



宏观点评

GDP 表现优异，稳增长仍在路上

三季度经济数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号：S0120122070060

邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

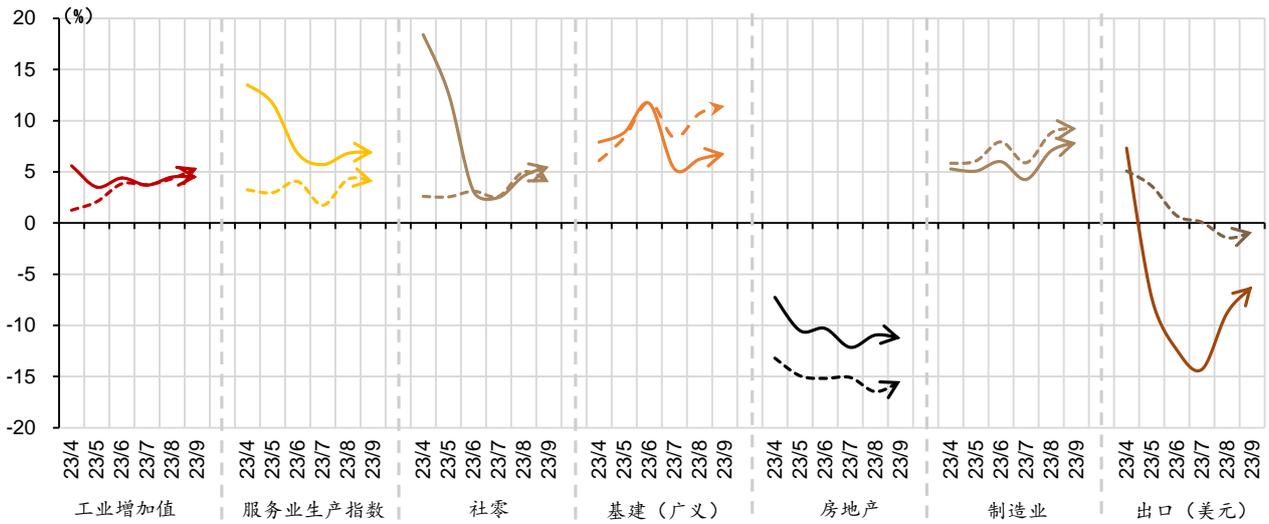
投资要点：

- **核心观点：**三季度 GDP 同比增长 4.9%，高于市场一致预期 4.5%；两年平均增速为 4.4%，较二季度 3.3% 大幅回升，也高于全年 5% 目标所隐含的两年平均增速 4.0%。Q3 增长表现优异，也增加了 Q4 的宽容度，目前来看，Q4 只需达到 4.4%，全年即可实现 5% 以上的增长目标；最低可向下宽容至 4.2%，对应全年 4.96%，取整后也能达 5.0% 左右。而考虑到去年同期的低基数，四季度增速可能达到 5% 甚至更高，这样全年 GDP 可达 5.2% 及以上。尽管经济增速超预期，但我们认为稳增长仍有必要。22-23 年两年平均增速预计只有 4.1%（假设 23 年增长 5.2%），内生动能仍然偏弱，24 年要实现更高的经济增长仍有一定压力，需要稳增长政策从今年 Q4 开始储备。特别是财政政策可以更加积极，在地方财政化债压降杠杆率的同时，中央财政仍有空间可以适度加杠杆，为明年的经济增长保驾护航。
- **工业生产：**① 工业增加值同比稳定，环比上月继续改善。9 月工业增加值同比 4.5%，与上月持平；两年平均增速 5.4%，达到今年 3 月以来的最高值；环比 0.36%，增速低于 8 月的 0.5%，但 8 月环比增速受 7 月基数影响有所抬高。分行业来看，化学原料和化学制品、黑色金属加工（钢铁）、汽车、电气机械等 4 个行业生产位于高景气度区间，工业增加值同比增速（或两年平均）在 10% 以上。较上月改善较多的主要是食品、饮料、电力热力等三个行业，同比增速均比上月高 3 个百分点以上，但同比变化大多来自于基数的下降。
- ② 产能利用率加速恢复，市场需求回暖后，开始走出阶段性产能过剩。今年前两个季度，工业产能利用率都在 75% 以下，由于上半年市场需求复苏较慢带来了阶段性产能过剩，20Q2 也有类似情况。三季度工业产能利用率从 74.5% 回升到 75.6%，重新回到 75%-77% 的产能均衡区间。分行业来看，医药、化学、非金属矿物等行业产能利用率目前仍明显低于前两年均值，其中非金属矿物制品业主要受房地产投资拖累，从前两年的 69% 降至 23Q3 的 65%。
- **消费：**① 社零同比增速回升、环比增速偏低，消费动能仍不强。9 月社零同比 5.5%，较上月高 0.9 个点，主要来自基数变化的贡献，季调环比增速 0.02%，意味着 9 月社零季调规模与上月基本持平，而前两年 9 月环比均为 0.21%，当前消费动能仍然不强。
- ② 必选消费增速仍然较快，可选消费分化，地产后周期消费仍不乐观。9 月，食品、饮料、烟酒等必选消费的社零增速均在 8% 以上，高于 5.5% 的社零增速。可选消费中，金银珠宝、休闲娱乐、服饰鞋帽等品类增长较快，同比分别为 7.7%、10.7%、9.9%，日用品、化妆品、通讯器材、文化办公等品类增速偏慢，分别为 0.7%、1.6%、0.4%、-13.6%。地产后周期产品消费仍不乐观，家具、家电、建材三类产品社零增速分别为 0.5%、-2.3%、-8.2%。
- ③ 三季度居民消费支出增速较快，边际消费倾向继续修复。Q3 居民人均消费支出累计增长 9.2%，扣除价格因素后实际增长 8.8%，既快于 5.2% 的实际经济增速，也快于 5.9% 的实际收入增速。消费增速较快背后是随着经济企稳复苏，居民边际消费意愿回升，Q3 居民边际消费倾向当季、累计分别为 69.8%、66.4%，其中当季消费倾向已经超过 2019 年 Q3，累计消费倾向超过 21Q3，略低于 19Q3。
- **投资：**① 投资对经济增长的贡献在下降，需要稳投资政策继续发力。受基建和房地产投资增速同步下行的影响，投资对经济的贡献大幅下降。三驾马车中，净出口对

经济增长的贡献已经持续两个季度稳定在-17%左右，Q3 投资的贡献进一步从 32.8%降至 22.3%，而消费的贡献则从 84.5%提高至 94.8%。

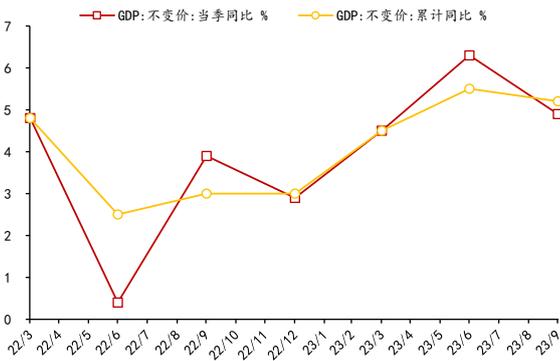
- **②基建投资：去年高基数影响今年增速。**7月以来，基建投资明显降速，上半年累计增长 10.4%，7-9 月当月增速只有 5%-7%，9 月为 6.7%。基数影响较大，剔除基数效应后，8-9 月基建投资的两年平均增速均在 10.7%以上，高于上半年大多数月份。往后看，基数因素会持续影响四季度的基建增速，特别是 10 月。从基本面的角度来看，地方化债可能会对基建投资带来一定拖累，但我们预计明年财政仍然积极，中高增速的基建投资仍将持续。
- **③房地产投资：a) 房地产销售改善幅度较小。**“认房不认贷”等政策落地后，9 月房地产市场有所回暖，但不及年初“小阳春”。9 月商品住宅销售面积当月同比增速-11.6%，6-8 月为-18%至-15%之间，9 月降幅明显收窄。但未能如年初“小阳春”一般同比增速转正。**b) 投资端，资金面有所改善。**房地产投资方面，9 月累计增速-9.1%、当月增速-11.3%，近几个月房地产投资的当月增速趋于稳定在-12%至-10%之间。开工降幅收窄、竣工有所加快，按当月增速来看，9 月开工面积同比从-23%收窄至-15.2%，竣工面积同比从 10.6%提高至 25.3%。房地产开发资金来源亦出现好转迹象，国内贷款当月同比增速自 3 月以来再度转正，同比增长 3.5%。
- **④制造业投资：随着市场需求改善，制造业企业投资扩产增加。**9 月制造业投资累计增速 6.2%、当月增速 7.9%，均较上月有所提速，当月增速更是达到今年以来的最高水平。反映出市场需求改善后，企业主动加快投资扩产的倾向。制造业投资的变化与 Q3 产能利用率的回升是一致的，一方面提高产能利用率，充分利用现有产能；另一方面，加快投资扩产，建设新产能。
- **风险提示：** 外需超预期下降；房地产销售和投资继续恶化；消费复苏不及预期。

图 1：主要经济指标总览图(当月同比,虚线为两年平均增速)



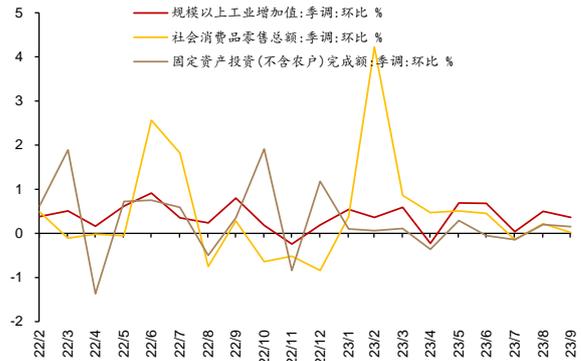
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：GDP 当季同比



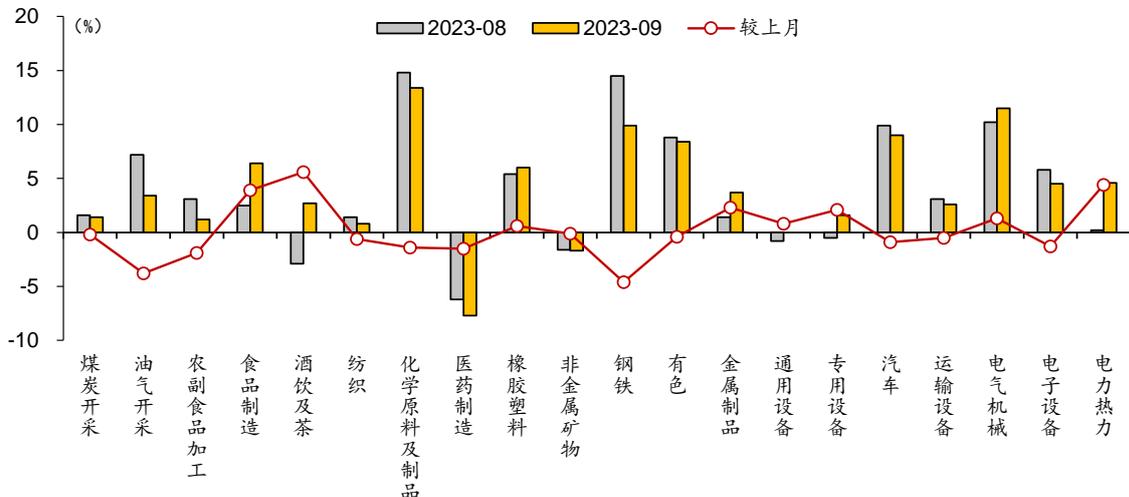
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：主要经济指标季调环比



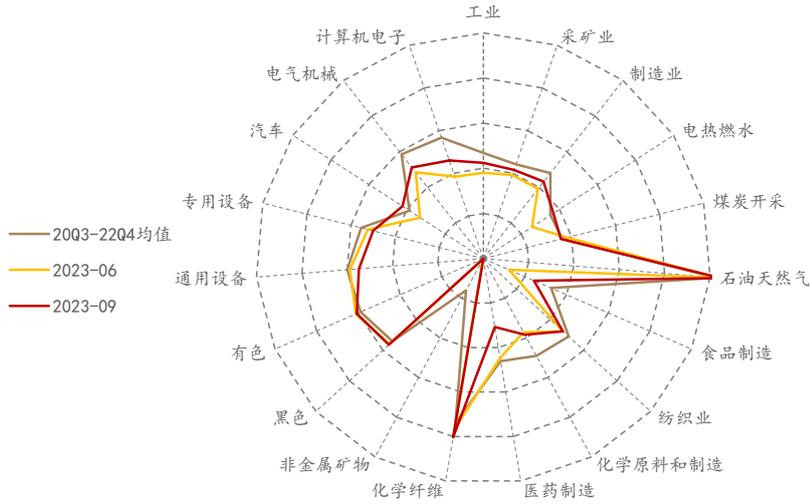
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：分行业工业增加值的同比增速



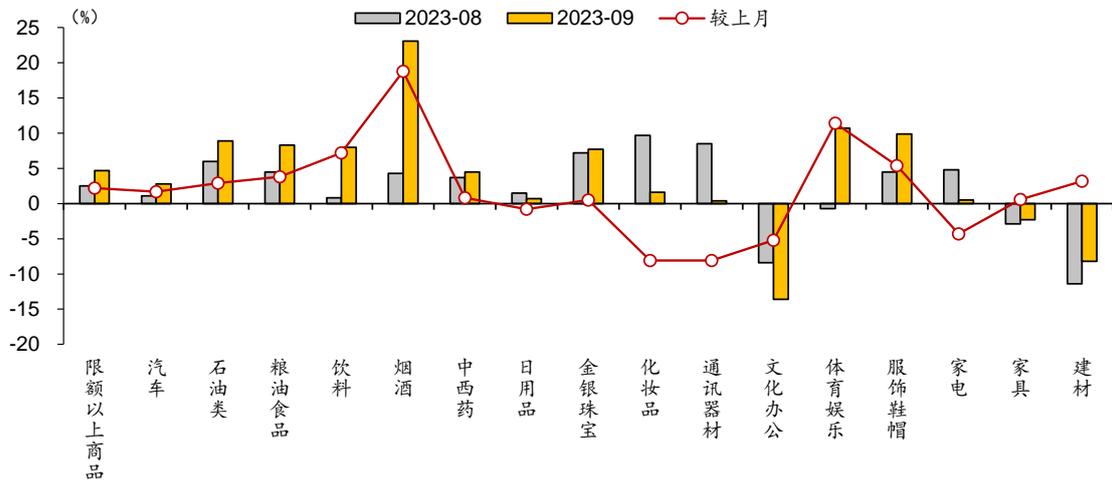
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：分行业的产能利用率



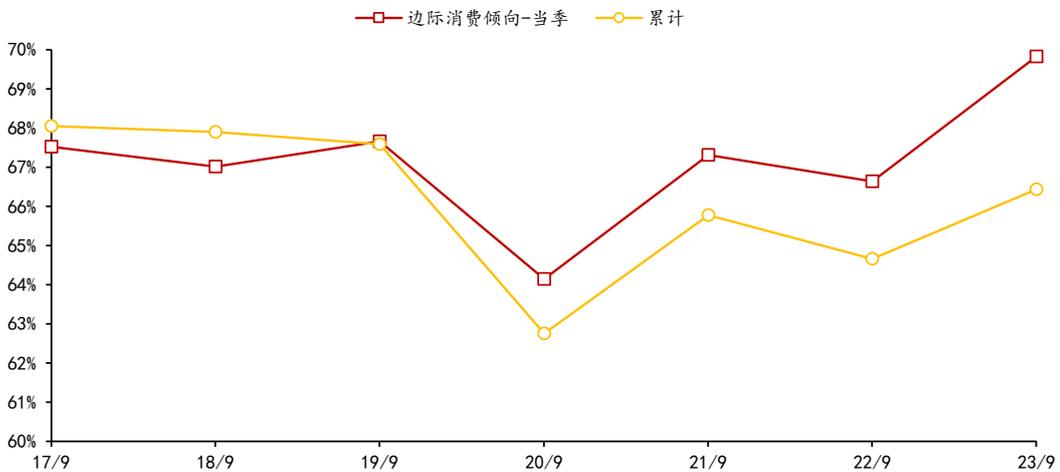
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：限额以上社零分品类的两年平均增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：边际消费倾向



资料来源：Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。