

消费拉动 Q3 增长超预期,改善势头如何巩固?

事件点评

23Q3 / 9 月经济数据点评

投资要点

- ◆ **三季度 GDP 好于预期,消费内需拉动明显,地产对投资拖累较深。**三季度实际 GDP 同比 4.9%, 高于我们的预期 (4.2%)。最终消费贡献高达 4.6 个百分点, 大幅好于预期, 大众消费的稳健复苏是最主要原因, 中等收入人群财富效应预期也初步趋稳; 房地产投资探底和去库存加快共同导致资本形成的拉动作用减弱, 对实际 GDP 当季增速的贡献仅为 1.1 个百分点; 净出口与预期接近。
- ◆ **零售增长超预期走强, 可选消费信心趋于恢复, 大众消费持续稳健复苏。**9 月社零总额同比增长 5.5%, 明显好于市场和我们前期预期。其中限额以上商品零售同比上行 2.2 个百分点至 4.7%, 为单月最大贡献来源。呈现以下特点: 1) 油价上行拉动限额以上石油制品零售增长。2) 地产政策结构性放松初步稳定居民财富效应预期, 带动可选消费出现一定改善。3) 大众消费稳健复苏。
- ◆ **固定资产投资温和修复, 制造业超预期上行, 基建增速小幅回落, 房地产持续探底。**9 月固定资产投资累计同比小幅下行 0.1 个百分点至 3.1%, 测算单月同比上行 0.6 个百分点至 2.4%, 连续第二个月温和恢复。制造业投资超预期走强, 先进产业链投资持续活跃; 广义基建增速小幅下行, 高基数下仍维持了极高的实际增速水平, 对稳就业稳增长持续发挥积极作用; 地产政策结构性放松对供给侧的传导尚存时滞。
- ◆ **政策呵护住宅销售温和改善, 竣工、新开工增速均有好转, 可持续性有待进一步观察。**9 月认房不认贷向一线城市推广、存量首套利率下调落地, 地产销售在下半月迎来一轮温和改善, 住宅销售面积同比连续第 3 个月改善并且有所加速。受基数低位、开发周期延伸和政策结构性放松的信心小幅提振作用的共同影响, 9 月竣工面积、新开工面积同比增速均有好转。考虑到本轮地产政策放松力度克制并强调因城施策, 同时当前居民部门和开发商预期仍相对谨慎, 关键数据改善持续性仍需观察。
- ◆ **出口和消费改善拉动, 去库存加速背景下工业生产维持较强增长。**9 月出口跌幅收窄较快、国内商品消费较预期强劲, 令去库存加速和高基数背景下工业生产维持了较强的增长态势。9 月工业增加值同比持平于 4.5% 的年内次高水平, 其中制造业维持在较高增速中枢水平附近。9 月城镇调查失业率再度下行 0.2 个百分点至 5.0%, 工业生产、服务消费的稳健和较好复苏节奏、以及基建投资都发挥了稳就业作用。
- ◆ **消费拉动 Q3 增长超预期, 改善势头仍需财政货币政策同步加码精准扩张方可得到巩固。**前三季度消费改善主要源于今年以来制造业、基建投资高增与居民就业的普遍改善所带动的大众商品和服务消费需求稳健复苏趋势。中秋国庆假期数据显示消费结构开始发生变化, 大众消费复苏峰值已过, 后续消费改善势头能否持续或将取决于中等收入人群决定的大宗可选商品消费和中高档服务消费能否接续力量。在房地产政策阶段性放松之后, 我们预计一二线城市房价预期有望在年底年初率先企稳, 中等收入群体去杠杆或将放慢, 消费支出意愿有望提升。在强势美元可能贯穿明年的外部压力下, 国内经济政策或需同时调动财政、货币两大积极性, 扩大财政赤字、施行新一轮个税减税, 改善居民收入预期, 与财富效应预期趋稳形成合力, 共同推动消费持续向好。货币政策配合财政扩张实施中性偏松操作, 则可一定程度缓释过度依赖货币政策可能导致的贬值压力。
- ◆ **风险提示:** 美联储紧缩超预期风险, 内需恢复不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号: S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

- 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
- CPI、PPI 点评 (2023.9) - 食品拖累 CPI, 期待消费需求改善 2023.10.13
- 和衷共济——2024 年国内外宏观经济金融展望 2023.10.12
- 美联储货币政策回顾与展望 2020-2024-REDUX 2023.10.11



一、三季度 GDP 好于预期，消费内需拉动明显，地产对投资拖累较深。

三季度实际 GDP 同比 4.9%，高于我们的预期（4.2%）。从需求端来看，最终消费贡献高达 4.6 个百分点，大幅好于预期，大众消费的稳健复苏是最主要原因，中等收入人群财富效应预期也初步趋稳；房地产投资探底和去库存加快共同导致资本形成的拉动作用减弱，对实际 GDP 当季增速的贡献仅为 1.1 个百分点，地产供需逻辑正在发生长期变化；净出口拖累当季经济增速 0.8 个百分点，与预期接近。

图 1：实际 GDP 同比增速及贡献结构（%）

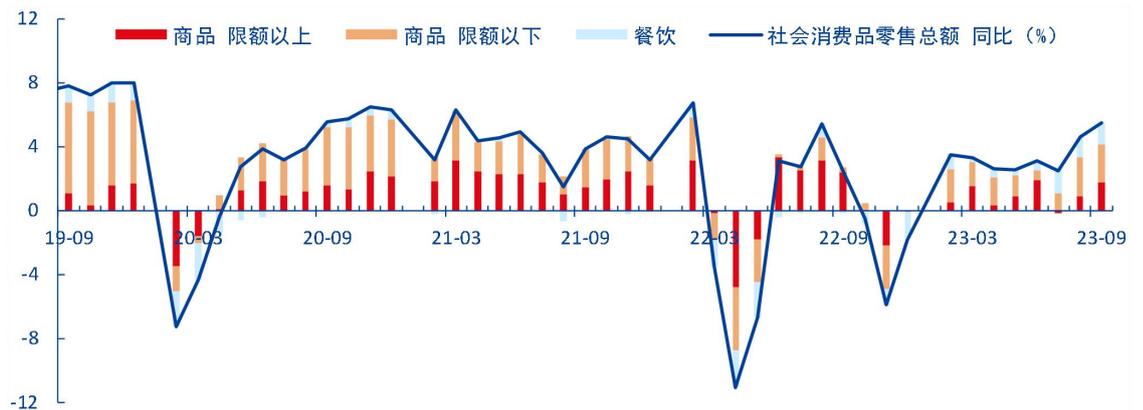


资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、零售增长超预期走强，可选消费信心趋于恢复，大众消费持续稳健复苏。

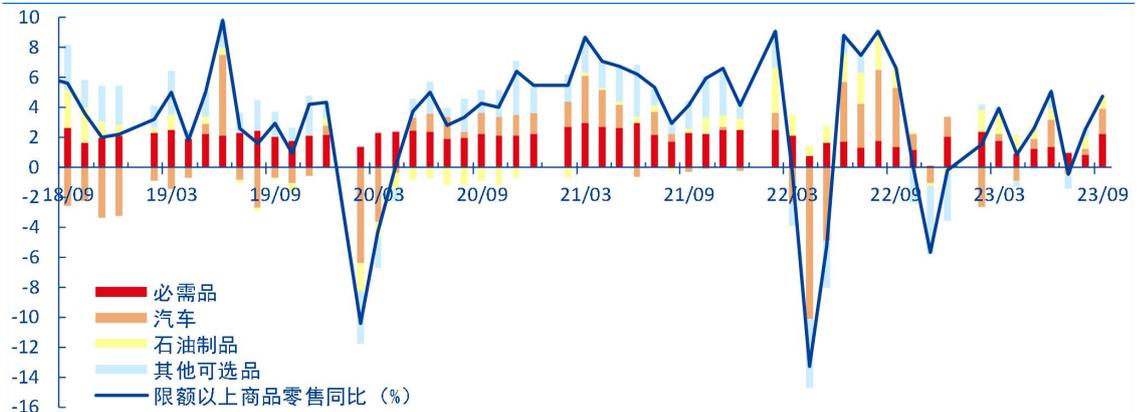
9 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%，增速意外较上个月上行 0.9 个百分点，明显好于市场和我们前期预期，成为 23Q3 拉动经济增长表现超预期的主要原因。其中可选商品消费占比较大的限额以上商品零售同比增长 4.7%，较 8 月上行 2.2 个百分点，为单月最大贡献来源。具体结构呈现以下特点：1) 三季度油价上行，拉动限额以上石油制品零售同比增速再度上行 2.9 个百分点至 8.9%。2) 地产政策结构性放松形成初步的居民财富效应预期稳定效果，带动可选商品消费在前期竣工一般的背景下出现一定改善，汽车零售同比增长 2.8%，较 8 月改善 1.7 个百分点。3) 大众消费维持稳健复苏趋势，9 月限额以上必需品零售同比增长达 8.3%，较 8 月上行达 4.8 个百分点，剔除波动较大、中秋国庆假期叠加等因素仍然较为强劲，餐饮同比增长 13.8%，较 8 月改善 1.4 个百分点。

图 2: 社会消费品零售总额同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020-2021 年, 2023 年 3-6 月为两年平均增速

图 3: 限额以上商品零售同比及贡献结构 (%)

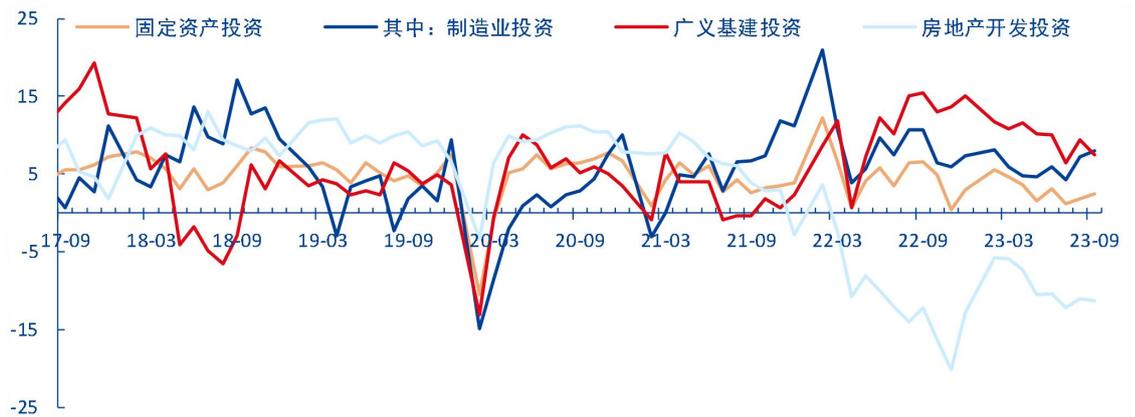


资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020-2021 年, 2023 年 3-6 月为两年平均增速

三、固定投资温和和修复，制造业超预期上行，基建增速小幅回落，房地产持续探底。

9 月固定资产投资累计同比小幅下行 0.1 个百分点至 3.1%，测算单月同比上行 0.6 个百分点至 2.4%，连续第二个月温和恢复。其中三大类投资分化加大，制造业投资单月同比 8.0%，超预期走强 0.7 个百分点，先进产业链投资持续活跃；广义基建投资当月同比小幅下行 2.0 个百分点至 7.5%，高基数下仍维持了极高的实际增速水平，对稳就业稳增长持续发挥积极作用；地产政策结构性放松对供给侧的传导尚存时滞，房地产开发投资同比跌幅小幅扩大 0.3 个百分点至 -11.3%，磨底期进入第 5 个月。

图 4：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 5：广义基建投资同比及贡献结构（%）

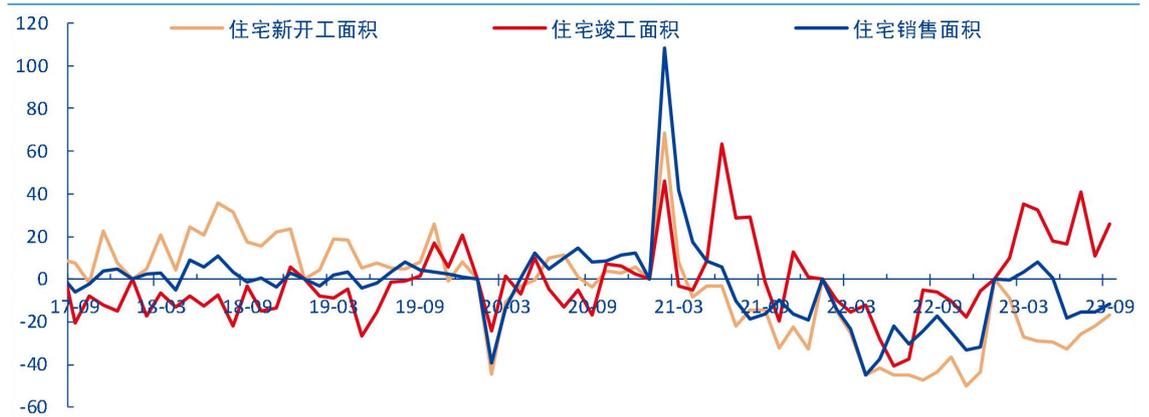


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

四、政策呵护住宅销售温和改善，竣工、新开工增速均有好转，可持续性有待进一步观察。

9月认房不认贷向一线城市推广、存量首套利率下调落地，地产销售在下半月迎来一轮温和改善，9月住宅销售面积同比跌幅收窄3.8个百分点至-11.6%，连续第3个月改善并且有所加速。受基数低位、开发周期延伸和政策结构性放松的信心小幅提振作用的共同影响，9月竣工面积、新开工面积同比增速均有好转，分别改善15.0、5.3个百分点至25.8%、-16.9%。考虑到本轮地产政策结构性放松力度克制并强调因城施策，同时当前居民部门和开发商受人口结构、产业布局和城市人口吸纳能力分化等长期因素的影响而预期仍相对谨慎，加之今年以来土地成交仍然较为清淡，地产产业链供需两侧关键节点数据改善的可持续性仍需进一步观察确认。

图 6：住宅销售、新开工、竣工面积同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

五、出口和消费改善拉动，去库存加速背景下工业生产维持较强增长。

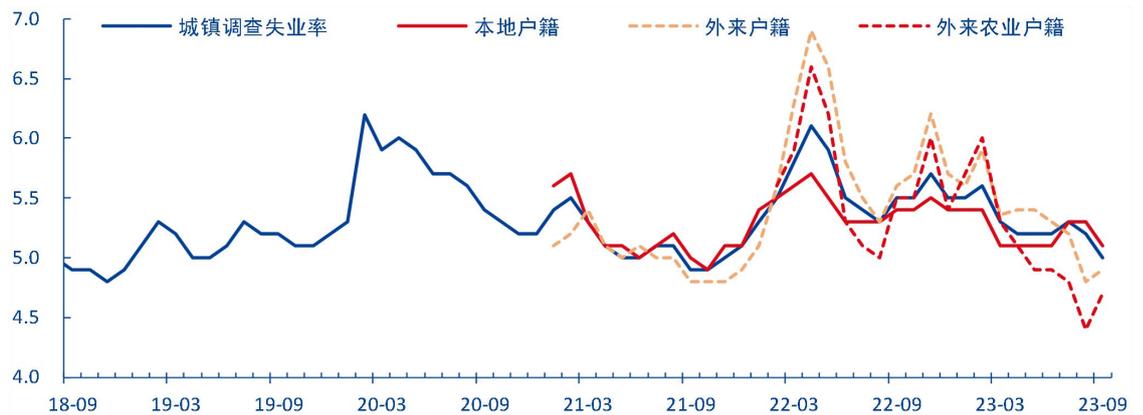
9月出口跌幅收窄较快、国内商品消费较预期强劲，令去库存加速和高基数背景下工业生产维持了较强的增长态势。9月工业增加值同比持平于4.5%的年内次高水平，其中采矿业、制造业分别下行0.8、0.4个百分点至1.5%和5.0%，后者维持在较高增速中枢水平附近；公用事业受低基数影响同比增速反弹3.3个百分点至3.5%。主要制造业行业中，黑色金属同比大幅下行4.6个百分点至9.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业以及医药制造业同比分别小幅下行1.3和1.5个百分点至4.5%和-7.7%，普遍受到去库存加速的影响。由于上轮补库存力度较大、持续时间较长，预计未来数月去库存速度仍将较快，可能对工业生产产生一定的持续压制作用。9月城镇调查失业率再度下行0.2个百分点至5.0%，今年工业生产、服务消费的稳健和较好复苏节奏、以及基建投资对流动就业人口都发挥了较好的稳就业作用。

图 7：工业增加值与三大工业行业增加值实际同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年、2023年3-5月为两年平均增速

图 8：城镇调查失业率与不同户籍人群表现（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

六、消费拉动 Q3 增长超预期，改善势头仍需财政货币政策同步加码精准扩张方可得到巩固。

前三季度消费改善主要源于今年以来制造业、基建投资高增与居民就业的普遍改善所带动的大众商品和服务消费需求稳健复苏趋势。中秋国庆假期数据则显示消费结构开始发生变化，大众消费复苏峰值已过，后续消费改善势头能否持续或将取决于中等收入人群决定的大宗可选商品消费和中高档服务消费能否接续力量。在房地产政策阶段性放松之后，我们预计一二线城市房价预期有望在年底年初率先企稳，在此基础上中等收入群体去杠杆过程或将放慢，消费支出意愿有望提升。在美国供需循环偏热、美联储鹰派立场坚决、强势美元可能贯穿明年全年的外部压力下，国内经济政策或需同时调动财政、货币两大积极性，扩大财政赤字、施行新一轮大规模个税减税，通过二次分配改善中等收入人群收入预期，以此与财富效应预期趋稳形成合力，共同推动大宗可选商品消费和中高档服务消费持续向好。货币政策配合财政扩张实施中性偏松操作，则可一定程度上缓释过度依赖货币政策单一轮轨所可能导致的更大的人民币贬值压力。我们对 2024 年货币财政政策的同步精准加码扩张抱有较强的期待。

风险提示：美联储紧缩超预期风险，内需恢复不及预期风险。

分析师声明

秦泰声明，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