

工业经营利润稳步改善，美国经济增速再创新高

定期报告

华金宏观·双循环周报（第30期）

投资要点

- ◆ 9月工业企业经营性利润增速稳步改善，趋势巩固仍需促进需求。** PPI跌幅收窄带动工业企业营收向好，能源价格有所上涨但利润率仍有下行，驱动工业企业经营性利润增速稳步改善；投资收益等非经营性利润减少是导致工业企业利润单月增速低于8月的主要原因。大宗能源商品价格上涨拉动采矿业利润跌幅收窄，需求逐步回升、制造业利润积极改善。下游需求改善带动上游企业生产，产成品库存当月小幅反弹，但考虑到PPI的逐步改善，扣除价格因素后，当前仍处于实际去库存区间。但另一方面，增发万亿国债、扩张今年财政赤字率至3.8%之后，新一轮财政扩张周期启动。我们预计房价将有望在年底年初企稳见底，2024年房地产市场或呈现“量缩价稳”的格局，居民的财富效应预期趋于稳定。在此基础上，如果明年如我们预期以扩张赤字的方式通过个税减税二次分配提升居民收入预期，与财富效应预期企稳共同作用以改善大宗可选商品消费，则有望真正意义上见到需求的趋势性扭转，并因此带动企业的生产积极性，届时，工业企业利润将有望得到大幅改善。
- ◆ 消费火热推动美国三季度经济强劲增长，美联储年内加息概率提升。** 美国三季度经济增长强劲程度超出市场预期，鲍威尔此前数次暗示美联储不预计美国经济有衰退风险，料美货币政策紧缩概率进一步提升。从Q3美国实际GDP结构来看，居民消费仍旧是支撑经济超预期增长的最主要因素，超额储蓄+薪资通胀螺旋共同造成的美国居民消费过热在美联储采取更进一步紧缩措施之前预计很难快速降温。非美发达经济体无力抗衡，欧央行连续暂停加息，美联储货币政策空间尤为充足。非美发达经济体未来普遍陷入不同程度的衰退的概率有所提升，加之美国经济的超预期增长，为美联储打开了充足的政策空间。Q3实际GDP的超预期增长再度强化了美联储在不触发经济衰退的同时将通胀降至长期均衡水平的信心，短期内我们预计美联储维持紧缩立场的决心是更大的。我们仍然预计美联储会在年内再加息一次25BP，大概率会发生在12月的FOMC会议上，并预期美联储在2024年中之前不会启动新一轮降息操作。
- ◆ 财政扩张货币宽松和衷共济，推动高质量发展行稳致远。** 近日中央财政决定增发万亿国债，并直接调升年度预算赤字率，宣告了新一轮积极扩张财政周期的启动。财政扩张货币宽松合理配合是政策框架现代化之要义所在，需求政策双轮驱动和衷共济推动高质量发展行稳致远，并有助于抵御强美元周期的外溢性贬值压力。维持年内再降准50BP，2024年降准100BP，同期仍多次小幅降息的预测不变。更为详细的分析，可参考我们日前发布的报告《扩于当下，利泽绵长——增发万亿国债点评》（2023.10.25）。
- ◆ 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：** 本周美股跌幅较深，A股农林牧渔、医药生物领涨，通信跌幅最深；长端美债收益率大幅回落，中短端中国国债收益率有所下行，中美长端利差缩小；美元指数小幅上行，人民币持续被动贬值；金价维持高位，油价有所回落。
- ◆ 风险提示：** 稳增长政策力度不及预期风险；美联储超预期紧缩风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.com

相关报告

- 扩于当下，利泽绵长——增发万亿国债点评** 2023.10.25
- 辨析美国消费、中国地产边际变化——华金宏观·双循环周报（第29期）** 2023.10.22
- 消费拉动Q3增长超预期，改善势头如何巩固？——23Q3 / 9月经济数据点评** 2023.10.18
- 金融数据点评（2023.9）-地产放松居民贷款温和改善，年内预计仍需降准降息** 2023.10.13
- 进出口数据点评（2023.9）-消费电子、汽车拉动，出口超预期改善** 2023.10.13



内容目录

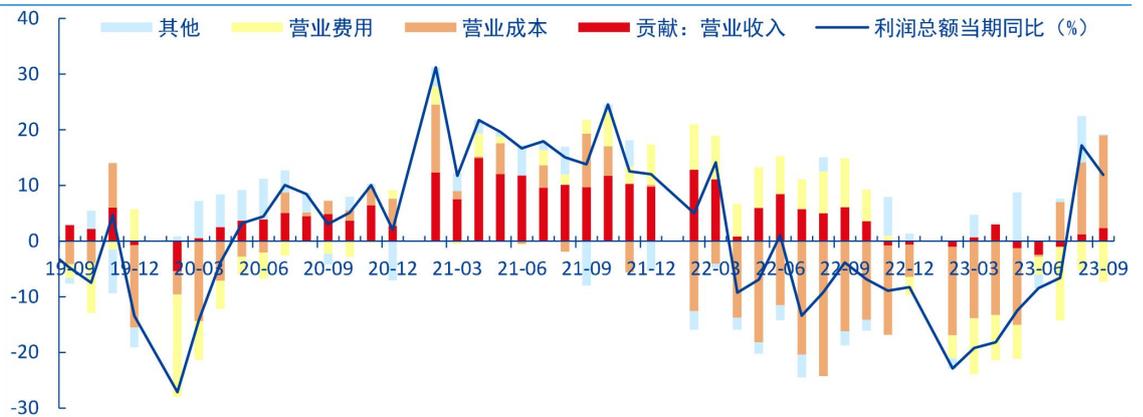
9月工业企业经营性利润增速稳步改善，趋势巩固仍需促进需求	3
消费火热推动美国三季度经济强劲增长，美联储年内加息概率提升	5
财政扩张货币宽松和衷共济，推动高质量发展行稳致远	7
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	9

图表目录

图 1：利润总额当期同比及贡献结构（%）	3
图 2：利润总额、营业收入、营业成本当期同比（%）	3
图 3：工业企业利润累计同比：三大行业（%）	4
图 4：产成品库存、实际库存同比（%）及实际产成品库存规模估算（亿元）	5
图 5：美国实际 GDP 同比及结构（%）	6
图 6：发达经济体四大央行政策利率（%）	6
图 7：中国宏观杠杆率（%）	8
图 8：全球股市本周涨幅（%）：本周美股跌幅较深，A 股沪深成指领涨	9
图 9：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股农林牧渔、医药生物领涨，通信跌幅最深	9
图 10：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股通讯服务、能源板块跌幅最深	9
图 11：美国国债收益率（%）变动幅度：长端美债收益率大幅回落	10
图 12：中国国债收益率（%）变动幅度：中短端国债收益率有所下行	10
图 13：中美短端利差同步下行（%）	10
图 14：美债长端收益率下行较多，中美长端利差缩小（%）	10
图 15：10Y 国开债与国债利差继续缩小（%）	11
图 16：1Y、3Y 信用利差持平（BP）	11
图 17：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	11
图 18：主要央行政策利率（%）	11
图 19：全球汇率：美元指数较上周小幅上行	11
图 20：人民币持续被动贬值	11
图 21：本周金价维持高位	12
图 22：本周油价回落	12
图 23：10 月中旬煤价均有所回落	12
图 24：本周铜价小幅上行	12

9月工业企业经营性利润增速稳步改善，趋势巩固仍需促进需求

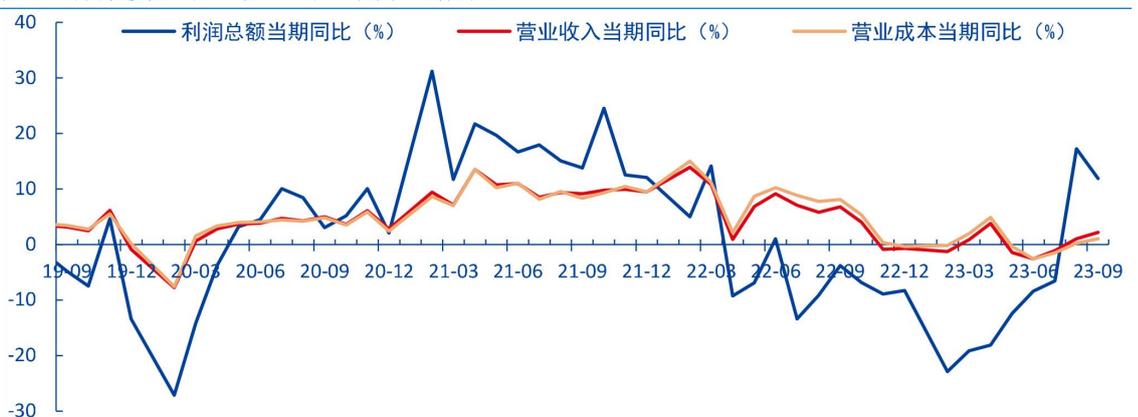
图 1：利润总额当期同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

PPI 跌幅收窄带动工业企业营收向好，能源价格有所上涨但利润率仍有下行，驱动工业企业经营性利润增速稳步改善；投资收益等非经营性利润减少是导致工业企业利润单月增速低于 8 月的主要原因。9 月工业企业利润同比增长 11.9%，增速较 8 月下行 5.3 个百分点，但主要拖累是投资收益等非经营性利润的单月大幅波动减少，核算经营性利润同比增长 11.7%，较 8 月再度改善 2.9 个百分点。9 月工业企业利润呈现以下结构性特点：1) 9 月认房不认贷等房地产政策结构性放松向一线城市推广，阶段性有助于稳定房价预期，带动 9 月社会消费品零售表现较好，加之 PPI 跌幅收窄，工业企业营收同比增长 2.2%，较 8 月改善 1.2 个百分点，测算对企业利润的贡献亦同等幅度增加。2) 尽管原油、煤炭价格分别自 7 月、8 月开始触底上涨，但营收改善的过程中成本率仍有所下行，推动 9 月利润进一步改善，测算成本率降低对企业利润增速的贡献较 8 月上行达 3.7 个百分点。而受低基数影响，9 月营业费用率有所上行，对企业利润的拖累较 8 月扩大 2.0 个百分点。当月最主要的拖累来自非经营性的其他利润，对当月工业企业总利润的贡献较 8 月大幅下行达 8.2 个百分点。

图 2：利润总额、营业收入、营业成本当期同比（%）

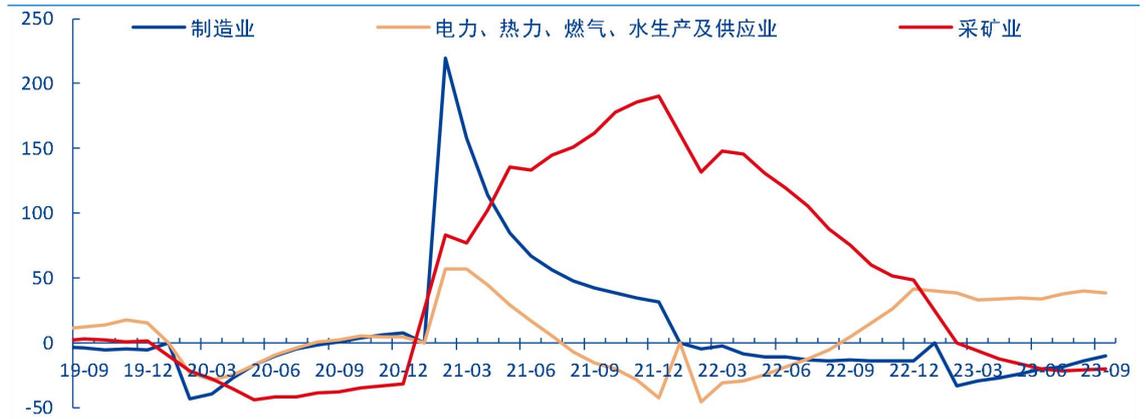


资料来源：Wind，华金证券研究所

大宗能源商品价格上涨拉动采矿业利润跌幅收窄，需求逐步回升、制造业利润积极改善。1-9 月公用事业利润累计增速小幅下行 1.7 个百分点至 38.7%，主要受 9 月份高温雨水等极端天

气逐步消退影响，发电、防洪等公用事业逐步减少；而采矿业和制造业利润累计增速分别较 1-8 月跌幅收窄 0.6、3.6 个百分点至 -19.9% 和 -10.1%。采矿业主要与煤价有关，9 月动力煤价格低位企稳，焦煤价格有所上涨，但煤价整体涨幅小于油价，采矿业利润累计跌幅温和收窄。制造业利润与投资、消费需求相关度较高，受下游需求逐步恢复、部分大宗商品价格回升、企业生产积极性提高和低基数等因素共同影响，原材料制造业利润降幅三季度显著收窄。而房地产市场预期趋稳也对居民商品消费产生积极影响，消费品制造业利润三季度也出现明显好转。

图 3：工业企业利润累计同比：三大行业（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

下游需求改善带动上游企业生产，产成品库存当月小幅反弹，但考虑到 PPI 的逐步改善，扣除价格因素后，当前仍处于实际去库存区间。9 月产成品名义增速 3.1%，较 8 月小幅上行 0.7 个百分点，扣除 PPI 跌幅收窄因素之后，实际库存同比仅上行 0.1 个百分点至 5.7%，仍处于加速去库存阶段。考虑到去年至今年上半年的补库周期库存整体增加较快，持续时间较长，当前的加速去库存阶段预计还将持续数月，企业生产改善趋势的巩固一方面系于库存的去化速度，另一方面则有赖于未来需求侧向好趋势的进一步夯实。我们预计在房地产市场真正实现“量缩价稳”、居民财富效应稳定带动大宗商品消费改善之前，产成品去库存大概率将保持现有速度，并持续对工业企业生产造成一定压制。

但另一方面，增发万亿国债、扩张今年财政赤字率至 3.8% 之后，新一轮财政扩张周期启动。我们预计房价将有望在年底年初企稳见底，2024 年房地产市场或呈现“量缩价稳”的格局，居民的财富效应预期趋于稳定。在此基础上，如果明年如我们预期以扩张赤字的方式通过个税减税二次分配提升居民收入预期，与财富效应预期企稳共同作用以改善大宗可选商品消费，则有望真正意义上见到需求的趋势性扭转，并因此带动企业的生产积极性，届时，工业企业利润将有望得到大幅改善。

图 4: 产成品库存、实际库存同比 (%) 及实际产成品库存规模估算 (亿元)



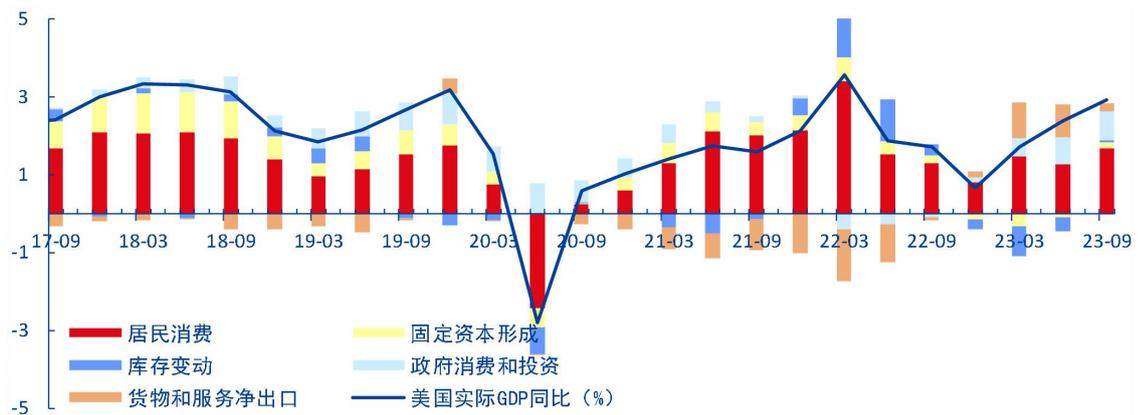
资料来源: Wind, 华金证券研究所

消费火热推动美国三季度经济强劲增长，美联储年内加息概率提升

美国三季度经济增长强劲程度超出市场预期，鲍威尔此前数次暗示美联储不预计美国经济有衰退风险，料美货币政策紧缩概率进一步提升。当地时间 10 月 26 日，美国经济统计局公布美国 Q3 实际 GDP 环比年率增长达 4.9%，对应当季同比增长高达 2.9%，比我们本就较市场更为乐观的预期 (2.5%) 更加强劲。截至 10 月 26 日收盘，美元指数小幅上行 0.3% 至 106.56，长端美债收益率和 10Y TIPS 收益率分别小幅下挫 9BP、8BP 至 4.86% 和 2.44%，当前市场的分歧点主要在于三季度美国经济的超预期表现是否具有可持续性，以及美联储如果长期坚持鹰派立场，是否会在中期对美国形成新的下行压力。

从 Q3 美国实际 GDP 结构来看，居民消费仍旧是支撑经济超预期增长的最主要因素，超额储蓄+薪资通胀螺旋共同造成的美国居民消费过热在美联储采取更进一步紧缩措施之前预计很难快速降温。6-9 月间的三次 FOMC 会议美联储仅实施一次 25BP 的加息，并未能有效抑制过热的居民消费，Q3 美国居民消费同比显著上行 0.6 个百分点至 2.4%，其中，耐用品消费的涨幅尤为明显，扩大达 1.7 个百分点至 4.9%，居民消费拉动实际 GDP 增长 1.7 个百分点，较 Q2 进一步上行 0.4 个百分点。当前，前期天量的财政补贴或已在居民部门集聚，从“超额储蓄”变成“超额财富积累”，除非采取更大力度的紧缩措施以打破薪资通胀螺旋的预期链接，否则美联储或已无法令居民消费需求快速降温。此外，资本形成也超预期拉动了美国 Q3 实际 GDP 同比上行 0.3 个百分点，对华采取“脱钩断链”的政策，加之欧洲等地产业链不断向美国本土回流，拉动美国三季度固定资本形成同比大幅上行 1.3 个百分点至 0.8%；美国房地产市场在美联储加息已经步入尾声的阶段呈现了一定程度的复苏迹象，住宅投资的同比跌幅大幅收窄 7.6 个百分点至 -7.8%。

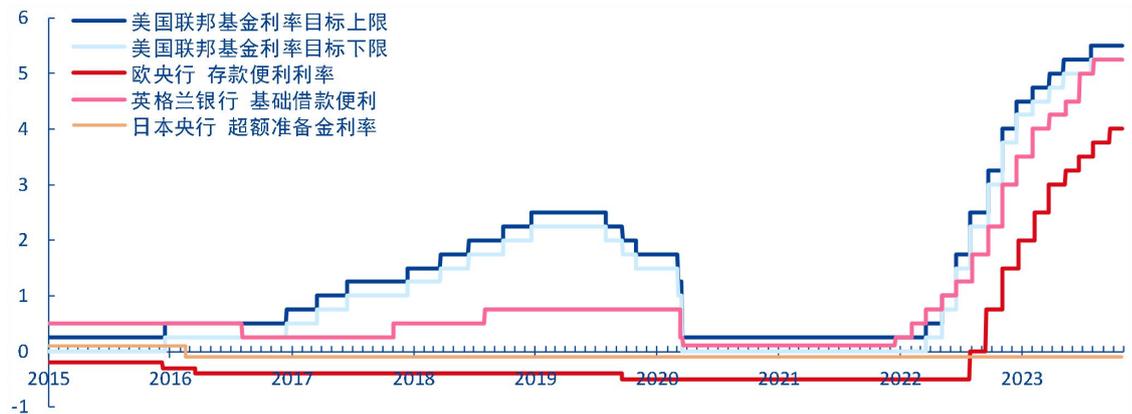
图 5: 美国实际 GDP 同比及结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

非美发达经济体无力抗衡，欧央行连续暂停加息，美联储货币政策空间尤为充足。当地时间 10 月 26 日，欧央行宣布将三大主要政策利率维持在当前水平，拉加德在新闻发布会上再度承认当前欧元区的经济仍然疲软，且近期的一些信号说明制造业产出正在持续下降（Recent information suggests that manufacturing output has continued to fall），并格外提起当前欧元区的金融条件已经不容乐观，投资计划和购房需求锐减（cuts in investment plans and house purchases），加之银行贷款意愿不强（banks are less willing to take on risks themselves），三季度信贷需求急剧下降（a further sharp drop in credit demand in the third quarter），侧面说明当前欧元区的经济遭遇瓶颈，制造业企业开始大规模外流，金融条件恶化也进一步引发企业融资环境的恶化，与美国呈现截然相反的经济结构。

图 6: 发达经济体四大央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

非美发达经济体未来普遍陷入不同程度的衰退的概率有所提升，加之美国经济的超预期增长，为美联储打开了充足的政策空间。Q3 实际 GDP 的超预期增长再度强化了美联储在不触发经济衰退的同时将通胀降至长期均衡水平的信心，短期内我们预计美联储维持紧缩立场的决心是更大的。我们仍然预计美联储会在年内再加息一次 25BP，大概率会发生在 12 月的 FOMC 会议上，并预期美联储在 2024 年中之前不会启动新一轮降息操作。

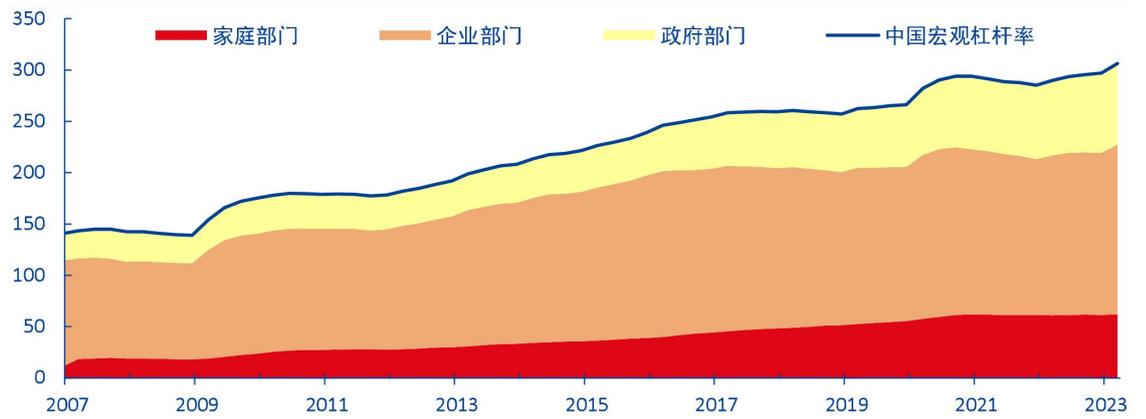
财政扩张货币宽松和衷共济，推动高质量发展行稳致远

近日中央财政决定增发万亿国债，并直接调升年度预算赤字率，宣告了新一轮积极扩张财政周期的启动。近日中央财政决定将在今年四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。增发国债并不采用一次性的特别国债模式，而是直接进入中央财政赤字，增发后全国财政赤字率由 3% 升至 3.8%。一方面，扩张今年财政赤字，主要将在明年形成预算内有效投资的促进作用，并与地方政府隐性债务风险隔离，我们上修 2024 年投资增速预测；另一方面，本次于年底大幅上修预算内赤字率，宣告了新一轮积极扩张财政周期的正式启动，预计 2024 年实施更大规模个税减税、以有效促进消费的概率大幅提升，预计对应全国预算赤字率 3.5%。预算内财政赤字率有很大黏性，预计未来数年我国预算赤字率都将打破此前 3% 的相对谨慎的目标水平，以更大力度地实施减税、或增加经常性支出，从而实现对更高的长期经济增长趋势的持续拉动。财政扩张拉动内需可持续增长需要居民财富效应预期稳定为基本前提，预计房地产市场仍将推出旨在稳定一二线城市房价的结构性放松政策，但不建议对泡沫刺激型政策期待过高。

财政扩张货币宽松合理配合是政策框架现代化之要义所在，需求政策双轮驱动和衷共济推动高质量发展行稳致远，并有助于抵御强美元周期的外溢性贬值压力。维持年内再降准 50BP，2024 年降准 100BP，同期仍多次小幅降息的预测不变。当前经济增长最大的不确定性来源仍是复杂严峻的国际形势。2018 年至今，美国“脱钩断链”的保护主义政策倾向日益明确，加之地缘冲突频发，国际产业链深度分工合作的长期趋势遭遇一定的波折，我国制造业高级化的可持续赶超之路更加需要宏观经济政策和衷共济鼎力配合，创造有利的融资环境，夯实供需循环韧性。财政扩张明显更加积极主动的周期之中，迫切需要货币政策实施合理力度的宽松以鼎力支持，才可避免因政府部门宏观杠杆率进取拉高、长期利率被动抬升而对包括先进制造业在内的企业部门投资造成挤出。另一方面，在美国薪资通胀螺旋强化美联储鹰派立场、美元指数维持高位的背景下，只有财政体系真正转型至更加积极进取的扩张阶段，才能够为货币政策的合理宽松打开政策空间，而避免因单边过度依赖货币政策而引发本币连续贬值预期以及收缩性的政策约束。财政体系、货币政策和经济结构的同步高级化，有望令 2024 年人民币汇率即便面临美元指数高位的外部压力，也可稳定于当前中枢水平附近，经济政策和衷共济，高质量发展行稳致远。维持 2024 年制造业投资增速上行至 8.2% 并主要由先进制造业驱动的预测不变，预计 2024 年 10Y 国债利率中枢稳定于 2.6%-2.7% 区间，中短期国债利率有望随力度合理时点果决的降准和向 1Y LPR 倾斜的降息操作而有所下行。维持 2024 年人民币相对美元汇率维持在 7.2-7.3 中枢附近的预测不变。

更为详细的分析，可参考我们日前发布的报告《扩于当下，利泽绵长——增发万亿国债点评》（2023.10.25）。

图 7：中国宏观杠杆率（%）

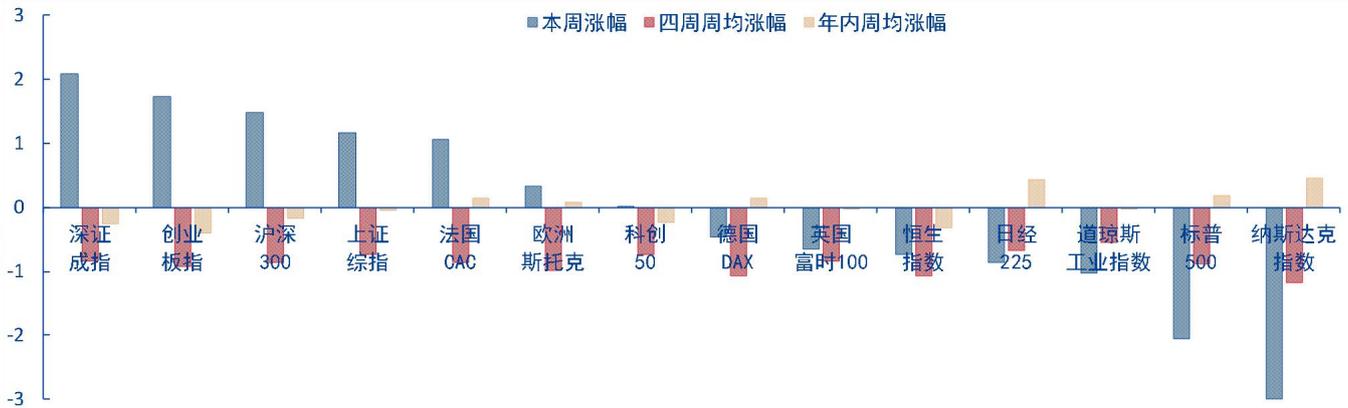


资料来源：Wind，华金证券研究所

风险提示：稳增长政策力度不及预期风险；美联储超预期紧缩风险。

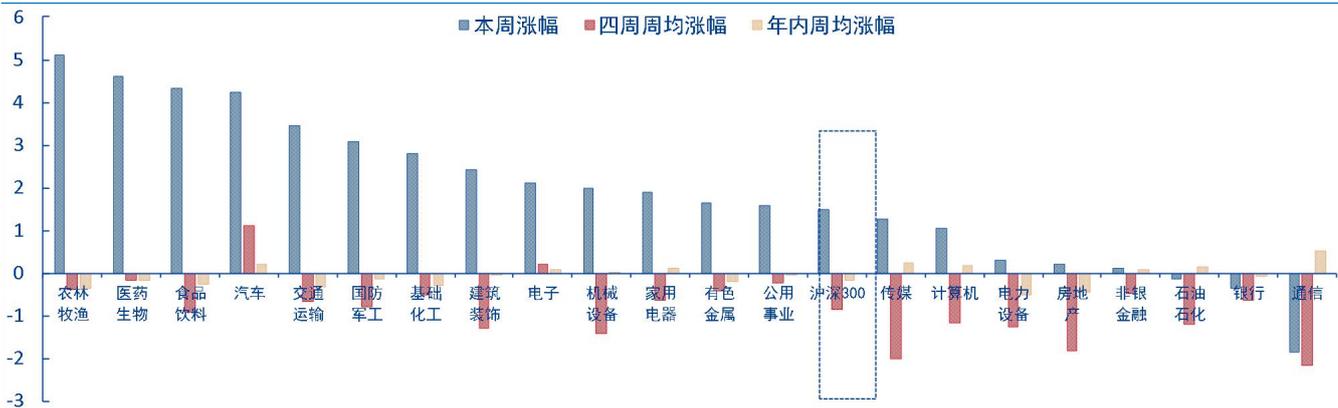
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 8: 全球股市本周涨幅 (%) : 本周美股跌幅较深, A 股沪深成指领涨



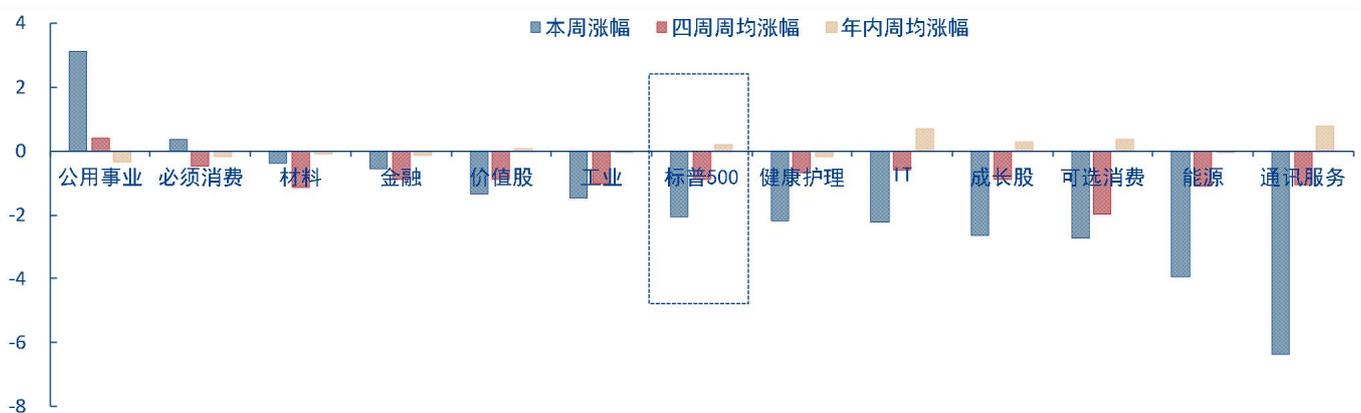
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股农林牧渔、医药生物领涨, 通信跌幅最深



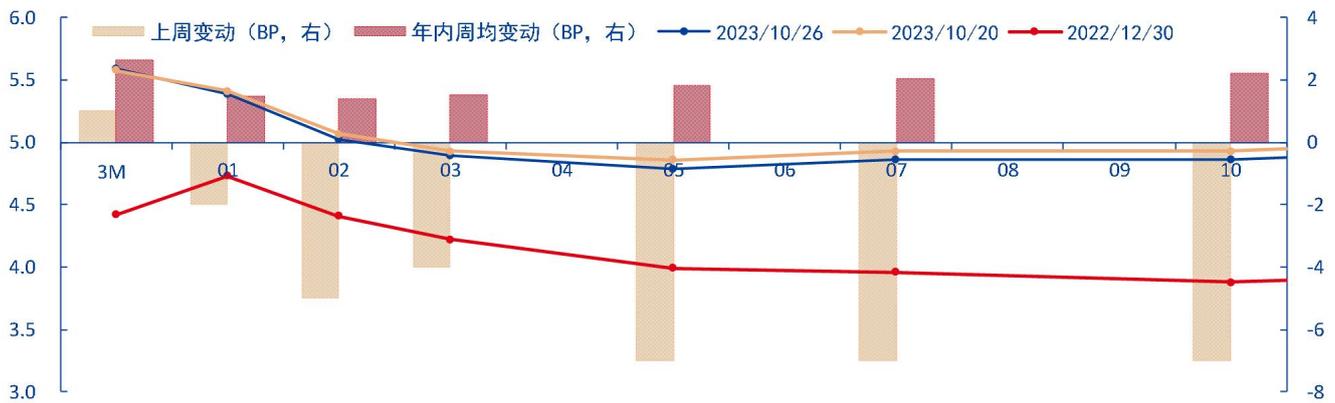
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股通讯服务、能源板块跌幅最深



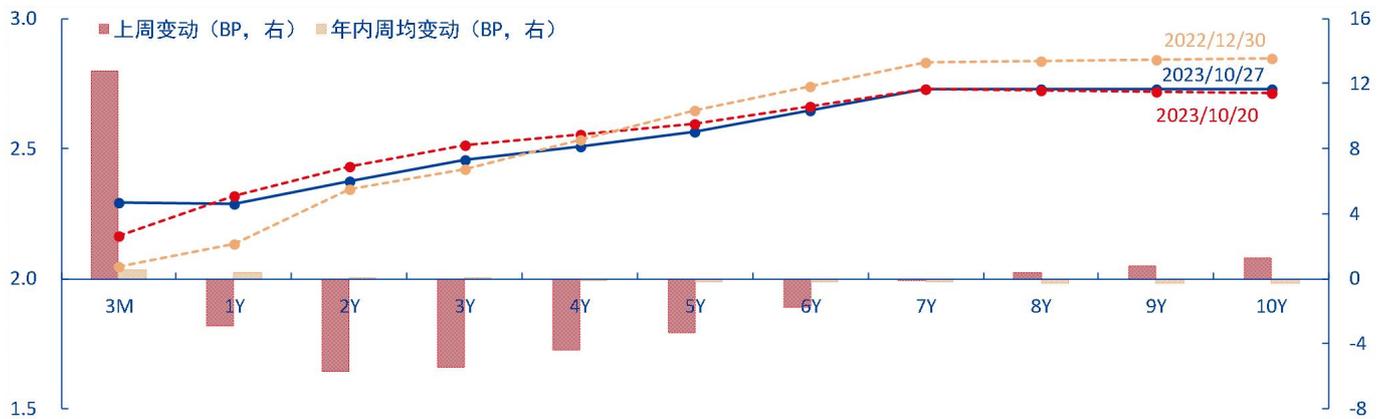
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 美国国债收益率 (%) 变动幅度: 长端美债收益率大幅回落



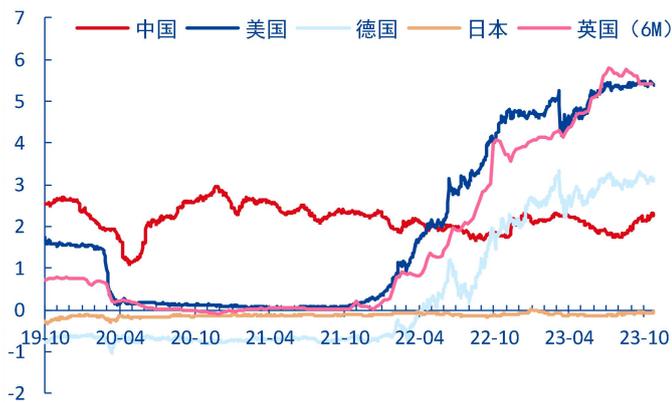
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 中国国债收益率 (%) 变动幅度: 中短端国债收益率有所下行



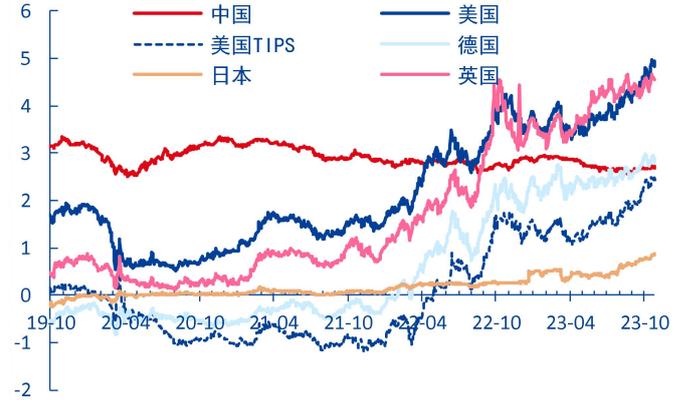
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 中美短端利差同步下行 (%)



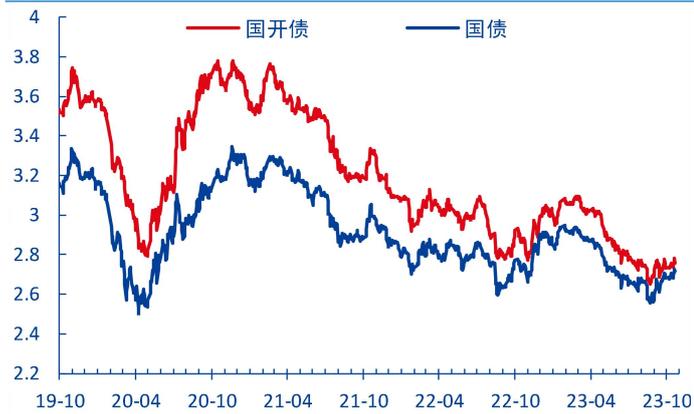
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 美债长端收益率下行较多, 中美长端利差缩小 (%)



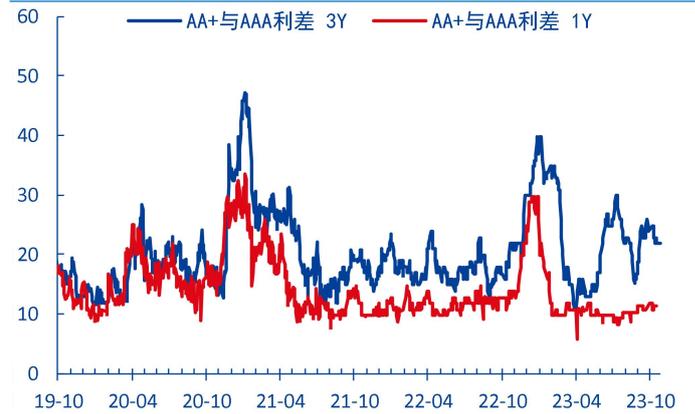
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 10Y 国开债与国债利差继续缩小 (%)



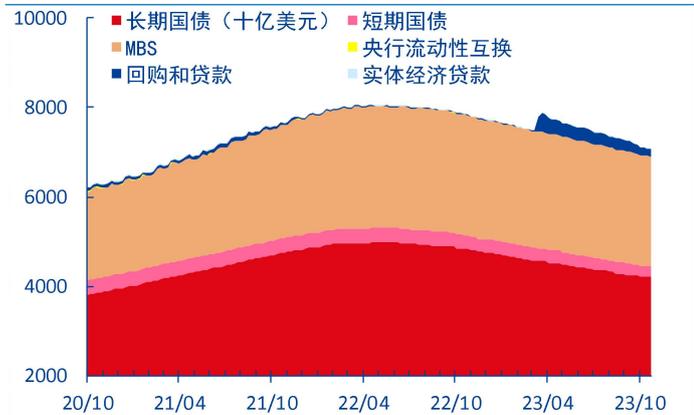
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 1Y、3Y 信用利差持平 (BP)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 全球汇率: 美元指数较上周小幅上行



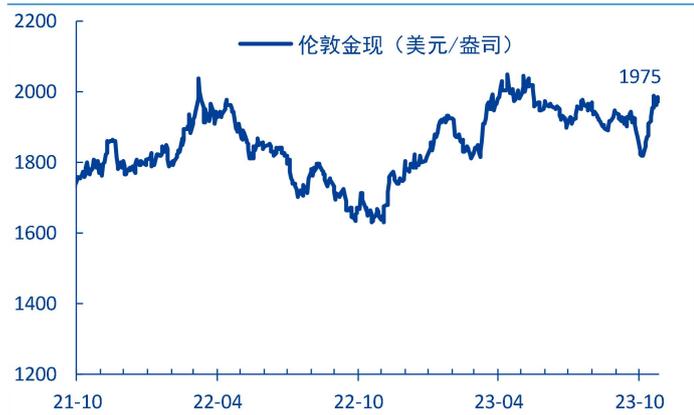
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 人民币持续被动贬值



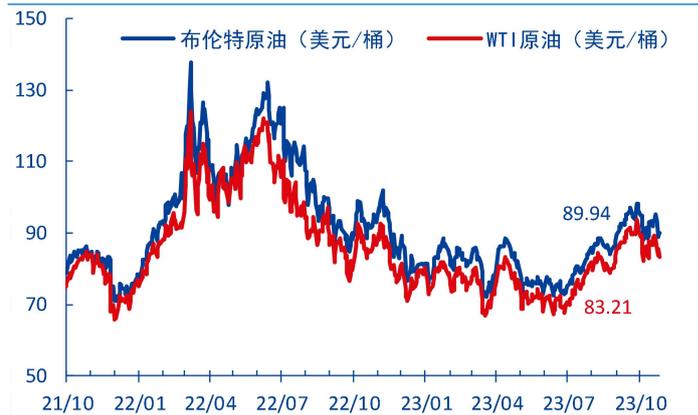
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 本周金价维持高位



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 本周油价回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 10 月中旬煤价均有所回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 本周铜价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

泰泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn