

2023年10月18日

## 市场与经济背离，博弈落在两个关键时点

宏观研究团队

——兼评9月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

### ● 经济N字型修复，5.0%收官压力不大

2023Q3实际GDP同比增长4.9%、好于市场预期的4.5%，小幅高于我们9月16日测算的4.7%。全年5.0%仅需Q4 GDP同比4.4%，叠加较低的基数，预计实现难度不大。

### ● 工业生产延续改善，地产拐点初步显现

(1) 工业生产“金九”兑现，在较高的基数上延续了8月以来的积极修复态势。服务生产小幅回升。

(2) 固定资产投资趋于筑底。基建：整体动能进一步放缓，专项债进入扫尾阶段，提前批额度或下达以支撑基建；地产：政策密集出台后改善幅度较弱但拐点已初步显现，结构上开工端好于销售端，意味着地产供需不平衡和去库压力的增大；制造业：连续2个月改善，PPI触底回升、工业企业利润改善或为较大推手，边际贡献来自于食品、交运设备、汽车、金属制品、有色冶炼。

### ● 统计局年内第二次强调服务消费

(1) 商品消费趋稳，烟酒食饮边际改善。服务消费增速小幅回落，但仍好于商品。

(2) 统计局年内第二次强调服务消费：“随着产业升级和消费升级，服务消费在居民消费比重提升；2023Q3居民服务消费支出占比46.1%，比去年同期明显提升了2个百分点；将完善服务消费以及整个消费统计调查制度”与我们测算的结果相近，2013-2019年居民消费结构逐步从商品主导转变为商品、服务并进，而疫情扰乱了该进程。

### ● 市场表现与经济数据背离，市场或将博弈增量政策落地和2024年经济目标

Q3 GDP 好于一致预期且多个分项出现修复，但经济数据发布后权益市场持续走弱，原因可能有三点：一则美国升级AI芯片出口禁令；二则市场真正期待的有力度的改善尚未出现，如地产政策落地后基本面改善不足；三则全年实现5.0%压力不大，市场认为Q4总需求政策加码的必要性下降。我们认为，尽管实现5%目标难度不大，但地产动能仍弱，经济延续修复仍需要政策的持续呵护，后续政策有望持续加码落地，特别是城中村、扩基建等方面，既呵护四季度经济修复，又为2024年做准备。对于市场而言，下一次博弈或是引发预期明显改善的时点：一是关注城中村、扩基建等增量政策落地时点；二是关注年底中央经济工作会议对2024年的定调。若对经济维持高增仍有诉求，则中央加杠杆空间有望打开。

● **风险提示**：政策执行力度不及预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《进出口依赖度视角下的出口动能研究—外贸格局演变系列报告之一》

-2023.10.18

《城中村改造稳步推进—宏观周报》

-2023.10.15

《9月总量不弱，后续社融增速或将稳中趋升—9月金融数据点评》

-2023.10.14

## 目 录

1、经济 N 字型修复，5.0%收官压力不大 .....	3
2、工业生产延续改善，地产拐点初步显现.....	4
3、统计局年内第二次强调服务消费 .....	7
4、经济数据与市场表现背离，博弈 2024 年经济目标.....	9
5、风险提示 .....	10

## 图表目录

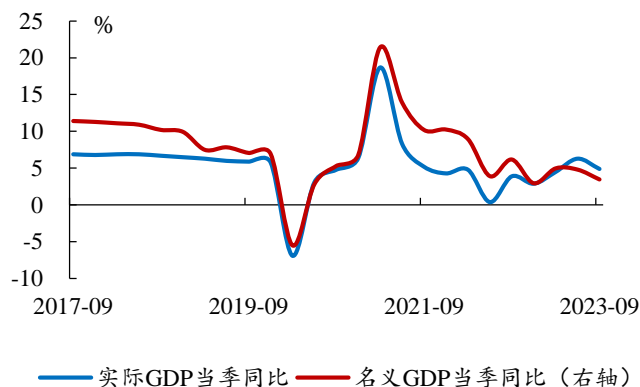
图 1： Q2 名义 GDP 仍低于实际 GDP.....	3
图 2： 第二、三产业见底回升 .....	3
图 3： 工资性收入和经营净收入对居民收入形成支撑.....	4
图 4： Q3 居民消费率初步修复至疫前.....	4
图 5： 2023 年中秋国庆，人均旅游支出改善至 2019 年同期的 97.5%.....	4
图 6： 工业生产稳步修复 .....	5
图 7： 服务业生产小幅回升 .....	5
图 8： 基建增速小幅下滑 .....	5
图 9： 基建分项普遍回落 .....	5
图 10： 9 月专项债进入扫尾阶段 .....	6
图 11： 9 月挖机开工小时数同比增速-9.7%.....	6
图 12： 节后石油沥青开工回升 .....	6
图 13： 水泥开工相对平稳 .....	6
图 14： 地产开工端改善 .....	7
图 15： 资金端国内贷款明显改善 .....	7
图 16： 制造业投资连续 2 个月回升 .....	7
图 17： 食品、交运、金属制品、汽车等投资增速改善.....	7
图 18： 9 月社零趋稳 .....	8
图 19： 烟酒、饮料、粮油食品边际改善 .....	8
图 20： 服务消费增速近似于餐饮增速 .....	8
图 21： 2023 年服务消费持续好于商品消费.....	8
图 22： 测算 2023Q3 全国居民服务消费支出占比 46.5% .....	9
图 23： 测算 2023Q3 城镇居民服务消费支出占比 47.3% .....	9
图 24： 城镇失业率改善 0.2 个百分点 .....	9
图 25： 大型、中小型企业的从业人员 PMI 分化 .....	9

2023年Q3 GDP实际同比4.9%（预期4.5%），9月工业增加值同比4.5%（预期4.6%），社零同比5.5%（预期4.9%），服务零售额累计同比18.9%，固定资产投资累计同比3.1%（预期3.1%）。其中，基建、制造业、房地产投资分别为8.6%、6.2%、-9.1%，对应预期为7.1%、5.7%、-8.5%。

## 1、经济N字型修复，5.0%收官压力不大

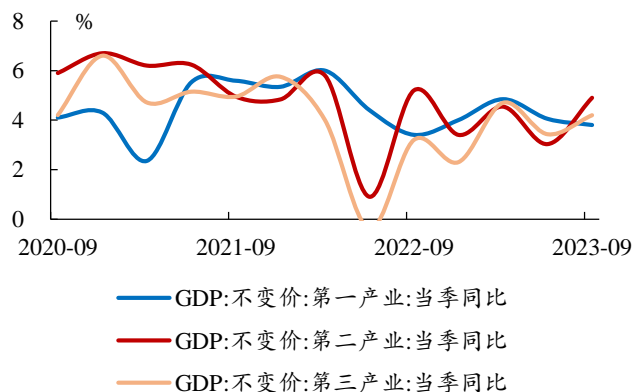
**经济N字型修复进一步确认。**2023Q3实际GDP同比增长4.9%、好于市场预期的4.5%，小幅高于我们9月16日测算的4.7%；Q3 GDP环比增长1.3%，较Q2改善了0.8个百分点；GDP平减指数仅收窄了0.1个百分点至-0.8%，物价延续走低贡献了一部分的“实际GDP超预期”。总体来看，全年5.0%仅需Q4 GDP同比4.4%，叠加较低的基数，预计实现难度不大。分产业看，第一、二、三产业的GDP两年复合增速分别3.8%、4.9%、4.2%，第二产业修复更快，较前值提高了1.9个百分点。

图1：Q2名义GDP仍低于实际GDP



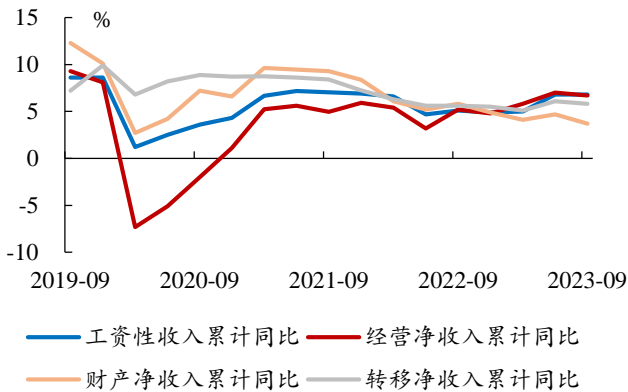
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：第二、三产业见底回升

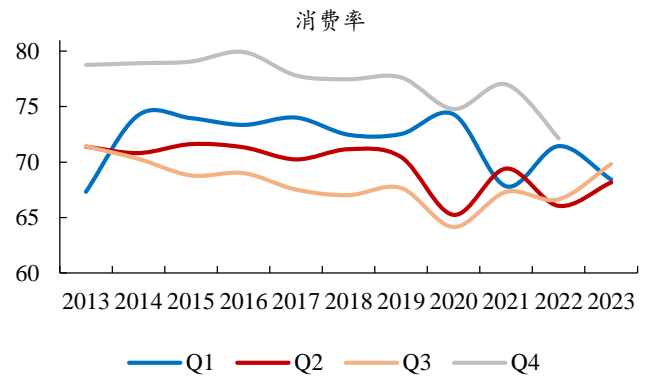


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021、2023年为两年复合增速

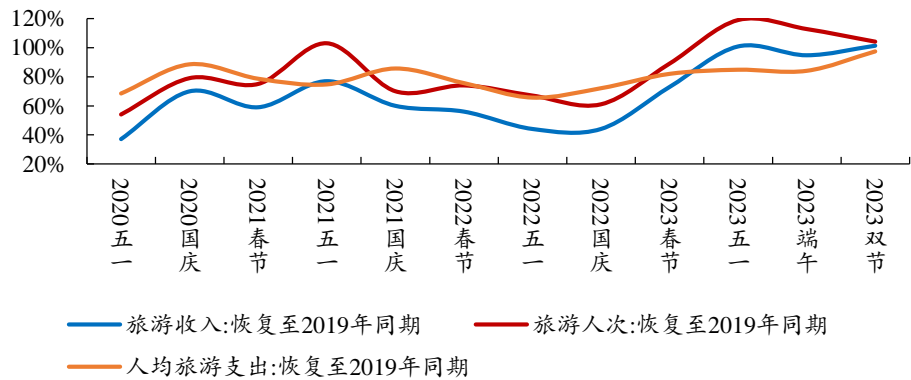
**居民消费率初步修复至疫前水平。**收入端：2023年前三季度人均可支配收入实际增速6.3%，高出同期经济增速1.1个百分点；从分项来看，主要由工资性收入和经营净收入贡献，可能与8月以来面向个人、小微企业的减税降费加力提效有关；城乡差距方面，城镇和农村人均可支配收入累计实际同比分别为4.7%和7.3%，城乡不平衡状况延续缓解。好的方面在于，居民消费率初步修复至疫前水平，2023Q3居民部门消费率为69.8%，好于疫情三年（2020-2023）同期的64.1%、67.3%、66.6%，与暑期出行消费火热较为吻合，且国庆人均旅游支出改善进一步证明了居民消费倾向的回升。

**图3：工资性收入和经营净收入对居民收入形成支撑**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：Q3居民消费率初步修复至疫前**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：2023年中秋国庆，人均旅游支出改善至2019年同期的97.5%**


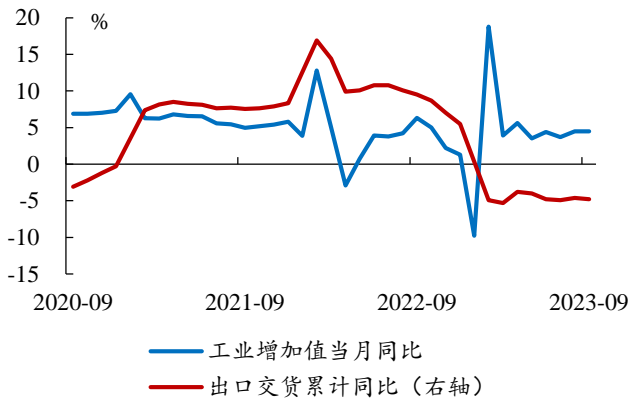
数据来源：文旅部、开源证券研究所

## 2、工业生产延续改善，地产拐点初步显现

**高温天气退场后，工业生产“金九”兑现。**9月工业增加值同比增速为4.5%、持平前值，工业增加值环比季调为0.36%。考虑到2022年9月基数不低（6.3%），工业生产延续了8月以来的积极修复态势。从两年复合增速来看，黑色金属冶炼、化学制品、金属制品边际改善了3.9、3.6、3.0个百分点。

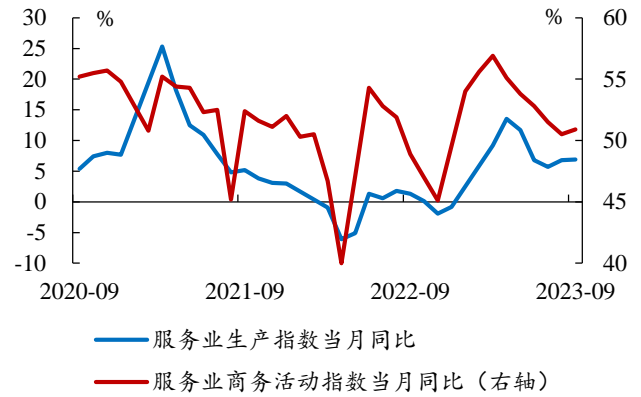
**服务业生产小幅回升。**9月服务业生产指数同比增速为6.9%，较前值提高了0.1个百分点。分行业来看，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长17.7%、11.3%、9.3%。

图6：工业生产稳步修复



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图7：服务业生产小幅回升

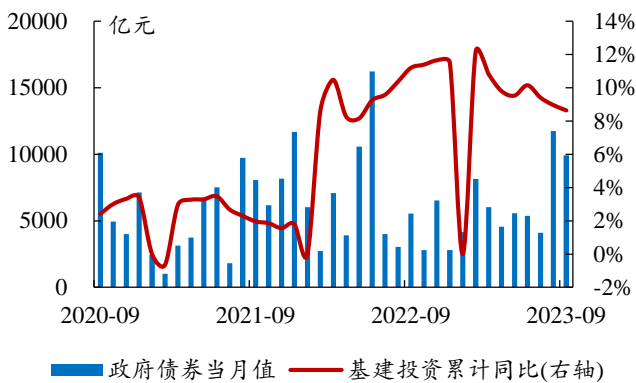


数据来源：Wind、开源证券研究所

**固定资产投资仍趋下行。**2023年1-9月固定资产投资累计同比回落了0.1个百分点至3.1%，其中基建增速延续下滑，制造业企稳回升，地产初步显现拐点。

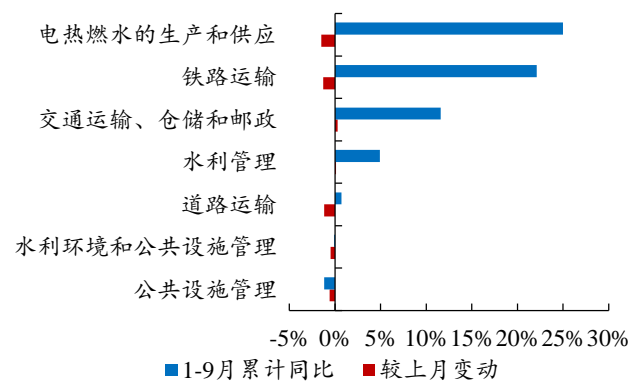
**(1)基建：专项债进入扫尾阶段，提前批额度或下达以支撑基建。**1-9月广义基建为8.6%，较前值下行了0.3个百分点。截至10月17日，专项债共发行3.5万亿元，自9月以来进入扫尾阶段。分行业来看，基建增速呈现不同程度的下滑，整体动能进一步放缓。10月13日委员长会议建议，十四届全国人大常委会第六次会议审议关于提请审议授权提前下达部分新增地方政府债务限额的议案，提前批额度下达有望对冲2022Q4的高基数压力。此外，也密切关注基建其他增量资金安排。

图8：基建增速小幅下滑



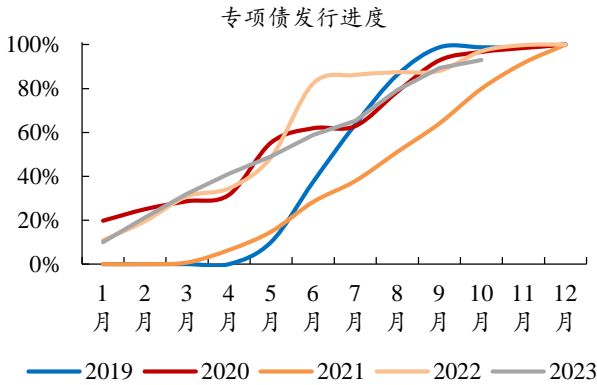
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：基建分项普遍回落



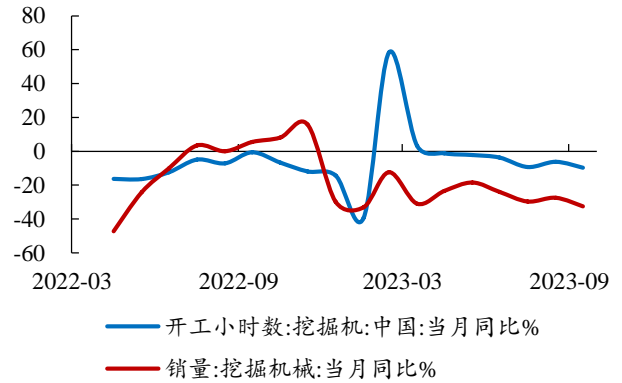
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：9月专项债进入扫尾阶段



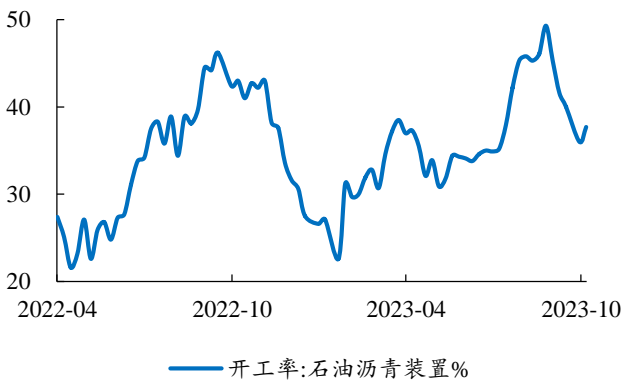
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：9月挖机开工小时数同比增速-9.7%



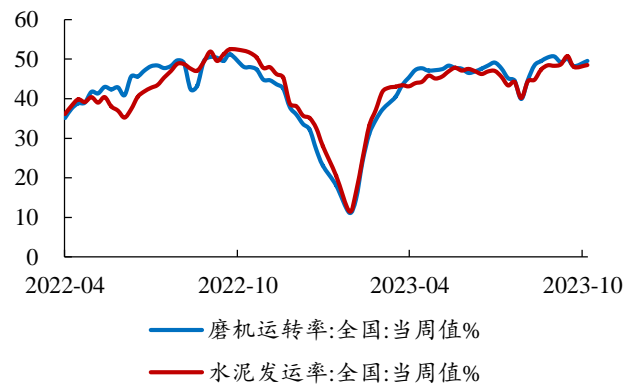
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：节后石油沥青开工回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：水泥开工相对平稳

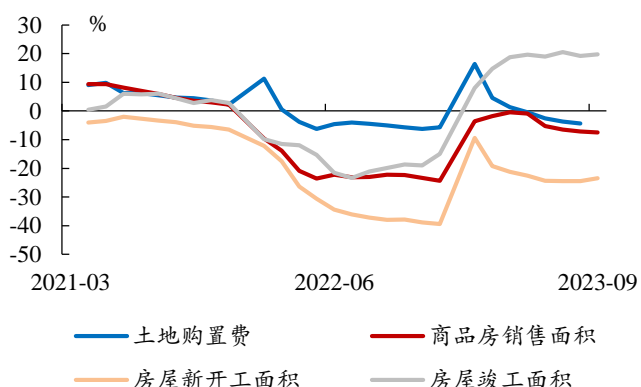


数据来源：Wind、开源证券研究所

**(2)地产：**1-9月地产投资累计同比为-9.1%，测算9月同比为-18.7%、较前值小幅改善了0.4个百分点，地产投资拐点初步显现，但改善幅度偏弱。开工端好于销售端，9月施工面积、竣工面积、新开工面积当月同比改善了19.1、13.8、7.9个百分点至-9.7%、23.9%、-15.2%，但销售面积和销售额当月同比仅改善了4.2、4.5个百分点。资金方面，9月国内贷款当月同比重回正增长(3.5%)，但销售回款回暖不足。需要注意，地产数据的较大问题在于结构不佳，开工好于销售意味着地产供需不平衡和去库压力的增大，进而导致修复难有延续性。政策层面，预计城中村改造将成为未来房地产投资端的主要支撑力量，关注配套资金落地情况。

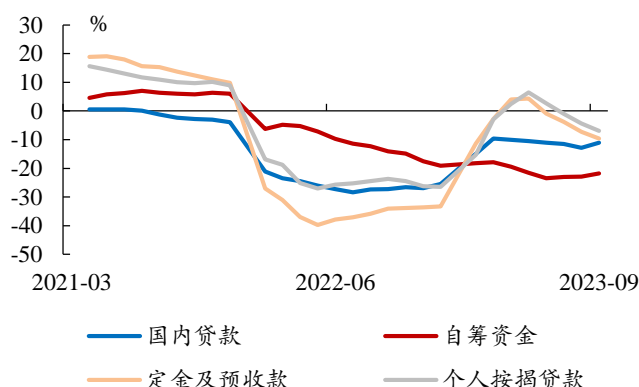


图14: 地产开工端改善



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

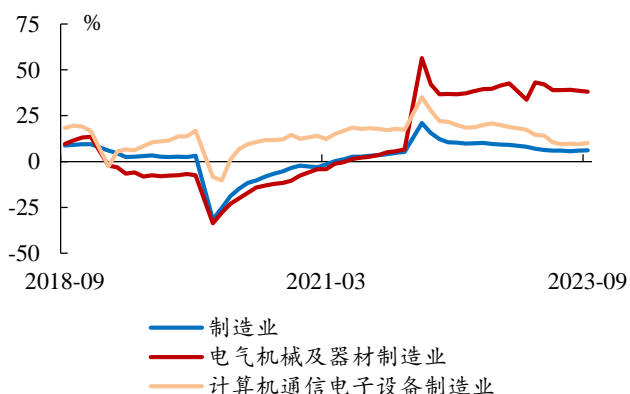
图15: 资金端国内贷款明显改善



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

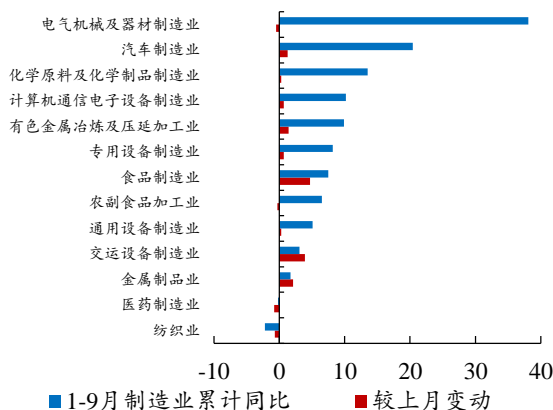
**(3)制造业:** 1-9 月制造业投资累计增速回升了 0.3 个百分点至 6.2%，PPI 触底回升、工业企业利润改善或为较大推手。分行业来看，电气机械（电力设备）、汽车、化学制品、计算机通信电子等高端制造维持高增长，企稳回升的边际贡献来自于食品、交运设备、汽车、金属制品、有色冶炼。继续关注从价格到盈利的传导以及库存周期阶段切换，地产决定了库存周期反转的力度和弹性。

图16: 制造业投资连续 2 个月回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 食品、交运、金属制品、汽车等投资增速改善

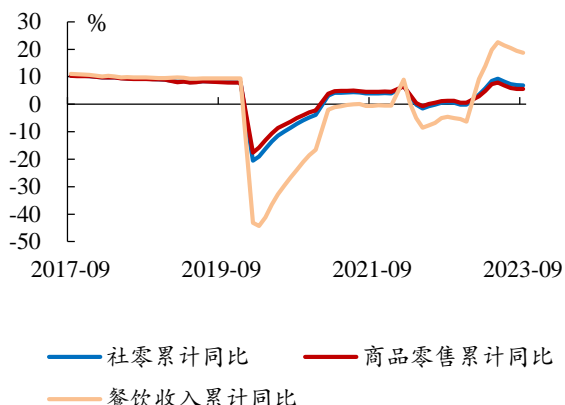


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、统计局年内第二次强调服务消费

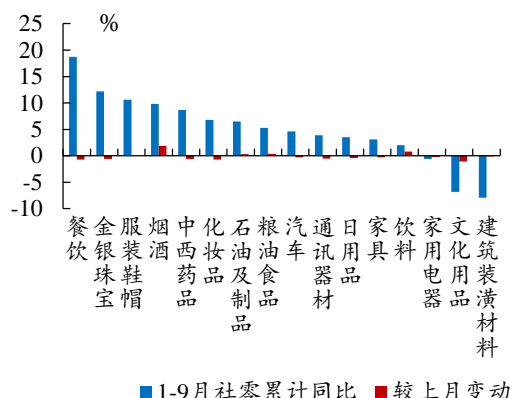
**(1)商品消费趋稳，烟酒餐饮边际改善。**低基数贡献下、9 月社零同比改善了 0.9 个百分点至 5.5%，累计同比降低了 0.2 个百分点至 6.8%。分行业来看，烟酒、饮料、粮油食品的社零累计同比分别提高了 1.9、0.8、0.4 个百分点。

图18：9月社零趋稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

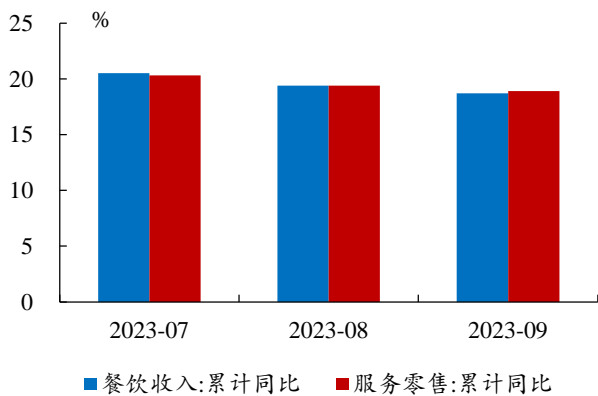
图19：烟酒、饮料、粮油食品边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

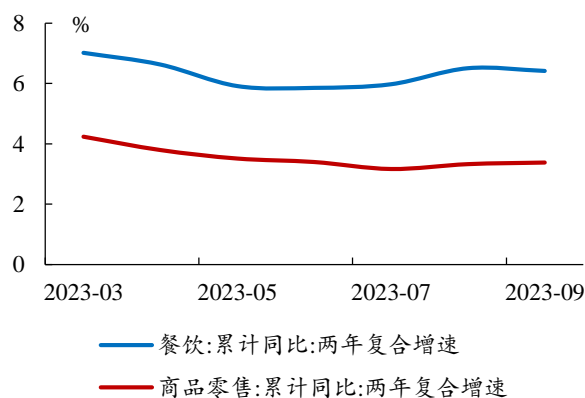
**(2)服务消费增速小幅回落，但仍好于商品消费。**9月服务零售累计同比18.9%，较前值下行了0.5个百分点。由于统计局没有给出历史数据，我们以餐饮收入来替代服务零售（7、8、9月两个指标的差异在0.2个百分点以内）。以两年复合增速来看，2023年服务消费持续好于商品消费，因此并非完全由疫情低基数贡献，且Q3暑期消费出行火热进一步扩大了两者的差距。

图20：服务消费增速近似于餐饮增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

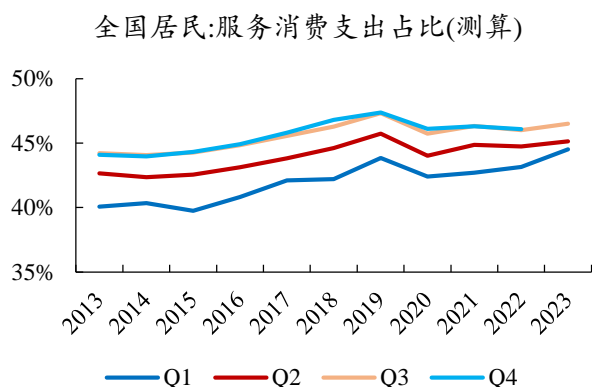
图21：2023年服务消费持续好于商品消费



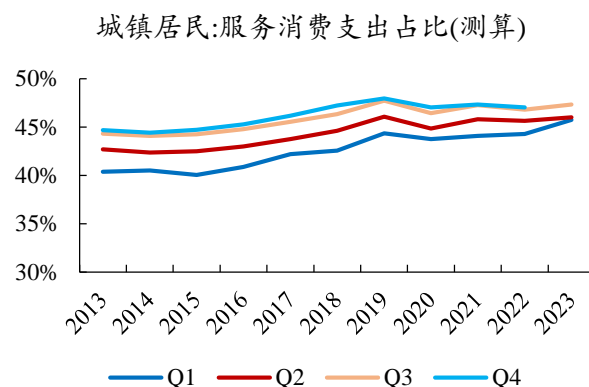
数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3)统计局年内第二次强调服务消费。**统计局副局长盛来运指出“随着社会发展，尤其是产业升级、消费升级，服务消费在加快，而且它在消费中的比重在提升”、“今后会进一步完善服务消费以及整个消费统计调查制度”，并披露“今年前三季度，居民人均服务性消费支出同比增长14.2%，占居民人均消费支出的比重是46.1%，比去年同期明显提升了2个百分点”。居民消费支出指标并未明确区分商品消费和服务消费，我们尝试根据其细分项进行测算，2023Q3全国居民服务消费占比约46.5%、城镇居民服务消费支出占比约47.3%，与统计局数据相近。2013-2019年居民消费结构逐步从商品主导转变为商品、服务并进，而疫情扰乱了该进程。



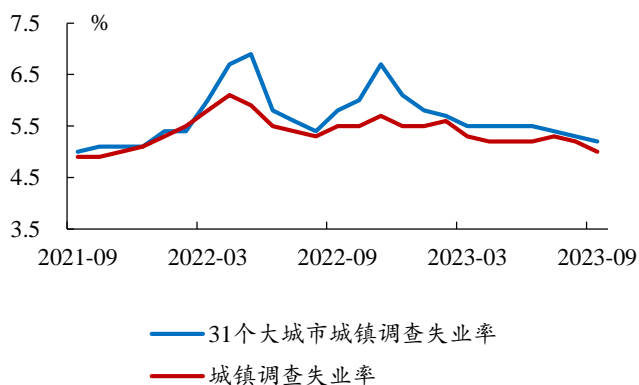
**图22：测算 2023Q3 全国居民服务消费支出占比 46.5%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

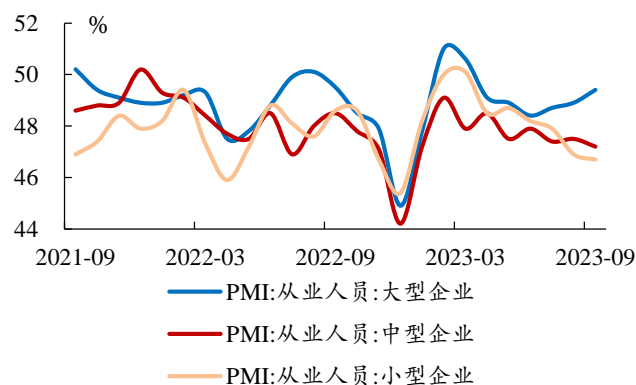
**图23：测算 2023Q3 城镇居民服务消费支出占比 47.3%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

(4)9月全国城镇调查失业率为5.0%，较8月改善了0.2个百分点。高校毕业生季过后，就业形势连续2个月改善。但大型和中小企业的从业人员PMI存在明显分化，大型企业向好、中小型承压。

**图24：城镇失业率改善 0.2 个百分点**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图25：大型、中小企业的从业人员 PMI 分化**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、经济数据与市场表现背离，博弈 2024 年经济目标

Q3 经济数据好于一致预期，工业生产、社零、失业率、居民消费倾向多项经济数据出现修复。但 10 月 18 日经济数据发布后权益市场持续走弱，我们理解可能有三点原因：

一则美国升级 AI 芯片出口禁令，市场风险偏好降低并伴随一定的外资流出；

二则市场真正期待的有力度的改善尚未出现，即在一揽子地产政策组合拳后，9 月地产改善不足、10 月目前来看可能弱于 9 月；

三则在全年实现 5.0% 压力不大的环境下，市场认为 Q4 总需求政策加码的必要性下降。

我们认为，尽管年内实现 5% 目标的难度已经大为降低，但地产动能偏弱的问题仍存，经济延续修复仍需要政策的持续呵护。同时，统筹发展与安全不意味着经济增速不重要，未来仍需要维持一定的经济增速，因此后续政策有望延续加码落地，特别是城中村、扩基建等方面，既呵护四季度经济修复，又为 2024 年做准备。对于市场而言，下一次博弈或是引发预期明显改善的时点，一是关注城中村、扩基建等增量资金落地时点；二是关注年底中央经济工作会议对 2024 年的定调。若对经济维持高增仍有诉求，那么在地方政府、企业、居民都没有显性加杠杆空间的宏观环境下，中央加杠杆以及一系列总需求政策的加码空间有望打开。

## 5、风险提示

1. 政策执行力度不及预期；
2. 地缘政治冲突反复超预期；
3. 美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn