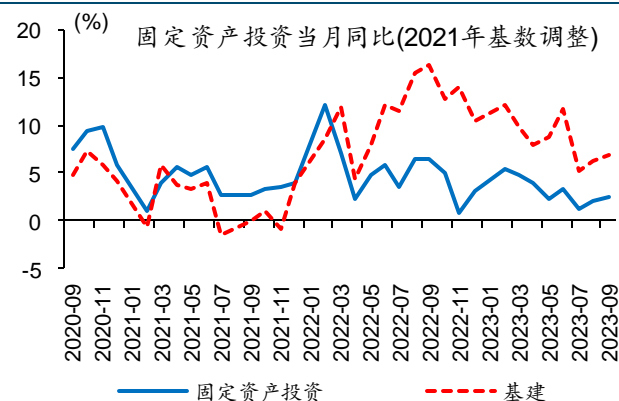


来源: Wind、国金证券研究所

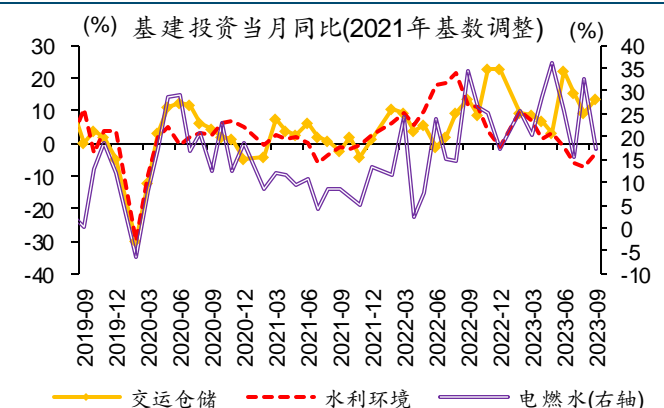
来源: Wind、国金证券研究所

固定资产投资稳中有进, 基建支撑作用有所强化。9月, 固定资产投资当月同比 2.5%, 较 8 月回升 0.5 个百分点, 环比增长 0.15%。其中, 基建投资当月同比 6.8%、较上月回升 0.6 个百分点。分项看, 交运仓储、电燃水和水利环境两年复合同比分别为 13.3%、25.5%和 4%, 分别较 8 月回升 4.2、2.3 和下降 2.1 个百分点。

图表 17: 9月, 基建投资明显回升



图表 18: 交运、水利投资对基建支撑较强



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

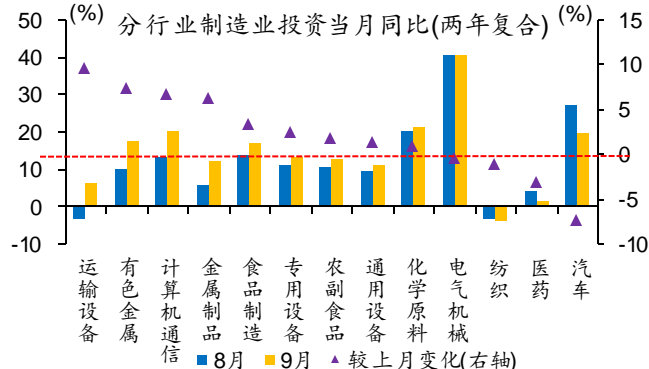
制造业投资延续扩张势头，低库存行业投资持续好转。9月，制造业投资延续扩张势头，当月同比7.9%、较上月回升0.8个百分点。其中，运输设备行业投资增速转正，改善幅度最大。计算机通信、金属制品、通用设备等行业投资持续好转，与我们前期提示的低库存行业的补库线索基本一致（详见《库存周期下，蕴藏的投资机遇》）。

图表 19: 9月，制造业投资明显回升

图表 20: 9月，部分低库存行业投资明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

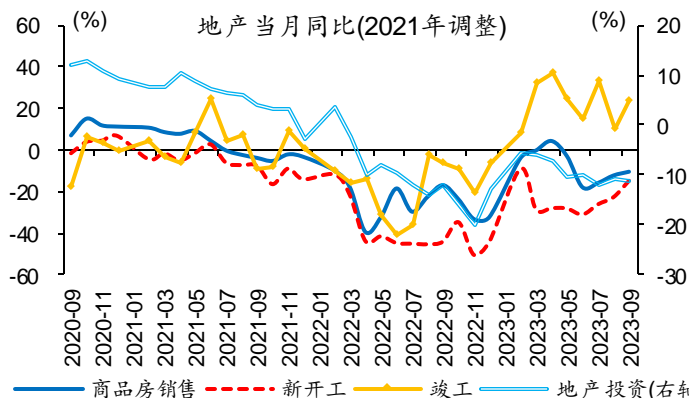


来源: Wind、国金证券研究所

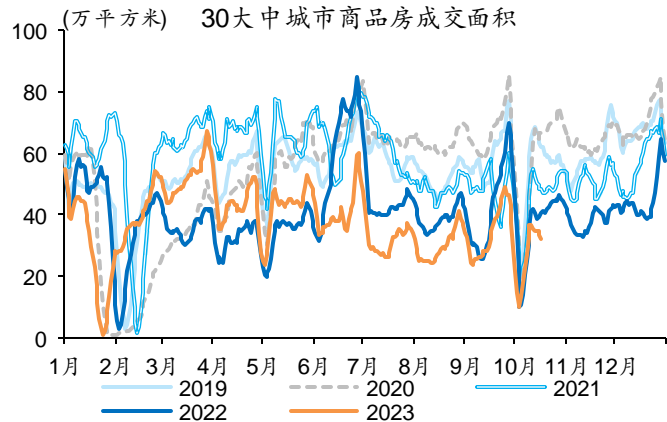
房地产投资小幅改善，竣工端涨幅进一步扩大。9月，房地产投资当月同比-11.2%，两年复合同比-11.7%，降幅较8月收窄0.7个百分点。两年复合同比看，竣工回升4.3个百分点至7.9%、新开工降幅收窄4个百分点至-31.3%、商品房销售降幅收窄3.8个百分点至-13.4%。10月以来商品房销售仍弱于往年同期，政策优化对销售端的影响尚待显现。

图表 21: 9月，竣工对地产的支撑持续强化

图表 22: 商品房成交仍处于历史低位



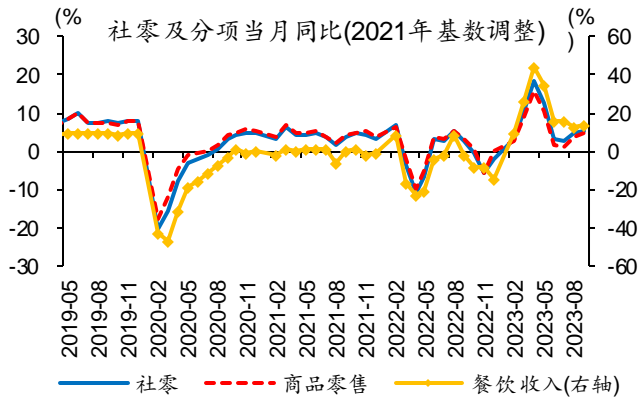
来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

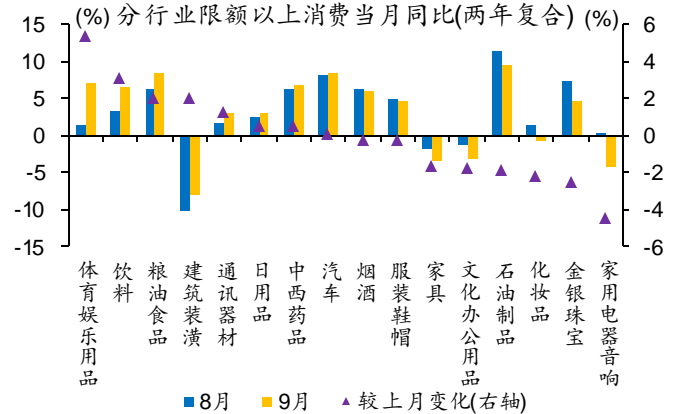
社零增速回升，商品和餐饮消费双双改善。9月，社会消费品零售总额同比5.5%、较8月回升0.9个百分点，环比增长0.02%。其中，商品消费回升0.9个百分点至4.6%、两年复合同比3.8%；餐饮收入上升1.4个百分点至13.8%、两年复合同比5.8%。分行业看，饮料、食品粮油、日用品等多数必选消费行业边际改善，后地产链相关的家电音响、家具表现低迷。此外，乡村消费修复依然快于城镇，网上消费当月同比小幅回落至10.5%。

图表 23: 9月, 商品和餐饮消费双双改善



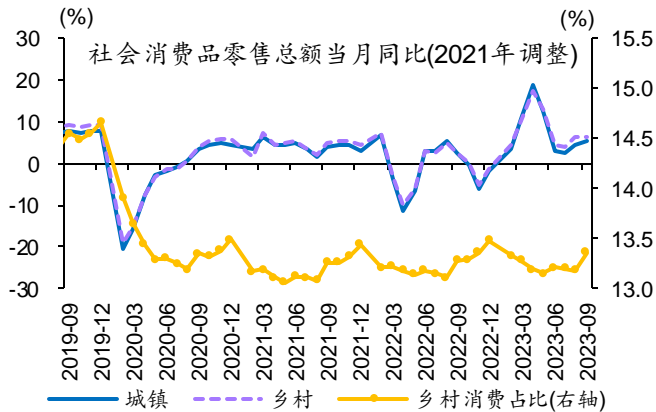
来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 9月, 多数必选消费边际改善



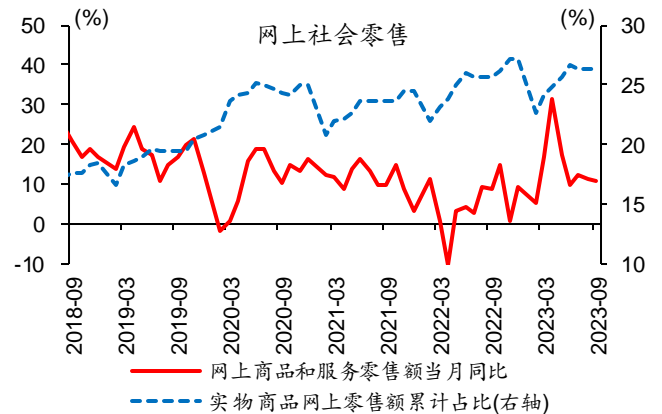
来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 9月, 农村消费占比回升



来源: Wind、国金证券研究所

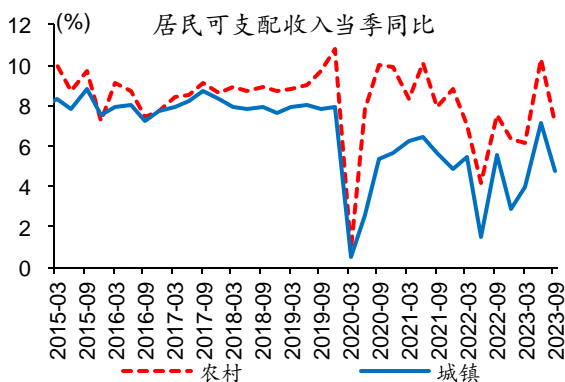
图表 26: 9月, 网上消费增速有所回落



来源: Wind、国金证券研究所

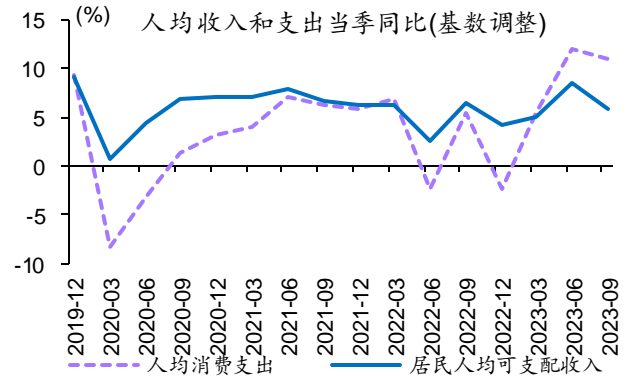
居民收入边际修复, 支出增长显著快于收入。三季度居民人均可支配收入同比 5.9%, 两年复合同比 6.2%、较二季度上升 0.7 个百分点。其中, 城镇居民收入同比 4.7%, 两年复合同比 5.2%、较二季度回升 0.9 个百分点; 农村居民收入同比 7.1%, 两年复合同比 7.3%、较一季度回升 0.1 个百分点。人均消费支出增速同比 10.9%, 两年复合同比 8.2%、较二季度大幅上升 3.6 个百分点。教文娱、交通通信等服务业消费支出保持较快增速。

图表 27: 三季度农村居民收入改善快于城镇居民



来源: Wind、国金证券研究所

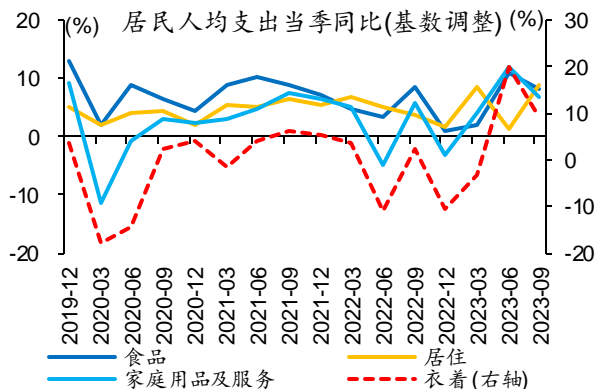
图表 28: 三季度支出增长显著快于收入



来源: Wind、国金证券研究所

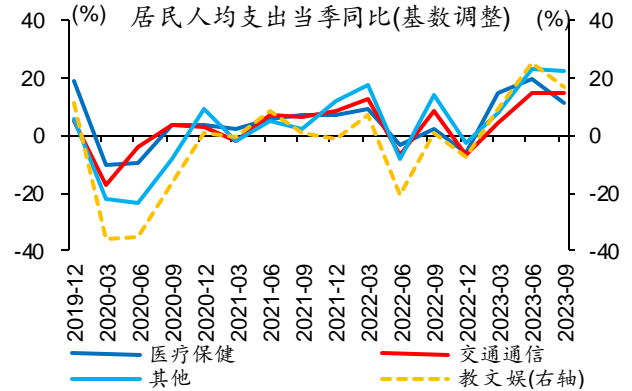


图表 29: 三季度, 食品和衣着支出增长较快



来源: Wind、国金证券研究所

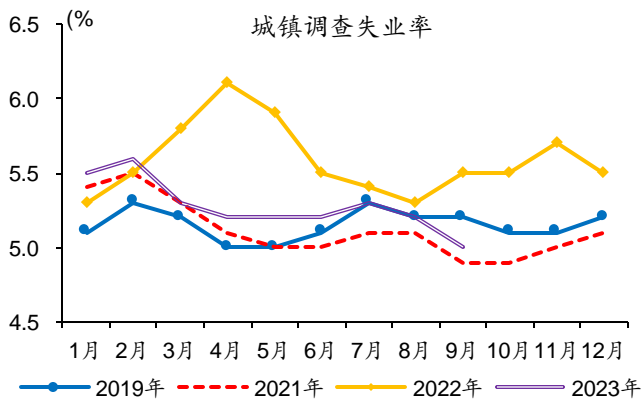
图表 30: 三季度, 教文娱和交通通信支出增长较快



来源: Wind、国金证券研究所

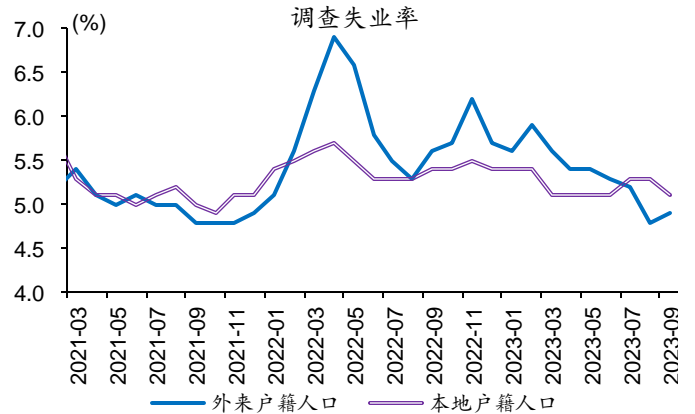
城镇调查失业率稳中有降。9月, 城镇调查失业率 5.0%、较上月回落 0.2 个百分点; 外来户籍人口就业保持平稳, 失业率小幅上升 0.1 个百分点至 4.9%。

图表 31: 9月, 城镇调查失业率稳中有降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 32: 9月, 外来户籍人口失业率持续回落



来源: Wind、国金证券研究所

## 风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

---

<b>上海</b> 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	<b>北京</b> 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	<b>深圳</b> 电话：0755-83831378 传真：0755-83830558 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
---	--	---

---