

经济动能走弱趋势已经得到一定程度遏制

——2023Q3 及 9 月经济数据点评

核心观点

今年 Q3 GDP 不变价同比+4.9%，高于市场预期的+4.5%。Q2 经济动能走弱，Q3 经济动能有所恢复。消费方面，8 月和 9 月连续两个月社零同比上升；出口方面，因为全球需求的韧性和我国产业链优势，8 月和 9 月连续两个月出口增速下滑速度趋缓，高于市场预期；投资方面，8 月和 9 月连续两个月，制造业投资和基建投资增速均上行，带动整体投资增速持续上行。7 月、8 月和 9 月连续 3 个月，房地产投资增速均录得-10%之下，降幅较 Q2 有所加深，显示房地产投资依然有待改善。综合来看，Q3 虽然房地产投资增速仍无起色，但在出口下滑速度趋缓、居民消费修复以及基建投资和制造业投资较强韧性的支撑下，经济动能下滑的趋势已经一定程度上得到遏制，体现了增量稳增长政策的效力。站在当前时点，考虑当前经济运行基本态势和去年基数，我们认为全年 GDP 增速录得+5%以上难度不大，有望实现+5.2%左右的增速：

(1) 9 月社零同比回升，但消费动能仍然不算强

2023 年 9 月，社零同比录得+5.5%，较上月+0.9PCTS，连续第二个月回升。虽然 9 月社零同比回升，但从环比看，9 月消费动能仍不算强。9 月社零环比为+0.02%，较上月-0.2PCTS。季节性上，9 月社零环比为 2011 年以来同月最低值。总体来看，9 月社零同比虽然较 8 月上行，但消费动能并不算很强，继续向上修复的空间仍然较大。截止今年 9 月，年内居民收入增速仍然较疫情前有不小差距，居民消费倾向虽然高于 2020-2022 值，但仍然明显低于疫情前普遍水平。预计居民资产负债表受损和居民收入增速下降的因素仍将是年内居民消费进一步修复的核心障碍。预计 2023 年社零年度同比增速录得+8.5%左右。

(2) 9 月制造业投资增速回升

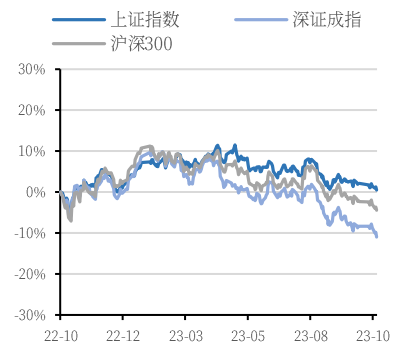
2023 年 9 月，制造业投资增速+7.9%，较 8 月+0.8PCTS，带动 9 月固投总体增速+4.8PCTS。

从具体的行业看，1-9 月各制造业子行业投资同比增速呈现全面好转，除纺织、医药、农副食品和电气机械制造业 4 个行业外，其余 9 个制造业子行业 1-9 月投资同比增速均为正，且增速超过 1-8 月。9 月制造业投资整体的好转体现了制造业投资的韧性，也体现了增量稳增长政策的效力。往后看，年内外需预计仍将较弱，但 9 月 50 种流通中的生产资料已经由 35 中环比价格上行，显示内需仍较二季度明显改善。产能利用率角度，Q3 制造业产能利用率录得 75.8%，虽较 Q2 回升 1PCTS，但仍为近 5 年同季度最低值，或意味着制造业投资出现较大幅度回升的概率仍然较小。预计后续制造业投资整体上仍具一定韧性，全年增速在 5.0%到 5.5%之间。

主要数据

上证指数	3058.7098
沪深 300	3610.5767
深证成指	9816.6759

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC 执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC 执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

美债高收益率促使美联储再次加息可能性进一步下降 —2023-10-16
出口同比增速跌幅进一步收窄，延续改善趋势 —2023-10-15
社融延续回升态势，后续有望持续改善 —2023-10-15

(3) 房地产投资继续疲软

2023年9月，房地产投资增速-11.3%，较8月-0.3PCTS，下行幅度略微加大，带动9月固投增速-2.8PCTS。2023年9月房地产相关数据呈现四个主要特征：

1，房地产开发投资降幅仍然达到10%以上，降幅较8月略微加深，显示房企投资意愿依然不高。2，居民购买新房意愿有所回升，但销售额和销售面积同比降幅依然较大。3，房企开发资金同比降幅缩窄，政策支持起效。4，房屋施工面积同比降幅依然较大，房企仍忙于保交楼。在保交房的压力下，9月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。

9月房地产投资同比看依然疲软，但房企融资的边际改善和新房销售环比较此前的回升，也显示出房地产价值链存在着一定的边际修复趋势。往后看，增量稳增长政策的效果仍需继续观察，房地产投资年内能否出现相对明显的改善仍然存在着较大的不确定性。

(4) 基建投资增速上行，依然是固投的“稳定器”

2023年9月，基建投资同比+6.8%，较8月+0.6PCTS，增速上行，排在近60个月月度同比增速的第22位（2021年为两年复合增速）。今年财政发力相比去年时间上更加均匀。根据我们的统计，今年7月、8月和9月，分别发行新增专项债1963亿元、5946亿元和6300亿元，明显高于去年同期。往后看，年内专项债剩余限额虽然仅剩2000亿元左右，但考虑到三季度发行的超过1.4万亿元专项债在转化为项目过程中对基建的支撑作用，预计年内基建投资仍将保持韧性，对固投形成稳定支撑。

(5) 2023年9月工业生产持续筑底恢复态势，同比增速与上月持平

2023年9月，规模以上工业增加值同比+4.5%，略微不及超出市场预期（+4.55%），较8月份同比增速持平；环比+0.36%，较8月环比增速下行0.14PCTS。2023年前三季度规模以上工业增加值同比增长4.0%，较1-8月份累计同比增速上行0.1PCTS。

9月工业增加值同比数据表现较为平稳，此外工业经济相关的系列指标边际改善。先行指标方面，9月官方制造业PMI录得50.2，回升至扩张区间内，连续第四个月保持回升。景气度回升带动实体经济对工业产品的需求也在持续修复，9月PPI同比降幅录得2.5%，连续3个月降幅缩窄。市场需求改善最终带动价格修复，8月份规模以上工业企业利润实现由降转增，同比增长17.2%。

外需方面，9月出口同比增速跌幅进步收窄，延续8月改善趋势。外贸稳规模、优结构持续推进。当前全球经济绿色低碳转型加速，我国打造绿色低碳新增长点的成效凸显，带动了以电动载人汽车、锂电池和太阳能电池为代表的“新三样”出口快速增长，为我国出口提供了坚实支撑。10月17日，第三届“一带一路”国际合作高峰论坛企业家大会在北京举办。近300名中外代表现场签署合作协议，项目涵盖基础设施、清洁能源、人工智能、生物医药、金融服务、现代农业、轨道交通等多个领域，对我国经济进一步修复、带动增长模式转变和产业升级起到了重要的推动作用。往后看，在近期的一系列稳增长政策的推动和稳外贸各项务实举措效用持续发挥下，我国工业生产有望持续向好。

风险提示：海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

一、Q3 经济动能恢复，全年 GDP 增速实现+5%以上难度不大

GDP 增速方面，今年 Q3GDP 不变价同比+4.9%，高于市场预期的+4.5%。生产法角度，2023 年 Q3 第二和第三产业 GDP 同比增速分别实现+4.6%和+5.2%的同比增速，分别带动 Q3 不变价 GDP 同比增速上行 1.8 和 2.8 个百分点。

Q2 经济动走弱，Q3 经济动能有所恢复。7 月、8 月和 9 月，制造业 PMI 持续修复，9 月制造业 PMI 已经重回荣枯线之上。8 月和 9 月，城镇调查失业率由 5.3%降至 5.0%。消费方面，8 月和 9 月连续两个月社零同比上升；出口方面，因为全球需求的韧性和我国产业链优势，8 月和 9 月连续两个月出口增速下滑速度趋缓，高于市场预期；投资方面，8 月和 9 月连续两个月，制造业投资和基建投资增速均上行，带动基建投资增速持续上行。7 月、8 月和 9 月连续 3 个月，房地产投资增速均录得-10%之下，降幅较 Q2 有所加深，显示房地产投资依然有待改善。

综合来看，Q3 虽然房地产投资增速仍无起色，但出口下滑速度趋缓、居民消费修复以及基建投资和制造业投资较强韧性的支撑下，经济动能下滑的趋势已经一定程度上得到遏制，体现了增量稳增长政策的效力。站在当前时点，考虑当前经济运行基本态势和去年基数，我们认为全年 GDP 增速录得+5%以上难度不大，有望实现+5.2%左右的增速。

图1 2019 年以来 GDP 生产法计各项目各季度实际增速(%)

	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-09	2019-06	2019-03
GDP	4.90	6.30	4.50	2.90	3.90	0.40	4.80	4.30	5.20	8.30	18.70	6.40	4.30	3.10	-4.90	5.80	5.90	6.30	6.30
第一产业	4.20	3.70	3.70	4.00	3.40	4.40	6.00	6.40	7.10	7.30	8.10	4.30	4.10	3.50	-3.10	3.40	2.70	3.30	2.70
第二产业	4.60	5.20	3.30	3.40	5.20	0.90	5.80	3.00	4.00	7.90	24.90	6.70	5.90	4.60	-4.70	5.00	4.50	4.70	5.30
工业	-	4.50	2.90	2.50	4.50	0.40	6.40	4.50	5.50	9.50	25.20	6.80	5.50	4.10	-3.50	5.00	4.20	4.70	5.20
制造业	-	4.90	2.80	2.30	4.00	-0.30	6.10	4.50	6.10	10.60	28.40	7.40	6.30	4.60	-10.10	4.80	3.80	4.40	5.30
建筑业	-	8.20	6.70	7.00	7.30	3.50	1.40	-3.20	-2.80	0.70	21.70	5.30	7.30	7.00	-10.20	4.90	5.30	4.70	5.30
第三产业	5.20	7.40	5.40	2.30	3.20	-0.40	4.00	4.90	5.70	8.50	15.90	6.60	4.20	1.80	-3.40	6.90	7.40	7.20	7.20
批发和零售业	-	7.30	5.50	0.30	1.50	-1.80	3.90	5.70	7.30	9.30	26.30	6.30	3.50	1.50	-1.50	5.30	5.50	5.90	5.70
交通运输、仓储和邮政业	-	8.30	4.30	-3.90	2.50	-3.50	2.10	6.50	8.90	15.50	36.10	8.00	4.30	2.00	-3.60	5.70	6.90	6.50	6.30
住宿和餐饮业	-	17.50	13.60	-5.80	2.30	-5.30	-0.30	5.30	6.30	18.30	45.10	-0.80	-1.70	-2.70	-3.50	5.30	5.90	5.50	5.20
金融业	-	7.70	6.90	5.90	5.50	5.90	5.10	4.70	3.20	3.30	4.50	5.90	6.30	6.00	4.90	6.50	6.50	7.10	6.50
房地产业	-	-1.20	1.30	-7.20	-4.20	-7.00	-2.00	-4.50	-3.10	5.40	19.50	4.90	4.50	2.40	-7.60	2.10	3.90	2.10	2.20
信息传输、软件和信息技术服务业	-	14.60	11.20	10.00	7.90	7.30	10.30	11.70	16.80	19.80	21.40	21.00	20.10	17.30	14.60	18.60	21.00	23.20	24.30
租赁和商务服务业	-	14.70	6.00	5.50	5.40	-3.30	5.10	10.40	10.70	10.80	13.10	4.30	-4.20	-5.30	-6.70	10.00	8.70	7.50	8.50
其他行业	-	6.20	4.00	5.70	4.40	-0.20	4.90	5.50	5.30	6.30	9.40	4.40	2.10	-1.10	-2.00	7.10	7.40	6.50	6.50

资料来源：wind，中航证券研究所

图2 2019年以来GDP生产法计各项目各季度对实际GDP增速的拉动作用 (%)

	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-09	2019-06	2019-03
GDP	4.90	3.80	4.50	2.90	3.90	0.40	1.80	4.30	5.20	3.30	18.70	6.40	4.80	3.10	6.90	5.80	5.90	6.00	6.30
第一产业	0.36	0.25	0.17	0.41	0.29	0.28	0.27	0.64	0.60	0.49	0.40	0.43	0.36	0.22	0.13	0.35	0.24	0.21	0.12
第二产业	1.74	2.04	1.24	1.29	1.94	0.35	2.15	1.15	1.51	3.10	8.79	2.63	2.29	1.87	3.75	1.98	1.77	1.93	2.07
工业	-	1.45	0.96	0.76	1.41	0.13	2.09	1.40	1.71	3.05	7.80	2.16	1.77	1.40	2.90	1.60	1.37	1.62	1.79
制造业	-	1.36	0.79	0.60	1.04	0.08	1.70	1.20	1.58	2.91	7.32	2.01	1.71	1.34	2.92	1.32	1.05	1.30	1.55
建筑业	-	0.60	0.30	0.54	0.54	0.26	0.06	0.26	0.21	0.05	0.98	0.45	0.50	0.48	0.87	0.38	0.40	0.33	0.28
第三产业	2.79	4.00	3.13	1.19	1.73	0.22	2.33	2.52	3.07	1.67	9.50	3.36	2.21	0.96	3.08	3.48	3.83	3.78	4.08
批发和零售业	-	0.72	0.53	0.03	0.16	0.17	0.38	0.55	0.70	0.89	2.40	0.67	0.35	0.16	1.82	0.52	0.54	0.58	0.60
交通运输、仓储和邮政业	-	0.37	0.20	0.16	0.11	0.15	0.09	0.26	0.37	0.64	1.35	0.36	0.20	0.10	0.61	0.26	0.32	0.31	0.31
住宿和餐饮业	-	0.24	0.20	0.10	0.05	0.08	0.00	0.10	0.11	0.24	0.57	0.01	-0.16	0.37	0.76	0.10	0.11	0.10	0.10
金融业	-	0.64	0.62	0.41	0.44	0.47	0.46	0.33	0.26	0.27	0.47	0.41	0.52	0.47	0.43	0.45	0.50	0.55	0.57
房地产业	-	0.08	0.09	0.46	0.28	0.51	0.15	0.31	0.22	0.40	1.45	0.28	0.27	0.14	0.47	0.13	0.23	0.13	0.14
信息传输、软件和信息技术服务业	-	0.69	0.55	0.37	0.30	0.34	0.50	0.40	0.57	0.79	0.96	0.85	0.81	0.77	0.71	0.67	0.74	0.89	1.00
租赁和商务服务业	-	0.43	0.20	0.20	0.18	0.10	0.17	0.34	0.33	0.32	0.46	0.15	-0.13	0.16	0.22	0.30	0.26	0.22	0.27
其他行业	-	0.98	0.72	0.86	0.72	0.03	0.88	0.82	0.94	1.10	1.83	0.62	0.32	0.17	0.34	0.99	1.10	0.99	1.09

资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 月度经济数据情况

	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
社零(当月同比)	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	2.7%	8.4%	10.6%	8.5%	1.8%	5.9%	0.5%	2.5%
社零: 商品零售(当月同比)	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	5.9%	9.1%	2.9%	0.1%	5.6%	0.5%	3.0%
社零: 餐饮(当月同比)	13.8%	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	14.1%	8.4%	8.1%	1.7%
固投(累计同比)	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%	5.8%	5.9%
制造业投资(累计同比)	6.2%	3.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%
基建投资(累计同比)	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	8.8%	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%
房地产开发投资(累计同比)	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-9.8%	-8.8%	-8.0%
固投(当月同比)	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	6.1%	0.7%	5.0%	3.6%
制造业投资(当月同比)	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%	8.2%	6.9%	10.7%
基建投资(当月同比)	6.8%	6.2%	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	13.9%	12.8%	16.3%
房地产开发投资(当月同比)	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-19.9%	-16.1%	-12.1%
出口金额(美元, 当月同比)	-6.2%	-8.8%	-14.5%	-2.40%	-7.5%	8.5%	14.8%	6.8%	9.9%	8.7%	0.3%	5.9%
进口金额(美元, 当月同比)	-6.3%	-7.3%	-12.4%	-5.80%	-4.5%	-7.9%	-1.4%	-10.2%	-7.5%	-10.6%	0.7%	0.3%
工业增加值(当月同比)	4.5%	4.5%	3.7%	4.40%	3.5%	3.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	3.3%
服务业生产指数(当月同比)	6.9%	6.8%	5.7%	6.80%	1.7%	3.5%	9.2%	5.5%	0.8%	1.9%	0.1%	1.3%
制造业PMI	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	月50.1, 2月52	47.0	48.0	49.2	50.1
非制造业PMI	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	月54.4, 2月56	41.6	46.7	48.7	50.6
建筑业PMI	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	月56.4, 2月60	54.4	55.4	58.2	60.2
服务业PMI	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	月54.0, 2月55	39.4	45.1	47	48.9

资料来源: wind, 中航证券研究所

二、9月社零同比回升, 但消费动能仍然不算强

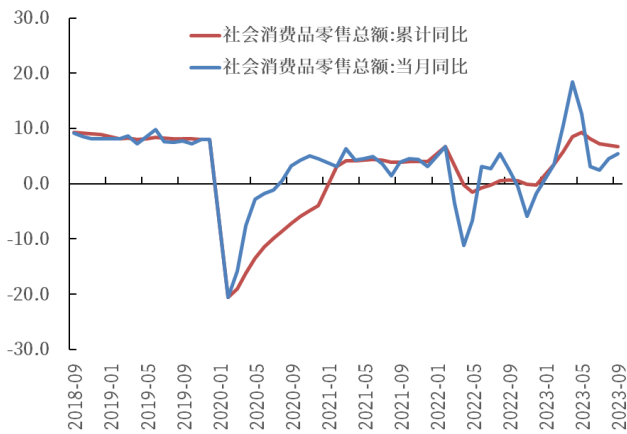
2023年9月, 社零同比录得+5.5%, 较上月+0.9PCTS, 连续第二个月回升。虽然9月社零同比回升, 但从环比看, 9月消费动能仍不算强。9月社零环比为+0.02%, 较上月-0.2PCTS。季节性上, 9月社零环比为2011年以来同月最低值。

分大类看, 9月商品零售同比+4.6% (8月+3.7%)、餐饮收入同比+13.8% (8月+12.4%), 限额以上社零同比+5.2% (8月+3.1%)。从限额以上商品零售的具体商品类别角度, 2023年9月: 汽车类同比增速较上月上行, 录得+2.8%, 对9月限额以上商品零售增速的带动为+0.9PCTS; 因油价上涨, 9月石油制品类同比增速录得+8.9%, 较上月+2.9PCTS, 对9月限额以上商品零售增速的带动为+1.24PCTS; 必选消费品(粮油、饮料、烟酒、化妆品、日用品及中西药品)中, 日用品类和化妆品类消费增速较上月下降, 食品、饮料、烟酒和药品消费增速较上月上行; 可选消费品中, 服装鞋帽

类同比增速最高，录得+9.9%，文化办公用品类同比增速最低，录得-13.6%，降幅较上月加深。

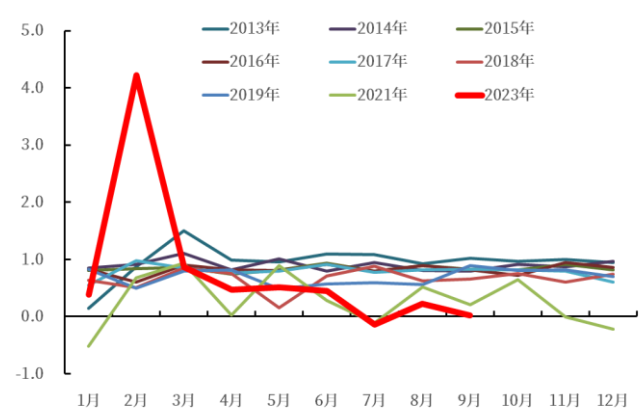
总体来看，9月社零同比虽然较8月上行，但消费动能并不算很强，继续向上修复的空间仍然较大。截止今年9月，年内居民收入增速仍然较疫情前有不小差距，居民消费倾向虽然高于2020-2022值，但仍然明显低于疫情前普遍水平。预计居民资产负债表受损和居民收入增速下降的因素仍将是年内居民消费进一步修复的核心障碍。预计2023年社零年度同比增速录得+8.5%左右。

图4 3季度社零同比逐步回升(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图5 9月社零环比与历年9月相比不算强(%)

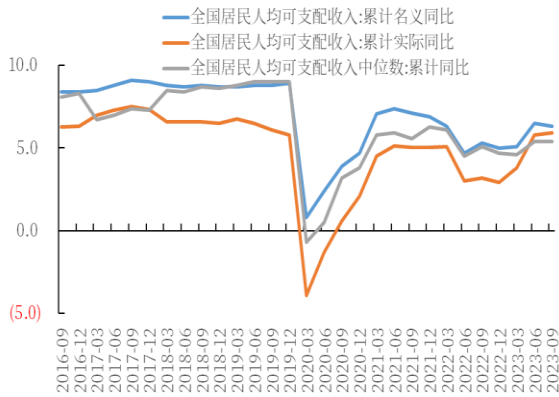


资料来源: wind, 中航证券研究所

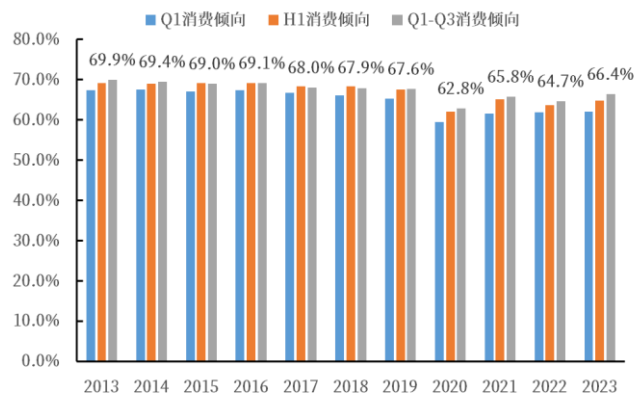
图6 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
限额以上企业商品零售总额	4.70%	2.50%	+0.50%	1.40%	11.10%	17.30%	8.50%	1.50%	1.50%	-0.20%	+5.70%	0.00%
石油及制品类	1.24%	0.90%	+0.09%	+0.29%	0.64%	2.20%	1.35%	1.46%	1.23%	+0.39%	+0.24%	0.13%
粮油、食品类	0.97%	0.49%	0.59%	0.55%	-0.09%	0.13%	0.51%	1.11%	0.98%	1.07%	0.42%	0.90%
汽车类	0.85%	0.34%	+0.46%	+0.33%	6.57%	9.57%	3.32%	-2.65%	-3.32%	1.13%	-1.15%	1.11%
烟酒类	0.76%	0.13%	0.21%	0.26%	0.25%	0.45%	0.27%	0.24%	0.19%	-0.23%	+0.06%	+0.02%
服装鞋帽、针、纺织品类	0.73%	0.33%	0.17%	0.52%	1.38%	2.47%	1.32%	0.50%	0.42%	1.24%	-1.51%	-0.61%
中西药品类	0.18%	0.14%	0.14%	0.24%	0.31%	0.18%	0.49%	0.71%	0.87%	1.17%	0.29%	0.33%
饮料类	0.15%	0.02%	0.06%	0.07%	-0.01%	-0.07%	-0.09%	0.10%	0.08%	0.09%	+0.11%	0.08%
金银珠宝类	0.14%	0.15%	+0.19%	0.13%	0.45%	0.68%	0.59%	0.15%	0.09%	-0.39%	+0.13%	-0.05%
化妆品类	0.04%	0.22%	+0.08%	0.13%	0.30%	0.52%	0.26%	0.09%	0.07%	-0.91%	+0.11%	-0.09%
日用品类	0.03%	0.07%	-0.04%	+0.11%	0.45%	0.48%	0.36%	0.19%	0.17%	-0.50%	+0.42%	-0.10%
通讯器材类	0.02%	0.27%	0.10%	0.32%	0.94%	0.50%	0.07%	-0.35%	-0.31%	-0.22%	-0.90%	-0.38%
家具类	0.00%	0.05%	0.00%	0.01%	0.05%	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%	-0.07%	+0.04%	-0.07%
建筑及装潢材料类	-0.09%	+0.13%	-0.12%	-0.07%	-0.18%	-0.14%	-0.06%	-0.01%	-0.01%	-0.12%	+0.13%	-0.11%
家用电器和音像器材类	-0.11%	+0.15%	-0.33%	0.32%	0.01%	0.26%	-0.08%	-0.09%	-0.10%	-0.96%	-0.96%	-0.82%
文化办公用品类	-0.43%	+0.25%	-0.36%	+0.32%	-0.03%	+0.13%	-0.05%	-0.03%	-0.03%	-0.01%	+0.04%	+0.07%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 居民收入增速仍较疫情前有差距 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021 年为两年复合增速)

图8 居民消费倾向尚未恢复至疫情之前


资料来源: wind, 中航证券研究所

二、基建和制造业投资拉动下，9月固投增速回升

2023年9月，固投同比+2.4%，较上月+0.6PCTS，较1-8月-0.8PCTS，带动1-9月固投累计增速录得+3.1%（市场预期+3.1%），较1-8月-0.1PCTS。2023年9月，制造业投资同比+7.9%（较8月+0.8PCTS），基建投资同比+6.8%（较8月+0.6PCTS），房地产投资同比-11.3%（较8月-0.3PCTS）。9月，制造业和房地产投资同比均较8月上行且不同程度上高于市场预期，但房地产投资跌幅超过8月，且低于市场预期。

(1) 9月制造业投资增速回升

2023年9月，制造业投资增速+7.9%，较8月+0.8PCTS，带动9月固投总体增速+4.8PCTS。

从具体的行业看，1-9月各制造业子行业投资同比增速呈现全面好转。大多数已公布数据的制造业子行业1-9月累计同比增速超过1-8月增速。具体来看，1-9月纺织业和医药制造业投资增速为负，且下跌幅度超过1-8月；1-9月农副食品加工业、电气机械及器材制造业投资增速为正，但增速低于上月；除纺织、医药、农副食品和电气机械制造业4个行业外，其余9个制造业子行业1-9月投资同比增速均为正，且增速超过1-8月。

9月制造业投资整体的好转体现了制造业投资的韧性，也体现了增量稳增长政策的效力，与9月制造业PMI时隔5个月再次回到荣枯线之上以及9月PPI同比降幅录得2.5%，连续第3个月降幅缩窄相互印证。往后看，年内外需预计仍将较弱，但从近期趋势看，仍有一定韧性，对制造业需求的拖累有望边际减轻。内需方面，地产链条短期内或仍难有较明显改善，但9月50种流通中的生产资料已经由35中环比价格上行，显示内需仍较二季度明显改善。产能利用率角度，Q3制造业产能利用率录得75.8%，虽较Q2回升1PCTS，但仍为近5年同季度最低值，或意味着制造业投资出现较大幅度回升的概率仍然较小。预计后续制造业投资整体上仍具一定韧性，全年增速在5.0%到5.5%之间。

(2) 房地产投资继续疲软

2023年9月，房地产投资增速-11.3%，较8月-0.3PCTS，下行幅度略微加大，带动9月固投增速-2.8PCTS。2023年9月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-11.3%、-19.8%和-16.2%，分别较8月-0.4PCTS、+0.7PCTS和-2.3PCTS，占比最大的住宅投资额降幅连续2个月扩大。

房屋销售方面，2023年9月商品房销售额和销售面积同比分别为-13.6%和-10.1%，分别较上月+2.8PCTS和+2.0PCTS。房地产施工方面，2023年9月房屋施工面积同比-7.1%（较8月+25.7PCTS），其中新开工面积同比-14.6%（较8月+8.9PCTS）、竣工面积同比+25.3%（较8月+14.8PCTS）。

房地产开发资金方面，2023年9月房企开发到位资金同比-18.8%（较8月+7.4PCTS），其中国内贷款同比+3.5%（较8月+28.3PCTS）、自筹资金同比-15.4%（较8月+7.9PCTS）、定金及预收款同比-25.6%（较8月+6.7PCTS）、个人按揭贷款同比-26.9%（较8月+6.7%）。

2023年9月房地产相关数据呈现四个主要特征：1，房地产开发投资降幅仍然达到10%以上，降幅较8月略微加深，显示房企投资意愿依然不高。2，居民购买新房意愿有所回升，但销售额和销售面积同比降幅依然较大。今年9月，商品房销售额和销售面积环比分别排在近10年同月由高到低的第4位和第3位，相比4月到7月基本排在相对靠后的位置有所改善，显示出认房不认贷、降低存量房贷利率等增量稳房地产政策起到了一定效果。但同比来看，9月房屋销售额和销售面积依然录得-10%以下，显示居民购买新房意愿依然有较大的回升空间。3，房企开发资金同比降幅缩窄，政策支持起效。今年9月，房企开发到位资金同比降幅较8月缩窄7.4PCTS，其中，来自居民的定金及预收款和个人按揭贷款同比降幅虽较8月缩窄，但降幅仍然均超过25%，房企国内贷款同比录得+3.5%，4月以来首次转正，显示房企的融资支持政策已经起到一定效果。4，房屋施工面积同比降幅依然较大，房企仍忙于保交楼。在保交房的压力下，9月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。

9月房地产投资同比看依然疲软，但房企融资的边际改善和新房销售环比较此前的回升，也显示出房地产价值链条存在着一定的边际修复趋势。往后看，增量稳增长政策的效果仍需继续观察，房地产投资年内能否出现相对明显的改善仍然存在着较大的不确定性。

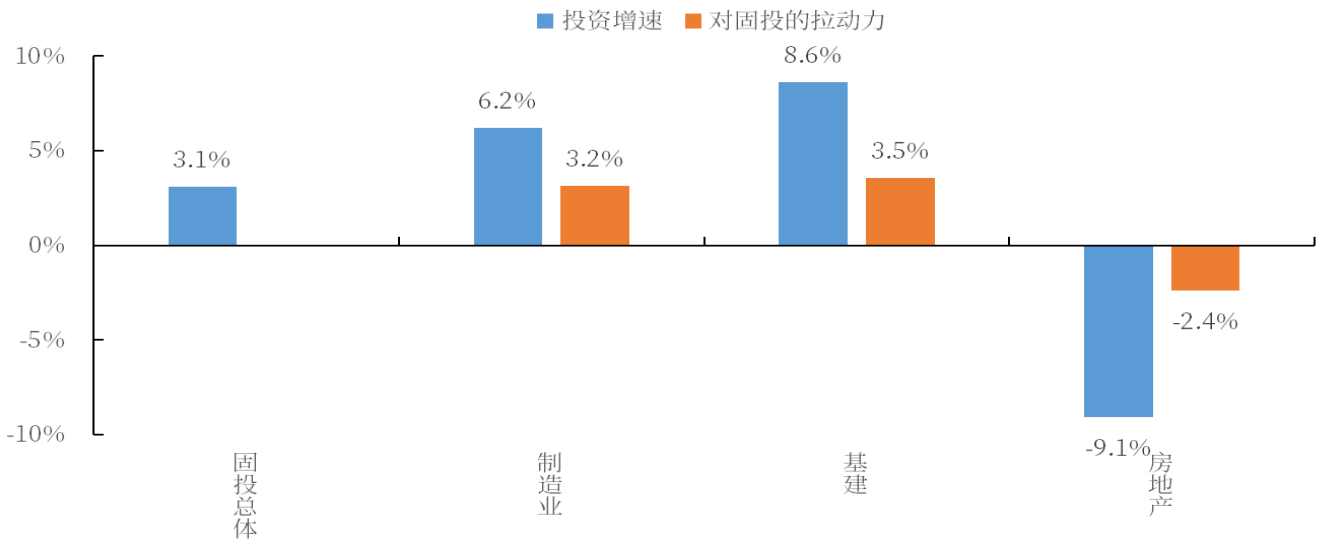
(3) 基建投资依然是固投“稳定器”

2023年9月，基建投资同比+6.8%，较8月+0.6PCTS，增速上行，排在近60个月月度同比增速的第22位（2021年为两年复合增速），由于9月单月基建投资增速低于1-8月，1-9月基建投资增速录得+8.6%，较1-8月下滑0.4PCTS。分三大基建类别看，电力热力燃气及水的生产和供应投资1-9月同比录得+25.0%，较前8月下滑1.5PCTS，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资1-9月同比录得+11.6%，较前8月+0.3PCTS，水利环境和公共设施管理投资1-9月同比录得-0.1%，较前8月-

0.5PCTS。

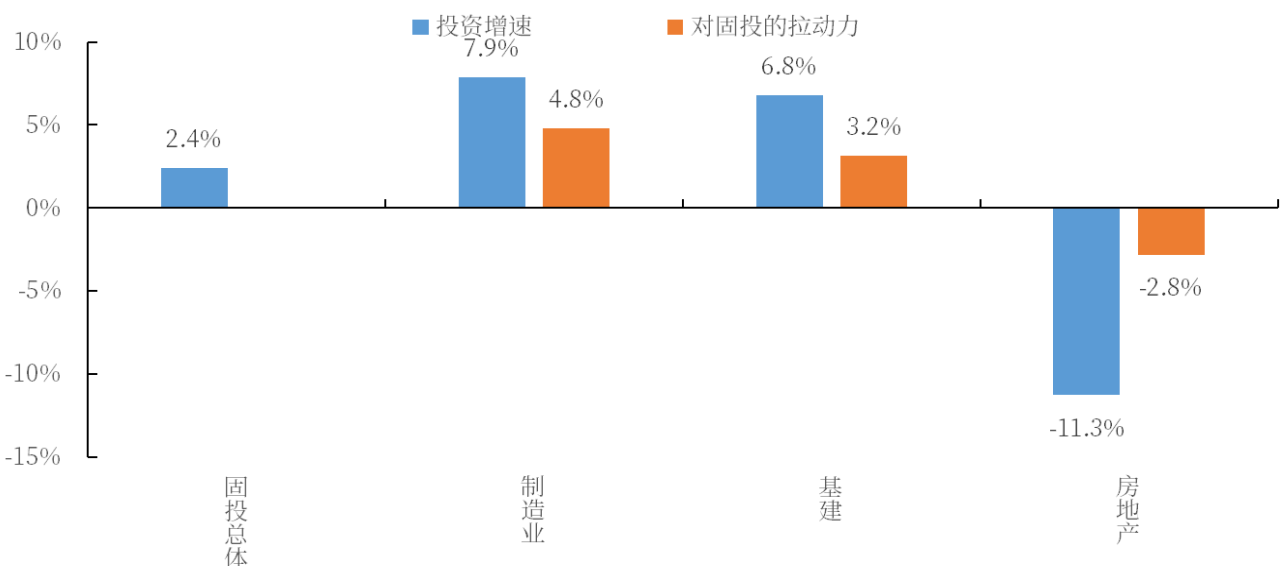
今年财政发力相比去年时间上更加均匀。根据我们的统计，今年7月、8月和9月，分别发行新增专项债1963亿元、5946亿元和6300亿元，明显高于去年同期。往后看，年内专项债剩余限额虽然仅剩2000亿元左右，但考虑到三季度发行的超过1.4万亿元专项债在转化为项目过程中对基建的支撑作用，预计年内基建投资仍将保持韧性，对固投形成稳定支撑。

图9 2023年前3季度固投及主要分项投资增速及拉动力



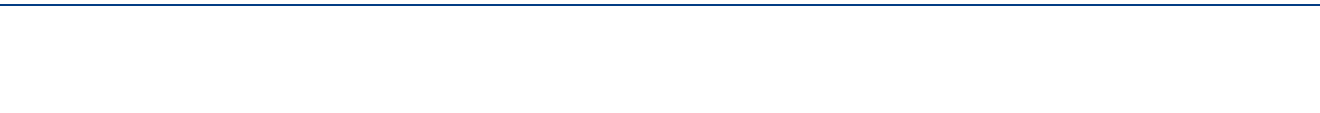
资料来源：wind，中航证券研究所

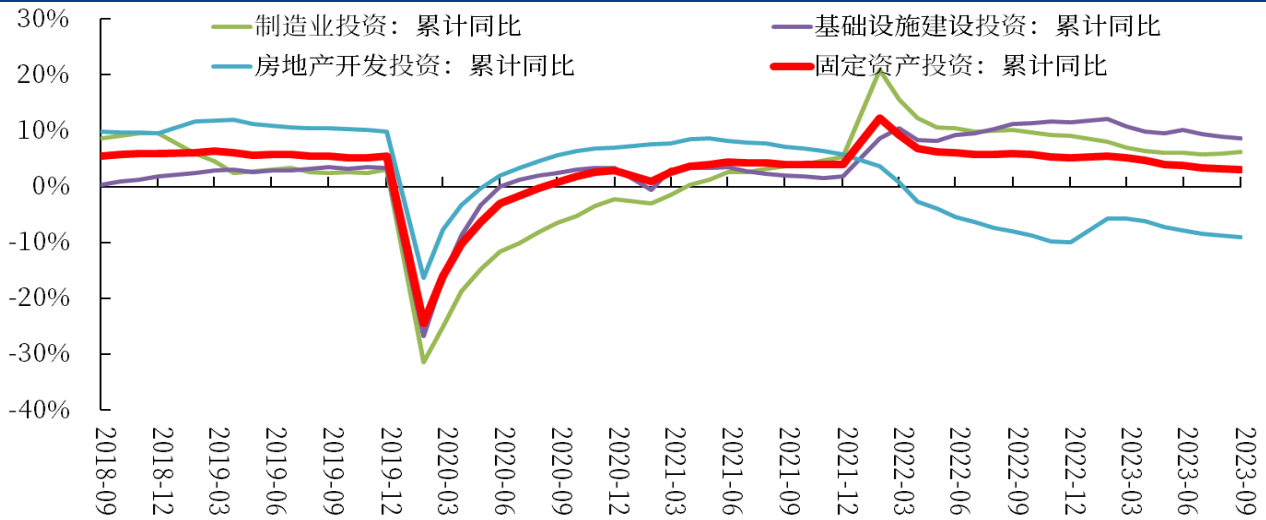
图10 2023年9月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

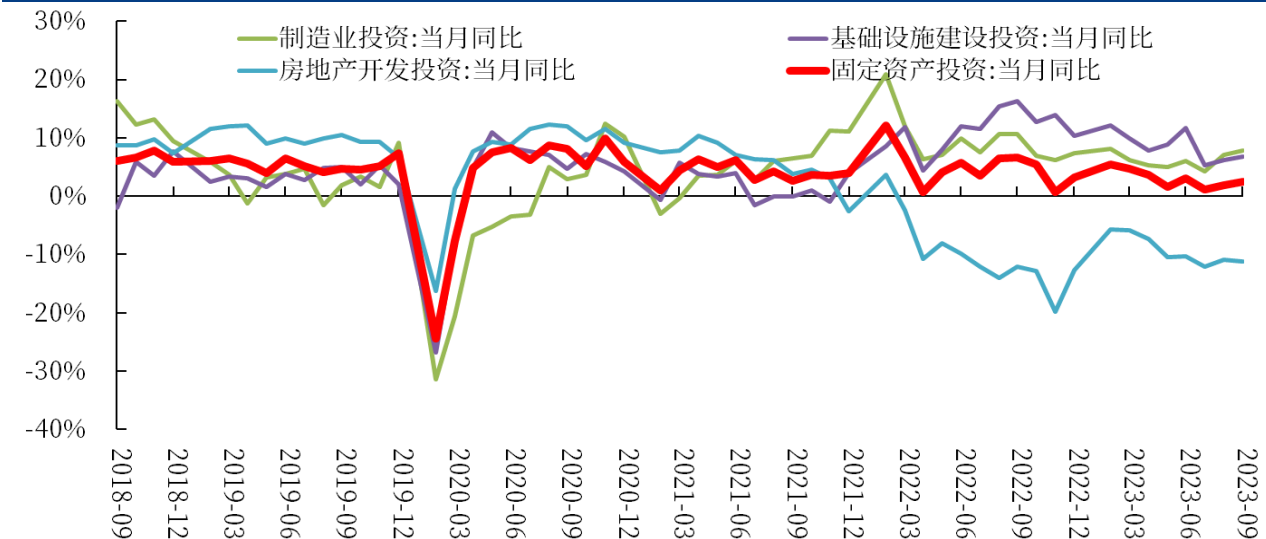
图11 固投及主要分项累计同比走势





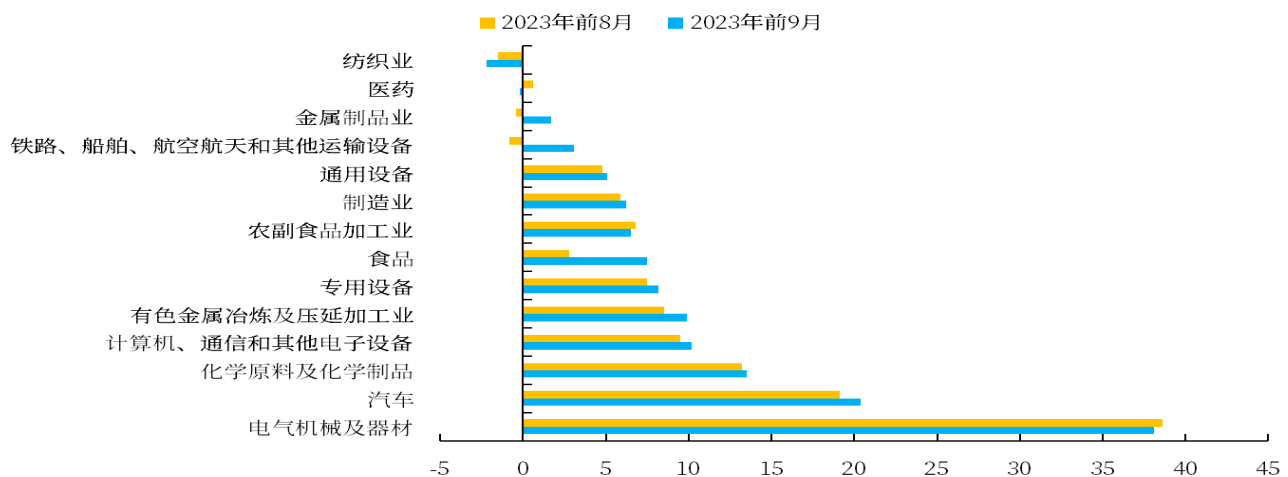
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图12 固投及主要分项当月同比走势



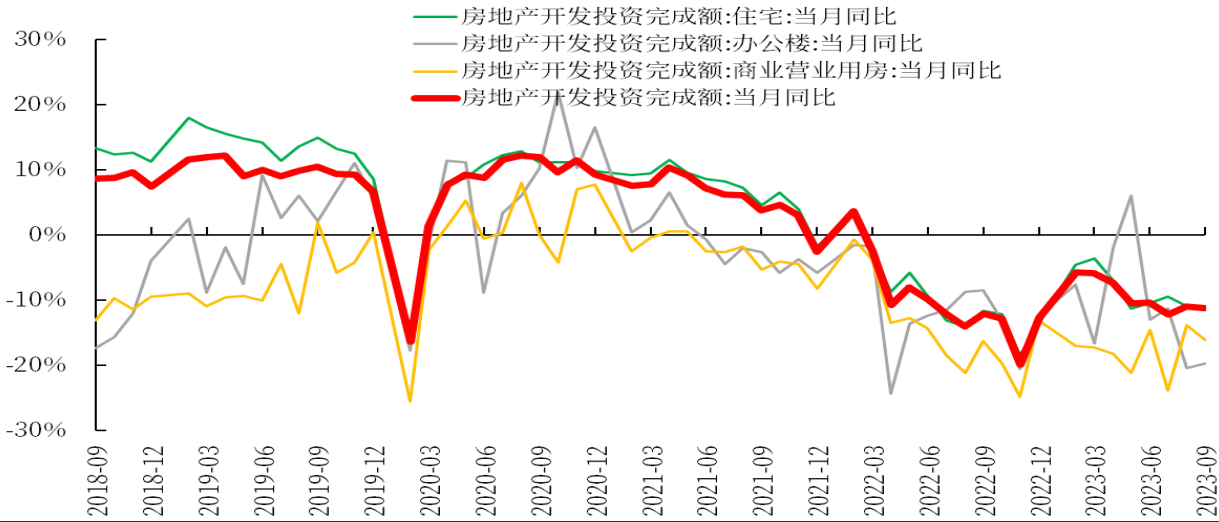
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图13 制造业分行业累计投资增速 (%)



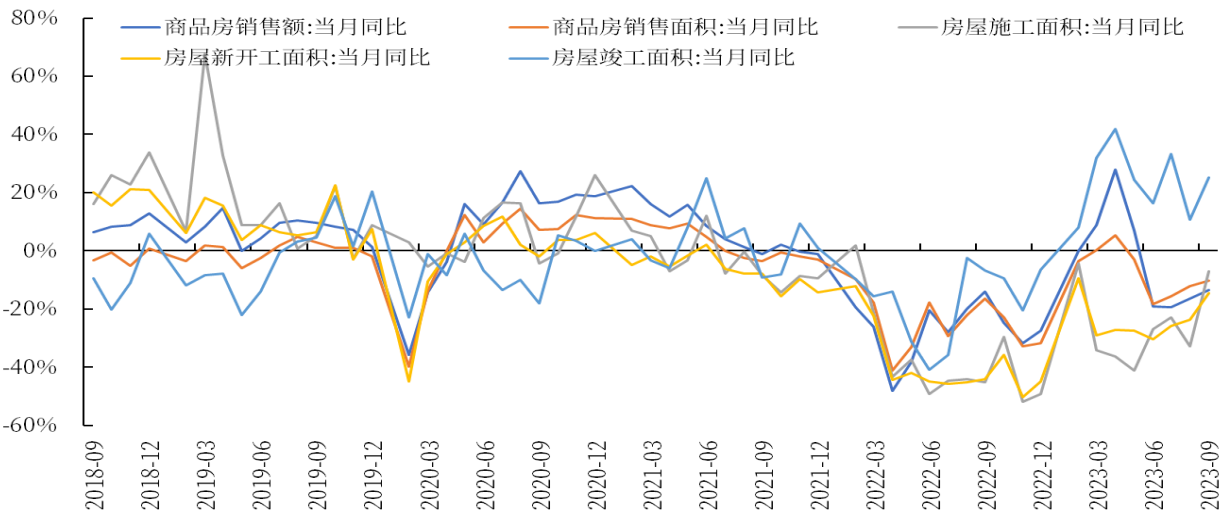
资料来源: wind, 中航证券研究所

图14 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



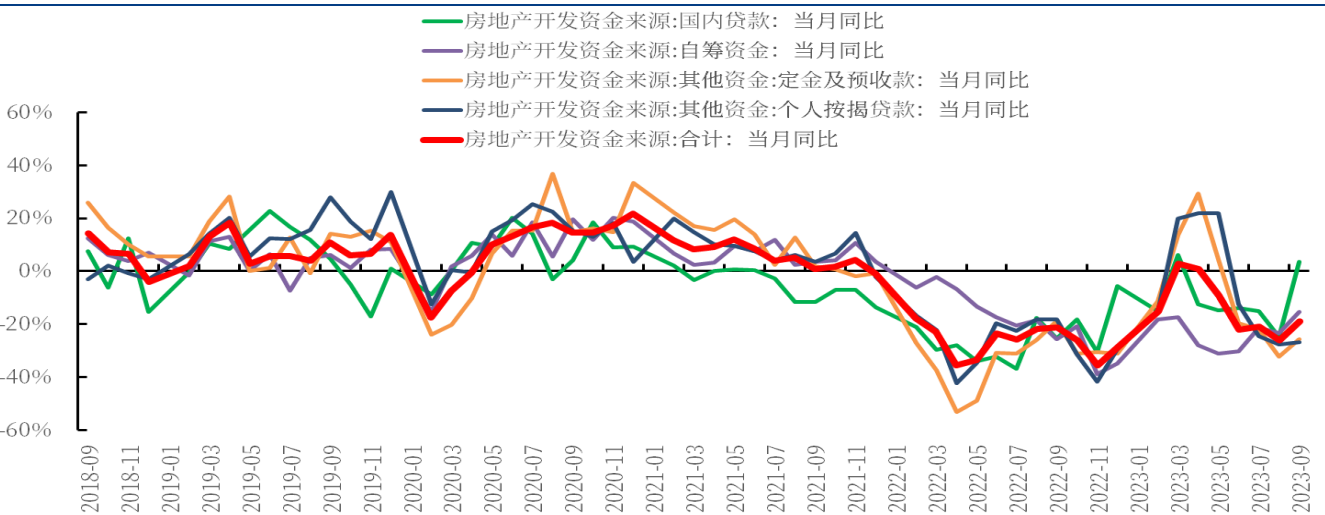
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图15 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图16 房地产开发资金到位情况走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

三、2023年9月工业生产持续筑底恢复态势，同比增速与上月持平

2023年9月，规模以上工业增加值同比+4.5%，略微不及超出市场预期（+4.55%），较8月份同比增速持平；环比+0.36%，较8月环比增速下行0.14PCTS。2023年前三季度月规模以上工业增加值同比增长4.0%，较1-8月份累计同比增速上行0.1PCTS。我国9月份工业生产持续筑底恢复态势，分三大门类看，采矿业增加值同+1.5%（前值+2.3%），制造业+5.0%（前值+5.4%），公用事业同比+3.5%（前值+0.2%），除公用事业受季节性影响同比增速上行，采矿业和制造业的同比增速均较8月下行。

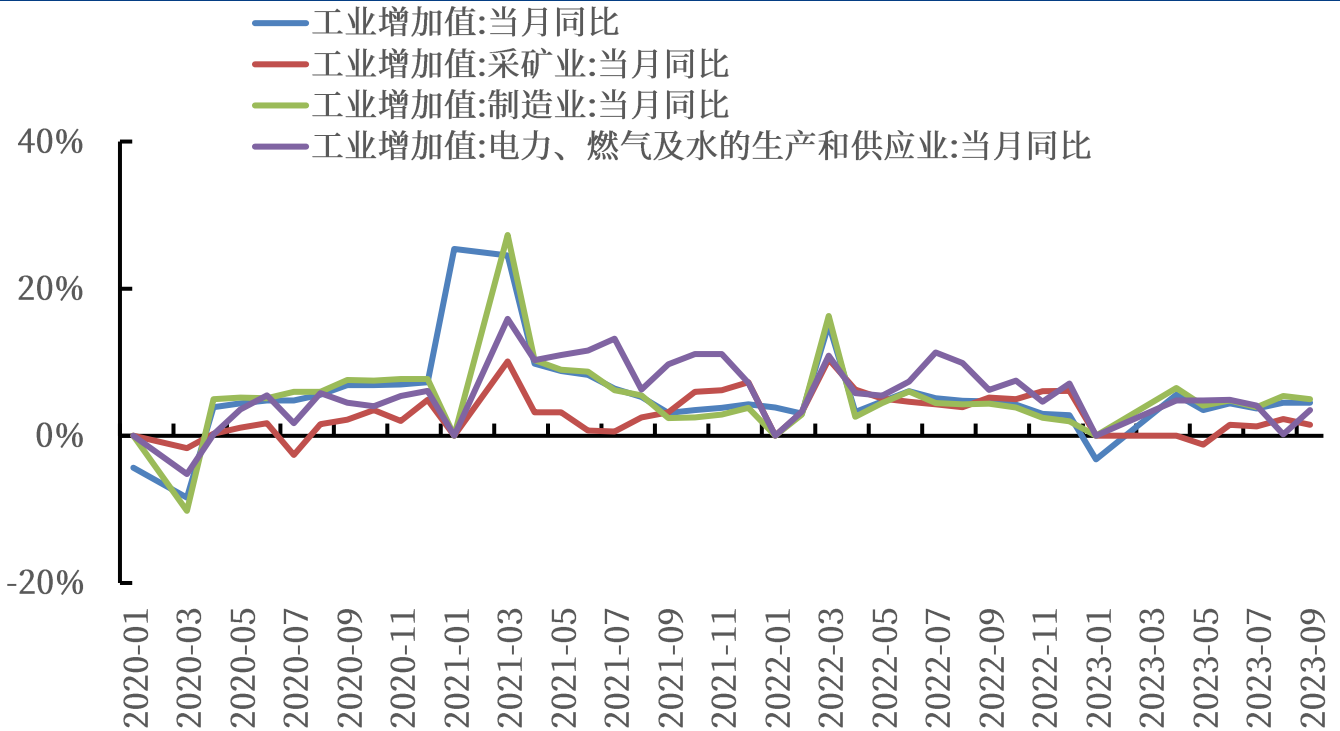
从子行业来看，已公布当月增加值增速的17个子行业中，与8月相比，有10个子行业同比增速下行，7个子行业同比增速改善，其中改善幅度超过2PCTS的包括电力、热力的生产和供应业（+4.4PCTS）、食品制造业（+3.9PCTS）、金属制品业（+2.3PCTS）、专用设备制造业（+2.1PCTS）。同比增速下行幅度超过2PCTS的子行业仅有黑色金属冶炼及压延加工业（-4.6PCTS），其余子行业同比增速降幅均未超过2PCTS，显示我国当前工业生产运行处于筑底阶段。

9月工业增加值同比数据表现较为平稳，此外工业经济相关的系列指标边际改善。先行指标方面，9月官方制造业PMI录得50.2，回升至扩张区间内，连续第四个月保持回升。景气度回升带动实体经济对工业产品的需求也在持续修复，9月PPI同比降幅录得2.5%，连续3个月降幅缩窄。市场需求改善最终带动价格修复，8月份规模以上工业企业利润实现由降转增，同比增长17.2%。

外需方面，9月出口同比增速跌幅进步收窄，延续8月改善趋势。外贸稳规模、优结构持续推进。当前全球经济绿色低碳转型加速，我国打造绿色低碳新增长点的成效凸显，带动了以电动载人汽车、锂电池和太阳能电池为代表的“新三样”出口快速增长，为我国出口提供了坚实支撑。10月17日，第三届“一带一路”国际合作高峰论坛企业家大会在北京举办。近300名中外代表现场签署合作协议，项目涵盖基础设施、清洁能源、人工智能、生物医药、金融服务、现代农业、轨道交通等多个领域，对我国经济进一步修复、带动增长模式转变和产业升级起到了重要的推动作用。

往后看，在近期的一系列稳增长政策的推动和稳外贸各项务实举措效用持续发挥下，我国工业生产有望持续向好。

图17 工业增加值分行业同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637