

宏观经济月报

经济持续向好，业绩底或已显现

投资要点：

经济持续恢复向好。从三季度经济数据来看，剔除基数影响后，三季度经济恢复向好态势较为明显，其中服务业动能仍然对经济发挥了重要的支撑作用，同时工业生产经营出现了积极变化。具体从需求端来看，三季度社会消费品零售总额增速逐月改善，服务零售维持快速增长；投资方面，民间投资跌势暂止，制造业投资增长加速，基建投资维持较高增速，房地产市场虽然仍在磨底，但从趋势上来看已经出现向好迹象；出口方面，出口降幅连续两个月收窄。此外，从价格因素来看，PPI同比降幅已经连续三个月收窄，CPI环比连续三个月上涨。

上市公司盈利增速转正。在宏观经济恢复向好的同时，上市公司三季度利润增速也成功实现了由负转正，业绩底逐步得到确认。从净利润增速来看，受2022年三季度的低基数影响，2023年三季度A股上市公司单季净利润同比增速有明显改善，整体利润增速实现由负转正。2023年三季度A股上市公司单季净利润增速为2.2%（2023Q2单季净利润增速为-7.8%）。从盈利能力来看，2023年三季度全部A股非金融两油上市公司ROE（TTM）较二季度持平。分解来看，2023年三季度全部A股ROE（TTM）为8.5%，较二季度持平，全部A股剔除金融两油后的ROE（TTM）为7.5%，同样较二季度持平。目前上市公司ROE已基本见底，剔除金融地产后的上市公司ROE已经开始出现上升势头。在去年四季度的极低基数背景下，四季度有望出现明显回升。

利好政策持续出台。为巩固经济持续恢复向好趋势，10月份利好政策仍在持续出台。财政政策方面，中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元。本次增发国债不仅是对灾后重建等重点民生相关问题的针对性措施，更是宏观政策持续发力稳经济的体现。此外，本次中央财政增发国债，但具体资金使用在地方，不仅能够缓解地方财政收支压力，还优化了债务结构。金融监管体制方面，中央金融工作会议10月30日至31日在北京举行。此次中央金融工作会议强调“金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分”，并明确提出“以加快建设金融强国为目标”。资本市场方面，汇金公司增持释放积极信号，有望增强投资者对市场的信心。往后看，随着此前出台的一系列稳增长政策措施效果不断显现，经济内生增长动力预计将稳步释放，宏观经济向好的势头会更加明显。

➤ 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《人民币汇率点评：本轮人民币汇率波动原因及影响》—2023.07.01
- 2、《利润降幅收窄，结构分化明显：工业企业利润数据点评》—2023.06.30
- 3、《新兴产业投资稳步增长、制造业支持政策有望加码》—2023.06.29

正文目录

1	经济持续恢复向好.....	1
2	上市公司盈利增速转正.....	6
3	利好政策持续出台.....	8
4	风险提示	9

图表目录

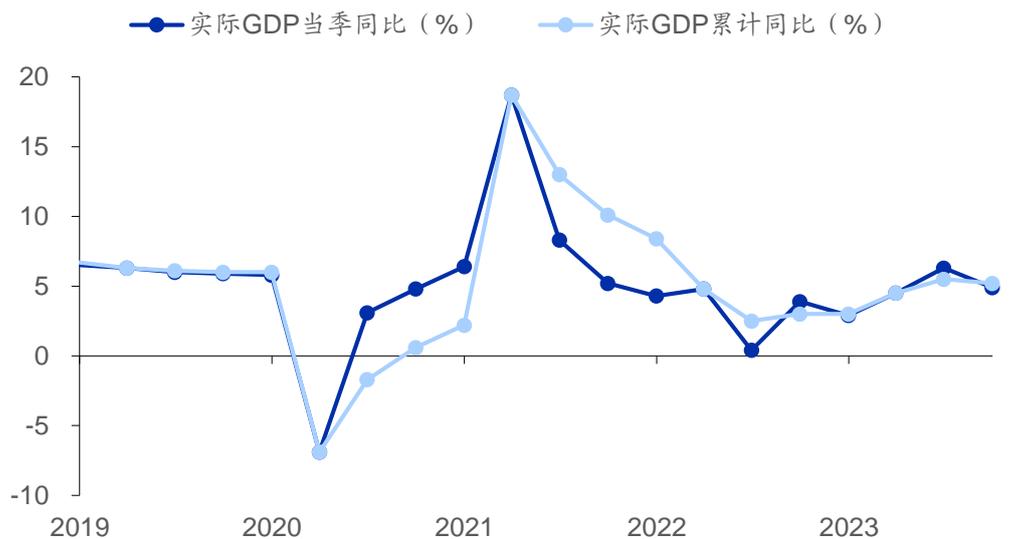
图表 1: 8 月工业增加值累计同比增速与上半年持平.....	1
图表 2: 三大产业对前三季度名义 GDP 同比增速的贡献情况	2
图表 3: 2022 年以来规模以上工业增加值同比增长情况	2
图表 4: 2023 年 9 月份消费增速持续增加	3
图表 5: 固定资产投资及民间投资累计同比增速走势	3
图表 6: 制造业投资累计及当月同比增速走势	4
图表 7: 房地产开发投资累计及当月同比增速走势	5
图表 8: 9 月中国进出口同比增速较上月持续回升	5
图表 9: CPI 及 PPI 同比变化	6
图表 10: 最近 5 个季度单季净利润同比增速 (%)	6
图表 11: 最近 5 个季度累计净利润同比增速 (%)	7
图表 12: 2023 年三季度 A 股单季净利润增速由负转正	7
图表 13: 2023 年三季度 A 股上市公司 ROE (TTM) 基本企稳.....	8

1 经济持续恢复向好

10 月份，国家统计局公布了前三季度中国经济数据，数据来看，中国经济持续恢复向好，并呈现以下亮点。

一是从三季度经济数据来看，经济整体延续恢复向好态势。初步核算，前三季度国内生产总值 913027 亿元，按不变价格计算，前三季度 GDP 同比增长 5.2%；分季度看，一季度国内生产总值同比增长 4.5%，二季度增长 6.3%，三季度增长 4.9%。三季度增速放缓主要受基数抬升影响，扣除去年基数影响后，三季度 GDP 两年平均增长增速为 4.4%，较二季度加快了 1.1 个百分点。从环比增速看，今年三季度环比增长 1.3%，增速较二季度加快 0.8 个百分点。

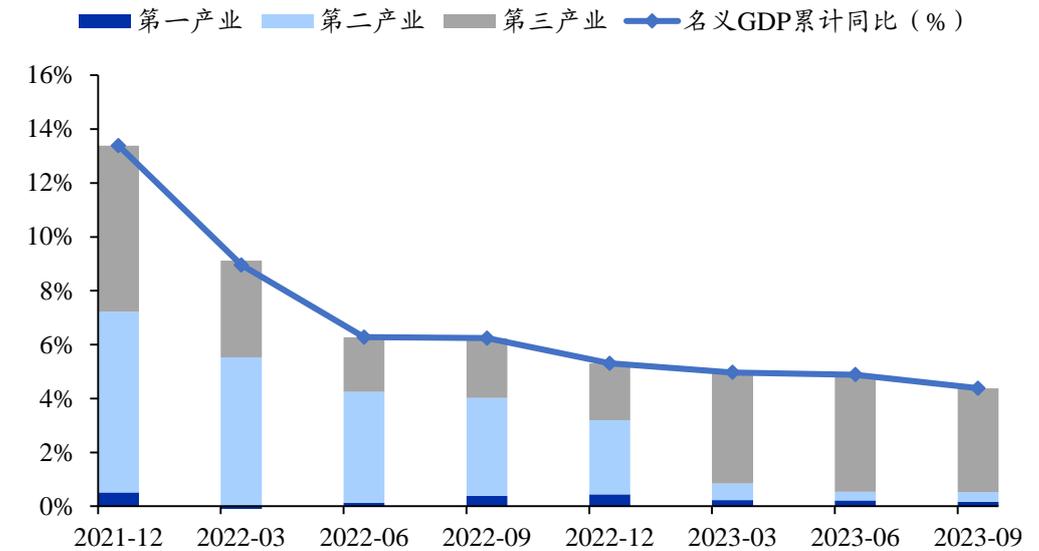
图表 1：8 月工业增加值累计同比增速与上半年持平



来源：iFind、华福证券研究所

二是从分产业来看，服务业动能对经济发挥了重要的支撑作用。分产业看，今年前三季度第一产业增加值 56374 亿元，实际同比增长 4.0%，比上半年加快 0.3 个百分点；第二产业增加值 353659 亿元，实际同比增长 4.4%，比上半年加快 0.1 个百分点；第三产业增加值 502993 亿元，实际同比增长 6.0%，较上半年小幅放缓 0.4 个百分点。从三大产业对名义 GDP 的贡献来看，今年前三季度，第一产业拉动名义 GDP 增长 0.2 个百分点，第二产业拉动 0.4 个百分点，第三产业拉动 3.9 个百分点。单季度来看，三季度第二产业工业生产活动恢复加快，服务业经营活动持续好转但改善速度有所放缓。

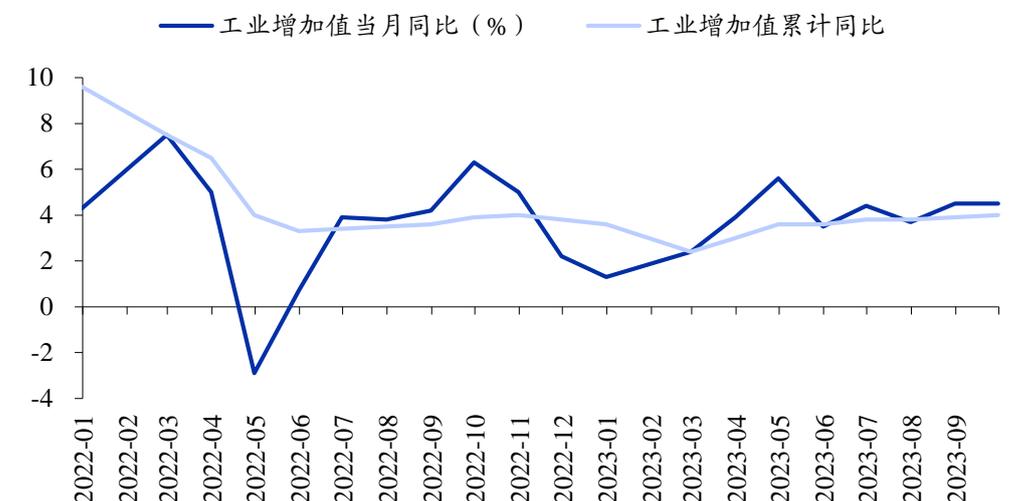
图表 2：三大产业对前三季度名义 GDP 同比增速的贡献情况



来源：iFind、华福证券研究所

三是工业生产恢复加快，企业利润三季度同比也由降转增。前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长 4.0%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比上半年加快 0.2 个百分点。单月来看，9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%，增速较 8 月份持平；从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.36%，工业生产进一步加快。结构上看，前三季度，装备制造业增加值增长 6.0%，比全部规模以上工业快 2.0 个百分点；高技术制造业增加值增长 1.9%，较上半年加快 0.2 个百分点。利润方面，三季度工业企业利润同比增长 7.7%，为连续五个季度同比下降后首次由降转增，呈加快回升态势。9 月份单月工业企业利润同比增速为 11.9%，连续两个月实现两位数增长。

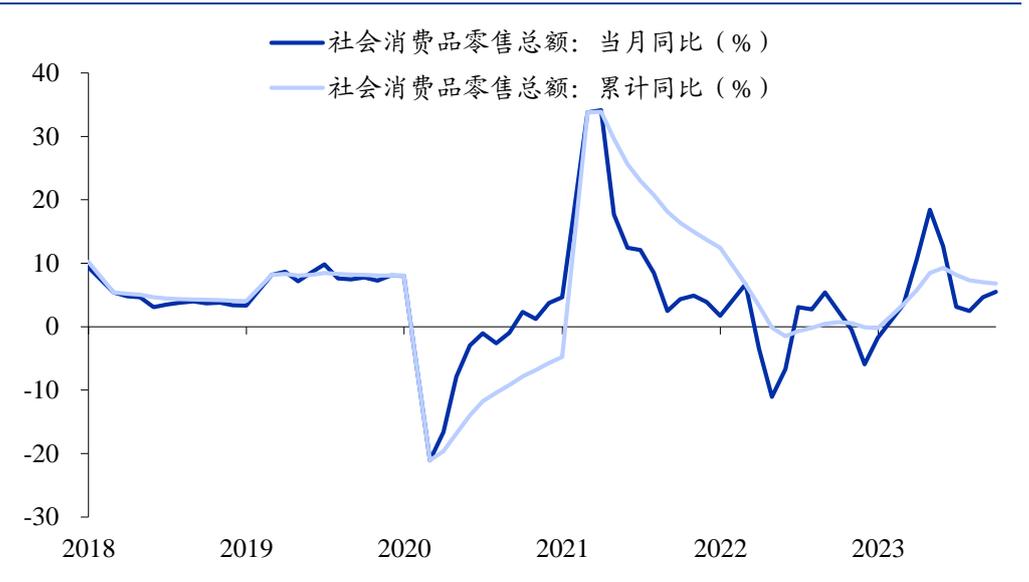
图表 3：2022 年以来规模以上工业增加值同比增长情况



数据来源：iFind，华福证券研究所

四是三季度消费逐月改善。前三季度，社会消费品零售总额 342107 亿元，同比增长 6.8%，比上半年增速略有放缓。但从单月增速来看，三季度消费情况持续改善。9 月份，社会消费品零售总额 39826 亿元，同比增长 5.5%，8 月份为 4.6%，增速连续两个月加快；其中，除汽车以外的消费品零售额 35443 亿元，增长 5.9%，8 月份为 5.1%。

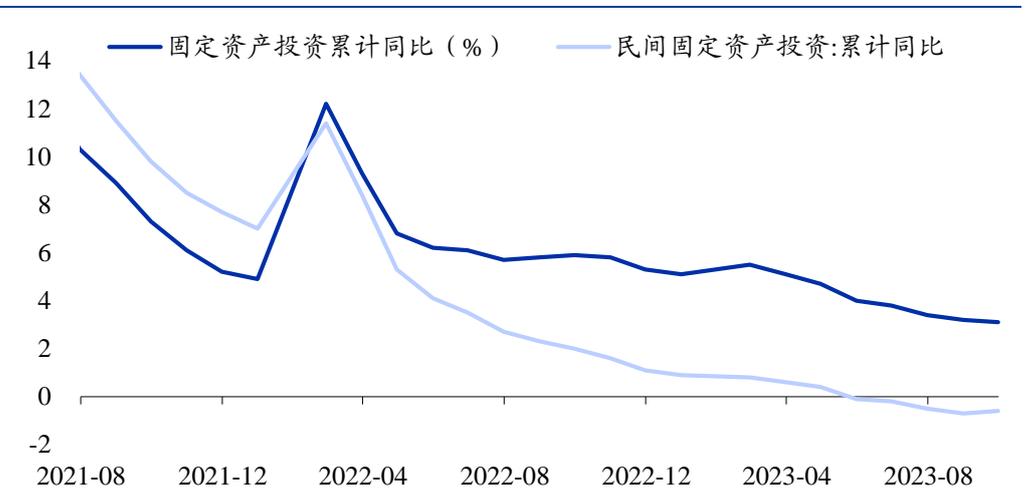
图表 4：2023 年 9 月份消费增速持续增加



来源：iFind、华福证券研究所

五是民间投资跌势暂止。前三季度，全国固定资产投资（不含农户）375035 亿元，同比增长 3.1%；扣除价格因素影响，同比增长 6.0%。其中，民间投资下降 0.6%，从走势来看，虽然还是负增长，但降幅比 1-8 月收窄了 0.1 个百分点，民间投资增速持续下滑趋势暂止。

图表 5：固定资产投资及民间投资累计同比增速走势



来源：iFind、华福证券研究所

六是制造业投资增长加速。分领域看，制造业投资增长继续加速，基建投资维持较高增速增长，从绝对水平来看，制造业及基建投资均要好于全部投资的增速。前三季度制造业投资增长 6.2%，分别较上半年和 1-8 月加快 0.2 和 0.3 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.2%，较上半年和 1-8 月分别放缓 1.0 和 0.2 个百分点，但仍维持较高增速。通过累计增速倒推，9 月份制造业投资及基建投资（不含电热气水）当月同比增速分别为 7.9% 和 5.0%，分别较 8 月份加快 0.8 和 1.1 个百分点。

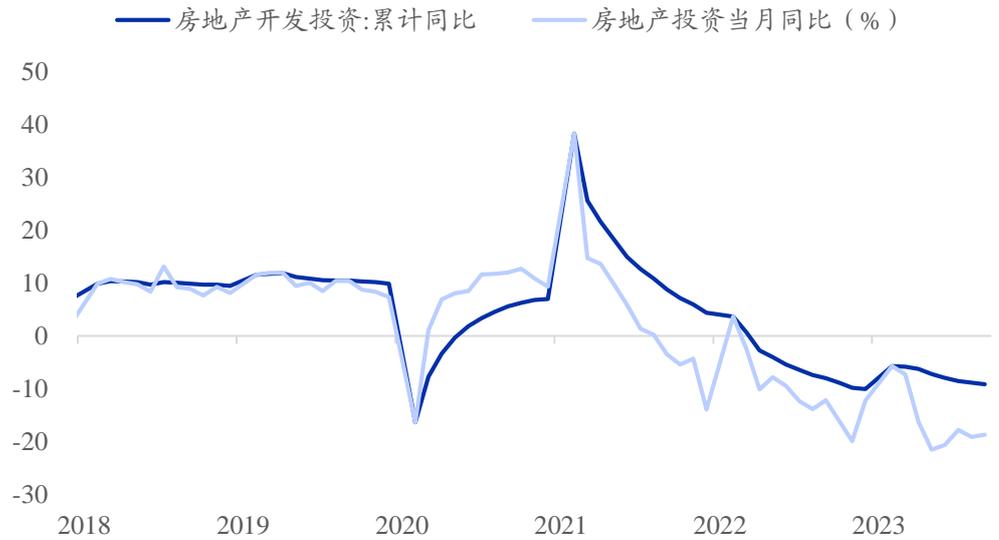
图表 6：制造业投资累计及当月同比增速走势



数据来源：iFind、华福证券研究所

七是房地产出现边际好转。1-9 月份，全国房地产开发投资 87269 亿元，同比下降 9.1%（按可比口径计算），上半年同比跌幅为 7.9%，前 8 个月跌幅为 8.8%，跌幅仍在扩大。从单月趋势来看，房地产政策效果初步显现，9 月份，房地产开发投资当月同比增速为 -18.7%，较 8 月份小幅回升 0.4 个百分点，跌势暂止。此外，9 月份房地产新开工面积、竣工面积以及商品房销售面积的当月同比增速均较 8 月份回升。

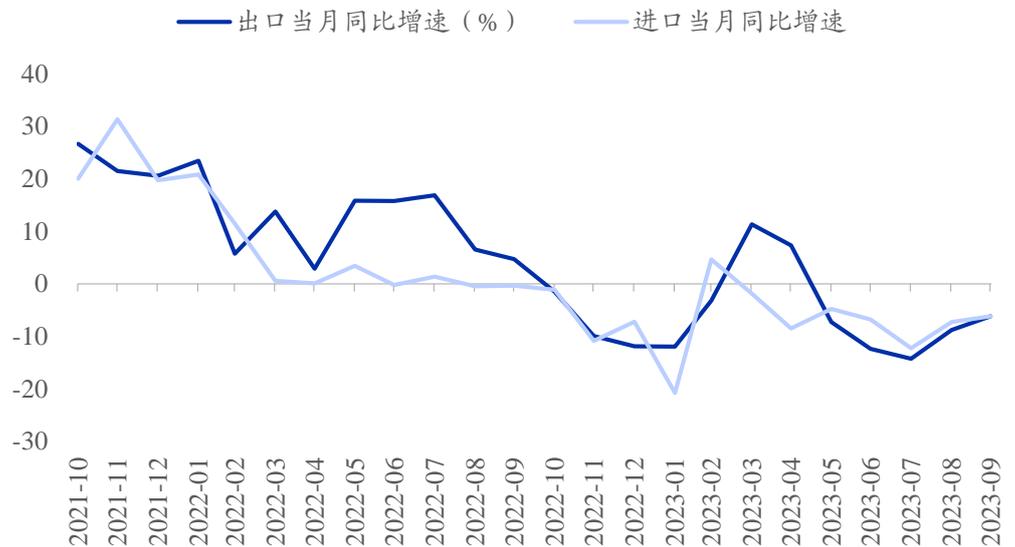
图表 7：房地产开发投资累计及当月同比增速走势



来源：iFind、华福证券研究所

八是出口降幅连续两个月收窄。按美元计价，今年 9 月份我国进出口 5205.5 亿美元，同比下降 6.2%。其中，出口 2991.3 亿美元，进口 2214.2 亿美元，同比均下降 6.2%，降幅较 8 月份分别收窄 2.6 和 1.1 个百分点，连续两个月收窄；贸易顺差 777.1 亿美元，环比 8 月小幅扩大。

图表 8：9 月中国进出口同比增速较上月持续回升

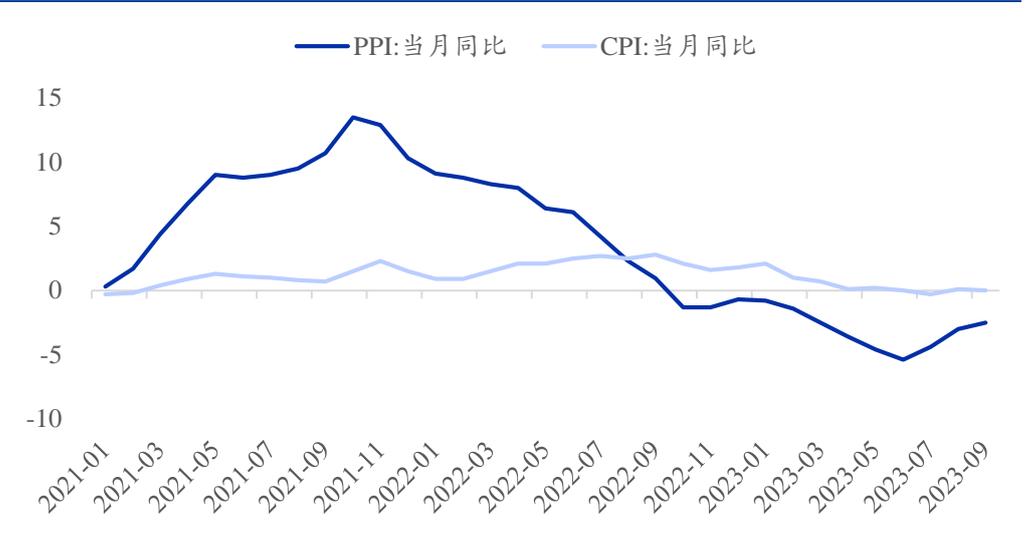


来源：iFind、华福证券研究所

九是价格因素出现了触底回升迹象。通胀数据方面，受基数走高影响，9 月份 CPI 同比持平；从环比看，CPI 上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。受工业品需求逐步恢复、国际原油价格继续上涨等影响，PPI 同比降幅继续收窄，9 月同比下降 2.5%，降幅比上月收窄 0.5 个百分点；从环比看，PPI 上涨 0.4%，涨幅比上月扩大

0.2个百分点。6月份PPI同比增速探至低点后，7至9月已经连续三个月降幅收窄。

图表 9: CPI 及 PPI 同比变化



来源: iFind, 华福证券研究所

2 上市公司盈利增速转正

在宏观经济恢复向好的同时，上市公司三季度利润增速也成功实现了由负转正，业绩底逐步得到确认。

从净利润增速来看，受 2022 年三季度的低基数影响，2023 年三季度 A 股上市公司单季净利润同比增速有明显改善，整体利润增速实现由负转正。2023 年三季度 A 股上市公司单季净利润增速为 2.2%（2023Q2 单季净利润增速为-7.8%）；剔除金融公司后全部 A 股三季度单季净利润增速为 5.1%（2023Q2 单季净利润增速为-11.8%）；剔除金融及地产公司后全部 A 股三季度单季净利润增速为 5.9%（2023Q2 单季净利润增速为-11.9%）。

图表 10: 最近 5 个季度单季净利润同比增速 (%)

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
全部 A 股	-0.1%	-7.6%	2.7%	-7.8%	2.2%
A 股剔除金融	-2.1%	-19.4%	-4.5%	-11.8%	5.1%
A 股剔除金融两油	-3.4%	-26.7%	-5.2%	-11.8%	3.6%
A 股剔除金融地产	0.6%	0.3%	-4.3%	-11.9%	5.9%

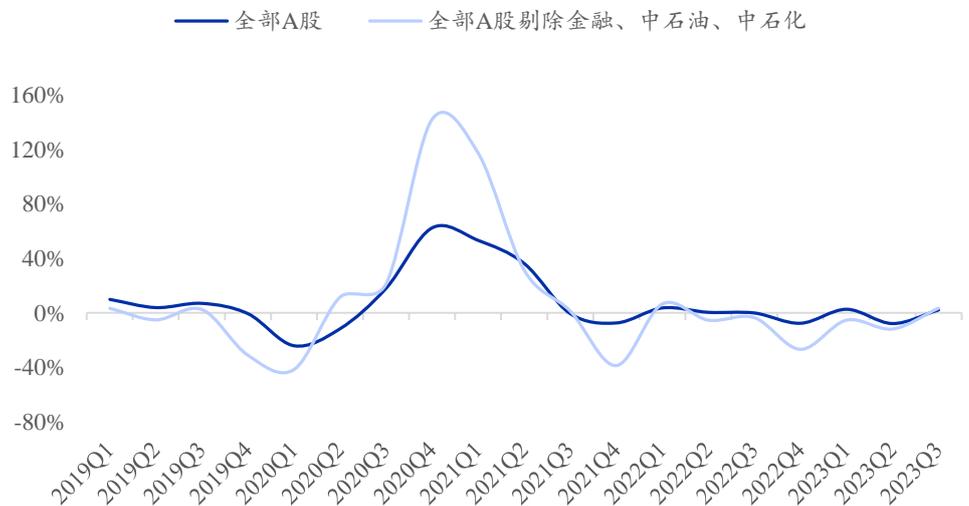
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 11: 最近 5 个季度累计净利润同比增速 (%)

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
全部 A 股	1.6%	-0.3%	2.7%	-2.9%	-0.7%
A 股剔除金融	1.2%	-1.6%	-4.5%	-8.6%	-3.3%
A 股剔除金融两油	-0.7%	-3.9%	-5.2%	-8.9%	-3.9%
A 股剔除金融地产	4.2%	3.0%	-4.3%	-8.6%	-3.1%

数据来源: wind, 华福证券研究所

注: 累计数据代表年初至财报日的区间统计数据, 一季度的累计数据即单季数据

图表 12: 2023 年三季度 A 股单季净利润增速由负转正


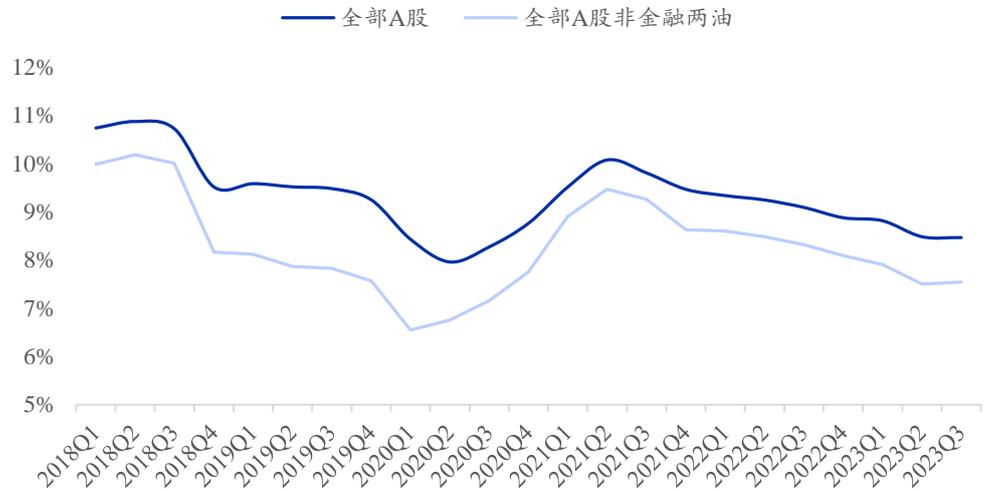
数据来源: wind, 华福证券研究所

2023 年三季度全部 A 股非金融两油上市公司 ROE (TTM) 较二季度持平。分解来看, 2023 年三季度全部 A 股 ROE (TTM) 为 8.5%, 较二季度持平, 全部 A 股剔除金融两油后的 ROE (TTM) 为 7.5%, 同样较二季度持平。

从变化趋势看, 2021 年二季度全部 A 股上市公司 ROE 出现阶段性高点, 当时正值新冠疫情以来本轮全球经济复苏的高点, 后随着经济增速放缓 ROE 开始回落。目前上市公司 ROE 已基本见底, 剔除金融地产后的上市公司 ROE 已经开始出现上升势头。在去年四季度的极低基数背景下, 四季度有望出现明显回升。回顾历史可以看到, 2016 年二季度以来上市公司 ROE 一路上行, 持续改善, 但受贸易战影响, 2018 年三季度以来上市公司 ROE 水平有所回落, 此后虽然上市公司 ROE 水平下滑趋势在 2019 年有所放缓, 但受疫情的影响, 2020 年一季度上市公司 ROE 水平再度出现较大幅度的下行, 并且一度创下了 2016 年底以来新低。后随着疫情逐步受控和各国强力的货币与财政政策刺激, 上市公司 ROE 水平持续回升并在 2021 年二季度

出现阶段性高点，此后经济增长面临一定压力，ROE 水平开始回落。

图表 13: 2023 年三季度 A 股上市公司 ROE (TTM) 基本企稳



数据来源: wind, 华福证券研究所

3 利好政策持续出台

为巩固经济持续恢复向好趋势，10 月份利好政策仍在持续出台。

财政政策方面，中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。

本次增发国债不仅是对灾后重建等重点民生相关问题的针对性措施，更是宏观政策持续发力稳经济的体现。本次增发国债后，2023 年全国财政赤字 38800 亿元提高至 48800 亿元，财政赤字率预计由 3% 提高到 3.8% 左右。本次国债聚焦于以防灾防洪相关的基建工程，据财政部介绍，将重点用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设八大方面。

此外，本次中央财政增发国债，但具体资金使用在地方，不仅能够缓解地方财政收支压力，还优化了债务结构。一方面，当下国有土地出让金收入持续下滑，地方财政收支压力逐渐上升，增发国债有助于缓解地方财政收支压力，进一步优化了财政支出结构。另一方面，当前地方政府债务风险总体安全可控但部分地区存在压力，增发

国债并通过转移支付方式安排给地方使用优化了债务结构，有利于降低风险。

金融监管体制方面，中央金融工作会议 10 月 30 日至 31 日在北京举行。此次中央金融工作会议强调“金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分”，并明确提出“以加快建设金融强国为目标”。“金融强国”充分反映了党中央对金融工作的重视。在高质量发展方面，本次会议强调了金融要为经济社会发展提供高质量服务，强调引导金融进一步回归到服务实体经济的本源上，明确当前和今后一个时期要“以推进金融高质量发展为主题”。本次会议还强调要着力打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道；要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。包括切实提高金融监管有效性、及时处置中小金融机构风险、建立防范化解地方债务风险长效机制、促进金融与房地产良性循环、加强外汇市场管理等。

资本市场方面，汇金公司增持释放积极信号，有望增强投资者对市场的信心。10 月 11 日晚间，四大行先后发布控股股东增持公告，获中央汇金增持。具体来看，汇金公司拟在未来 6 个月增持工商银行约 2761.20 万股，增持后持股比例 34.72%；增持农业银行 3727.22 万股，增持后持股比例 40.04%；增持中国银行 2488.79 万股，增持后持股比例 64.03%；增持建设银行约 1838 万股，增持后持股比例 57.12%。10 月 23 日，汇金公司公告称当日买入交易型开放式指数基金，并将在未来继续增持。

4 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn