

中国经济三季报：经济延续恢复向好态势

事件：

10月18日，国家统计局发布三季度经济数据。初步核算，前三季度国内生产总值913027亿元，同比增长4.4%，较上半年下降0.5个百分点。按不变价格计算，前三季度GDP同比增长5.2%，比上半年放缓0.3个百分点；分季度看，一季度同比增长4.5%，二季度增长6.3%，三季度增长4.9%。

投资要点：

三季度增速放缓主要受基数抬升影响，剔除基数影响后，三季度经济恢复向好态势较为明显。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。

从三季度经济数据来看，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。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。

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呈现向好迹象；出口方面，出口降幅连续两个月收窄。

还有一个积极的变化在于上半年的温差在逐渐缩小。上半年由于价格因素导致的微观感受与宏观数据间的温差三季度仍然存在，从居民收入来看，前三季度居民可支配收入相较于上半年有所放缓，但扣除价格因素后，居民实际可支配收入同比增速较上半年小幅改善。不过从幅度上看，这种温差已经在逐渐缩小，最直观的表现是PPI同比降幅连续三个月收窄，CPI环比连续三个月上涨。

根据国家统计局的测算，在今年前三季度GDP同比增长5.2%的情况下，要实现全年5%左右的经济目标，四季度GDP增速只需达到4.4%。考虑到去年四季度的低基数，以及近期出台的一系列稳增长政策，我们预计后续经济将延续恢复向好的态势，同时PPI同比增速有望继续收窄，四季度温差有望持续缩小。

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、《新兴产业投资稳步增长，制造业支持政策有望加码》—2023.06.29
- 2、《2023年1至5月投资数据评述》—2023.06.22
- 3、《通胀不及预期，但加息只是暂停：美国5月通胀及6月议息会议点评》—2023.6.15

正文目录

1	经济持续恢复向好，服务业维持较快增长	3
2	生产端：工业生产恢复加快	5
3	需求端：三季度消费逐月改善，投资规模继续扩大	7
3.1	服务消费较快增长，收入增速小幅放缓	7
3.2	民间投资跌势暂止，制造业投资增长加速	9
4	总结与展望	13
5	风险提示	13

图表目录

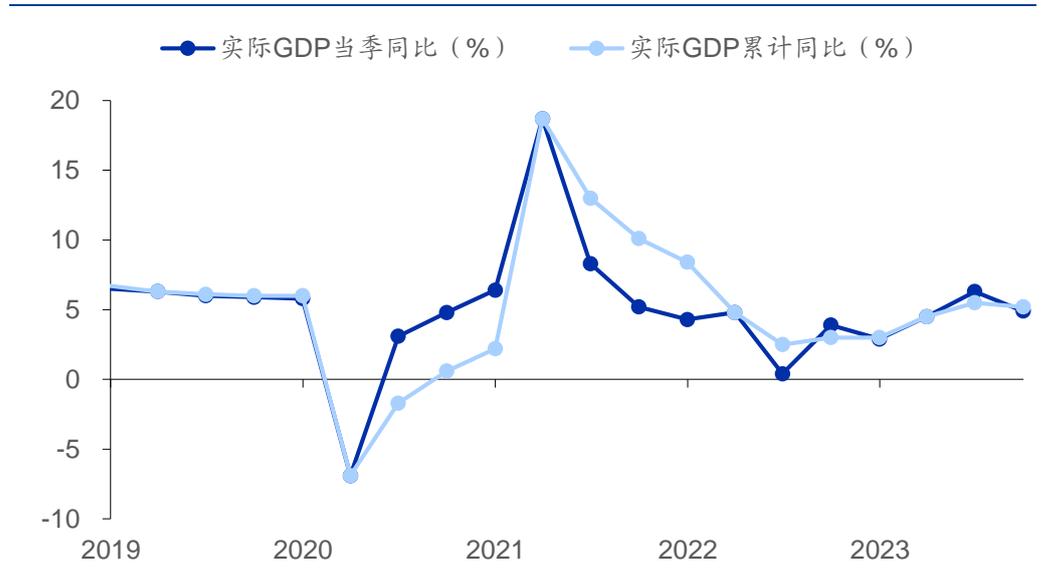
图表 1：2019 年以来实际 GDP 同比增速走势	3
图表 2：2019 年以来名义 GDP 同比增速走势	3
图表 3：三大产业对前三季度名义 GDP 同比增速的贡献情况	4
图表 4：三大产业对三季度名义 GDP 同比增速的贡献情况	5
图表 5：2022 年以来规模以上工业增加值同比增长情况	5
图表 6：2023 年 9 月三大门类工业增加值同比增速走势分化	6
图表 7：主要细分行业工业增加值增长情况	6
图表 8：2023 年 9 月份消费增速持续增加	7
图表 9：今年以来餐饮收入增速明显好于商品零售	8
图表 10：限额以上企业及非限额以上企业商品零售同比变化情况	8
图表 11：全国居民人均可支配收入及消费支出同比增速	9
图表 12：全国居民人均可支配收入及消费支出实际同比增速	9
图表 13：固定资产投资及民间投资累计同比增速走势	10
图表 14：制造业投资累计及当月同比增速走势	10
图表 15：基建投资及基建投资（不含电热气水）累计同比增速变化情况	11
图表 16：房地产开发投资累计及当月同比增速走势	11
图表 17：房地产企业新开工及竣工面积同比变化情况	12
图表 18：商品房销售面积同比增速变化情况	12

1 经济持续恢复向好，服务业维持较快增长

10月18日，国家统计局发布三季度经济数据。初步核算，前三季度国内生产总值913027亿元，同比增长4.4%，较上半年下降0.5个百分点。按不变价格计算，前三季度GDP同比增长5.2%，比上半年放缓0.3个百分点；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%。

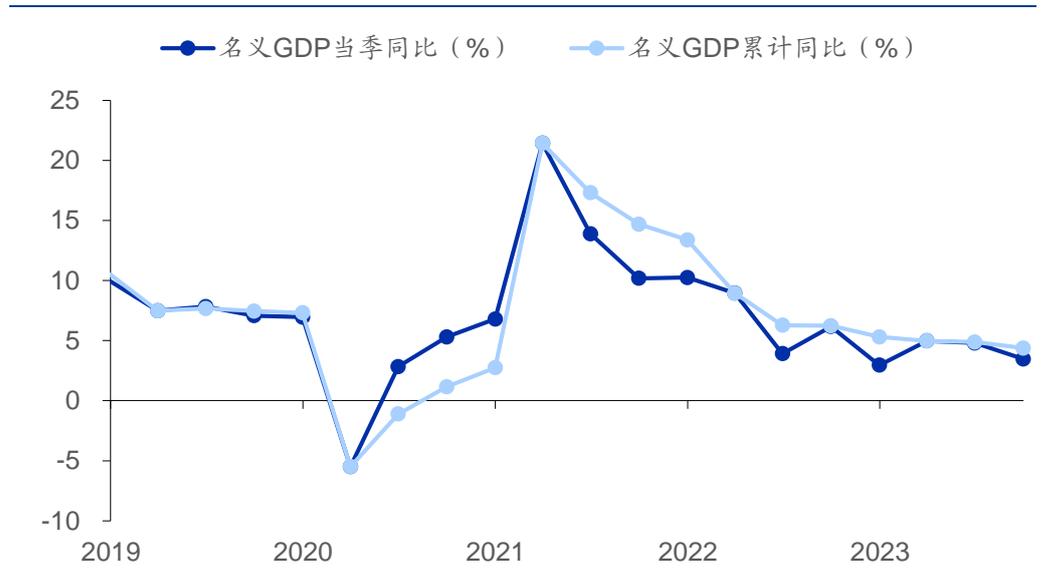
三季度增速放缓主要受基数抬升影响，扣除去年基数影响后，三季度GDP两年平均增长增速为4.4%，较二季度加快了1.1个百分点。从环比增速看，今年三季度环比增长1.3%，增速较二季度加快0.8个百分点。

图表 1：2019 年以来实际 GDP 同比增速走势



来源：iFind、华福证券研究所

图表 2：2019 年以来名义 GDP 同比增速走势



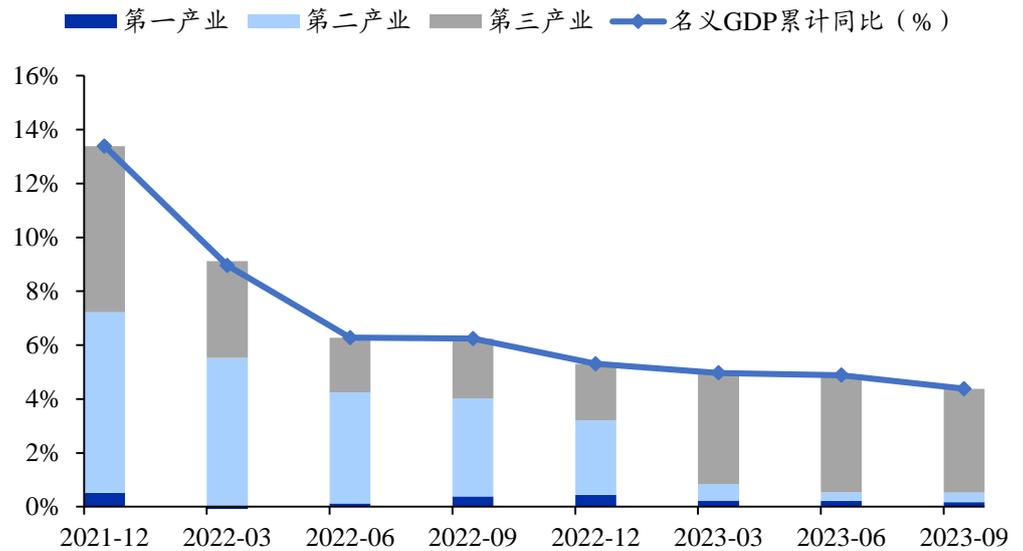
来源：iFind、华福证券研究所

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，前三季度，第一产业拉动名义 GDP 增长 0.2 个百分点，与上半年基本持平；第二产业对名义 GDP 的拉动由上半年的 0.3 个百分点小幅回升至 0.4 个百分点；第三产业服务业对名义 GDP 的拉动略有回落，前三季度累计拉动 3.9 个百分点，较上半年的 4.3% 下降了 0.4 个百分点。

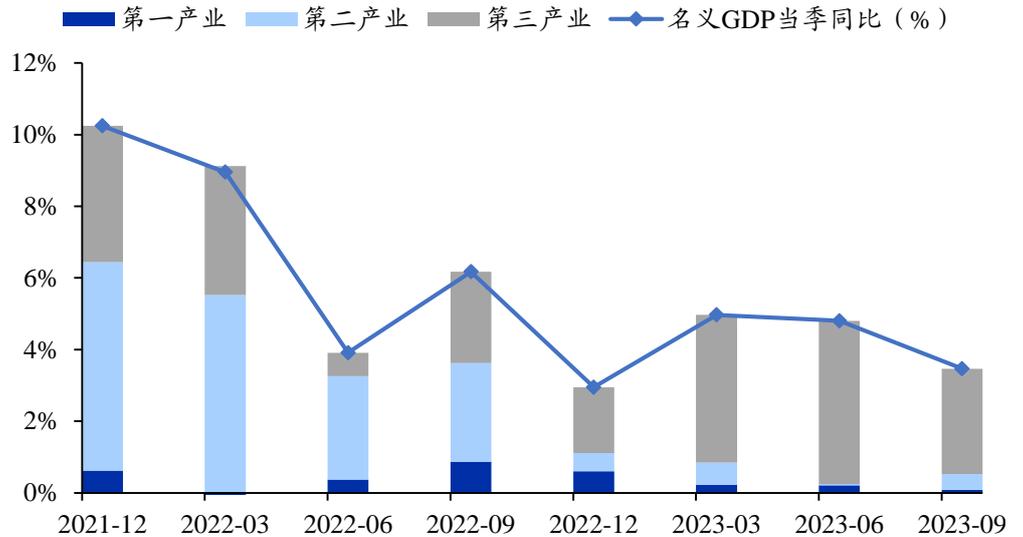
单季度来看，三季度第二产业工业生产活动恢复加快，服务业经营活动持续好转但改善速度有所放缓。三季度名义 GDP 当季同比增速为 3.5%，其中第一产业拉动当季名义 GDP 增长 0.1 个百分点，较二季度小幅下降；第二产业对当季名义 GDP 的拉动由二季度的 0 回升至 0.4 个百分点，生产活动明显恢复；而第三产业对名义 GDP 的拉动则由二季度的 4.6% 下降至三季度的 2.9%，仍然是拉动经济增长的主要动力，但幅度有所减弱。

图表 3：三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

图表 4：三大产业对三季度名义 GDP 同比增速的贡献情况

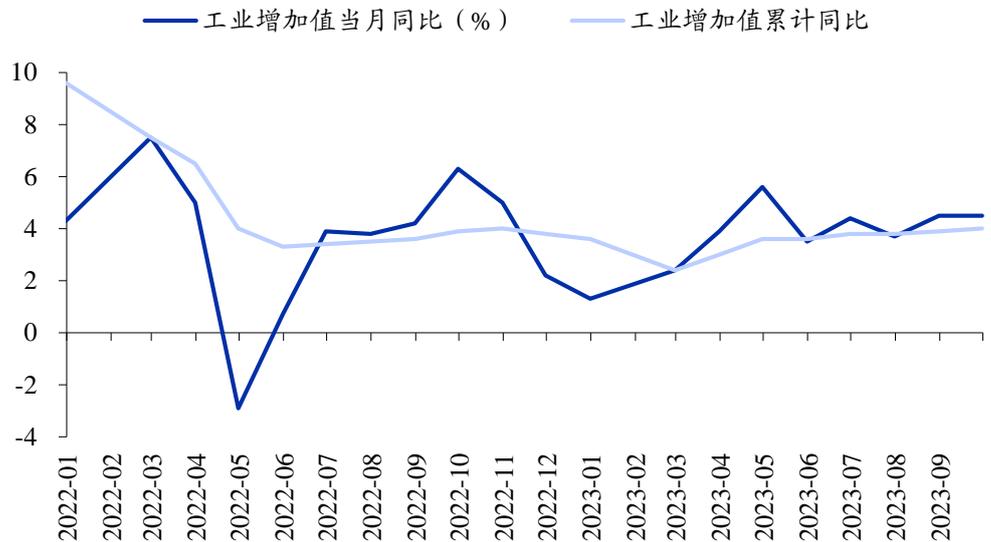


来源：iFind、华福证券研究所

2 生产端：工业生产恢复加快

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%。

图表 5：2022 年以来规模以上工业增加值同比增长情况

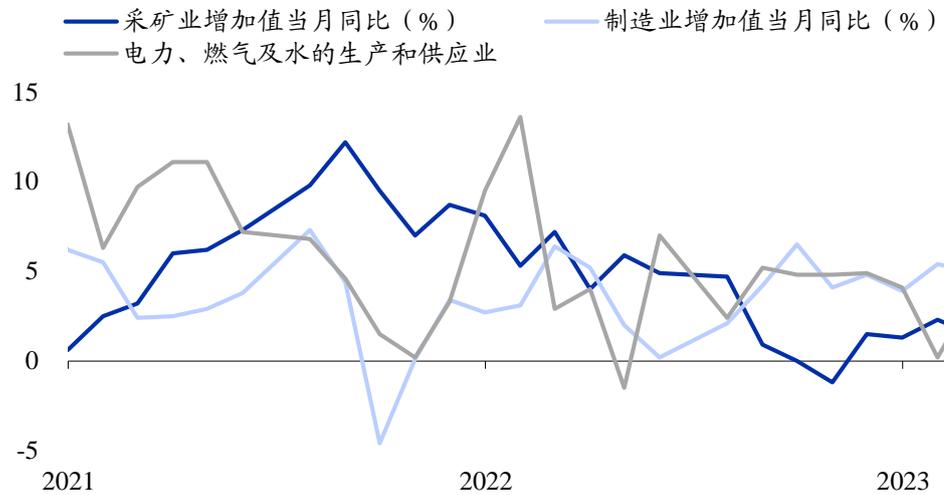


数据来源：iFind，华福证券研究所

结构上看，前三季度三大门类工业增加值同比增速的变化情况各不相同，采矿业增速与上半年持平，制造业生产活动加快，而电热水小幅放缓。具体来看，前三季度采矿业增加值同比增长 1.7%，与上半年持平；制造业增长 4.4%，较上半年加快 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.5%，较上半年放缓 0.6 个百分点。单月来看，9 月份，采矿业增加值同比增长 1.5%，较 8 月份放缓 0.8 个百分点；

制造业增长 5.0%，8 月份为 5.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.5%，较 8 月份大幅回升 3.3 个百分点。

图表 6：2023 年 9 月三大门类工业增加值同比增速走势分化



数据来源：iFind，华福证券研究所

分行业看，前三季度，装备制造业较快增长，高科技制造业增加值增长加速。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。其中，前三季度计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长 1.4%，比上半年加快 1.4 个百分点。

图表 7：主要细分行业工业增加值增长情况

行业	当月同比(%)			累计同比(%)			相较于上半年变化
	2023-09	2023-08	变化值	2023-09	2023-08	2023-06	
煤炭开采和洗选业	1.4	1.6	-0.2	1.4	1.5	1.6	-0.2
石油和天然气开采业	3.4	7.2	-3.8	4.3	4.4	3.9	0.4
农副食品加工业	1.2	3.1	-1.9	0.4	0.2	-0.8	1.2
酒、饮料和精制茶制造业	2.7	-2.9	5.6	-0.2	-0.6	0.2	-0.4
纺织业	0.8	1.4	-0.6	-1.3	-1.6	-2.4	1.1
化学原料及化学制品制造业	13.4	14.8	-1.4	9.2	8.6	7.4	1.8
医药制造业	-7.7	-6.2	-1.5	-5.2	-4.9	-4.9	-0.3
橡胶和塑料制品业	6.0	5.4	0.6	2.2	1.7	0.7	1.5
非金属矿物制品业	-1.7	-1.6	-0.1	-0.5	-0.3	0.4	-0.9
黑色金属冶炼及压延加工业	9.9	14.5	-4.6	7.8	7.6	5.5	2.3
有色金属冶炼及压延加工业	8.4	8.8	-0.4	7.8	7.7	7.4	0.4
金属制品业	3.7	1.4	2.3	1.9	1.6	1.5	0.4
通用设备制造业	0.0	-0.8	0.8	2.1	2.4	3.6	-1.5
专用设备制造业	1.6	-0.5	2.1	3.9	4.2	5.5	-1.6
汽车制造业	9.0	9.9	-0.9	11.4	11.7	13.1	-1.7
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.6	3.1	-0.5	5.9	6.3	8.0	-2.1
电气机械及器材制造业	11.5	10.2	1.3	14.1	14.5	15.7	-1.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	4.5	5.8	-1.3	1.4	0.9	0.0	1.4
电力、热力的生产和供应业	4.6	0.2	4.4	3.9	3.8	4.3	-0.4

数据来源：iFind，华福证券研究所

3 需求端：三季度消费逐月改善，投资规模继续扩大

3.1 服务消费较快增长，收入增速小幅放缓

消费方面，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。其中，除汽车以外的消费品零售额 307270 亿元，增长 7.0%，同样较上半年的 8.3% 放缓了 1.3 个百分点。

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 8：2023 年 9 月份消费增速持续增加



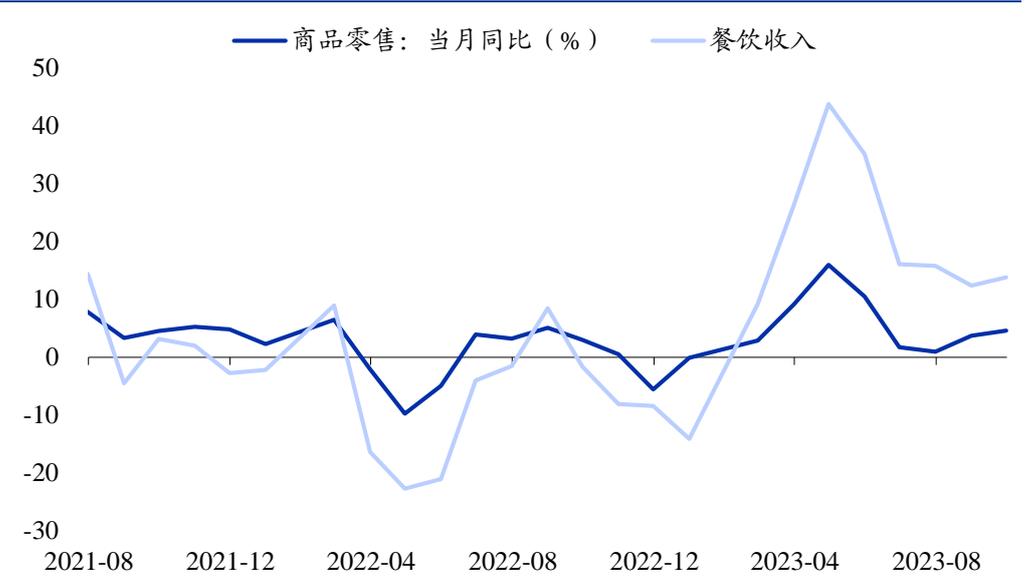
来源：iFind、华福证券研究所

按消费类型分，由于商品零售在社消总额中的占比接近 90%，今年以来社会消费品零售总额的增长主要来自于商品零售的增长，但疫情后接触型聚集型服务业好转情况更为显著，社会消费品零售中餐饮收入增速要远高于商品零售的增速，服务零售额的增长势头也要明显强于社会消费品零售。前三季度，商品零售 305002 亿元，增长 5.5%，带动社会消费品零售总额整体回升了 4.98 个百分点；餐饮收入 37105 亿元，增长 18.7%，拉动社会消费品零售总额增长了 1.83 个百分点。前三季度，服务零售额同比增长 18.9%，远远高于社会消费品零售总额的增速。

单月来看，9 月份，商品零售当月同比增长为 4.6%，拉动社消零售总额增长 4.14 个百分点；餐饮收入同比增长为 13.8%，维持较高增速，拉动社消零售总额增长 1.38 个百分点。此外，三季度，商品零售中限额以上企业的销售情况在持续改善。

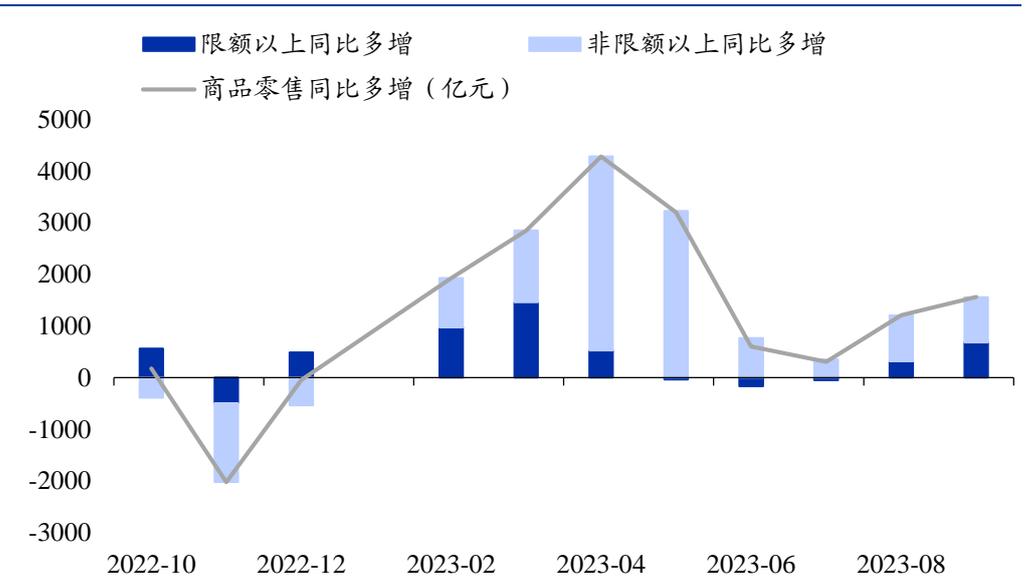
限额以上商品中，基本生活类商品销售稳定增长，前三季度限额以上单位服装鞋帽针纺织品类、粮油食品类商品零售额分别增长 10.6%、5.3%。升级类商品销售较快增长，前三季度限额以上单位金银珠宝类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额分别增长 12.2%、8.3%、6.8%。

图表 9：今年以来餐饮收入增速明显好于商品零售



来源：iFind、华福证券研究所

图表 10：限额以上企业及非限额以上企业商品零售同比变化情况



来源：iFind、华福证券研究所

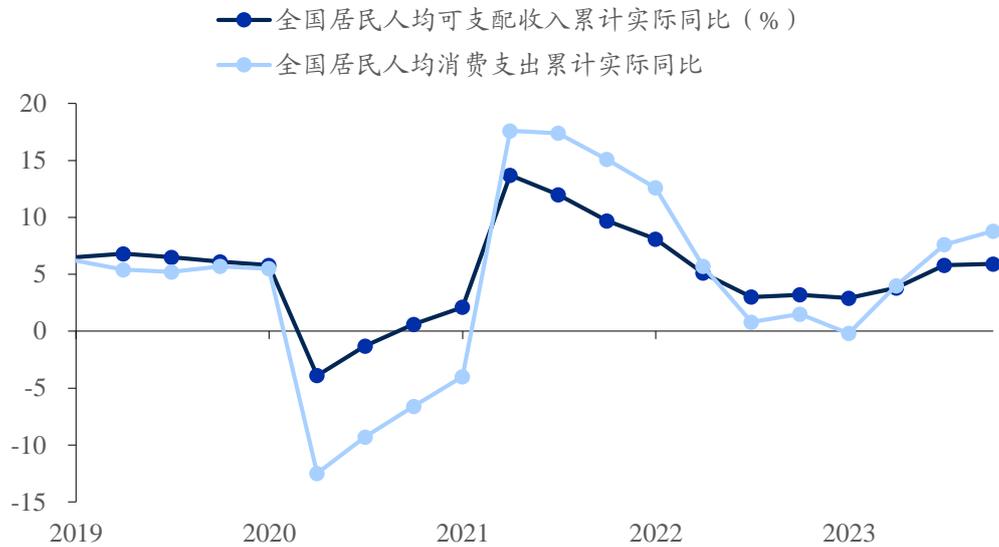
居民端看，受价格因素制约，三季度居民收入增速小幅放缓，但居民实际购买力仍在持续改善。前三季度，全国居民人均可支配收入 29398 元，比上年同期名义增长 6.3%，比上半年放缓 0.2 个百分点；扣除价格因素，实际增长 5.9%，较上半年加快 0.1 个百分点。同期全国居民人均消费支出 19530 元，比上年同期名义增长 9.2%，较上半年加快 0.8 个百分点；扣除价格因素影响，实际增长 8.8%，较上半年加快 1.2 个百分点。

图表 11：全国居民人均可支配收入及消费支出同比增速



来源：iFind、华福证券研究所

图表 12：全国居民人均可支配收入及消费支出实际同比增速

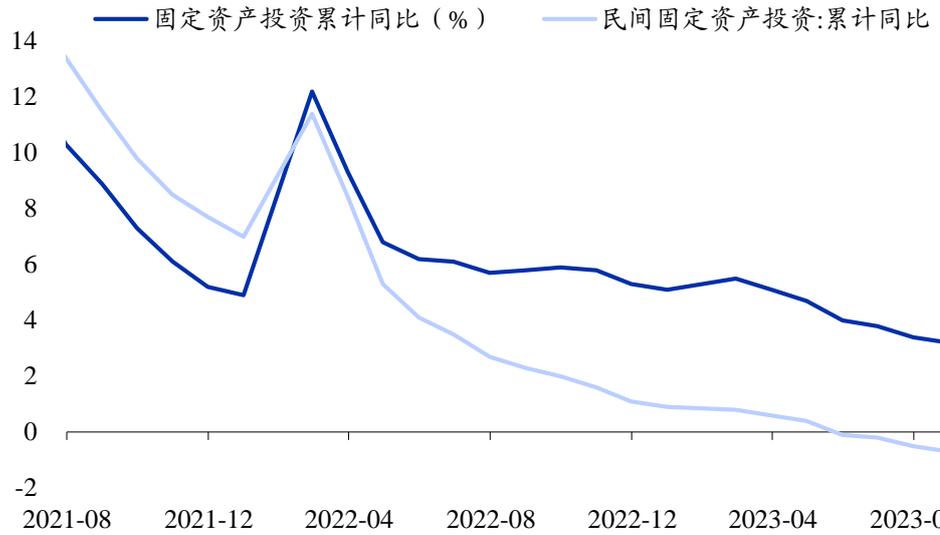


来源：iFind、华福证券研究所

3.2 民间投资跌势暂止，制造业投资增长加速

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，民间投资增速持续下滑趋势暂止。

图表 13：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

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 14：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

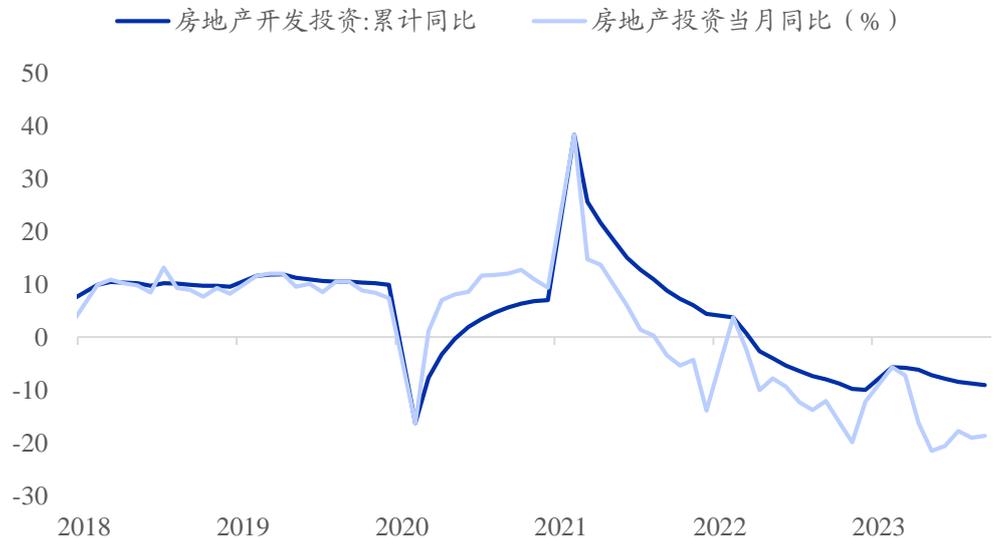
图表 15: 基建投资及基建投资（不含电热气水）累计同比增速变化情况



数据来源: iFind、华福证券研究所

房地产开发投资同比增速仍在磨底，趋势上看政策效果或初步显现。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。

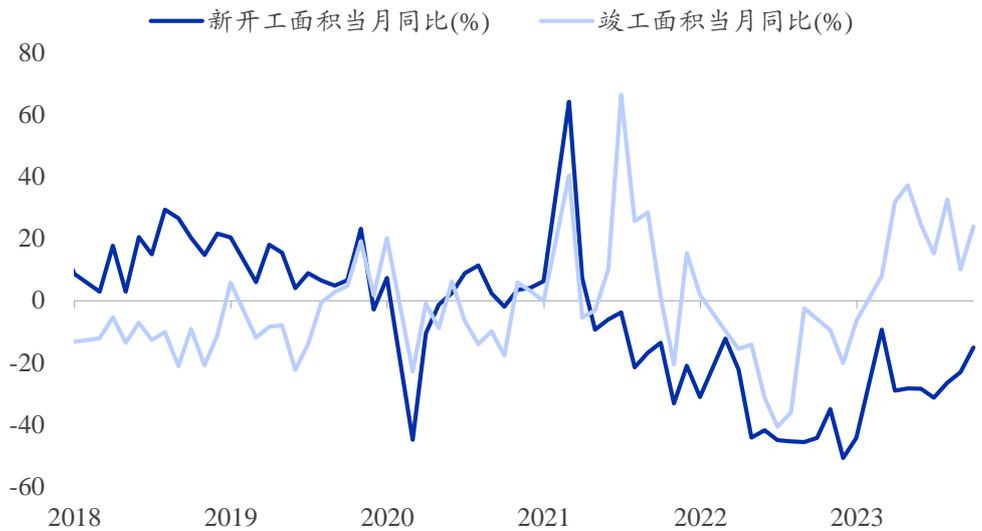
图表 16: 房地产开发投资累计及当月同比增速走势



来源: iFind、华福证券研究所

房地产企业新开工及竣工情况均有好转，9 月份新开工及竣工面积同比增速同比上升。9 月份，房屋竣工面积当月同比增长了 23.9%，新开工面积较去年同期下滑了 15.2%，同比跌幅较 8 月份显著收窄，连续两个月回升。

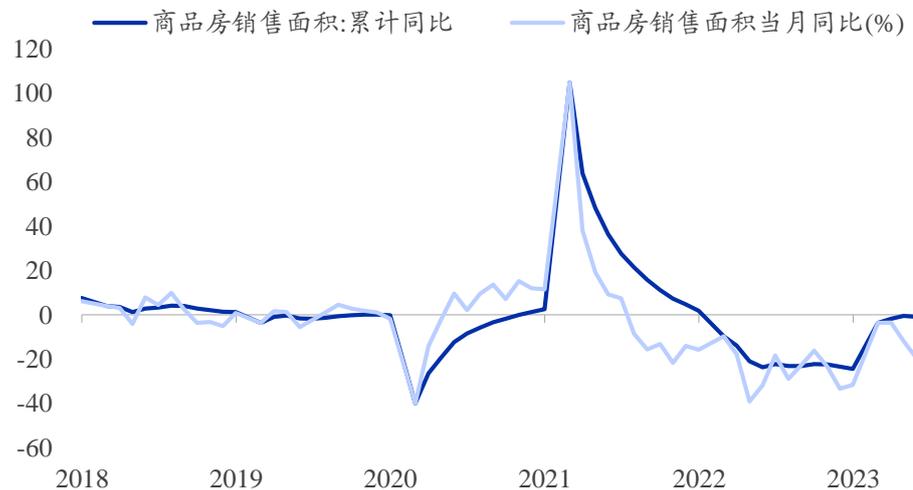
图表 17: 房地产企业新开工及竣工面积同比变化情况



来源: iFind、华福证券研究所

需求端来看,今年前三季度销售情况虽不及去年同期,但从趋势上来看,商品房销售面积当月同比增速在二季度探底后开始回升。1-9月份,商品房销售面积84806万平方米,同比下降7.5%,较前8个月7.1%和上半年5.3%的跌幅继续扩大,其中住宅销售面积下降6.3%。但从趋势上来看,9月份,商品房销售面积当月同比增速为-19.8%,较8月份回升了4.2个百分点。

图表 18: 商品房销售面积同比增速变化情况



来源: iFind、华福证券研究所

4 总结与展望

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。

还有一个积极的变化在于上半年的温差在逐渐缩小。上半年由于价格因素导致的微观感受与宏观数据间的温差三季度仍然存在，从居民收入来看，前三季度居民可支配收入相较于上半年有所放缓，但扣除价格因素后，居民实际可支配收入同比增速较上半年小幅改善。不过从幅度上看，这种温差已经在逐渐缩小，最直观的表现是 PPI 同比降幅连续三个月收窄，CPI 环比连续三个月上涨。

根据国家统计局的测算，在今年前三季度 GDP 同比增长 5.2% 的情况下，要实现全年 5% 左右的经济目标，四季度 GDP 增速只需达到 4.4%。考虑到去年四季度的低基数，以及近期出台的一系列稳增长政策，我们预计后续经济将延续恢复向好的态势，同时 PPI 同比增速有望继续收窄，四季度温差有望持续缩小。

5 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