

## 9月经济数据解读：固定资产稳健增长，增量政策蓄力待发



易碧归 分析师

Email:yibigui@lcqz.com

证书:S1320523020003

### 投资要点：

**三季度经济数据持续恢复中，全年目标不难实现。** 生产总值方面，前三季度国内 GDP 总值为 913,027 亿元，同比增长 5.2%。分季度来看，一季度增长 4.5%，二季度增长 6.3%，三季度增长 4.9%。预计四季度在内外需求持续恢复及各项政策落地的基础上，经济增长将维持较高水平，全年实现 5% 的经济增长目标不难实现。

**工业生产结构性恢复，服务业持续恢复。** 9 月工业增加值同比增长 4.5%，环比持平。服务业增加值 502,993 亿元，同比增长 6.0%。服务业增加值占国内生产总值比重为 55.1%，比上年同期上升 1.4 个百分点，对国民经济增长的贡献率为 63.0%，拉动国内生产总值增长 3.3 个百分点。

**固定资产投资加速，投资景气度持续修复。** 全国固定资产投资累计同比增长 3.1%。制造业投资在去年高基数的基础上缓慢回升，1-9 月制造业投资累计同比增长 6.2%，环比 1-8 月增加 0.3 个百分点。环比有小幅增长，经济处于修复中。

**基建投资受高基数效应、财政端发力放缓、及企业中长贷同比少增影响，增速放缓。** 1-9 月，基础设施投资累计同比增长 8.64%。未来相关政策将侧重支持专项债尽快形成实物工作量，项目储备充足也将成为有力支撑。展望四季度，基建投资将恢复较快增长水平，持续增加对整体经济增长的贡献。

**房地产市场仍处于低位运行的调整阶段，在多项刺激政策出台的影响下，有回暖迹象。** 1-9 月房地产开发投资累计 87269 亿元，同比下降 9.1%。预计 9-10 月商品房销售情况或将有一定程度的回暖，到位资金补充与库存周期去化可能优先改善。”本月暂无超预期因素出现，维持原判断不变。

**社零消费持续回暖，出行相关较快恢复。** 1-9 月社会消费品零售总额累计达 34.21 万亿元，同比增长 6.8%。预计 10 月在长假消费作用下社零仍具韧性，但在后续“双十一”购物节、圣诞元旦的节日消费影响下，11-12 月社零或将呈现出前低后高的走势。

**风险提示：** 政策落地和实际效果不及预期，宏观经济复苏不及预期，国际局势动荡可能带来的风险超预期。

### 相关报告

美国 9 月 CPI 点评：通胀降温进度不及预期

2023.10.18

9 月通胀数据点评：库存周期拐点已至

2023.10.16

9 月金融数据点评：信贷结构改善，增量政策出台仍有必要

2023.10.16

## 目 录

1. 生产：持续恢复.....	4
1.1 工业生产总量分析：改善当中 .....	4
1.2 分产业链：上中下游均保持良好 .....	5
1.3 分产品：结构性增长.....	6
2. 服务业持续恢复，现代服务业和接触型服务业起带动作用 .....	7
3. 制造业投资：稳步推进，持续向好.....	8
4. 基建投资增速放缓，维持稳健仍是主基调.....	9
5. 地产投资：9月仍处调整阶段，销售略有改善 .....	13
5.1 开发面积：施工保持平稳，新开工面积累计降幅继续收窄 .....	13
5.2 销售：商品房销售有所改善，能否持续是行业回暖关键 .....	14
5.3 资金：到位资金略有改善，房企自筹与销售回款形成支撑.....	15
5.4 库存：商品房待售面积略有减少，库存去化或将加快.....	15
6. 社零消费：复苏持续，长假带动作用明显.....	16
6.1 整体：社零累计同比增幅收窄，当月餐饮消费和商品零售均有恢复 .....	16
6.2 分行业：食品烟酒和出行相关消费表现相对较好 .....	18
7. 总结展望 .....	19
8. 风险提示 .....	19

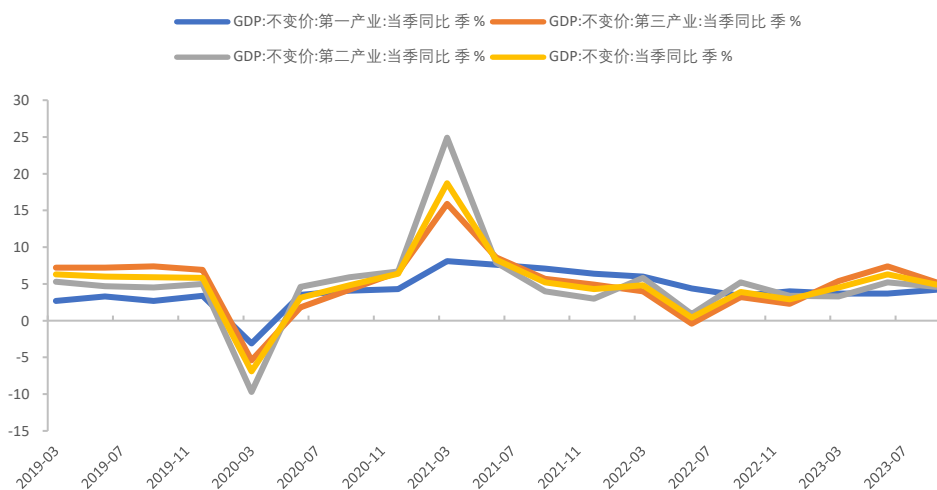
## 图目录

图 1	GDP 当季同比增速 .....	4
图 2	工业增长持续改善 .....	5
图 3	上中下游工业增加值同比保持增长 (%) .....	5
图 4	高技术行业当月同比增速 (%) .....	6
图 5	高耗能行业当月同比增速 (%) .....	6
图 6	主要工业品产量同比增速 (%) .....	7
图 7	2023 年服务业生产指数同比增速 (%) .....	8
图 8	制造业投资累计同比 (%) .....	8
图 9	各行业投资稳步推进 (%) .....	9
图 10	固定资产投资同比增速和民间固定资产投资同比增速 (%) .....	10
图 11	螺纹钢产量量价小幅回落 (%) .....	10
图 12	水泥价格持续呈下滑趋势 (%) .....	10
图 13	挖掘机开工小时数同比持续回落 (%) .....	11
图 14	石油沥青开工率持续上涨 (%) .....	11
图 15	分领域基建投资增速 (%) .....	12
图 16	广义/狭义基建投资增速 (%) .....	12
图 17	电力、热力、燃气及水项增速明显 (%) .....	12
图 18	水利管理同公共设施管理业增速回落 (%) .....	12
图 19	交通运输项增速平稳 (%) .....	12
图 20	房地产仍处调整阶段，办公楼累计增速降幅扩大 (%) .....	13
图 21	9 月房地产累计投资低于 2018 年同期水平 (亿元) .....	13
图 22	施工面积增速持续下行 (%) .....	14
图 23	9 月新开工面积仍无超预期表现 (万平方米) .....	14
图 24	9 月商品房销售面积环比持续改善 .....	15
图 25	10 月商品房销售维持上涨态势或有压力 (万平方米) .....	15
图 26	房地产开发企业到位资金累计同比降幅进一步扩大 .....	15
图 27	9 月到位资金略有改善 (亿元) .....	15
图 28	9 月商品房待售面积同比涨幅持续扩大 .....	16
图 29	库存去化周期拉长较快 (万平方米) .....	16
图 30	2023 年 9 月社零累计同比增长 6.8% (%) .....	17
图 31	9 月社零同比持续升温 (%) .....	17
图 32	预计 10 月社零仍具韧性 (%) .....	17
图 33	2023 年 9 月社零消费各分项同比表现 (%) .....	18
图 34	社零消费各分项两年 CAGR 表现 (%) .....	18

## 1. 生产：持续恢复

从三季度经济数据来看，基本面持续修复，逐步向好。生产总值方面，前三季度国内 GDP 总值为 913,027 亿元，同比增长 5.2%。分季度来看，一季度增长 4.5%，二季度增长 6.3%，三季度增长 4.9%，经济增速显著提升。分产业来看，第一产业当季同比增长 4.2%，第二产业当季同比增长 4.6%，第三产业当季同比增长 5.2%，二三产业均表现为环比强于季节性。预计四季度在内外需求持续恢复及各项政策落地的基础上，经济增长将维持较高水平，全年实现 5% 的经济增长目标不难实现。

图1 GDP 当季同比增速



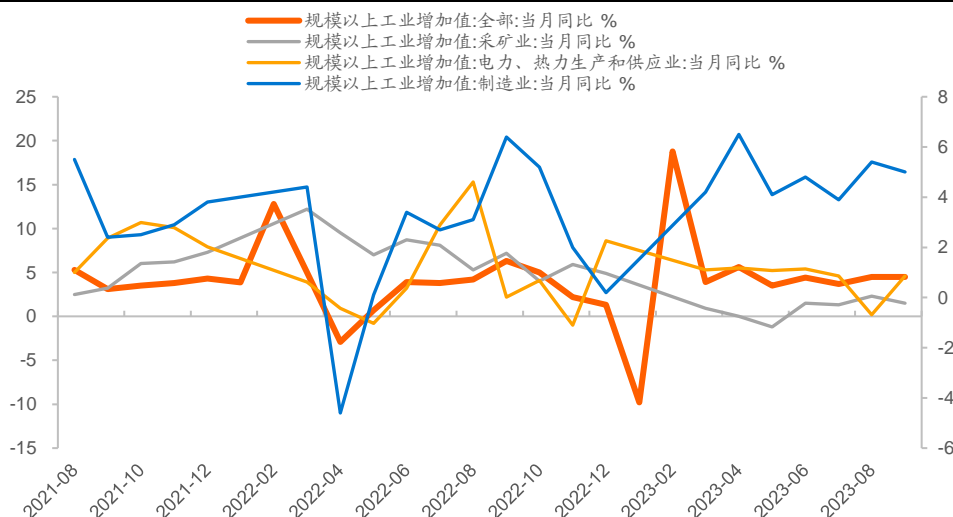
资料来源：国家统计局，联储证券研究院

2023 年 9 月，全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%，与上月持平；环比增长 0.36%。今年 1-9 月规模以上工业增加值同比增长 4.0%，较前值微幅增加 0.1 个百分点。

### 1.1 工业生产总量分析：改善当中

9 月份规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%。分三大门类看，电热供应同比增长 4.6%，环比上月增长 4.4%；制造业（5.0%）依旧保持领涨，采矿业（1.5%）这两项同比增速虽边际微幅回落，但总体保持高增长，仍指向经济正在持续恢复改善当中。

图2 工业增长持续改善



资料来源：国家能源局，联储证券研究院

### 1.2 分产业链：上中下游均保持良好

分项来看，9月上中下游中仅两项同比负增长，其余各项同比增速均有较为明显的正增长，工业生产持续向好。

图3 上中下游工业增加值同比保持增长 (%)

指标名称	9月增速变动	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
上游采矿业						
煤炭开采和洗选业	-0.20	1.40	1.60	0.40	2.00	-1.60
石油和天然气开采业	-3.80	3.40	7.20	4.20	4.10	3.70
上游制造业						
化学原料和化学制品制造业	-1.40	13.40	14.80	9.80	9.90	3.90
橡胶和塑料制品业	0.60	6.00	5.40	3.60	3.00	2.50
黑色金属冶炼和压延加工业	-4.60	9.90	14.50	15.60	7.80	3.10
有色金属冶炼和压延加工业	-0.40	8.40	8.80	8.90	9.10	7.10
非金属矿物制品业	-0.10	-1.70	-1.60	-3.40	-0.40	-2.60
中游制造业						
金属制品业	2.30	3.70	1.40	1.40	2.40	-0.10
通用设备制造业	0.80	0.00	-0.80	-1.40	-0.20	6.10
专用设备制造业	2.10	1.60	-0.50	1.50	3.40	3.90
电气机械和器材制造业	1.30	11.50	10.20	10.60	15.40	15.40
计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.30	4.50	5.80	0.70	1.20	0.00
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.50	2.60	3.10	1.00	4.70	7.60
下游制造业						
医药制造业	-1.50	-7.70	-6.20	-3.50	-2.10	-4.40
农副食品加工业	-1.90	1.20	3.10	3.00	2.20	-1.30
食品制造业	3.90	6.40	2.50	0.00	3.10	0.10
酒、饮料和精制茶制造业	5.60	2.70	-2.90	-3.10	0.20	0.00
纺织业	-0.60	0.80	1.40	-0.30	-0.40	-1.80
汽车制造业	-0.90	9.00	9.90	6.20	8.80	23.80

资料来源：国家能源局，联储证券研究院

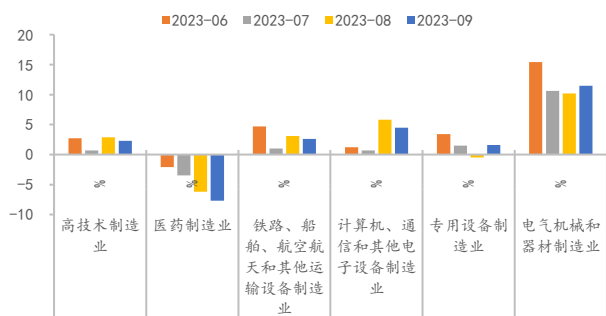
分产业链来看，上游原材料加工同比、环比依旧处于增速较快状态。上游制造业中，化学原料和化学制品制造业当月同比增速 13.4%，橡胶和塑料制品业当月同比增速 6.0%，黑色金属冶炼和压延加工业当月同比增速 9.9%，有色金属冶炼和压延加工业当月同比增速 8.4%，仅有非金属矿物制品业同比增速为-1.7%。

中游制造业增速较上游有明显改善，下游需求逐步显现。其中电气机械和器材制造业保持同比 11.5% 的高增长。计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速 4.5%，这与近期国家对数据要素及芯片的高度重视密不可分。

下游制造业中，9月汽车制造业依旧保持高增长，同比增速9.0%，下游汽车销售市场“旺季更旺”，医药制造业受近期的医疗反腐影响同比增速-7.7%。7月15日，国家医保局、财政部等四部门联合发布《关于开展2023年医疗保障基金飞行检查工作的通知》，指出要彻查医药领域各类违法违规行为。7月21日，国家卫健委会同教育部、公安部等十部门联合召开视频会议，部署开展为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治。8月7日，上海市卫健委、市公安局等十三部门联合发布通知，要求各医疗机构重点围绕高值耗材、整治“红包”、回扣、医德医风教育等三个专项行动内容，并要求于今年10月底前完成自查自纠工作。

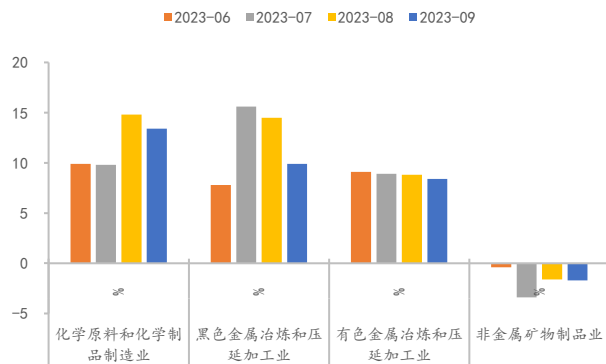
高技术行业及高耗能行业对工业增加值的同比增速贡献增加，共同提振工业生产。9月是高技术产业增加值同比增速2.3%，拉动项主要在于电气机械和器材制造业同比增长11.5%。高耗能行业中化学原料和化学制品制造业同比增长13.4%，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长9.9%，有色金属冶炼和压延加工业同比增长8.4%。表明我国仍需在高技术行业持续发力，与高耗能行业相配合带动工业生产高质量发展。

图4 高技术行业当月同比增速 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

图5 高耗能行业当月同比增速 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

### 1.3 分产品: 结构性增长

从主要工业品产量来看，能源类产品及化工原材料保持同比高增长，出口产业链同比增速有所改善，工业原材料受房地产端影响表现不佳。

图6 主要工业品产量同比增速 (%)

主要工业品产量		9月增速变动	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
能源类产品	原煤	-1.7	0.4	2.0	0.1	2.5	4.2
	焦炭	-2.4	3.6	6.0	3.7	-2.2	-0.7
	原油	-2.7	0.3	3.1	1	1.9	2.7
	原油加工量	-7.6	12.0	19.6	17.4	10.2	15.4
	天然气	3.0	9.3	6.3	7.6	5.5	7.2
	发电量	6.6	7.7	1.1	3.6	2.8	5.6
	火电	4.5	2.3	-2.2	7.2	14.2	15.9
	水电	20.7	39.2	18.5	-17.5	33.9	-32.9
	核电	1.2	6.7	5.5	2.9	13.8	6.3
	风电	9.9	-1.6	-11.5	25	-1.8	15.3
太阳能	-7.2	6.8	13.9	6.4	8.8	0.1	
化工原料	硫酸	1.4	8.5	7.1	2.1	-7.5	-1.1
	烧碱	-3.0	2.6	5.6	-0.8	-3.1	-0.3
	乙烯	-11.1	5.7	16.8	5.2	-0.8	7.1
	化学纤维	-5.2	12.1	17.3	17.1	10.5	11.5
工业原材料	水泥	-5.2	-7.2	-2	-5.7	-1.5	-0.4
	平板玻璃	1.2	-6.0	-7.2	-5.4	-7.6	-9.4
	生铁	-8.1	-3.3	4.8	10.2	0.0	-4.8
	粗钢	-8.8	-5.6	3.2	11.5	0.4	-7.3
	钢材	-5.9	5.5	11.4	14.5	5.4	-1.3
出口产业链	十种有色金属	1.2	7.3	6.1	4.2	6.1	5.1
	其中：原铝（电解铝）	2.2	5.3	3.1	1.5	2.9	1.1
	金属切削机床	12.5	12.5	0	-2.1	0.0	1.9
	工业机器人	4.3	-14.3	-18.6	-13.3	-12.1	3.8
	微型计算机设备	-14.5	-16.3	-1.8	-22.3	-24.9	-18.8
	移动通信手持机	4.8	11.8	7.0	5.2	-1.6	3.5
汽车产业链	汽车	-1.1	3.4	4.5	-3.8	0.8	17.3
	其中：轿车	-2.5	-2.1	0.4	-12.2	10.7	12.6
	运动型多用途乘用车（SUV）	-2.5	1.4	3.9	0.5	2.8	20.6
	其中：新能源汽车	-1.3	12.5	13.8	24.9	27.6	43.6

资料来源：国家统计局，联储证券研究院

**能源品类中，水电自8月后持续保持高增长，风电环比明显改善。**原油加工量9月同比增长12.0%，持续保持两位数的高增长。在新能源发电量中，太阳能发电同比增长6.8%，水电同比增长39.2%，火电同比增长2.3%，风电同比增速降幅收窄至-1.6%。汛期来水仍为水电持续高增长的主要原因。风电方面，今年7-8月风电招标节奏较慢，今年的海风招标更是阻力重重，9月份，陆风中标量为5.3GW，同比增长8.9%，环比增长41.7%；海上风电中标量为1.9GW，同比增长26.3%环比增长89.2%，风电招标规模有所提升。更为重要的是航道等限制海风发展的因素正在解除，同时在原材料价格下行的加持下，风电建设有望提速。

**出口产业链也在逐步恢复中，表现出“西升东落”。**微型计算机设备同比增速-16.3%，工业机器人同比增速-14.3%，主要是受美国升级AI芯片出口禁令的预期影响，但我国AI算力产业链的崛起未来可期，终将打破美国芯片的卡脖子行为。分国别来看，3季度初支撑我国出口韧性的主要因素是对东盟的中间品出口，俄乌战争下对俄出口份额的提升，以及新能源商品出口的高增；随后转为外需回暖，中国对欧日韩出口回升；直至9月，在对美贸易阻力减小的情况下，我国对欧美出口份额逐步恢复，转口现象减小，随着欧美经济开始库存见底，我国出口有望持续恢复。

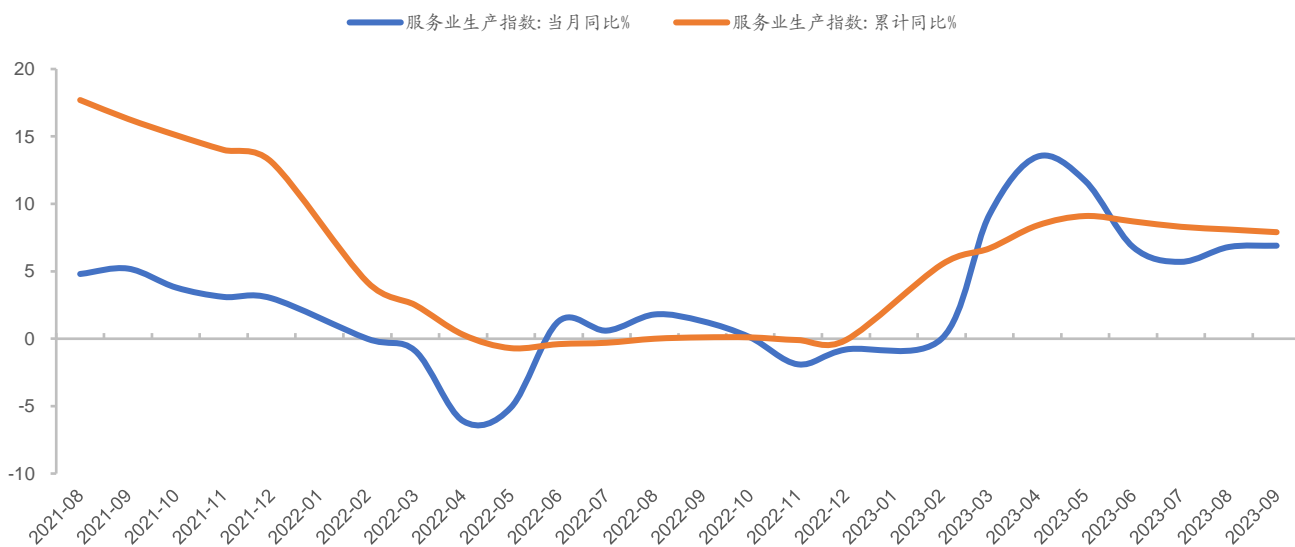
**工业原材料方面，受终端房地产市场低迷影响，原材料端水泥（-7.2%）、平板玻璃（-6.0%）、生铁（-3.3%）、粗钢（-5.6%）、钢材（5.5%）同比增速均有较大幅度下滑。**8月底，多个核心城市陆续落地执行“认房不认贷”政策，一二线城市也陆续松绑限购限售政策。从9月房企整体数据来看，新房住宅销售面积略有回升，但同比仍在下降，二手房表现优于新房。说明一系列救市政策确实对楼市起到了提振作用，但从短期效果来看还没有达到预期。当前房地产处于弱复苏阶段，距真正的回暖还相差较远，不排除后续会有更多新政策落地，但从改善力度来讲下游销售端改善将大于上游原材料。

## 2. 服务业持续恢复，现代服务业和接触型服务业起带动作用

## 用

前三季度，全国服务业生产指数表现亮眼，服务业增加值 502993 亿元，同比增长 6.0%。服务业增加值占国内生产总值比重为 55.1%，比上年同期上升 1.4 个百分点，对国民经济增长的贡献率为 63.0%，拉动国内生产总值增长 3.3 个百分点。9 月份，服务业生产指数同比增长 6.9%，比上月增长 0.1 个百分点。其中，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%。9 月份，服务业商务活动指数为 50.9%，比上月上升 0.4 个百分点；业务活动预期指数为 58.1%。其中，水上运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间。

图7 2023 年服务业生产指数同比增速 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

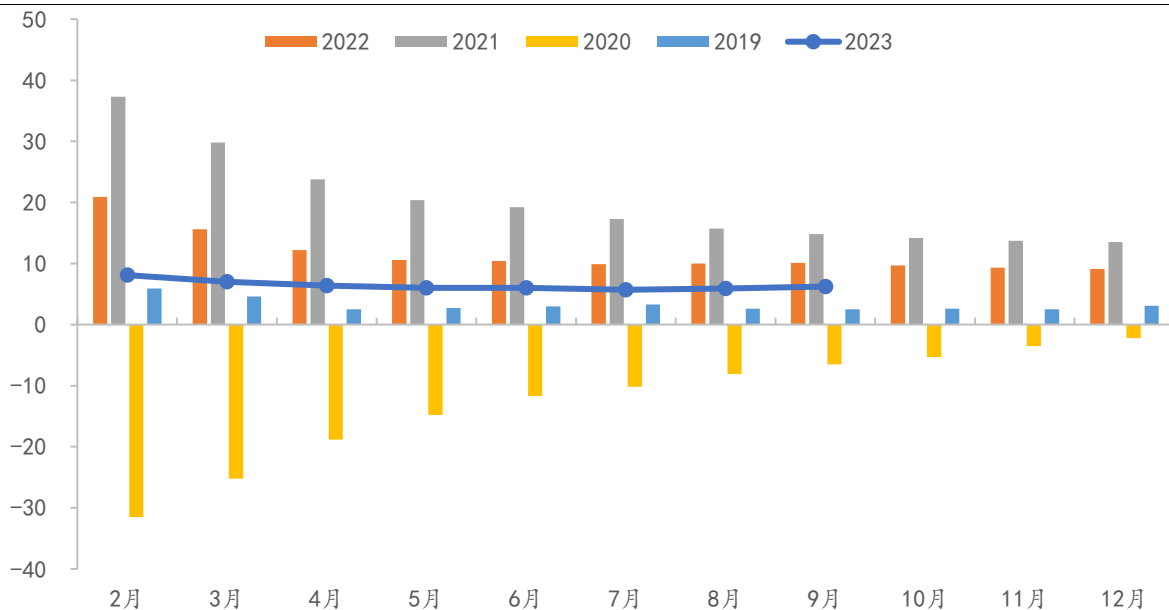
### 3. 制造业投资: 稳步推进, 持续向好

**9 月制造业固定资产投资加速, 投资景气度持续修复。**1-9 月, 全国固定资产投资 (不含农户) 37.5 万亿元, 同比增长 3.1%, 增速较 1-8 月降低 0.1%。其中, 民间固定资产投资 19.3 万亿元, 同比下降 0.6%。从环比看, 9 月份固定资产投资 (不含农户) 增长 0.15%。制造业投资在去年高基数的基础上缓慢回升, 1-9 月制造业投资累计同比增长 6.2%, 环比 1-8 月增加 0.3 个百分点。环比有小幅增长, 经济处于修复中。

**按行业制造链条来分类, 高技术产业依旧对制造业投资起拉动作用, 各分项环比改善加强。**9 月汽车制造业 (20.4%)、化学原料及化学制品制造业 (13.5%)、及电气机械和器材制造业 (38.1%) 保持两位数以上的高增长, 食品链条中的食品制造业 (7.5%) 较前值累计增加 4.7 个百分点, 有较为明显的增长, 主要是冬季来临天气变冷食品原材料加速制造所致。

图8 制造业投资累计同比 (%)





资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图9 各行业投资稳步推进 (%)

指标名称	9月增速变动	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
建筑制造						
有色金属冶炼和压延加工业	1.40	9.90	8.50	10.20	14.20	6.50
食品						
农副食品加工业	-0.30	6.50	6.80	7.00	6.40	8.10
食品制造业	4.70	7.50	2.80	2.00	1.40	0.50
汽车						
汽车制造业	1.30	20.40	19.10	19.20	20.00	17.90
低技术						
纺织服装、服饰业	-0.40	-4.70	-4.30	-5.50	-5.30	-4.20
化学原料及化学制品制造业	0.30	13.50	13.20	13.70	13.90	15.90
金属制品业	2.10	1.70	-0.40	-1.10	0.00	0.80
高技术						
通用设备制造业	0.30	5.10	4.80	4.60	3.70	4.50
专用设备制造业	0.70	8.20	7.50	6.40	7.70	8.60
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.70	10.20	9.50	9.80	9.40	10.50
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3.90	3.10	-0.80	-0.60	2.80	-1.30
电气机械和器材制造业	-0.50	38.10	38.60	39.10	38.90	38.90
医药制造业	-0.80	-0.20	0.60	0.60	1.70	-0.60

资料来源：国家能源局，iFind，联储证券研究院

9月整体来看，生产端及投资端均表现良好，四季度正常发挥即可完成全年既定目标。从数据上来看，经济的至暗时刻基本已过，整体呈现出缓慢复苏状态。综合前三季度数据，四季度只要正常发挥，即可完成全年的经济增长总目标，近期或将是政策空窗期；长期来看，政策方面需密切关注年底的中央经济工作会议及中央政治局会议，届时将给出针对长期经济结构调整及明年经济线索的政策。

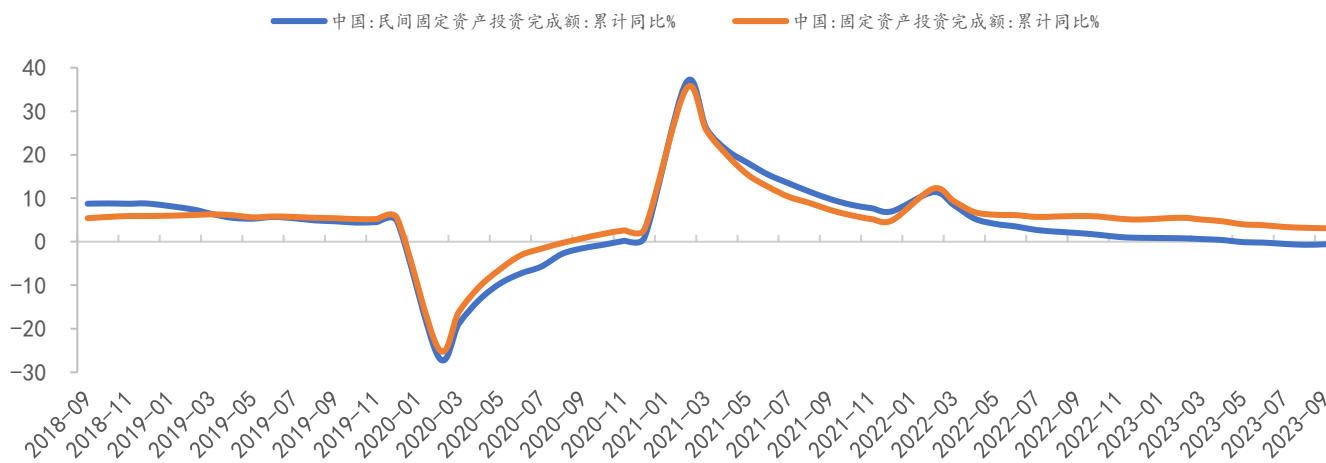
#### 4. 基建投资增速放缓，维持稳健仍是主基调

**基建投资增速维持韧性，稳增长政策将持续发力。**1-9月，基础设施投资（全口径）累计同比增长8.64%（广义基建投资同比数据），增速较1-8月降低0.32pct，基础设施投资（不含电力）同比增长6.2%，增速较1-8月降低0.2pct。我们认为基建投资增速放缓受到三方面影响1）高基数效应影响：受去年3000亿政策性开发性金融工具影响，基建领域基数较高。剔除基数效应影响后，仍保持韧性；2）财政端发力放缓：财政存款同比减少，9月财政存款同比多增2673亿，财政政策发力力度有所减弱；3）企业中长贷

同比少增：企业中长期贷款当月新增 1.25 万亿，同比减少 944 亿。企业贷中长期贷款的增速降缓，可交叉印证增速见底趋势。

结构上看，三大子行业增速均有不同程度改善①9 月电力、热力、燃气及水投资增长 25.0%，较 1-8 月增速降低 1.5pct，受天气变化的影响，电力、热力的生产和供应业成为主要拖累项；②水利、环境和公共设施管理业投资降低 0.1%，环比收窄 0.5pct，水利管理业投资是主要的拉动项；③交通运输、仓储和邮政业投资增长 11.6%，环比增加 0.3pct。其中，铁路运输业同比增长 22.1%，环比降低 1.3 个百分点。铁路运输业仍维持高增速的增长，是主要的支撑项。

图10 固定资产投资同比增速和民间固定资产投资同比增速 (%)



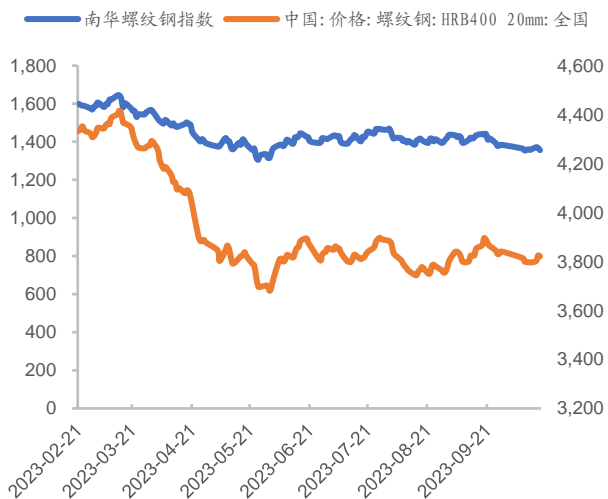
资料来源：国家统计局，联储证券研究院

结合高频指标来看，9 月整体动能放缓。石油沥青开工率较上月同期下降 7.60 个百分点，呈现回落趋势。挖掘机开工小时数处小幅下降趋势，当月同比下降 3.5 个百分点。南华螺纹钢指数与上周相比下降 4.5 点，与上月同期相比下降 85.15 点。螺纹钢:HRB400 价格与上月相比降低 45 元/吨。中国螺纹钢主要钢厂产量较上月同期下降 0.84 万吨。根据 Mysteel 预估 10 月中旬粗钢产量继续小幅下降。10 月中旬全国粗钢预估产量 2953.12 万吨，中旬日均产量 295.31 万吨，环比 10 月上旬下降 1.09%。

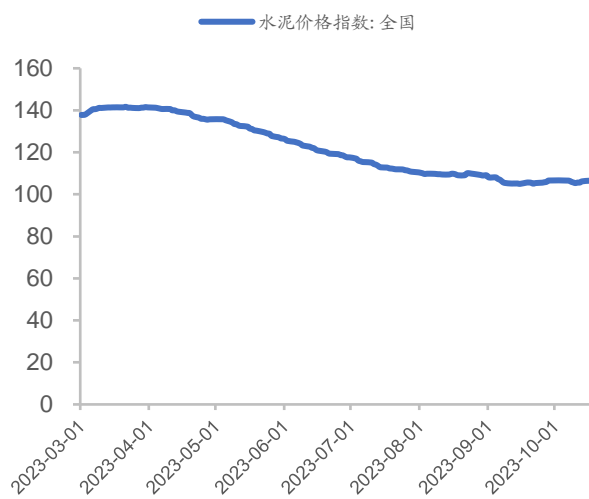
整体来看，9 月份基建投资整体步伐放缓。随着四季度的到来，也迎来冲刺全年经济目标的关键期。各地加码稳增长政策、提升专项债发行速度，将有利于重大项目加快开工进度。展望四季度，基建投资将恢复较快增长水平，持续增加对整体经济增长的贡献。

图11 螺纹钢产量量价小幅回落 (%)

图12 水泥价格持续呈下滑趋势 (%)

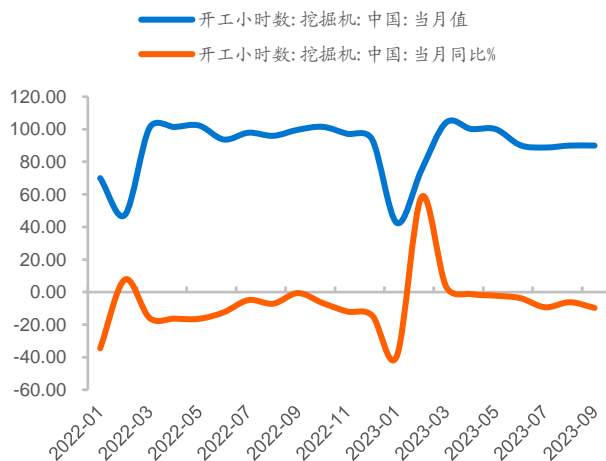


资料来源: Wind, 联储证券研究院



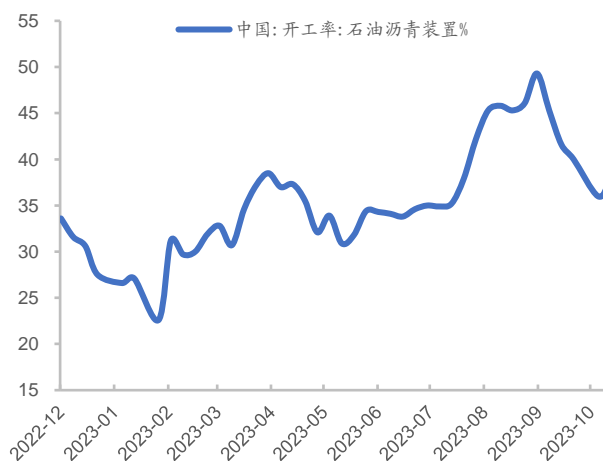
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图13 挖掘机开工小时数同比持续回落 (%)



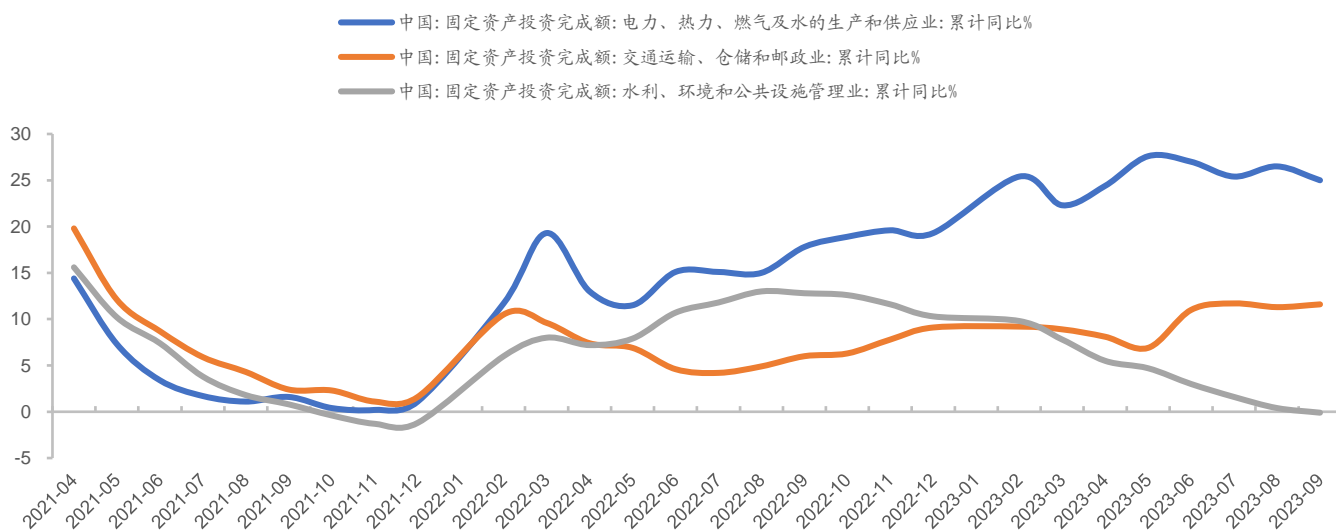
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图14 石油沥青开工率持续上涨 (%)



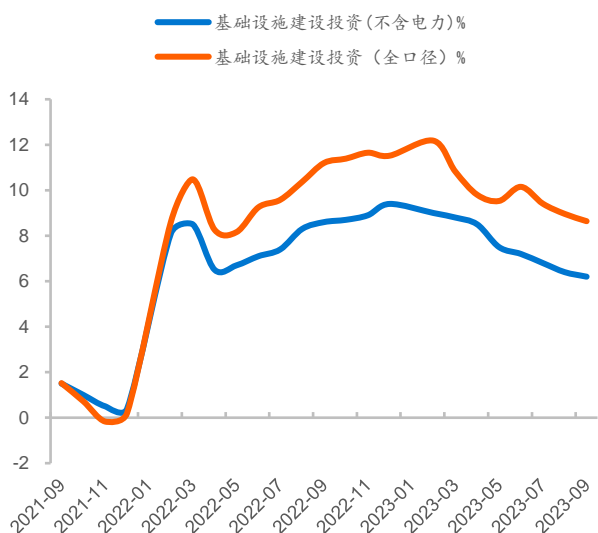
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图15 分领域基建投资增速 (%)



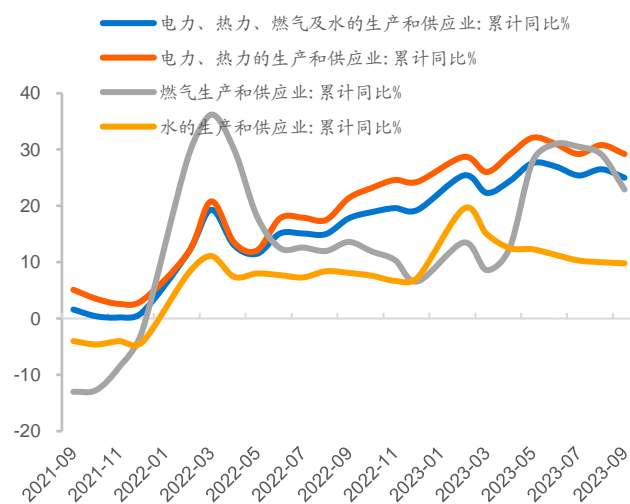
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图16 广义/狭义基建投资增速 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

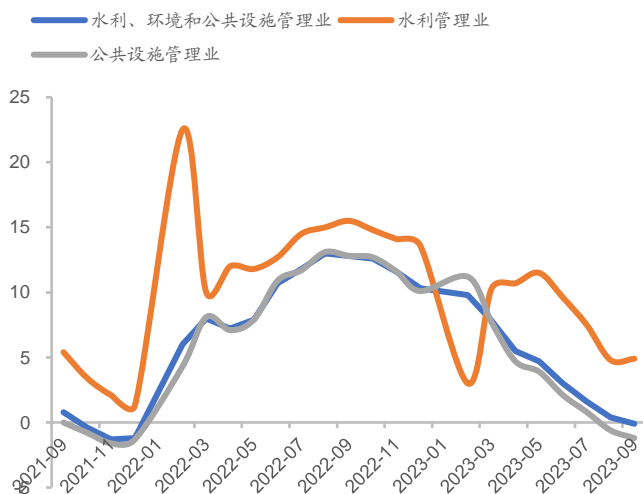
图17 电力、热力、燃气及水项增速明显 (%)



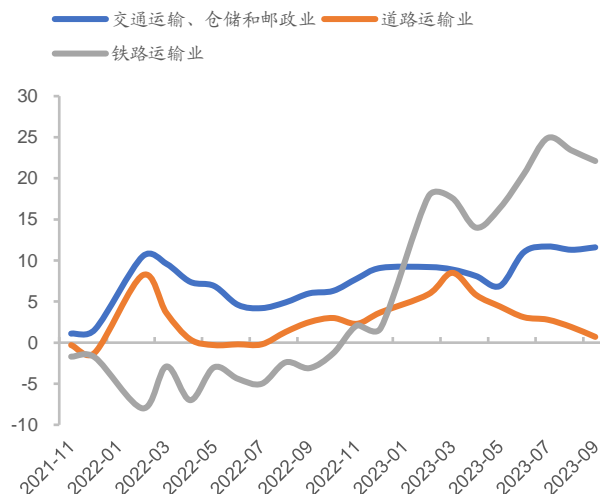
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图18 水利管理同公共设施管理业增速回落 (%)

图19 交通运输项增速平稳 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院



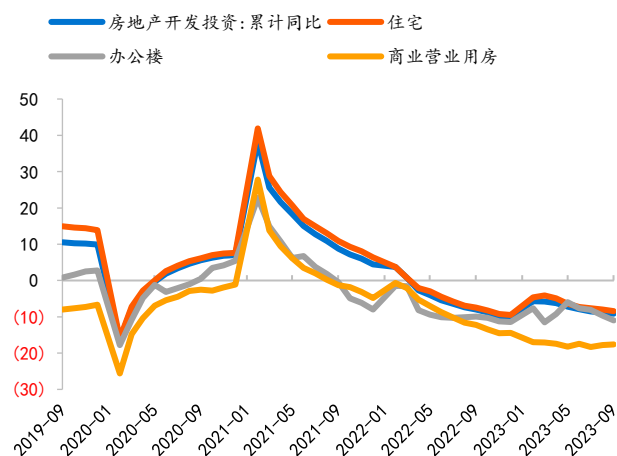
资料来源: Wind, 联储证券研究院

## 5. 地产投资: 9月仍处调整阶段, 销售略有改善

房地产开发投资仍处调整阶段, 9月累计同比降幅扩大, 单月环比有所改善。2023年1-9月房地产开发投资累计87269亿元, 同比下降9.1%, 降幅较1-8月扩大0.3个百分点, 维持今年以来累计降幅持续扩大的态势。其中, 住宅投资累计66279亿元, 同比下降8.4%; 办公楼投资3437亿元, 下降11.0%; 商业营业用房投资6269亿元, 下降17.6%, 住宅和办公楼的累计同比降幅略有扩大, 较1-8月分别扩大了0.4/1.3个百分点。

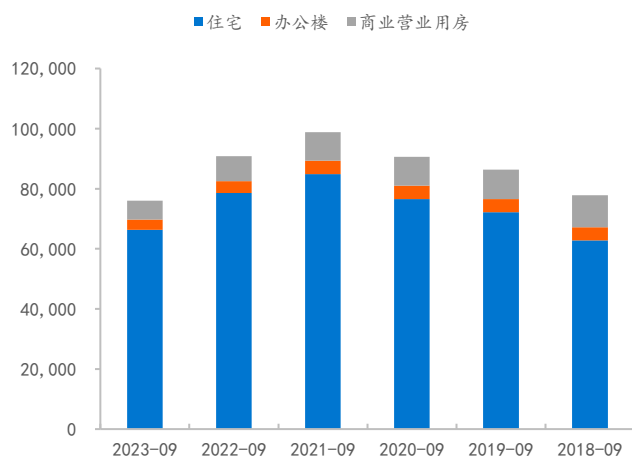
9月单月全国房地产开发投资约10369亿元, 环比多增12.9%, 其中住宅投资7854亿元, 环比上涨13.2%, 前值-1.5%, 环比表现有明显改善, 8-9月各地房地产政策频出, 供需端信心略有提振, 市场颓势稍有遏制, 但实际效果显现仍需时间验证。

图20 房地产仍处调整阶段, 办公楼累计增速降幅扩大 (%)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图21 9月房地产累计投资低于2018年同期水平 (亿元)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

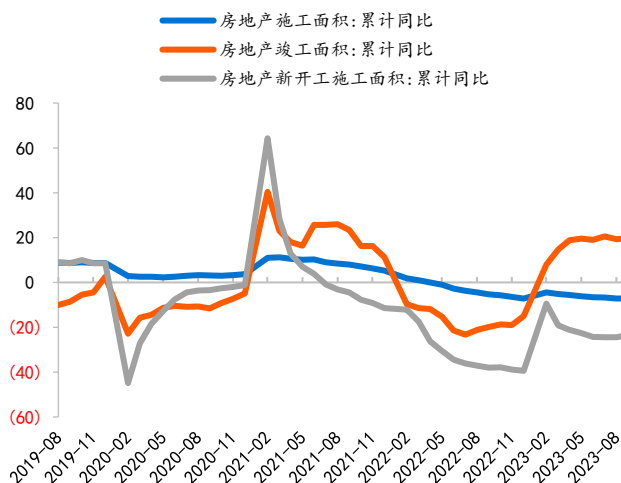
### 5.1 开发面积: 施工保持平稳, 新开工面积累计降幅继续收窄

9月新开工面积累计同比降幅继续收窄, 施工面积相对平稳, 竣工面积增速略升。2023年1-9月房地产开发企业房屋施工面积815688万平方米, 同比下降7.1%, 累计

降幅同 8 月；新开工面积 72123 万平方米，同比下降 23.4%，降幅较上月收窄 1 个百分点；竣工面积 48705 万平方米，同比增长 19.8%，增幅较上月扩大 0.6 个百分点。

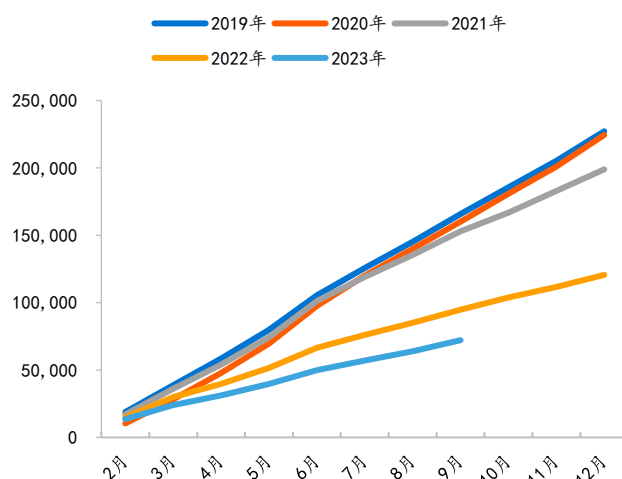
由于 8-9 月各地方房地产政策的出台，供给端信心略有提振，房地产开发企业房屋施工面积与新开工面积累计降幅均未继续扩大，房地产销售的环比改善能缓解一定的现金流压力，叠加供给端政策重点偏向于保交楼，支撑竣工面积增速再度回升。但 9 月新开工面积无超预期表现，土地市场的低迷仍将压制年底的新开工情况，预计房地产开发面积短期改善仍有阻力。

图22 施工面积增速持续下行 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图23 9月新开工面积仍无超预期表现 (万平方米)



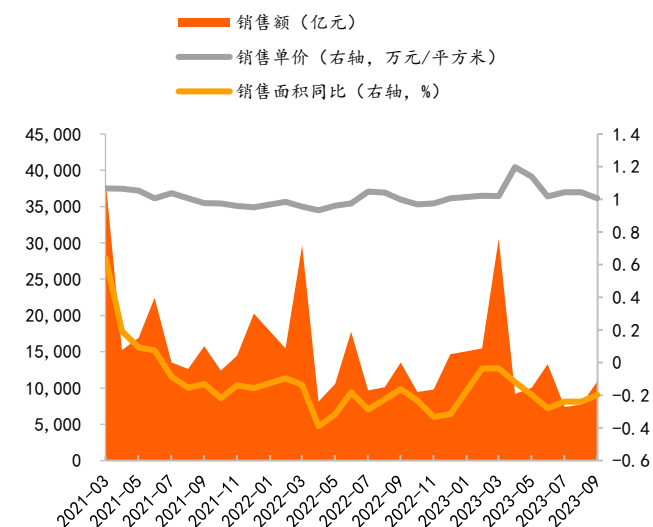
资料来源：同花顺，联储证券研究院

## 5.2 销售：商品房销售有所改善，能否持续是行业回暖关键

9 月商品房销售额仍有增加，呈现出量增价跌的市场局面。1-9 月全国商品房销售面积 84806 万平方米，同比下降 16.38%；商品房销售额 89070 亿元，同比下降 10.37%，累计同比降幅均有扩大。9 月单月商品房销售面积 10857 万平方米，同比下降 19.76%，但环比上涨 47.0%，带动当月销售额环比上涨 41.58%，平均销售单价从 1.0435 万元/平方米继续小幅下跌至 1.005 万元/平方米。

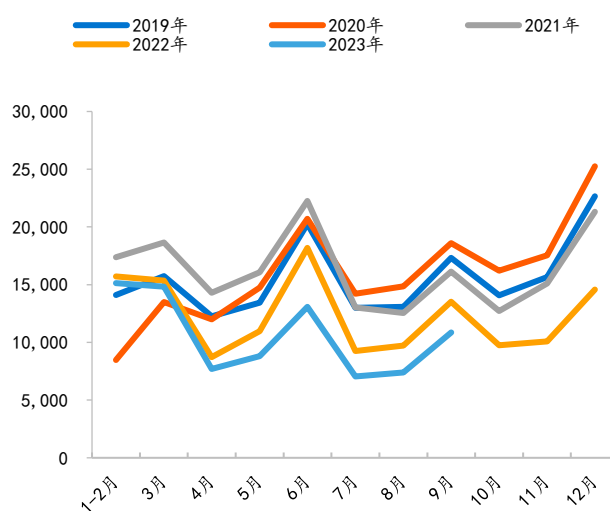
由于 8 月有“认房不认贷”、“统一最低首付比例”、“降低存量首套住房利率”、“优化上市房企融资”等多项地产政策陆续出台，9 月商品房交易市场情绪有所提振，但销售单价的下行一定程度上意味着商品房销售提升可能是市场借助政策窗口，以价跌换量增的短期表现，行业回暖依然需要关注房地产销售数据在政策刺激下好转的持续性。就以往年度商品房单月的销售数据来看，10-11 月销售维持上涨态势或有不小压力。

图24 9月商品房销售面积环比持续改善



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图25 10月商品房销售维持上涨态势或有压力（万平方米）

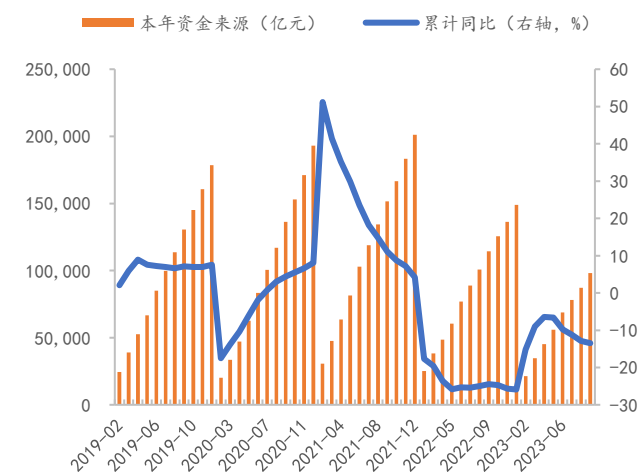


资料来源：同花顺，联储证券研究院

### 5.3 资金：到位资金略有改善，房企自筹与销售回款形成支撑

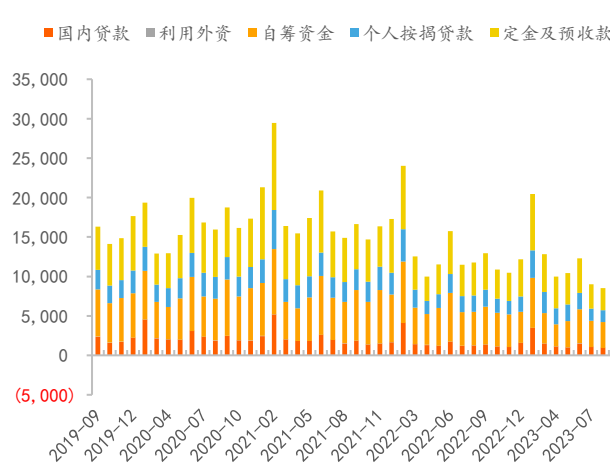
9月房企到位资金环比有所改善，自筹资金、定金及预收款增多形成一定支撑。1-9月房地产开发企业到位资金98067亿元，同比下降13.5%（前值-12.9%）。9月到位资金10951亿元，环比多增23.1%，其中，新增国内贷款1429亿元，环比增加52.1%；利用外资1.49亿元，环比下降63.5%；自筹资金4057亿元，环比增加23.7%；定金及预收款3446亿元，环比增加22.7%；个人按揭贷款1575亿元，环比增加4.8%。房地产企业自筹资金、定金及预收款增多对房企到位资金形成一定支撑，前者主要是受上市房企融资优化政策推动有企稳回升迹象，后者主因9月地产政策的持续刺激，定金及预收款略晚于销售回暖逐步到位。资金表现符合预期“预计9-10月房地产实际到位资金环比略有增加，但仍会处于低位徘徊”，暂无超预期因素出现，维持上月原判。

图26 房地产开发企业到位资金累计同比降幅进一步扩大



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图27 9月到位资金略有改善（亿元）



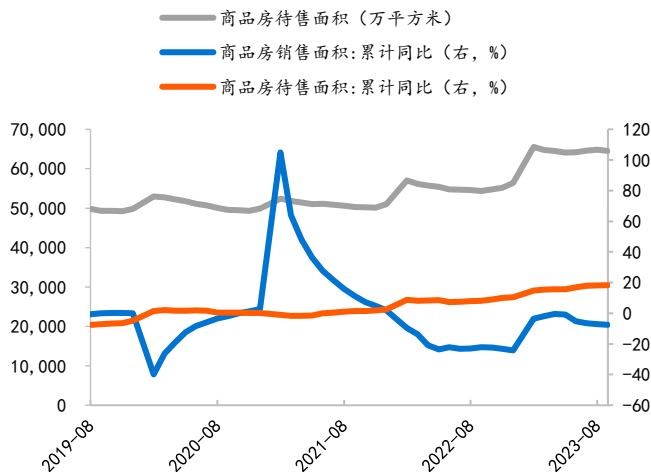
资料来源：同花顺，联储证券研究院

### 5.4 库存：商品房待售面积略有减少，库存去化或将加快

商品房待售面积在连续三个月连增后略有减少，库存去化或将加快。9月商品房待售面积64537万平方米，累计同比增加18.3%，较8月涨幅扩大0.1个百分点。库存不

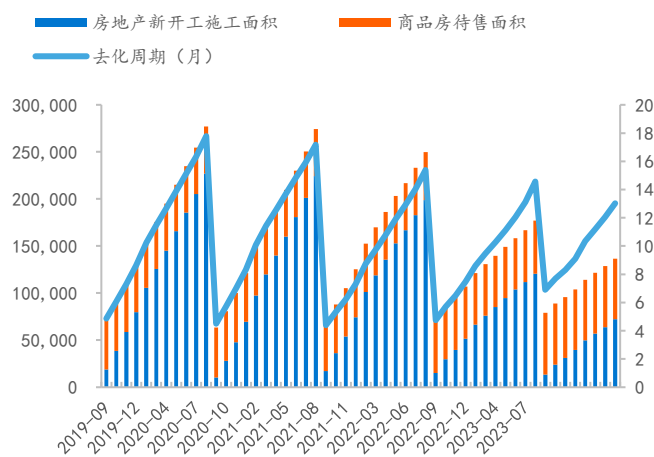
断增加主要是由于上半年竣工面积增多，且销售下滑影响去化较慢。以（房地产新开工施工面积\*0.9+商品房待售面积）/近一年月均商品房销售面积测算，库存去化周期自年初的6.9个月进一步拉长至13个月，长于去年同期的11个月。预计伴随竣工面积增速放缓，以及地产政策刺激下销售情况回暖，库存去化在四季度或将加快。

图28 9月商品房待售面积同比涨幅持续扩大



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图29 库存去化周期拉长较快（万平方米）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

整体来看，9月房地产市场还处于低位运行的调整阶段，在多项刺激政策出台的影响下，略有回暖迹象。9月房屋新开工面积累计同比降幅继续收窄，到位资金环比改善，显示供给端信心有所提振；当月商品房销售面积微增库存稍减，但均价下跌提醒我们地产政策对于商品房交易的刺激力度与可持续性有待进一步观察。如上月所言，“由于地产政策松动效果显现需要时间，预计9-10月商品房销售情况或将有一定程度的回暖，到位资金补充与库存周期去化可能优先改善。”本月暂无超预期因素出现，维持原判断不变。

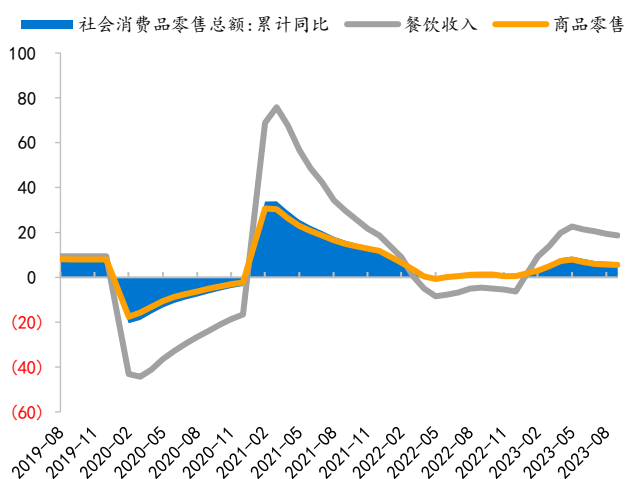
## 6. 社零消费：复苏持续，长假带动作用明显

### 6.1 整体：社零累计同比增幅收窄，当月餐饮消费和商品零售均有恢复

9月社零累计同比增幅收窄，当月同比表现较好。2023年1-9月社会消费品零售总额累计达34.21万亿元，同比增长6.8%，较8月减少0.2个百分点。其中，餐饮收入同比增长18.7%，商品零售同比增长5.5%。9月社零总额当月值约3.98万亿元，同比增长5.5%，伴随中秋国庆旅游旺季带来的消费升温影响较大。

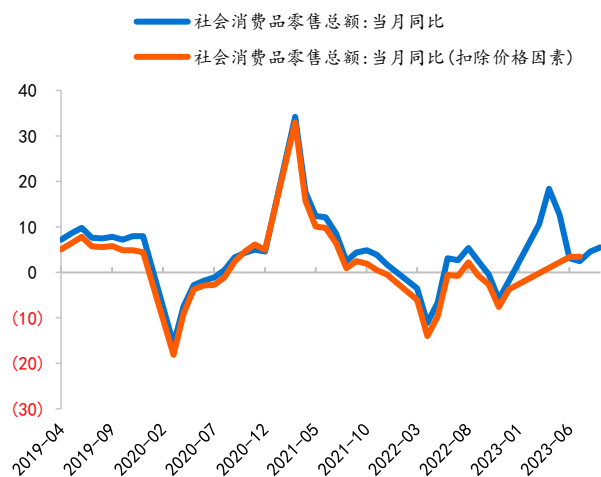


图30 2023年9月社零累计同比增长6.8% (%)



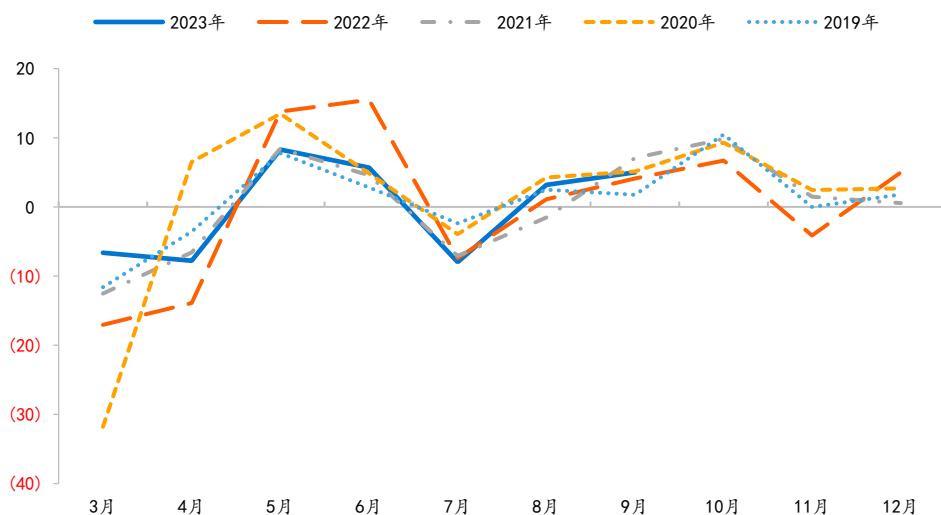
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图31 9月社零同比持续升温 (%)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

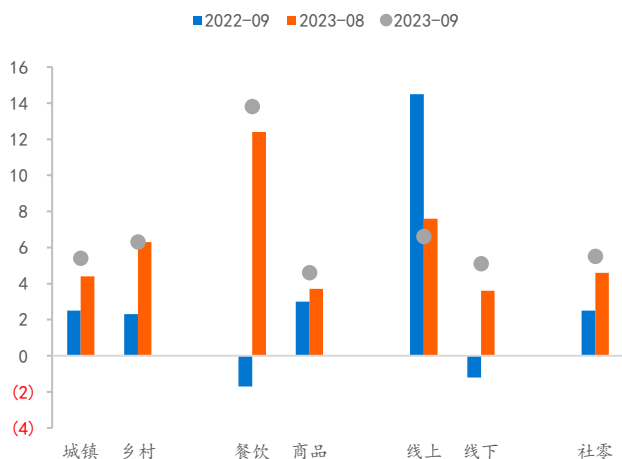
图32 预计10月社零仍具韧性 (%)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

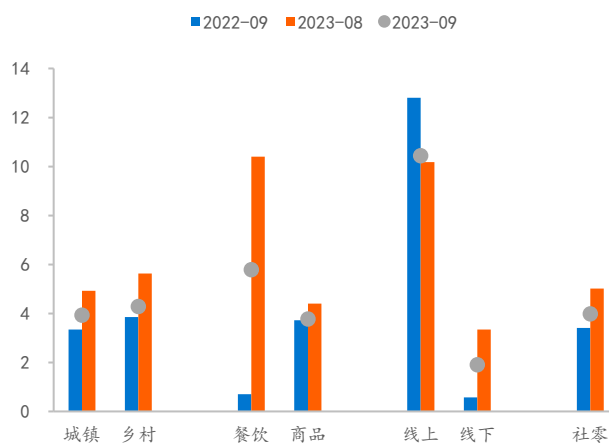
**9月餐饮消费和商品零售均有恢复，城镇与线下消费相对更优。**9月城镇、乡村、餐饮、商品、线上、线下消费同比增长分别为5.4%/6.3%/13.8%/4.6%/6.6%/5.1%。以两年复合增速来看，9月社零同比3.98%，高于去年同期3.41%，消费转暖明显。其中，餐饮消费恢复较快，两年CAGR达5.78%，高于去年同期0.7%，主要是因与消费场景恢复和出行旅游较多相关，商品零售两年CAGR也达3.77%，高于去年同期3.73%，预计计入长假出游消费后，10月消费数据仍具韧性。

图33 2023年9月社零消费各分项同比表现(%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图34 社零消费各分项两年 CAGR 表现(%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

## 6.2 分行业：食品烟酒和出行相关消费表现相对较好

食品烟酒和出行相关消费表现相对较好，文化办公和建筑装潢弱于预期。9月同比方面，除可选消费中的家电音像、文化办公和建筑装潢以外，其他各分项均实现正向增长；环比多增较大的有烟酒和体育娱乐消费。整体9月消费呈现较大改善，暑期需求偏弱和长假出行对文化办公消费形成一定抑制，房地产政策刺激效果偏弱、土地市场和销售低迷的影响仍然较大，导致家电音像、文化办公和建筑装潢方面的消费有所拖累，预计10-11月会有明显改善。社零拉动项主要是食品饮料、体育娱乐和石油及制品，这一方面和中秋国庆长假带来的亲友聚会、旅游出行增多相关，另一方面也可能受到了地缘冲突背景下石油价格上涨的影响。

表1 9月食品烟酒和出行相关消费表现相对较好

限上细分行业	环比变化	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	
必选	粮油食品	3.80	8.30	4.50	5.50	5.40
	饮料	7.20	8.00	0.80	3.10	3.60
	烟酒	18.80	23.10	4.30	7.20	9.60
	日用品	-0.80	0.70	1.50	-1.00	-2.20
	中西药品	0.80	4.50	3.70	3.70	6.60
	化妆品	-8.10	1.60	9.70	-4.10	4.80
	服装鞋帽	5.40	9.90	4.50	2.60	7.20
	家电和音像	0.60	-2.30	-2.90	-5.50	4.50
	通讯	-8.10	0.40	8.50	3.00	6.60
	文化办公	-5.20	-13.60	-8.40	-13.10	-9.90
可选	金银珠宝	0.50	7.70	7.20	-10.00	7.80
	建筑装潢	3.20	-8.20	-11.40	-11.20	-6.80
	家具	-4.30	0.50	4.80	0.10	1.20
	体育、娱乐用品	11.40	10.70	-0.70	2.60	9.20
	石油及制品	2.90	8.90	6.00	-0.60	-2.20
	汽车	1.70	2.80	1.10	-1.50	-1.10

数据来源：同花顺，联储证券研究院

9月社零消费持续回暖，出行相关较快恢复，预计10月仍具韧性。9月的餐饮消费和商品零售均有恢复，结构上在假前准备相关领域表现更优，食品烟酒和出行相关消费实现较快的同比增长。预计10月在长假消费作用下社零仍具韧性，但在后续“双十一”

购物节、圣诞元旦的节日消费影响下，11-12月社零或将呈现出前低后高的走势。

## 7. 总结展望

**三季度经济数据持续恢复中，全年目标不难实现。**一季度增长 4.5%，二季度增长 6.3%，三季度增长 4.9%，经济增速显著提升。预计四季度在内外需求持续恢复及各项政策落地的基础上，经济增长将维持较高水平，全年实现 5% 的经济增长目标不难实现。

**工业生产结构性恢复，制造业投资持续向好。**9月工业增加值同比增长 4.5%，环比持平。维持预计四季度经济指标略有好转观点不变。9月整体来看，生产端及投资端均表现良好，四季度正常发挥即可完成全年既定目标。综合前三季度数据，四季度只要正常发挥，即可完成全年的经济增长总目标。

**基建投资受高基数效应、财政端发力放缓、及企业中长贷同比少增影响，增速放缓。**随着四季度的到来，各地加码稳增长政策、提升专项债发行速度。未来相关政策将侧重支持专项债尽快形成实物工作量，项目储备充足也将成为有力支撑。展望四季度，基建投资将恢复较快增长水平，持续增加对整体经济增长的贡献。

**房地产市场本月还处于低位运行的调整阶段，在多项刺激政策出台的影响下，略有回暖迹象。**9月房屋新开工面积累计同比降继续收窄，到位资金环比改善，显示供给端信心有所提振；当月商品房销售面积微增库存稍减，但均价下跌提醒我们地产政策对于商品房交易的刺激力度与可持续性有待进一步观察。如上月所言，“由于地产政策松动效果显现需要时间，预计 9-10 月商品房销售情况或将有一定程度的回暖，到位资金补充与库存周期去化可能优先改善。”本月暂无超预期因素出现，维持原判断不变。

**社零消费持续回暖，出行相关较快恢复，预计 10 月仍具韧性。**9 月的餐饮消费和商品零售均有恢复，结构上在假前准备相关领域表现更优，食品烟酒和出行相关消费实现较快的同比增长。预计 10 月在长假消费作用下社零仍具韧性，但在后续“双十一”购物节、圣诞元旦的节日消费影响下，11-12 月社零或将呈现出前低后高的走势。

## 8. 风险提示

政策落地和实际效果不及预期，宏观经济复苏不及预期，国际局势动荡可能带来的风险超预期。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F  
 邮编：200120

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F  
 邮编：518000