

# 宏观

证券研究报告

2024年10月01日

## 政策底—市场底—经济底？

相比于政策和市场，经济是一个慢变量，目前来看，我们认为从政策发力到基本面回升或尚需时日。

第一，在内需小幅好转时，外需的不确定性或有所提高，需求整体依旧偏弱。

第二，非制造业特别是建筑业的表现明显弱于制造业。

第三，BCI指数、财新PMI均指向当前国内需求依旧不足。

总的来看，9月PMI、BCI、高频数据等表明，虽然政策已经开始加码，但是基本面能否企稳回升或有待后续政策特别是财政政策的落地情况。对市场而言，政策在9月末才开始明显加码，9月经济、金融数据或难以扰动市场趋势，更重要的还是后面伴随着增量政策落地后，基本面能否迎来好转。这也决定了本轮市场走势的持续性。

**风险提示：**经济政策超预期，海外需求回落超预期，内需复苏不及预期

### 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

- 《宏观报告：重要的转折-9月政治局会议解读》 2024-09-27
- 《宏观报告：宏观报告-再校准，再降息，再通胀》 2024-09-24
- 《宏观报告：宏观-超预期政策的效果如何》 2024-09-24

以 9 月 24 日国新办举行新闻发布会为标志<sup>1</sup>，国内政策加速发力，“政策底”或正在到来。随着政策发力，市场情绪快速好转，A 股市场结束了此前的弱势，迎来了快速反弹，上证指数上行超过 3300 点<sup>2</sup>，“市场底”或也正在到来。

**相比于政策和市场，经济是一个慢变量，目前来看，我们认为从政策发力到基本面正式企稳回升或尚需时日。**

9 月制造业 PMI 指数上行 0.7 个百分点至 49.8%，其中生产和新订单指数是推动本月制造业 PMI 回升的主因，9 月生产和新订单指数环比分别提高 1.4 和 1 个百分点至 51.2%和 49.9%，拉动 PMI 指数上行 0.35、0.3 个百分点。

**PMI 指数明显好转，原因之一是季节性特征。9 月历来是产需大月**，在过去 5 年，9 月 PMI 均值会高于 8 月 0.3 个百分点，其中生产和新订单指数分别高出 0.4、0.4 个百分点。本月 PMI 数据走强也符合往年的季节性特征。

**原因之二是政策加码发力，此前的“设备更新”、“以旧换新”政策初见成效。**在四大行业中，表现最好的是装备制造业和高技术制造业，9 月装备制造业、高技术制造业 PMI 分别为 52%、53%，较上月上升 0.8、1.3 个百分点。同时，受益于“以旧换新”政策以及国庆假期备货需求，9 月消费品制造业回升 1.1 个百分点至 51.1%，回升幅度仅次于高技术制造业。相比于这三个行业，与建筑等行业更相关的高耗能制造业 9 月 PMI 仅 46.6%<sup>3</sup>，在各行业中表现最弱。

在制造业 PMI 回升的同时，也需要看到经济数据中的一些瑕疵。

**第一，在内需小幅好转时，外需的不确定性或有所提高，需求整体依旧偏弱。**8 月出口新订单指数环比下滑 1.2 个百分点至 47.5%，创下近 6 个月新低<sup>4</sup>。此外，高频数据显示，9 月中上旬国内港口货物、集装箱吞吐量有所回落。考虑到海外主要经济体景气度有所回落以及去年的基数的支撑减弱，出口的不确定或有所增强，具体还有待后续进一步观察。

同时，9 月 PMI 调查中，反映需求不足的企业占比仍超过 60%，采购量指数、进口指数分别回落 0.2、0.7 个百分点，这也表明当前国内需求不足的问题仍然突出<sup>5</sup>。

图 1：PMI 数据分项（单位：%）

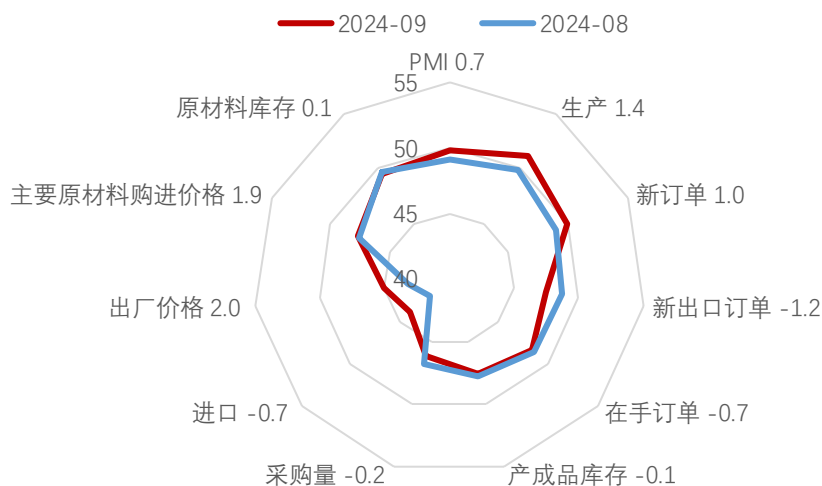
<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5466659/index.html>

<sup>2</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/B4iBu\\_p0wQ3UA4hQ40ReVg](https://mp.weixin.qq.com/s/B4iBu_p0wQ3UA4hQ40ReVg)

<sup>3</sup> <http://www.chinawuliu.com.cn/lhzhq/202409/30/638628.shtml>

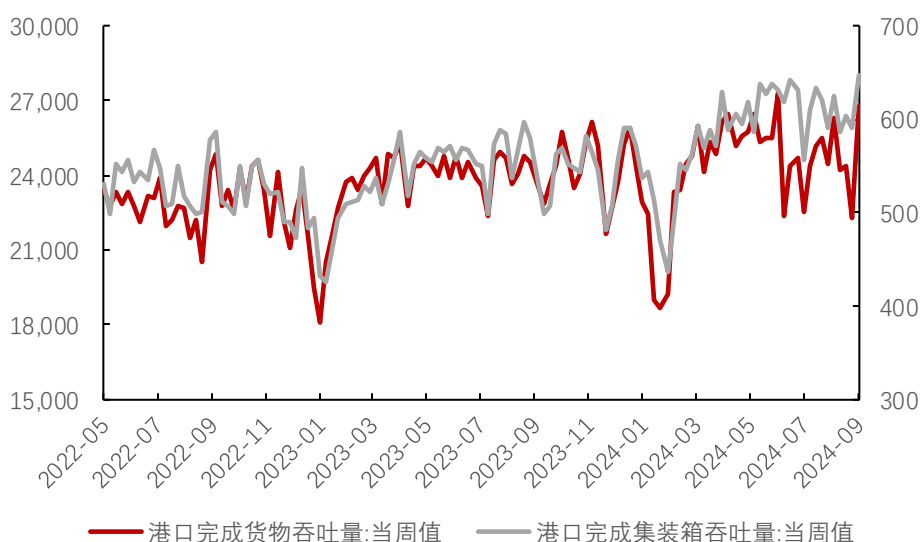
<sup>4</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202409/t20240930\\_1956798.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202409/t20240930_1956798.html)

<sup>5</sup> <http://www.chinawuliu.com.cn/lhzhq/202409/30/638623.shtml>



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 出口货物吞吐量回落 (左轴单位: 万吨; 右轴单位: 万标准箱)



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

## 第二，非制造业特别是建筑业的表现明显弱于制造业。

虽然近期专项债发行进度已经明显加快，但当前财政缺口依旧较大，部分专项债尚未明确用途，基建实物开工率或继续偏弱。2024 年综合财政收入缺口可能在 3.1 万亿元左右，较 2023 年扩大 2.3 万亿元（详见《政策加码的必要性与可能性》2024.09.07）。

同时，6-8 月专项债发行进度虽然明显加快，但 6-8 月分别有 16.4%、62.8%、23.6% 的新发行专项债在发行时没有披露“一案两书”（《专项债券项目实施方案》、《项目财务评价报告书》、《项目法律意见书》）（详见《政策加码的必要性与可能性》2024.09.07），这部分专项债的最终使用用途尚不确定。专项债对基建的支撑力度也有所减弱。叠加当前偏弱的房地产市场，9 月建筑业新订单环比下滑 4 个百分点至 39.5%，创 2020 年 3 月以来新低。

## 第三，BCI 指数、财新 PMI 均指向当前国内需求依旧不足。

财新 PMI 表示当下中国面临的需求压力明显更大。9 月财新 PMI 指数下滑 1.1 个百分点至 49.3%，重回荣枯线水平之下，创 2023 年以来新低，其中制造业新订单指数降至荣枯线下，录得 2022 年 10 月以来的最低值，新出口订单指数连续第二个月处于收缩区间且刷新 13

个月以来的低点<sup>6</sup>。

9月BCI指数（主要为民营中小企业、聚焦内需市场<sup>7</sup>）下滑2.5个百分点至46%，其中体现内需预期的销售前瞻指数下滑8个百分点至50.3%，体现利润预期的利润前瞻指数下滑4.4个百分点至40.8%。即当前国内中小民营企业对后续利润和营收预期依旧较为谨慎。

图 3：PMI 数据与 BCI 数据走势分化（单位：%）

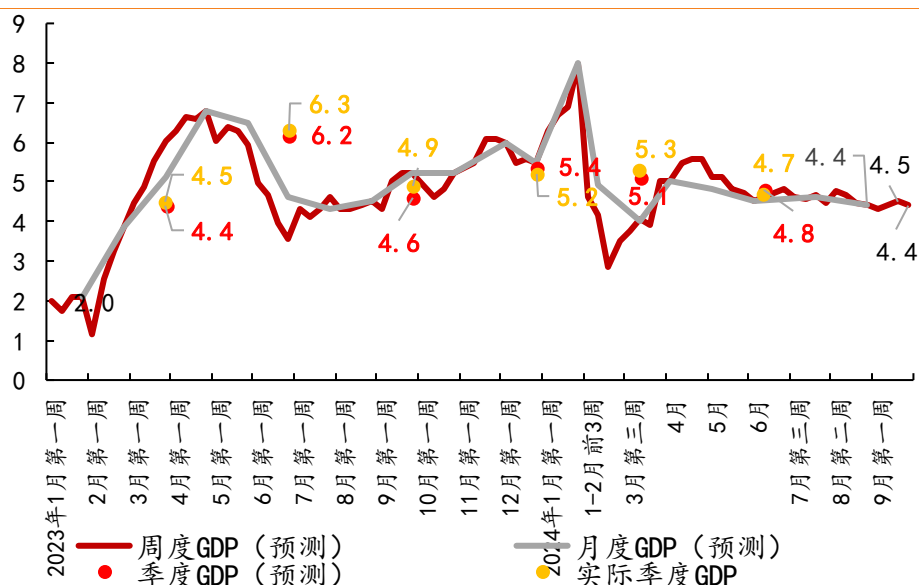


资料来源：wind，天风证券研究所

第四，使用高频数据估算的 GDP 同比增速依旧在 4.4%-4.5% 左右，工业相关高频数据好转，但高频数据跟踪的服务业生产指数依旧偏弱。

8月按照统计局公布的工业增加值和服务业生产指数我们估算8月月度GDP同比增速在4.4%左右。9月按照高频数据，工业增加值同比增速小幅上行，但受房地产销售拖累，估算的服务业生产指数或小幅回落，预计9月GDP或在4.4%-4.5%左右。即高频数据显示经济依旧处于磨底阶段。

图 4：9 月份估算 GDP 增速未见明显回升（单位：%）

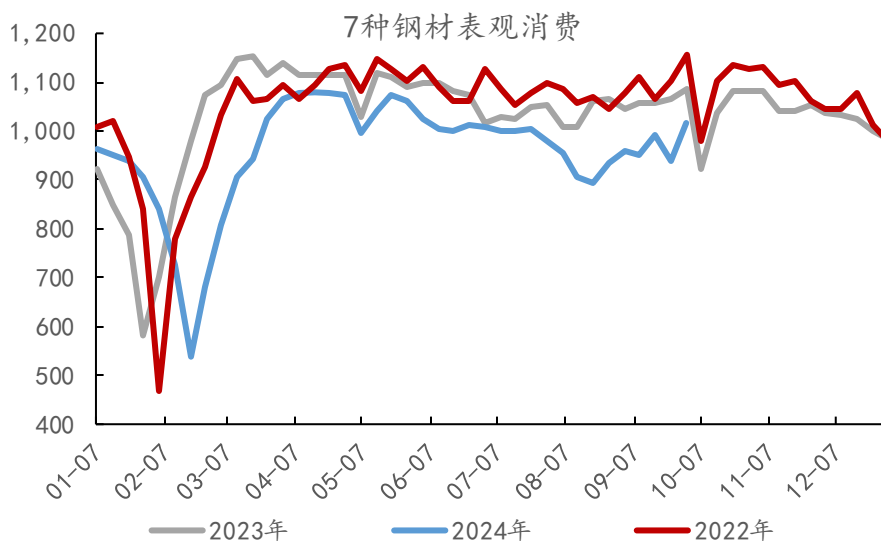


<sup>6</sup> <https://pmi.caixin.com/2024-09-30/102241625.html>

<sup>7</sup> <https://www.ckgssb.edu.cn/economic/pages/index/386>

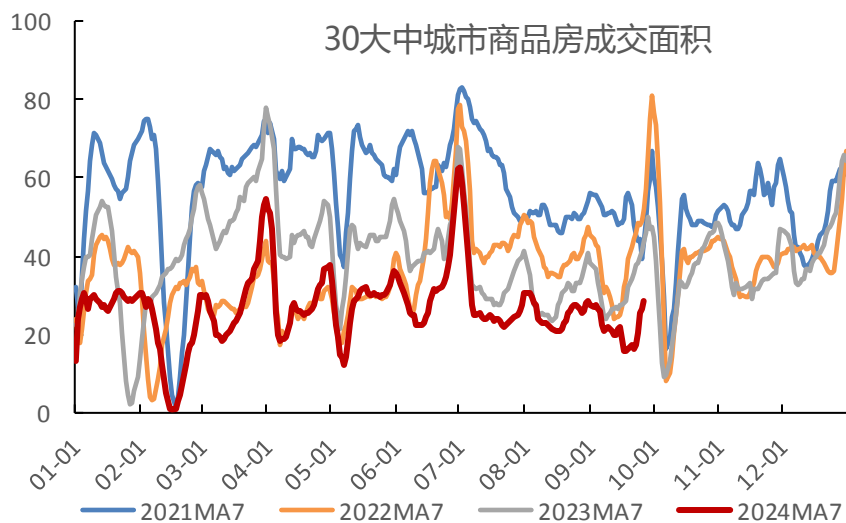
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 主要钢材表观消费量环比好转 (单位: 万吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

图 6: 商品房销售持续偏弱 (单位: 万平方米)



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

总的来看, 9月 PMI、BCI、高频数据等表明, 虽然政策已经开始加码, 但是基本面能否企稳回升或有待后续政策特别是财政政策的落地情况。对市场而言, 政策在9月末才开始明显加码, 9月经济、金融数据或难以扰动市场趋势, 更重要的还是后面伴随着增量政策落地后, 基本面能否迎来好转。这也决定了本轮市场走势的持续性。

## 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。

## 特别声明

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。

## 一般声明

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        |