



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 恢复向好延续，托底政策维持

——2023年9月经济数据点评

日期：2023年10月20日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

### 相关报告：

《CPI 持平，PPI 延续改善》

——2023年10月17日

《外贸修复，顺差高位》

——2023年10月17日

《汇率 POLL：无持续贬值预期》

——2023年10月15日

### ■ 主要观点

#### 经济恢复向好得以巩固

9月经济延续了平稳改善的趋势，仅有投资略有下滑，消费更是超预期回升。作为经济成效综合体现的工业经济保持平稳，反映了经济整体运行的平稳趋势。而作为经济第一增长动力的投资下滑，但降幅收窄，表明经济内生增长动力稳中偏软。基建投资增长虽仍在下滑，但我们认为随着新增专项债的发行基本结束，以及专项债资金加速落地，基建投资增长有望得到支撑；制造业投资连续改善，地产投资主要数据仍在下跌，但已现改善信号，在地产政策的优化调整下，房地产投资也有望走稳。消费继续反弹，主要商品消费均有所回升或改善。3季度GDP为4.9%，较二季度有所下滑，主要受去年基数变化影响。从两年平均增速来看，三季度增长是4.4%，比二季度加快了1.1个百分点。整体来看，7月政治局会议之后，逆周期调节加强，各项政策加码出台后，三季度经济运行有所恢复向好。

#### 市场延续波动中回暖态势

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

#### 经济信心恢复，托底政策维持

我们认为经济的恢复向好，以及去年四季度相对降低的基数，均有助于经济全年增长目标的实现。从当前的数据表现来看，经济内在动力仍需加强，以巩固当前经济恢复向好的趋势，托底经济政策仍需维持，尤其是投资激励和降低资本成本方面需要持续发力。中国经济信心正在恢复。中国货币环境宽松格局不会改变，降息或降准未来仍然可期待。

### ■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

## 目 录

<b>1 事件：9 月份宏观数据公布</b> .....	<b>3</b>
<b>2 事件解析：数据特征和变动原因</b> .....	<b>3</b>
2.1 公共事业回升较大 .....	3
2.2 行业生产表现不一 .....	4
2.3 基建继续下滑，制造业投资反弹 .....	4
2.4 政策支持下，地产现改善信号 .....	5
2.5 消费继续反弹.....	6
<b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>7</b>
3.1 经济恢复向好得以巩固 .....	7
3.2 市场延续波动中回暖态势 .....	7
<b>4 事件预测：趋势判断</b> .....	<b>8</b>
4.1 经济信心恢复，托底政策维持 .....	8
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>8</b>

### 图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%） .....	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%） .....	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%） .....	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%） .....	6
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%） .....	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%） .....	7

### 表

表 1：本期经济数据增速（%） .....	3
-----------------------	---

## 1 事件：9 月份宏观数据公布

**工业生产平稳增长。**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）。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%。

**固定资产投资小幅下滑。**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%。其中，制造业投资增长 6.2%，增速比 1—8 月份加快 0.3 个百分点。从环比看，9 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.15%。1—9 月份，民间固定资产投资 193399 亿元，同比下降 0.6%。

**消费继续恢复。**9 月份，社会消费品零售总额 39826 亿元，同比增长 5.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 35443 亿元，增长 5.9%。

表 1：本期经济数据增速（%）

	本期值	前值	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	4.5	4.5	4.6
固定资产投资（不含农户，累计）	3.1	3.2	3.1
社会消费品零售（当月）	5.5	4.6	4.9
GDP（季度）	4.9	6.3	4.5

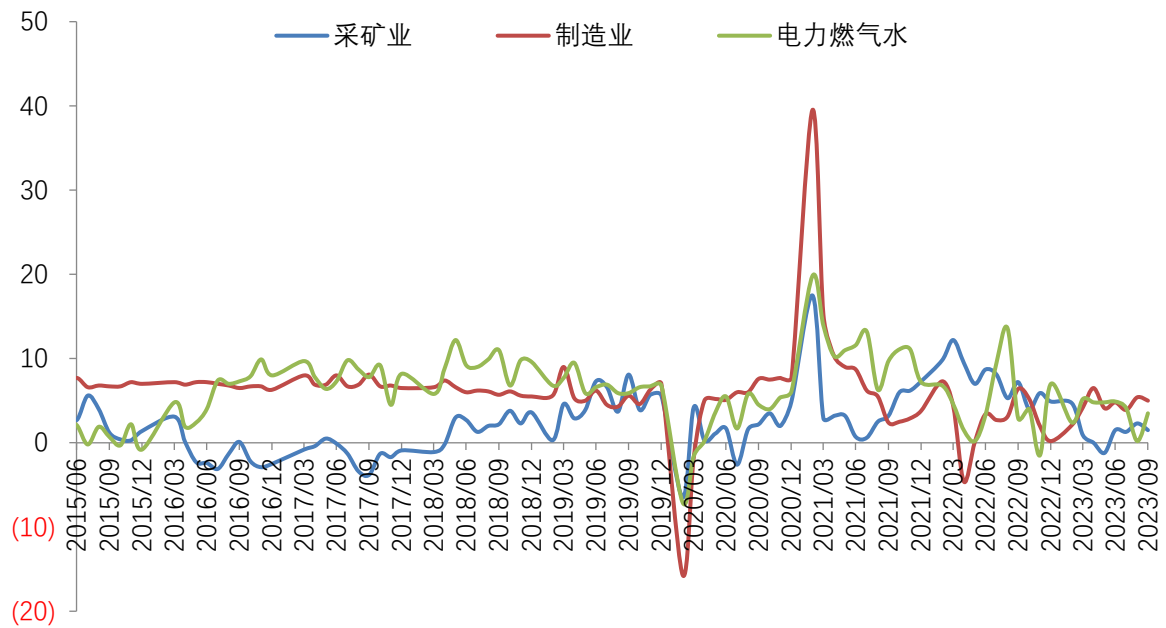
资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2 事件解析：数据特征和变动原因

### 2.1 公共事业回升较大

9 月工业生产增速持平上个月，略低于市场预期。分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 1.5%，制造业增长 5.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.5%。三大门类产业除公共事业外均有回落，公共事业回升较大。从产量的增速来看，发电量、天然气产量增长突出，带动了公共事业的回升；原煤、原油产量有所下滑，乙烯、钢材、水泥、汽车、集成电路以及计算机均出现了不同程度的回落；有色、手机产量有所回升。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

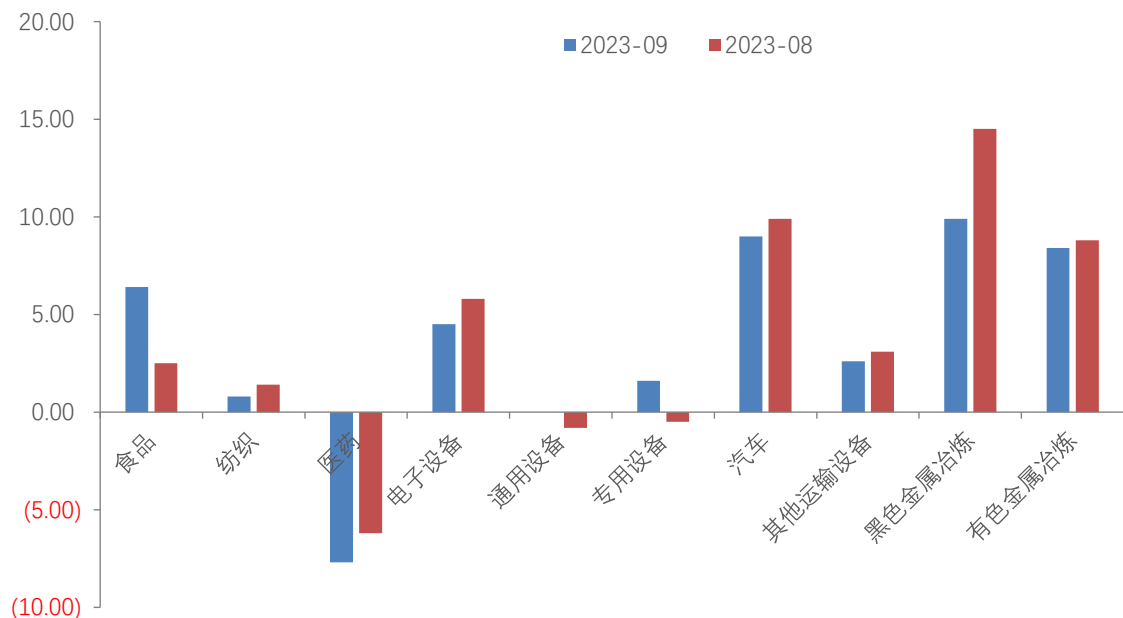


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.2 行业生产表现不一

分行业看，食品、专用设备、通用设备有所增长或改善，纺织、电子、汽车、运输设备、黑色、有色等行业生产有所回落，医药生产跌幅扩大。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

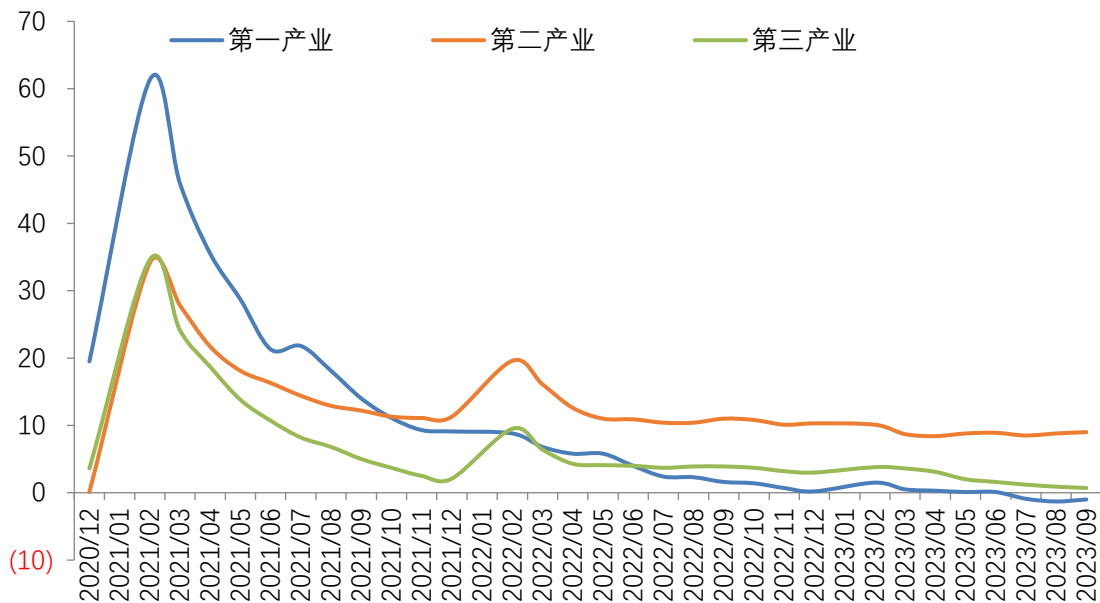
## 2.3 基建继续下滑，制造业投资反弹

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%，较上月下降 0.1 个百分点。其中，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%。第一产业投资跌幅收窄，第二产业投资增长加快，第三产业投资增长回落。

分项来看，基建投资继续小幅回落，今年新增专项债要求 9 月底前基本发行完毕，专项债资金力争在 10 月底前使用完毕。随着新增专项债的发行基本结束，以及专项债资金的落地，基建投资增长有望得到支撑。本月制造业投资继续反弹，制造业生产的加快以及制造业景气度重回扩张区间，助力制造业投资的反弹。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）

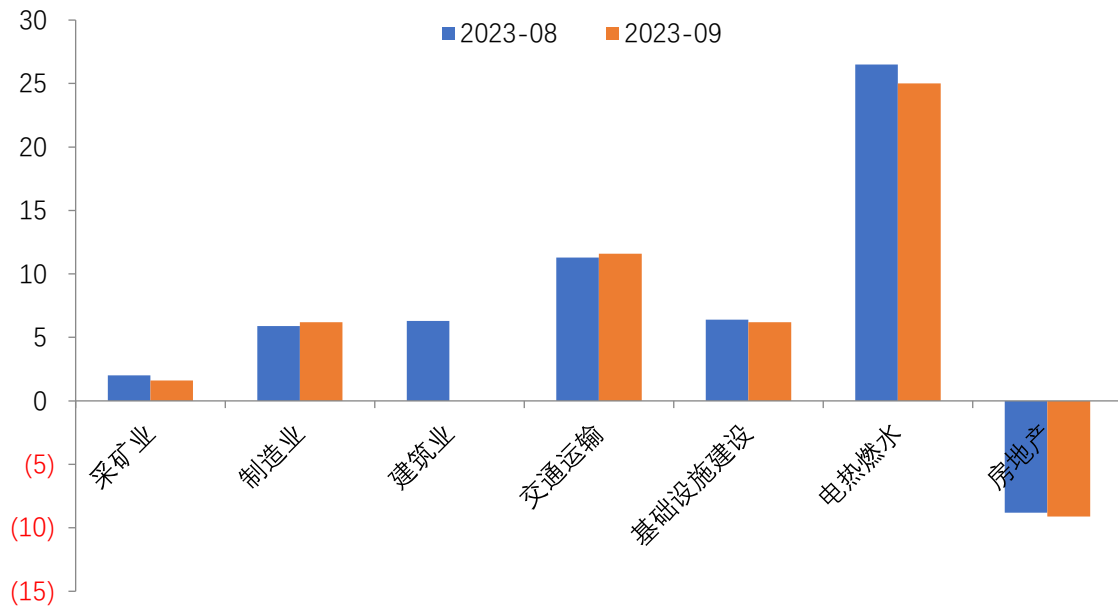


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.4 政策支持下，地产现改善信号

1—9 月份，全国房地产开发投资 87269 亿元，同比下降 9.1%，跌幅持续扩大，地产投资仍较低迷。分项来看，地产销售面积继续跌幅扩大，需求仍然偏弱；供给端新开工跌幅继续收窄，施工跌幅维持不变，地产施工建设有所改善。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅继续扩大，各项资金中自筹资金以及国内贷款则呈现出跌幅收窄。整体来看，虽然地产数据整体仍偏弱，但已释放出部分改善的信号，伴随房地产市场调整优化政策措施落地见效，房地产投资有望趋稳。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.5 消费继续反弹

9月份，社会消费品零售总额 39826 亿元，同比增长 5.5%，消费继续反弹。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 5.4%；乡村消费品零售额增长 6.3%。城市消费增长加快，乡村消费增长保持平稳。

图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）

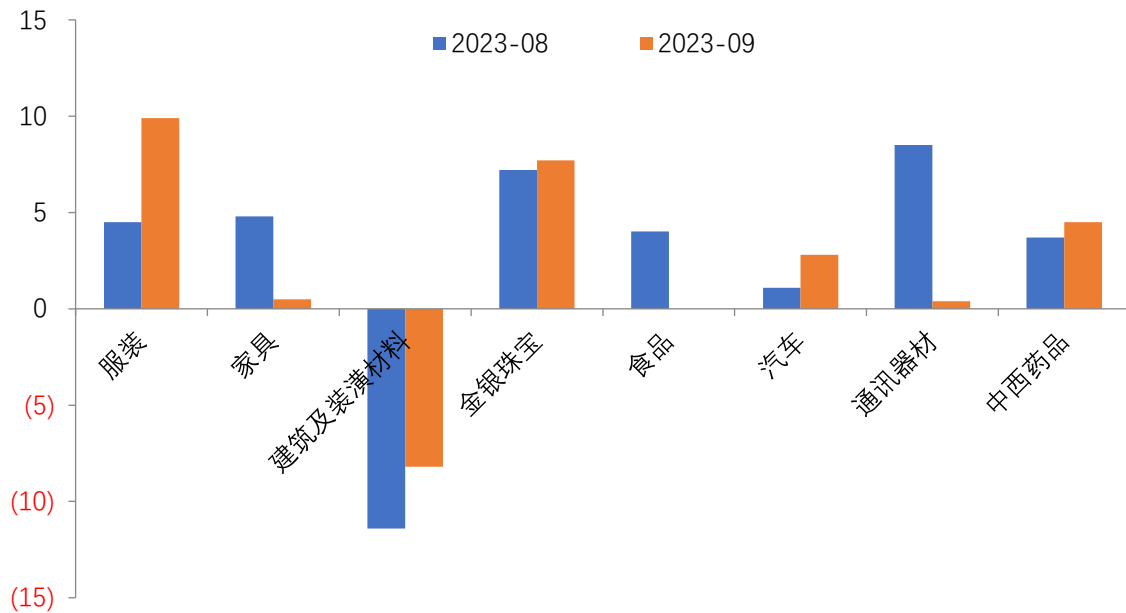


资料来源：Wind，上海证券研究所

主要商品消费中服装、金银珠宝、汽车、药品消费有所回升，建材降幅收窄，家具、通讯器材消费有所回落。服装增长突出或请务必阅读尾页重要声明

主要受换季影响，汽车消费的增长也有助于拉动消费的整体回升。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3 事件影响：对经济和市场

#### 3.1 经济恢复向好得以巩固

9 月经济延续了平稳改善的趋势，仅有投资略有下滑，消费更是超预期回升。作为经济成效综合体现的工业经济保持平稳，反映了经济整体运行的平稳趋势。而作为经济第一增长动力的投资下滑，但降幅收窄，表明经济内生增长动力稳中偏软。基建投资增长虽仍在下滑，但我们认为随着新增专项债的发行基本结束，以及专项债资金加速落地，基建投资增长有望得到支撑；制造业投资连续改善，地产投资主要数据仍在下跌，但已现改善信号，在地产政策的优化调整下，房地产投资也有望走稳。消费继续反弹，主要商品消费均有所回升或改善。3 季度 GDP 为 4.9%，较二季度有所下滑，主要受去年基数变化影响。从两年平均增速来看，三季度增长是 4.4%，比二季度加快了 1.1 个百分点。整体来看，7 月政治局会议之后，逆周期调节加强，各项政策加码出台后，三季度经济运行有所恢复向好。

#### 3.2 市场延续波动中回暖态势

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此中国利率市场中枢仍将维持

下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

## 4 事件预测：趋势判断

### 4.1 经济信心恢复，托底政策维持

我们认为经济的恢复向好，以及去年四季度相对降低的基数，均有助于经济全年增长目标的实现。从当前的数据表现来看，经济内在动力仍需加强，以巩固当前经济恢复向好的趋势，托底经济政策仍需维持，尤其是投资激励和降低资本成本方面需要持续发力。中国经济信心正在恢复。中国货币环境宽松格局不会改变，降息或降准未来仍然可期待。

## 5 风险提示：

**俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：**俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储政策超预期变动，均将对国际金融市场产生扰动。

**中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。



### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。