

弹性重于方向 - 9月中国经济数据解读



走势评级: 股指: 震荡
报告日期: 2023年10月20日

王培丞 高级分析师(股指)
从业资格号: F03093911
投资咨询号: Z0017305
Tel: 8621-63325888
Email: peicheng.wang@orientfutures.com

★9月经济数据解读:

1、三季度GDP增速超预期反弹至4.9%，对应两年平均增速4.4%，较二季度大幅上升1.1%。而累计同比增速5.2%，对应两年平均4.1%，短期经济向上，消弭了跌破政府目标增速(5%对应两年平均值4%)的紧张压力。

2、尽管GDP超预期上行，但从供需两端数据来看，9月份经济弹性却稍有不足，修复斜率不高。一方面，工增、社零和固定资产投资的月环比数据均偏低。另一方面，用剔除基数效应的两年平均增速看，9月份社零同比增速较前值下降1个百分点，而工业增加值较前值上升了1个百分点。经济仍呈现供给修复快于需求的情况。

3、消费端9月份必选消费修复较好，食品饮料增速大幅反弹。投资端，政府支出扩大，基建与新基建行业投资扩张。同时民间投资也有所反弹。而地产投资依旧低迷，销售端有所反弹，但绝对量仍处于历史同期低位。

4、从收支数据看，居民消费的增长并非完全由收入上升所推动，而是源于花掉了超额储蓄。那么后续消费持续性就有待观察。

★下周观点: 关注三季度宏观经济数据

9月份数据喜忧参半。GDP超预期为全年实现目标打下良好基础。但在收入改善幅度较小的情况下，居民消费以及房地产销售前景的向好还缺乏必要之基础。供需两端环比增速表明国内经济弹性仍不足，政策端稳增长力度仍不能放松。聚焦到A股市场，利多因素在于利润表修复逐步进行，但利空因素则在于海外紧缩预期仍较强，同时巴以冲突导致的地缘风险则又加剧，全球风险资产同步承压。综合考量，我们认为当前市场仍处于焦灼难熬的阶段，建议加大套保比例，减小风险敞口，等待风险事件度过之后的缓和期。

★风险提示:

美联储加息预期波动，海外地缘风险加剧。



扫描二维码，微信关注“东证繁微”小程序

重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

10月18日，国家统计局发布了2023年三季度及9月份中国宏观经济数据，从数据上看较前值持续回升。对此我们解读如下。

1、三季度 GDP 超预期，全年完成 5% 目标无虞

中国 3 季度 GDP 当季同比增速 4.9%，前三季度累计同比 5.2%。

三季度 GDP 增速超预期反弹至 4.9%，对应两年平均增速 4.4%，较二季度大幅上升 1.1%。而累计同比增速 5.2%，对应两年平均 4.1%，短期经济向上，消弭了跌破政府目标增速（5%对应两年平均值 4%）的紧张压力。

趋势上看，前三季度中国 GDP 增速走出一个“U”型走势，短期经济底在 6-7 月份，随后止跌企稳。国家统计局新闻发布会称，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。从这个角度看，四季度面临的经济压力有所减轻。

造成三季度 GDP 超预期反弹最重要的点在于消费，特别是服务消费。根据国家统计局的新闻发布会：前三季度社零同比增长 6.8%，而服务零售额增长 18.9%；今年前三季度消费对经济增长的贡献率达到 83.2%，较上半年扩大 6 个百分点。但现行统计数据中，考察居民消费情况的社零指标主要偏向于商品实物零售，对于服务消费仅涵盖餐饮收入。而本年度消费的一个重要特点在于，场景恢复造成的旅游出行住宿等服务消费高增。因此统计局新增的服务销售额增速将会弥补该方面的短缺。

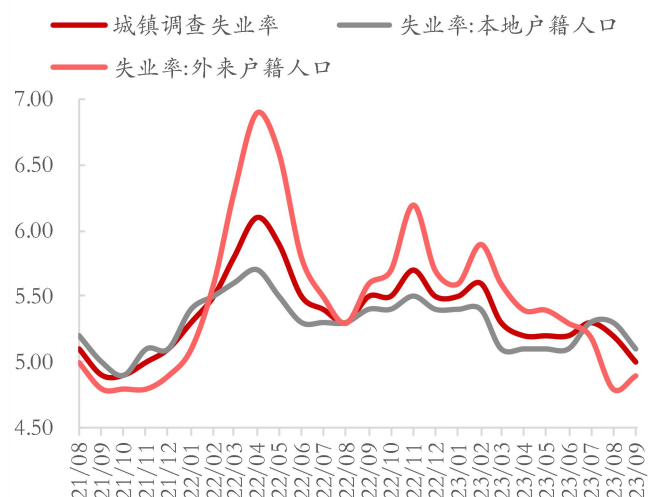
经济上行同时带动了就业好转，9 月份城镇调查失业率下行至 5%。本地户籍人口就业改善拉动了整体就业，或指向了以本地经营为主的民营、小微经济出现边际改善。

图表 1：中国 GDP 累计同比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：城镇调查失业率 (%)

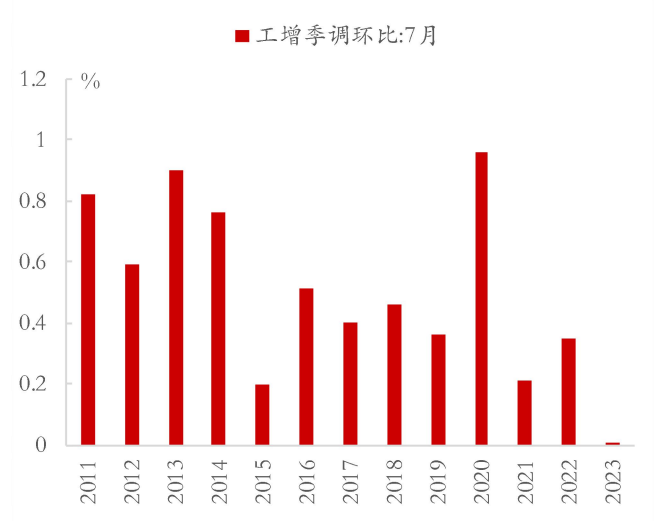


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、但边际来看，9 月经济弹性仍有不足

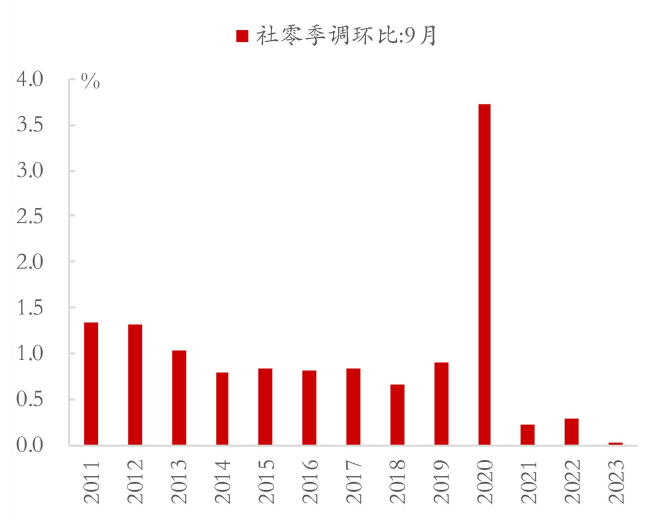
尽管 GDP 超预期上行，但从供需两端数据来看，9 月份经济弹性却稍有不足，修复斜率不高。一方面，从环比季节性角度看，无论是工业增加值、还是社零和固定资产投资，月环比数据均偏低。9 月工增环比 0.36%、社零环比 0.02%、固定资产投资环比 0.15%，三者均处于历史同期环比数据中的低位，显示环比增长力度不足。

图表 3：历年 9 月工增季调环比增速



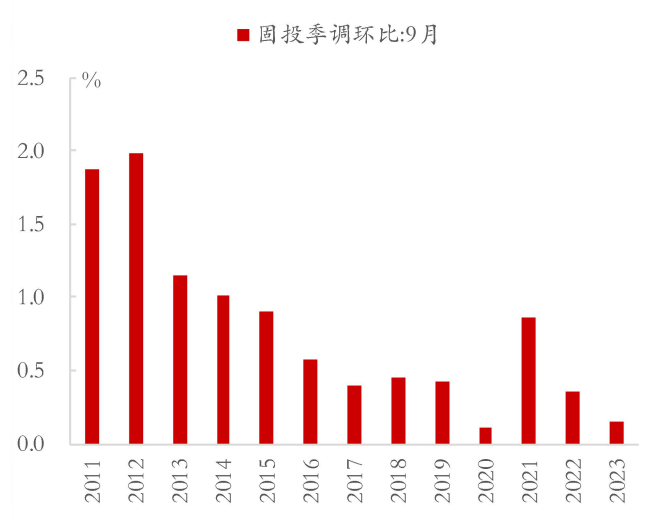
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：历年 9 月社零季调环比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：历年 9 月固定资产投资季调环比增速

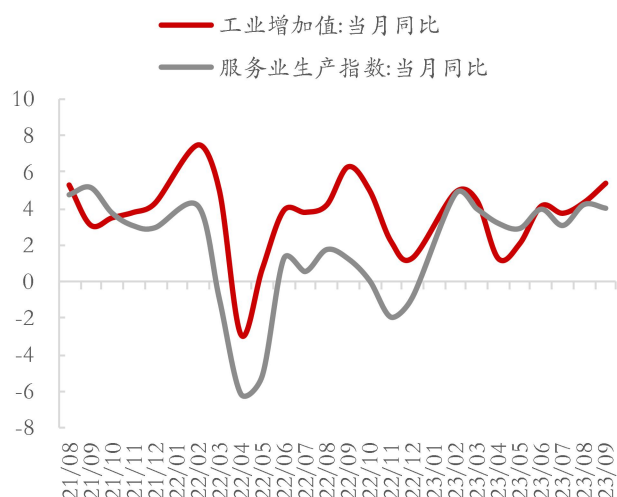


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

另一方面，从同比增速角度看，经济仍呈现供给修复快于需求的情况。9月工业增加值同比4.5%、预期4.6%，前值4.5%；服务业生产指数同比6.9%，前值6.8%；社零同比5.5%，预期4.9%，前值4.6%；1-9月固定资产投资累计同比3.1%，预期3.1%，前值3.2%。

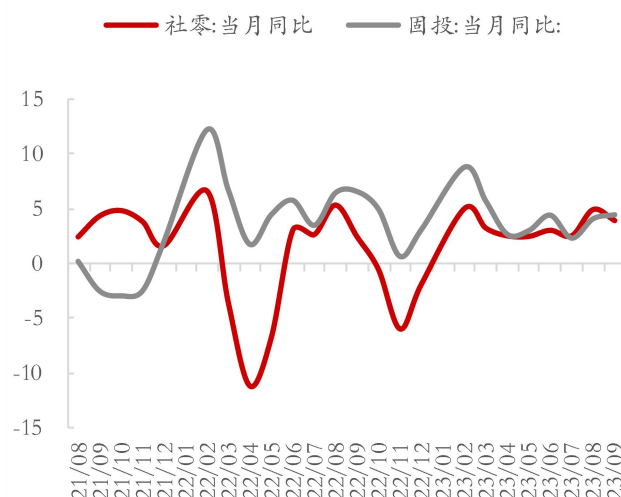
表面上看9月份数据中服务业生产指数和社零超预期、上行幅度大，但这主要是基数效应造成。去年9月份，国内疫情再次抬头，严格的防疫形势对消费造成挤出。若用剔除基数效应的两年平均增速看，会发现9月份社零同比增速4%，较前值下降一个百分点，而工业增加值同比5.4%，较前值上升了1个百分点。即受到出口拉动、投资加大力度等影响，工业供给端持续修复，而居民实物消费实际上则边际走弱。

图表 6：工增和服务业当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（2023 为两年平均）

图表 7：社零和固定资产投资当月同比增速 (%)



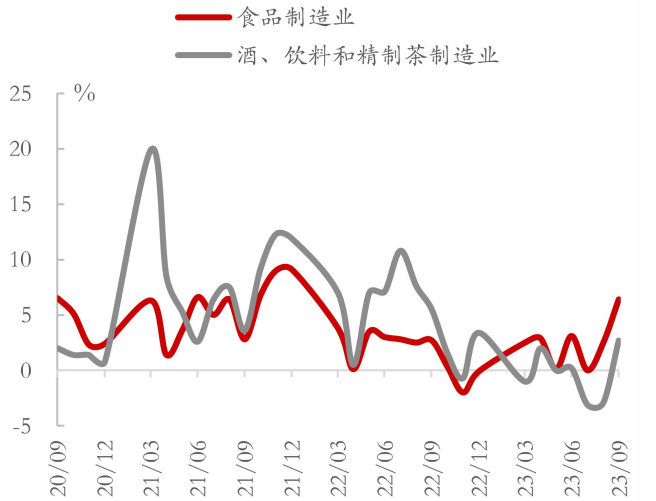
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（2023 为两年平均）

3、必选消费修复较好，食品制造业明显扩张

本年度消费体现出的突出特点是高端消费、可选消费修复较好，而必选消费则相对平淡，这也造成了CPI的持续低迷。但9月份从主要品类中我们看到，必选消费品的零售增速（以两年平均计）出现明显回暖。饮料类零售增速扩大3.1%、粮油食品零售增速扩大2.1%、日用品类零售增速扩大0.6%。此外，体育娱乐类商品零售增速扩大5.4%或与中秋假期旅游出行消费品购买有关。而可选消费品则出现明显回落，金银珠宝、化妆品零售同比增速分别回落2.4%、2.1%。

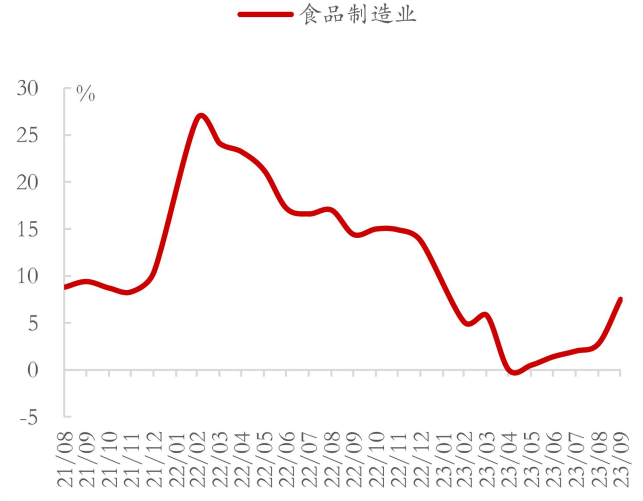
消费修复的另一条线索则体现在制造业方面，9月份工业增加值中，食品制造业、酒饮料茶制造业同比增速分别扩大3.9%、5.6%，成为改善最为明显的两个行业。并且1-9月制造业固定资产投资中，食品制造业累计同比增速达到7.5%，较1-8月累计增速大幅扩大4.7个百分点，领跑诸制造业。

图表 8: 食品与酒饮茶制造业增加值同比增速反弹



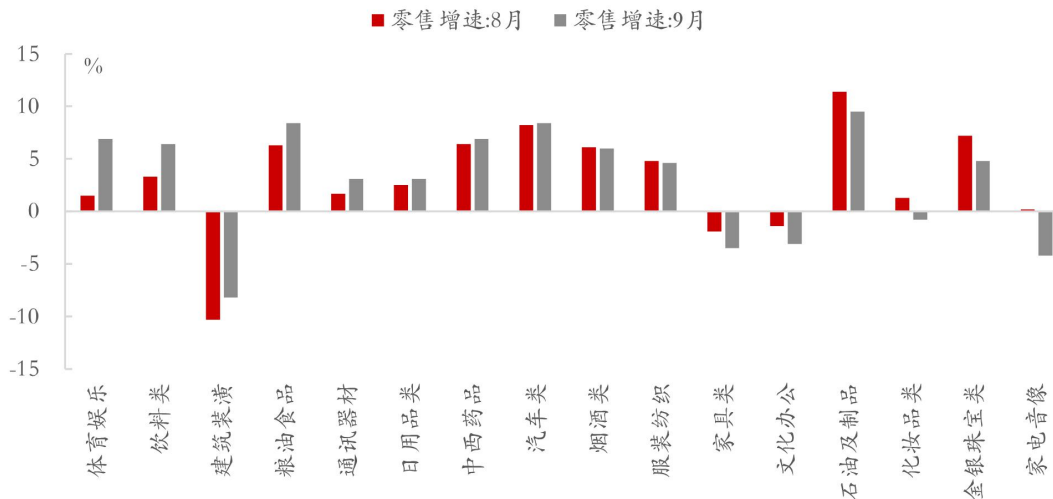
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 9: 食品制造业固定资产投资累计增速大幅跃升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 10: 商品零售增速, 9 月份必选消费品类较前值反弹明显



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (两年平均增速)

4、投资端稳增长持续发力, 民间投资抬头

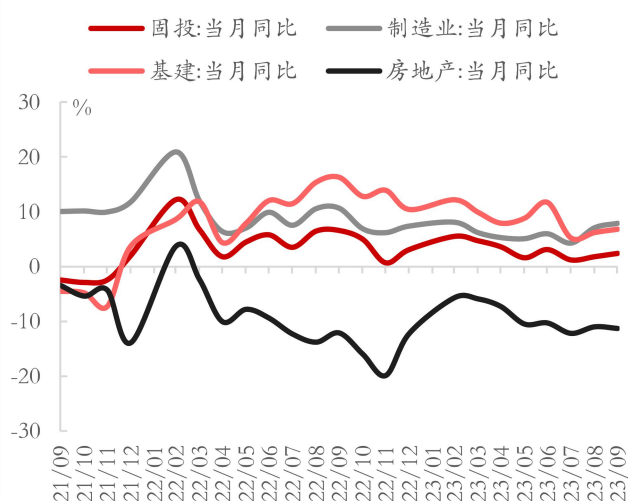
投资端, 9 月份固定资产投资增速 2.4%, 较前值扩大 0.6%。其中制造业投资当月同比 7.9%, 较前值扩大 0.8%; 广义基建投资当月同比 6.8%, 较前值扩大 0.6%, 房地产投资 -11.3%, 较前值下降 0.3%。

9 月份政策端对于现代化产业体系以及新型基础设施建设不断着墨与强调, 同时也处于稳增长的需要, 我们看到相关基建与新基建类行业投资开始扩张。制造业方面, 以有色

加工、金属制品、通用设备、专用设备为代表的行业投资加快，1-9月累计投资增速分别较前值扩大1.4%、2.1%、0.3%、0.7%。基建方面，出于稳增长需要，9月份政府债券净融资高增，拉动交运仓储、水利环境等传统基建项目当月同比增速明显扩大。

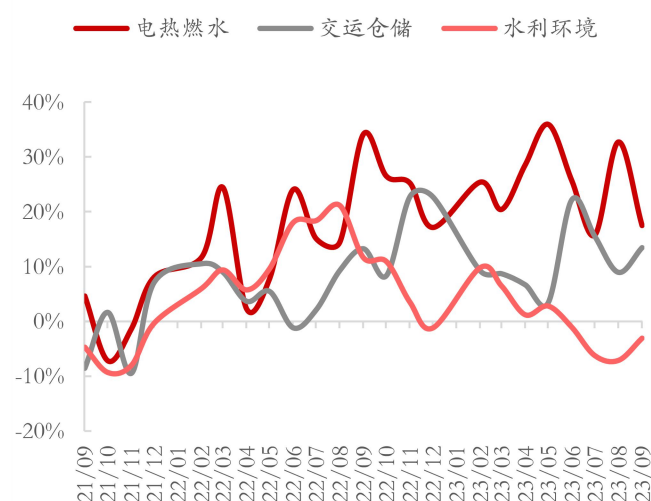
另一个值得关注的点在于民间投资的扩大。9月份民间固定资产投资增速0.1%，由负转正，较前值扩大2.3个百分点，而国有投资增速5.9%，较前值下降3.5个百分点，国民之间的分化有所弥合。7月底，发改委等多部门发文支持民营经济发展，民间投资的抬头或表明在相关政策帮扶以及部分行业景气较高的情况下，民营经济开始修复。

图表 11: 固定资产投资当月同比增速



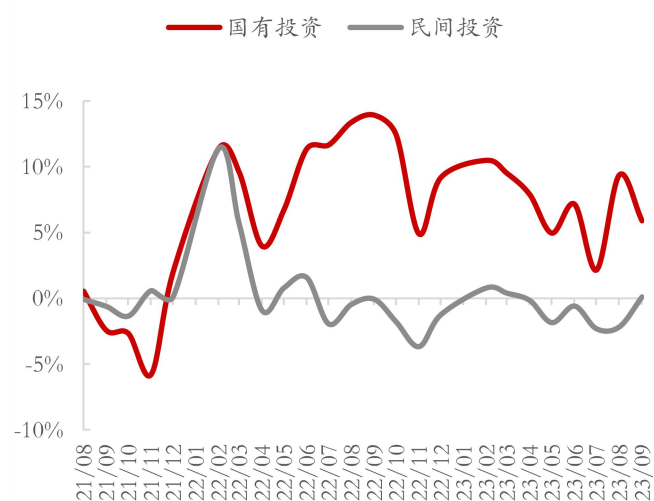
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 基建投资三大分项当月同比增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 9月国民之间固定资产投资增速分化缩小

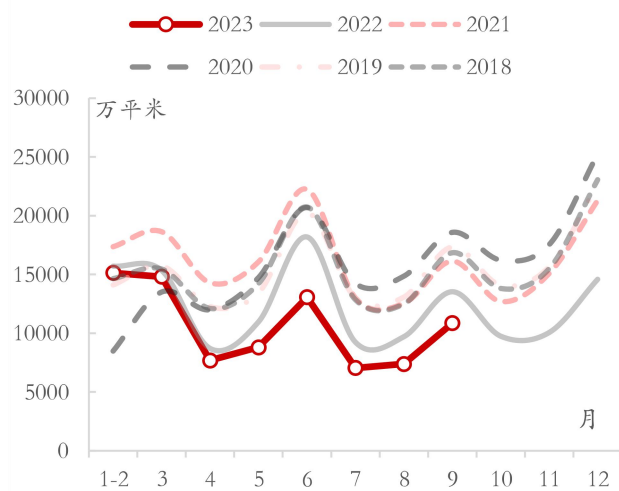


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

5、地产投资仍弱

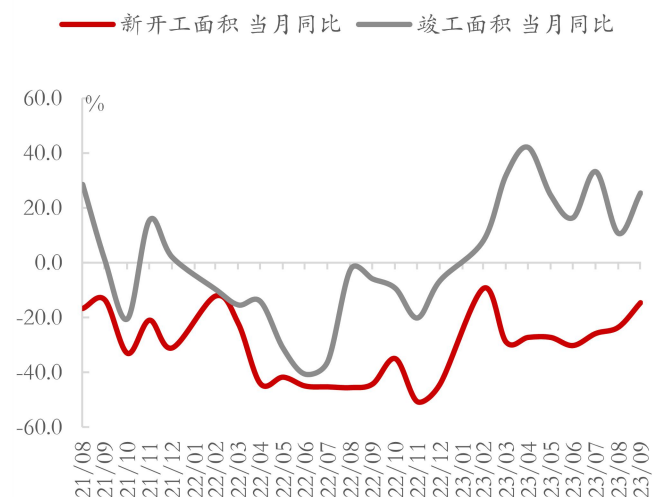
9月份是本年度地产政策宽松力度最大、节奏最快的一个月份。存量房贷利率下调、首套二套首付比例与贷款利率双双下调、认房不认贷等政策组合拳快速落地。但受制于行业下行、居民资产负债表收缩等因素，高频地产销售数据仍未有明显改善。国家统计局公布的商品房销售数据，9月份当月同比-10.1%，较前值改善2.1个百分点，但从绝对量来看，9月份商品房销售面积10857万平方米，仍较历史同期均值有明显差距。

图表 14: 商品房销售面积月度值



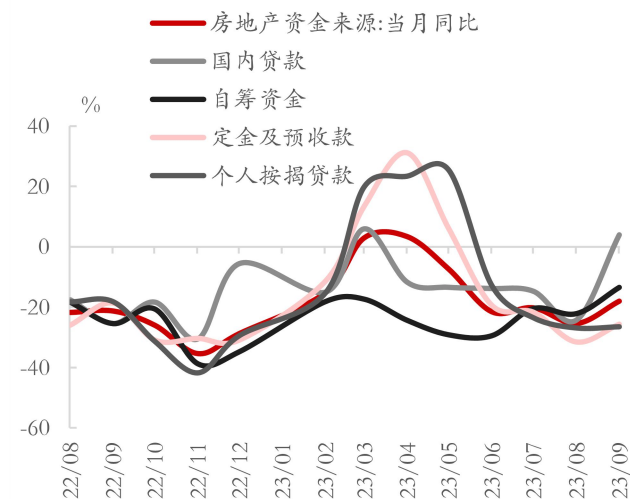
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 9月新开工与竣工面积有所修复



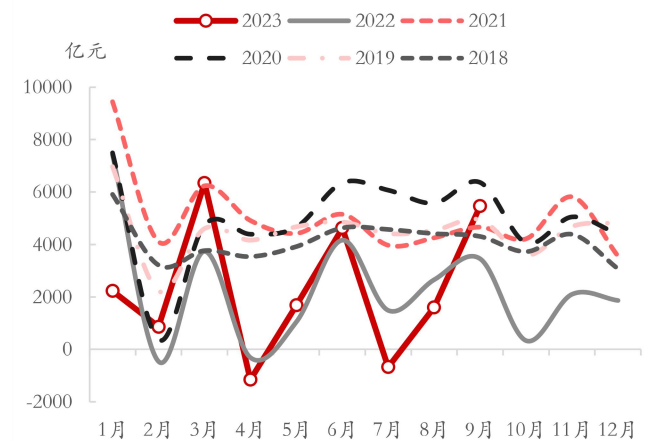
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 房企资金来源受到贷款提振



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 居民中长期贷款新增量季节性图表



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

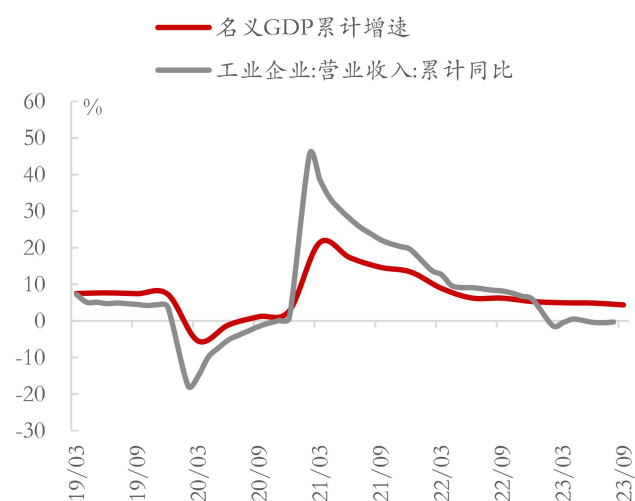
投资端，9月新开工增速与竣工增速均有所修复，主要受到政策提振以及房企资金来源改善有关。9月地产资金来源当月同比增速-18%，较前值明显扩大7.4个百分点，其中主要拉动项在于信贷端，房地产国内贷款增速当月同比由负转正回升至4%，较前值大幅改善28.3个百分点。对于房企以及民营房企的信贷倾斜，为房企补充了流动资金，使得保交楼以及新开工出现边际改善。但新开工上行与地产投资下行出现分化，或指向土地购置费用单月下行较大，考虑到近两年来疲弱的拿地行为，我们认为明年地产新开工面临偏紧的态势。

从央行披露的金融数据中，居民中长贷新增量9月录得5470亿元，在近五年中处于较高水平。一方面受到政策提振，短期内商品房成交有所上行；另一方面受到存量房贷利率下调带来的负债压力松懈，大大减轻了居民部门的提前还贷行为。展望后市，地产投资面临的问题仍然存在，房企暴雷风险仍未能有效解决，居民预期好转仍需要漫长时间。

6、名义增长与居民消费

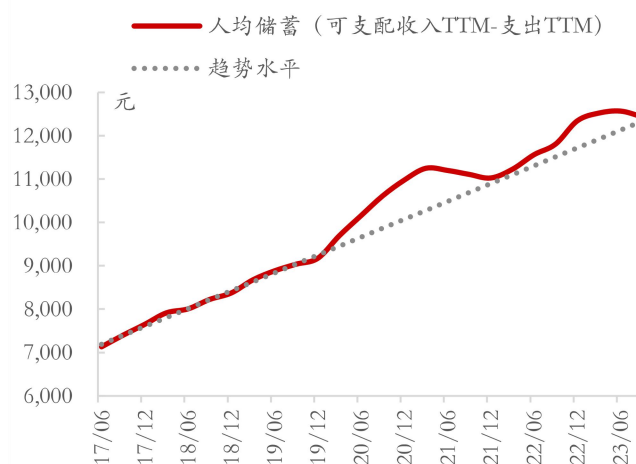
三季度GDP实际同比增速4.9%，但名义增速受到PPI和CPI拖累，仅录得3.47%，较二季度减少1.33个百分点，处于年内最低位。本年度由于价格因素低迷，故而企业部门利润表修复仅停留在营业收入修复的阶段，向利润修复过渡严重不畅，这是造成宏观经济“体感”出现偏差的重要原因之一。而名义GDP的低迷，压制了企业营收的反弹。随着PPI回升，以及CPI温和修复，我们认为四季度或将成为名义GDP修复的重要节点，进而带动利润表修复传导畅通。

图表 18：名义GDP增速与企业营收高度正相关



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 19：居民超额储蓄有所松动



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

而另外一方面，居民部门在三季度呈现出超额储蓄转移形成消费的倾向。前三季度居民部门可支配收入累计同比 6.3%，较前值缩小 0.2%，而消费支出累计同比 9.2%，较前值扩大 0.8%。即收入改善较慢的同时，支出呈现增加态势。我们计算的超额储蓄（收入 TTM-支出 TTM）正急速缩小。这表明边际来看，居民消费的增长并非完全由收入上升所推动，而是源于花掉了超额储蓄。那么后续消费修复的斜率若要维持，则必须由收入端改善来推动。

7、投资建议

9 月份数据喜忧参半。GDP 超预期为全年实现目标打下良好基础。但在收入改善幅度较小的情况下，居民消费以及房地产销售前景的向好还缺乏必要之基础。供需两端环比增速表明国内经济弹性仍不足，政策端稳增长力度仍不能放松。聚焦到 A 股市场，利多因素在于利润表修复逐步进行，但利空因素则在于海外紧缩预期仍较强，同时巴以冲突导致的地缘风险则又加剧，全球风险资产同步承压。综合考量，我们认为当前市场仍处于焦灼难熬的阶段，建议加大套保比例，减小风险敞口，等待风险事件度过之后的缓和期。

8、风险提示

美联储加息预期波动，海外地缘风险加剧。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com