



经济透视

中国第3季 GDP 增速环比明显反弹

2023年10月18日

分析员:姚少华博士

电话: 852-2147 8863

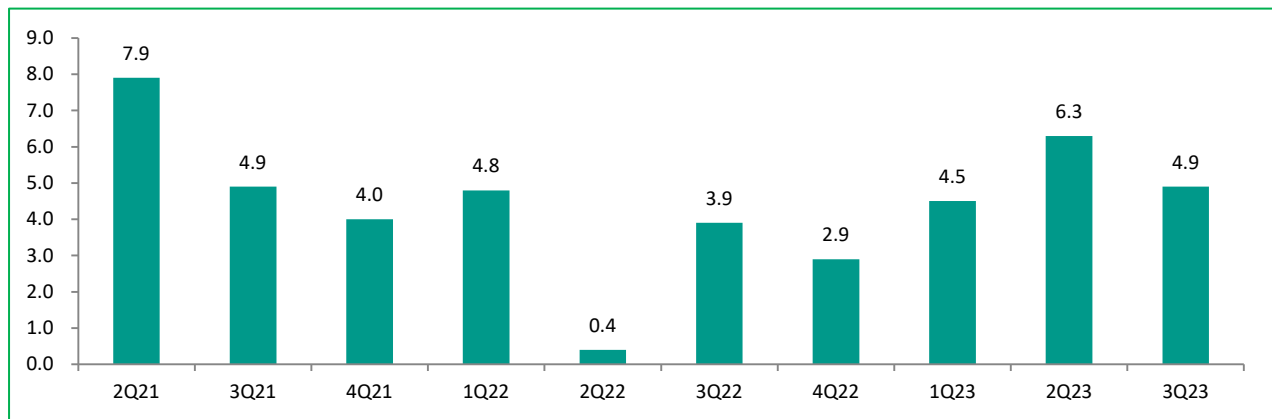
电邮: yaoshao-hua@abci.com.hk

- 受益于内外需求改善、企业盈利状态好转以及宏观政策的支持，中国 2023 年第 3 季 GDP 实际同比增长 4.9%，明显高于市场预期的 4.5% 的增速。虽然第 3 季 GDP 同比实际增速较第 2 季 6.3% 的增速大幅回落，但主要是去年同期的基数大幅提高所致。按季增长看，2023 年第 3 季中国 GDP 增长 1.3%，明显高于第 2 季 0.5% 的增速
- 中国 9 月的主要宏观数据反映经济内生动力增强。城镇固定资产投资在今年首 9 个月同比增长 3.1%，略低于首 8 个月 3.2% 的增速，亦略低于市场预期 3.2% 的增速。分领域看，首 9 个月基建投资增长 6.2%，制造业投资增长 6.2%，但房地产开发投资下降 9.1%。9 月零售销售同比增长 5.5%，不仅大幅高于 8 月 4.6% 的增幅，亦高于市场所预期的 4.9% 增幅。9 月工业增加值维持在 4.5% 的增速，略高于市场预期的 4.4%。就业方面，9 月份全国城镇调查失业率为 5.0%，比 8 月回落 0.2 个百分点，亦低于市场所预期的 5.2%。环比增速来看，9 月单月城镇固定资产投资、零售销售以及工业增加值环比分别增长 0.15%、0.02% 及 0.36%，而 8 月份分别环比增长 0.20%、0.22% 及 0.50%
- 整体来说，9 月份及第 3 季的宏观数据显示中国经济开始企稳回升，但房地产行业仍较疲弱。未来中国经济仍然需要宏观政策来支持增长，尤其是房地产政策需要加快推进。近期一线城市已经全部落实“认房不认贷”，监管部门统一下调了住房首付比例和贷款利率下限，各商业银行也降低存量首套房贷款利率，这些都有利于改善房地产需求。特殊再融资债券大规模发行亦有利于地方政府债务的化解。展望未来，随着政策效应的持续释放，经济修复动能有望继续转强。我们预期第 4 季 GDP 同比增速有可能达到 5.5% 左右。对于全年 GDP 增速预测，我们由之前估计的 5.0% 上调至 5.3%，这意味着完成全年 5.0% 左右的增长目标难度不大

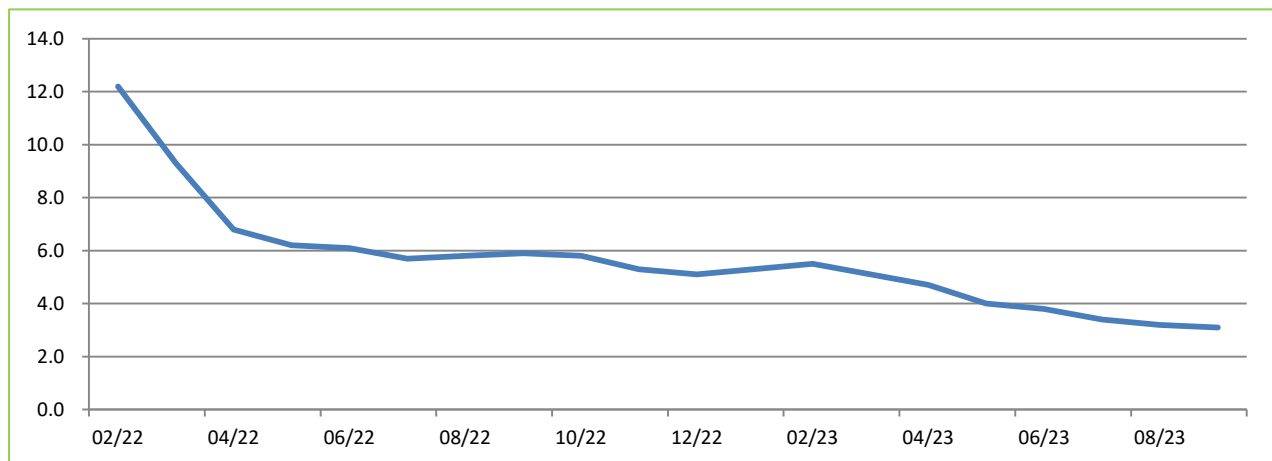
受益于内外需求改善、企业盈利状态好转以及宏观政策的支持，中国 2023 年第 3 季 GDP 实际同比增长 4.9%¹，明显高于市场预期的 4.5% 的增速（图 1）。虽然第 3 季 GDP 同比实际增速较第 2 季 6.3% 的增速大幅回落，但主要是去年同期的基数大幅提高所致。去年第 2 季 GDP 同比增速为 0.4%，但第 3 季上升至 3.9%。按季增长看，2023 年第 3 季中国 GDP 增长 1.3%，明显高于第 2 季 0.5% 的增速。排除去年的基数效应，第 3 季中国经济两年复合实际增速为 4.4%，亦高于第 2 季 3.3% 的复合增速。

前三季度中国 GDP 实际同比增长 5.2%，最终消费支出拉动 GDP 增长 4.4 个百分点，资本形成总额拉动 GDP 增长 1.6 个百分点，货物和服务进出口拖累 GDP 下跌 0.7 个百分点。在第 3 季 4.9% 的 GDP 增长中，最终消费支出对经济增长的贡献提升，拉动 GDP 增长 4.6 个百分点，资本形成总额拉动 GDP 增长 1.1 个百分点，货物和服务净出口拖累 GDP 下跌 0.8 个百分点。

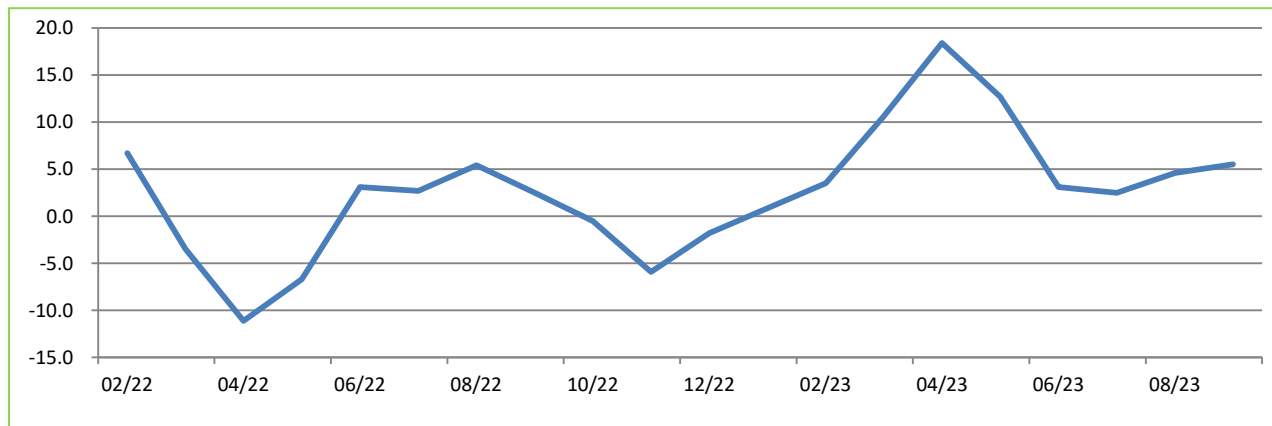
¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化


图 1：中国 GDP 同比增长（%）


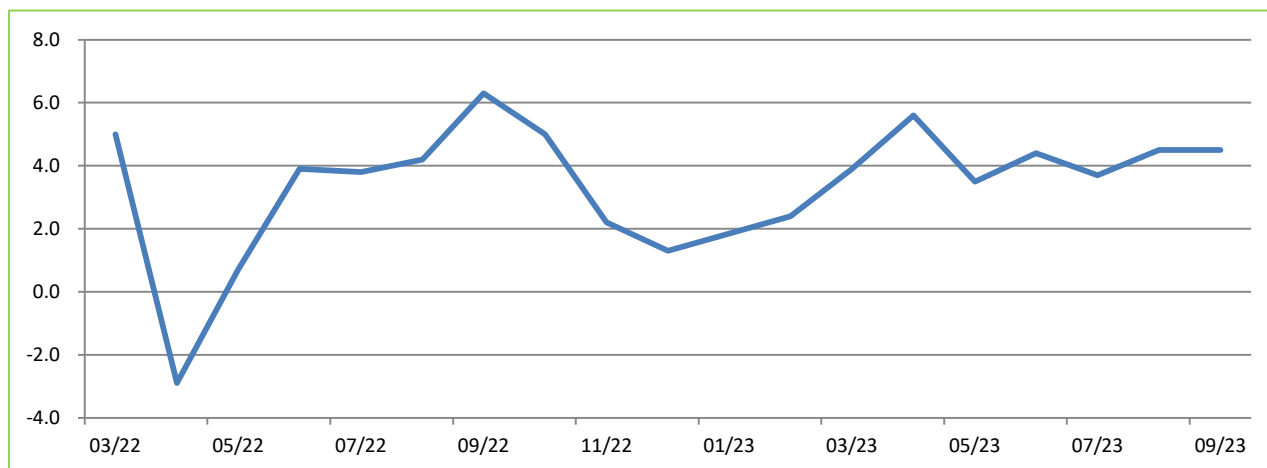
来源：国家统计局，农银国际证券

图 2：中国城镇固定资产投资年初至今增长（%）


来源：国家统计局，农银国际证券

图 3：中国零售销售增长（%）


来源：国家统计局，农银国际证券


图 4：中国工业增加值实质增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券

中国 9 月的主要宏观数据反映经济内生动力增强。城镇固定资产投资在今年首 9 个月同比增长 3.1%，略低于首 8 个月 3.2% 的增速，亦略低于市场预期 3.2% 的增速（图 2）。分领域看，首 9 个月基建投资增长 6.2%，制造业投资增长 6.2%，但房地产开发投资下降 9.1%。9 月零售销售同比增长 5.5%，不仅大幅高于 8 月 4.6% 的增幅，亦高于市场所预期的 4.9% 增幅（图 3）。9 月工业增加值维持在 4.5% 的增速，略高于市场预期的 4.4%（图 4）。就业方面，9 月份全国城镇调查失业率为 5.0%，比 8 月回落 0.2 个百分点，亦低于市场所预期的 5.2%。环比增速来看，9 月单月城镇固定资产投资、零售销售以及工业增加值环比分别增长 0.15%、0.02% 及 0.36%，而 8 月份分别环比增长 0.20%、0.22% 及 0.50%。

9 月单月的宏观数据有以下方面值得关注。首先，受 9 月城镇就业好转以及居民收入增长加快等支持，9 月零售销售表现理想。今年 9 月零售销售同比增速较 8 月反弹 0.9 个百分点，反映 9 月居民的消费能力及消费意愿有明显改善。根据我们的估算，第 3 季全国居民人均可支配收入实际同比增长 6.0%，远高于第 3 季 GDP 4.9% 的实际增速。细分类别来看，9 月份烟酒类、餐饮收入、体育娱乐用品类、服装以及鞋帽类均有较快的同比增长，分别上涨 23.1%、13.8%、10.7% 及 9.9%；而文化办公用品类、建筑装潢类以及家用电器和音像器材类在 9 月出现同比下跌，分别下跌 13.6%、8.2% 及 2.3%，显示消费的复苏仍不太均衡。此外，今年前 3 季度服务零售额累计同比增长 18.9%，大幅高于商品消费。

其次，受益于内外需好转以及工业企业盈利状态改善，9 月工业增加值在较高基数下仍维持在 4.5% 的同比增速。去年 8 月工业增加值同比增长 4.2%，但 9 月大幅上升至 6.3%，去年同期基数出现明显上升。分行业看，9 月份同比增速最高的三个行业为化学原料和化学制品制造业（13.4%）、电气机械和器材制造业（11.5%）以及黑色金属冶炼和压延加工业（9.9%）。分产品产量看，9 月份太阳能电池同比增长 65.4%，水力发电量同比增长 39.2%、发电机组同比增长 25.6%，集成电路同比增长 13.9%，上述产品产量增幅排名居前。总体上工业活动景气高的行业主要集中在能源、黑色金属加工业以及芯片制造业等领域。

第三，受益于制造业及基建投资增速加快，9 月单月整体投资略有反弹。根据我们的估算，9 月单月投资同比增速从 8 月的 1.8% 回升至 2.4%。受益于 PPI 跌幅收窄、企业盈利状况好转以及出口改善，9 月份制造业投资增速由 8 月的 7.1% 加快至 7.9%。受益于天气好转以及政府专项债支持，9 月基建投资增速由 8 月的 3.9% 上扬至 5.0%。然而，9 月单月房地产投资跌幅略有加大，跌幅由 8 月的 10.8% 扩大至 11.8%。



此外，根据国家统计局公布的数据，扣除价格影响，前 9 个月固定资产投资实际增速为 6.0%，大幅高于 3.1% 的名义增速，这意味着当前投资增速不算疲弱。

第四，汽车行业在 9 月份仍维持较快增长。虽然传统上 9 月为汽车行业的淡季，但 9 月份汽车行业工业增加值同比仍增长 9.0%，汽车产量增长 3.4%。9 月汽车零售销售增长 2.8%，而 8 月增长 1.1%。9 月份新能源汽车产量继续增加，9 月份新能源汽车产量同比增长 12.5%，环比增长 5.9%。

第五，9 月份房地产行业整体仍疲弱，房地产投资以及销售跌幅仍较大。9 月份房地产销售面积及金额分别下跌 10.1% 和 13.6%，而 8 月分别下跌 12.2% 和 16.4%。前 9 个月新开工面积累计同比下降 23.4%，降幅较前 8 个月收窄 1.0 个百分点。前 9 个月施工面积累计同比下降 7.1%，降幅与前 8 个月持平。从资金来源看，前 9 个月房地产开发资金来源同比下降 13.5%，降幅较前 8 个月扩大 0.6 个百分点。

整体来说，9 月份及第 3 季的宏观数据显示中国经济开始企稳回升，但房地产行业仍较疲弱。未来中国经济仍然需要宏观政策来支持增长，尤其是房地产政策需要加快推进。近期一线城市已经全部落实“认房不认贷”，监管部门统一下调了住房首付比例和贷款利率下限，各商业银行也降低存量首套房贷款利率，这些都有利于改善房地产需求。特殊再融资债券大规模发行亦有利于地方政府债务的化解。展望未来，随着政策效应的持续释放，经济修复动能有望继续转强。我们预期第 4 季 GDP 同比增速有可能达到 5.5% 左右。对于全年 GDP 增速预测，我们由之前估计的 5.0% 上调至 5.3%，这意味着完成全年 5.0% 左右的增长目标难度不大。



权益披露

分析员，姚少华，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间的年复合增长率为 8.4%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183