

宏观

证券研究报告

2023 年 12 月 01 日

经济在寻找新中枢

我们认为四季度经济数据小幅走弱并不是探底，而是在寻找疫后的增长中枢。

在这个过程中，相比于关注数据的波动，寻找数据的中枢或更加重要。

第一，虽然四季度经济环比动能有所减弱，但大概率不会比二季度更差，实现全年目标压力并不大。

第二，今年经济三季度以来的经济复苏主要依赖内生增长动能而非政策。

第三，后续政策发力叠加内生增长动能修复有望驱动经济再度回暖。

风险提示：GDP 增速超预期，地产对经济的拖累超预期，月度 GDP 测算存在一定误差

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：货币政策新导向——三季度货政报告解读》 2023-11-28
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 12 月第 1 周》 2023-11-27
- 3 《宏观报告：宏观报告-房地产新发展模式》 2023-11-25

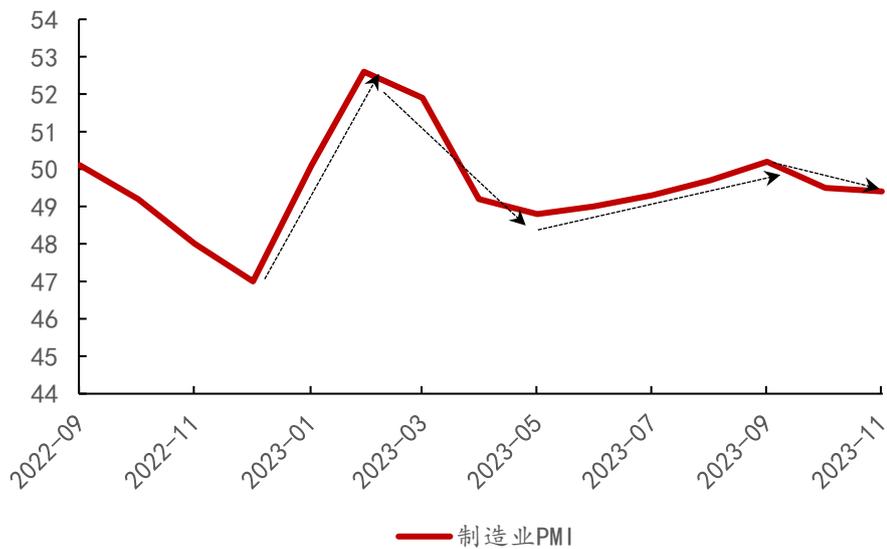
在9月PMI重回荣枯线后，PMI连续两个月回落，11月受产需拖累，PMI小幅回落0.1个百分点至49.4%。

对11月PMI增速回落，市场其实不必过度担忧。正如之前政策提到的今年经济复苏是波浪式发展、曲折式前进的过程¹。我们认为**四季度经济数据小幅走弱并不是探底，而是在寻找疫后的增长中枢。**

在这个过程中，相比于关注数据的波动，寻找数据的中枢或更加重要。

相比于一二季度，三四季度经济的振幅变窄。以PMI为例，年初随着经济走出疫情的扰动，制造业PMI快速从2022年12月的47%上行至2023年2月的52.6%，经济景气度明显回升。但三季度的经济复苏明显更慢，PMI一直到9月才重回荣枯线以上（50.2%），10、11月的下滑速度相比于二季度也明显更慢。

图 1：PMI 增速小幅回踩（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

使用高频数据估算的“月度GDP”增速也显示了同样的走势。从两年平均增速上看，年初1-2月“月度GDP”两年平均增长5%，4月“月度GDP”两年平均增速下行至3%以下，随后增速再度缓慢上行。

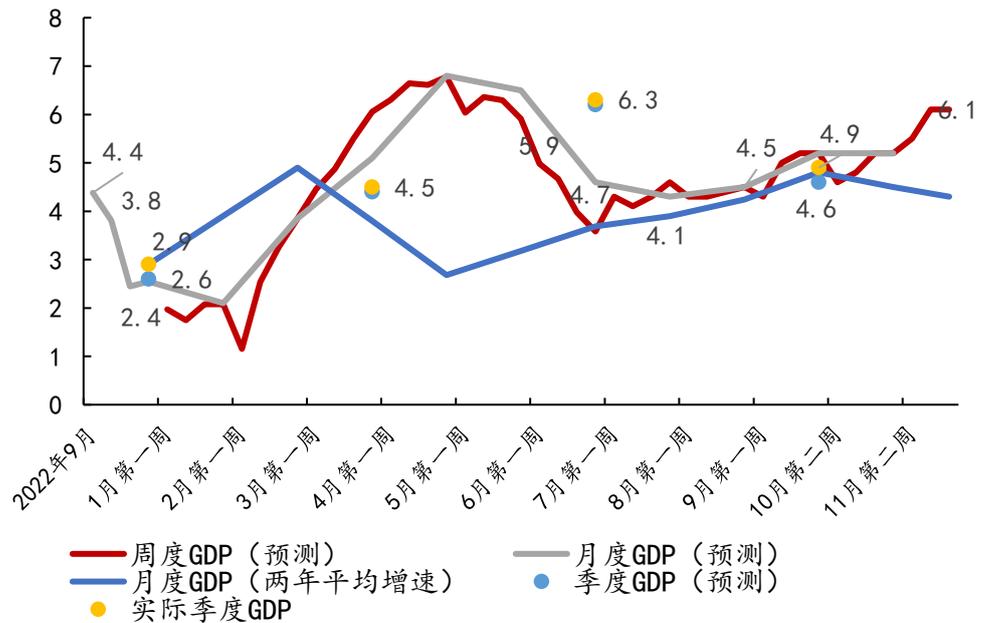
考虑三季度GDP实际增速后，9月我们估算的GDP两年平均增速上行至4.8%。在9月之后，经济环比动能再度走弱，10月、11月我们估算平均增速或在4.5%和4.3%左右。

从年初以来的两轮经济波动上可以看到，经济并非单方向回落，而是波动式的向疫后增长中枢靠拢，这体现为三四季度的经济波动幅度小于一二季度。

站在两年平均增速视角上看，我们认为当前经济短期中枢或在4%-4.5%左右。一季度、三季度和个别月份GDP平均增速在短期超过4.5%后就再度重回4.5%以下。二季度GDP平均增速低于4%时，经济也有内生复苏的动能。

图 2：“月度 GDP 增速” 小幅回落（单位：%）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/ZSzeifELgSHjhrq4I2H8Q>



资料来源：wind，天风证券研究所（注：GDP 两年平均增速使用（2022、2023 年增速均值））

从这个角度来看，我们可以确定这么几点。

第一，虽然四季度经济环比动能有所减弱，但大概率不会比二季度更差，实现全年目标压力并不大。

10、11 月 PMI 和各项高频数据显示，生产、出口、消费等的环比动能有所放缓，但下滑幅度较小，且行业内部存在分化。

11 月拖累经济的主要是基础原材料行业和消费品制造业。比如随着冬季来临，北方室外作业项目逐渐停工，水泥、砂石等建筑原材料的需求持续回落，对应水泥发运率等高频数据下行。11 月 PMI 基础原材料行业新订单指数和新出口订单指数分别为 45.7%和 42.5%，较上月下降 0.7 个和 3.3 个百分点，均连续 2 个月下降²。

相比于基础原材料等行业，装备制造业、高技术制造业依旧维持较高的景气度。比如受益于技术进步带来的竞争力提高等，今年以来汽车产销表现亮眼。11 月 1-26 日，乘联会数据显示乘用车零售 138.9 万辆，同比去年同期增长 17%，其中新能源车同比增长 33%³。需求韧性也带动汽车生产维持高景气，11 月第四周，汽车半钢胎开工率依旧维持在 72.6%左右，高于过去几年同期水平。

PMI 数据也显示 11 月装备制造业 PMI 和高技术制造业 PMI 分别为 51.6%和 51.2%，较上月上升 0.9 个和 2 个百分点，其中装备制造业新订单指数和新出口订单指数分别为 53.3%和 48.7%，较上月上升 1.1 个和 2.1 个百分点；生产指数为 54.2%，较上月上升 1.2 个百分点⁴。

在装备制造业和高技术制造业景气度回升的支撑下，11 月制造业 PMI 仅小幅下降 0.1 个百分点。

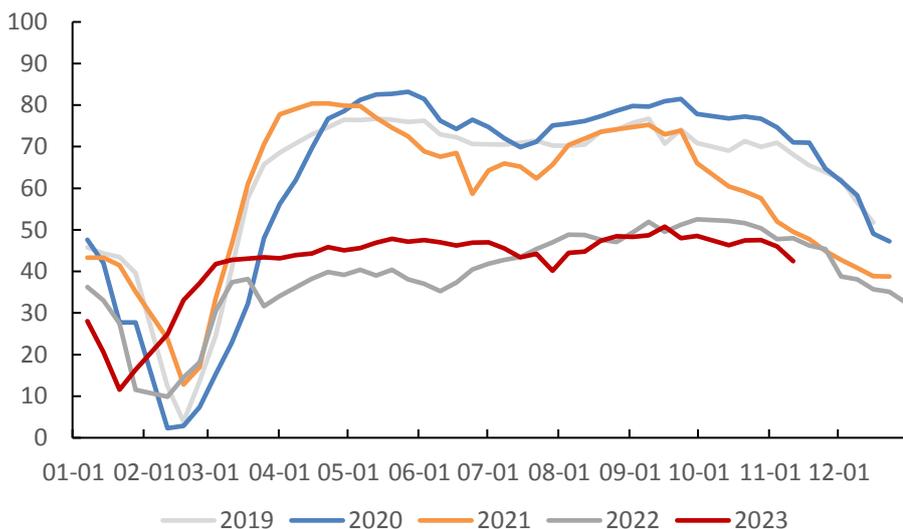
从月度拟合增速上看，10、11 月我们估算的 GDP 两年平均增速分别为 4.5%和 4.3%，增速虽然有所回落，但幅度较小，且高于二季度 3.3%的复合增速和今年 4%的两年复合增速目标要求（5%的增速目标对应 4%的两年复合增速），考虑到前三季度累计增速 5.2%，今年实现 5%增速目标的压力或较小。

图 3：水泥发运率季节性下滑（单位：%）

² 经济运行总体平稳 新动能较快回升 ——2023 年 11 月份制造业 PMI 分析 联合会快讯 中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)

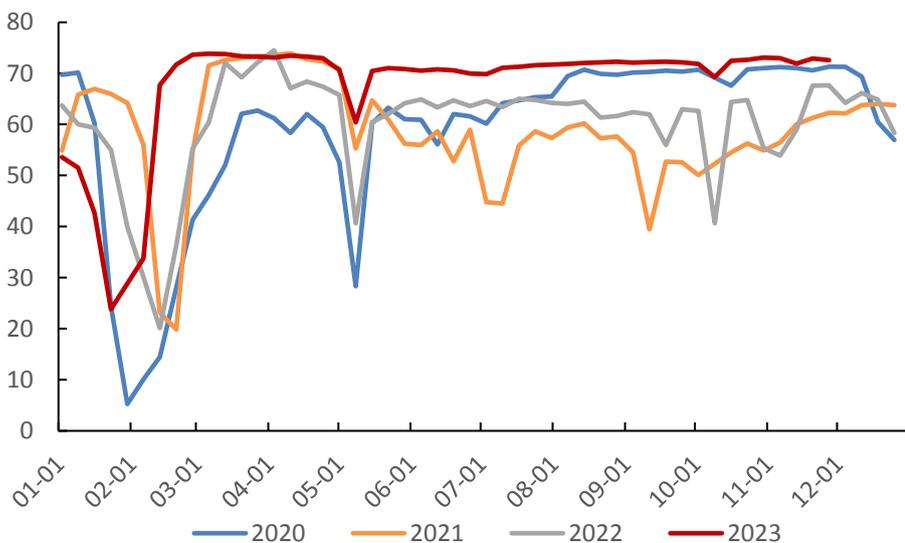
³ 乘用车市场信息联席会 (cpcaauto.com)

⁴ 经济运行总体平稳 新动能较快回升 ——2023 年 11 月份制造业 PMI 分析 联合会快讯 中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 汽车半钢胎开工率维持高位 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 11 月港口集装箱和货物吞吐量环比小幅回落 (右轴单位: 万标准箱; 左轴单位: 万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

第二，今年经济三季度以来的经济复苏主要依赖内生增长动能而非政策。

站在4-4.5%左右的视角来看，二季度初的经济增速明显偏低，经济有重新回暖的内生动力。当然经济弱也驱动了降息、加快发行专项债、增发国债等在内的一系列政策落地。

但是从实际效果上看，三季度的经济复苏更多是来自经济的内生增长动能。虽然政策要求今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕⁵，但从专项债资金下发到形成实物工作量仍需时日，10月基建累计增速继续下滑0.4个百分点至8.3%。

另外，受居民预期偏弱等因素影响，地产销售和投资依旧处于下行阶段，10月地产投资累计增速下滑0.2个百分点至-9.3%，商品房销售面积下滑0.3个百分点至7.8%。

相对而言，消费等顺周期动力引领了本轮经济的复苏。比如社零在年初两年复合增速冲高至5.1%后，3-7月份复合增速回落至2.8%左右，后续伴随着收入端的回暖以及偿债行为暂时告一段落，8月之后增速中枢再度上行。受益于美国补库存，7月之后出口也进入了见底回升阶段。

第三，后续政策发力叠加内生增长动能修复有望驱动经济再度回暖。

今年经济更多的是靠内生动能而不是靠政策，经济处于疫后波浪式复苏的过程。

到了年末，政策正在变得更加积极。比如10月末政策增发1万亿一般国债，考虑到政策资金下发需要时间，预计本次增发国债对经济的影响主要集中在明年（详见《如何理解增发国债？》，2023.10.25）。

同时，三季度货币政策执行报告也强调了后续要“加大对城中村改造、‘平急两用’公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度”⁶。

我们预计相比于今年，明年政策对经济的支持力度或更强。后续经济内生增长动力企稳配合着政策发力，明年经济有望迎来开门红。

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/FJa4OZ0e4J2k9lExwsd9qQ>

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/A9AID4lMrOnc-PDS6nr9Jw>

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |