

2023年10月18日

全球宏观

扩内需仍将是政策主要发力点—中国3季度GDP及9月经济数据点评

3季度经济超预期增长，4季度经济有望延续平稳恢复

中国3季度GDP同比增4.9%，预期4.5%，前值6.3%。前三季度GDP同比增5.2%，预期5.0%，前值5.5%。3季度GDP环比增1.3%，预期0.9%，前值0.8%。

④ 消费支出强劲带动下，3季度GDP超预期增长

- * 2023年下半年以来，政策支持力度明显加大。7月中共中央政治局会议召开后，“政策底”进一步确认。8月以来政策支持的力度和密度均大幅提升，并围绕扩内需（消费、基建）、提信心（促进民营经济、活跃资本市场）以及防风险（地方债、地产等）三大主线，打出一系列宏观政策组合拳。
- * 随着稳增长组合拳效能持续释放，消费出现快速恢复。3季度，出口降幅明显收窄，依靠消费支出的带动，经济同比增速升至4.9%，超过预期的4.5%。其中，3季度GDP环比增长了1.3%，亦较2季度0.8%的环比增幅有所加快。

④ 积极因素累积，预计4季度经济将持续恢复，完成全年经济目标难度不大

根据国家统计局的数据，随着3季度GDP超预期增长，4季度GDP同比增速达4.4%以上即可完成全年GDP增长5%左右的目标。我们预计4季度经济有望延续平稳恢复，全年经济增速保持在5%及以下的难度不大。

- * 预计政策合力有望巩固经济恢复发展势头。政策具有一定的时滞性。3季度密集出台的一系列稳增长措施效果尚未完全显现，预计前期累积的积极效应有望继续在4季度进一步释放。
- * 就业形势好转支持消费持续恢复。3季度消费支出的强劲部分来源于促消费措施效果的显现。此外，当前一个积极变化在于就业形势的好转。就业改善有利于提高居民的收入预期，从而对后续消费形成正向反馈，消费有望保持持续恢复向好的态势。
- * 低基数效应。受海内外宏观形势的影响，2022年4季度的GDP同比仅增2.9%，在低基数效应的加持下，2023年4季度GDP同比增长达4.4%应难度不大。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

月度宏观经济指标明显改善，主要项目普遍超预期

9 月规模以上工业增加值同比增 4.5%，预期 4.3%，前值 4.5%。9 月社零同比增 5.5%，预期 4.9%，前值 4.6%。1-9 月固定资产投资同比增 3.1%，预期 3.2%，前值 3.2%。9 月城镇调查失业率为 5.0%，预期 5.2%，前值 5.2%。

⊕ 工业、服务业延续修复

9 月工业增加值及服务业生产指数显示工业、服务业仍在稳步恢复。综合其他指标来看，电力消费同比增速上升，并在近两月超过了工业生产增速，货运量延续上升，工业企业产成品库存已见底，有望从被动去库转向主动补库，预计后续工业生产将持续改善。

⊕ 社零连续超预期回升，消费结构有所分化

9 月消费延续了恢复的趋势，社零增速连续两月回升，并超过市场预期。结构上，必需消费中食品、饮料、服装提高最为显著，可选消费中，体娱用品、汽车消费均有改善。

⊕ 民间投资回暖，制造业、基建投资向好

9 月固定投资延续改善，其中，地产投资占比较大的民间投资，由上月的负增长已转向正增长，对于民间投资信心恢复仍有积极意义。结构上，制造业投资维持快速增长，基建维持稳健态势，两者增速都明显快于整体固定投资增速。

后市观察：4 季度外需挑战仍在，内需仍是政策的主要发力点

高利率环境下，海外经济体动能预计仍将转弱，4 季度外需仍面临挑战。尽管海外主要经济体加息周期已进入尾声，但预计高利率仍将维持较长一段时间，从而继续压制需求，经济动能预计将继续转弱。与此同时，地缘政治紧张局势的逆风仍在，对外需的挑战亦不可忽视。

基于外需主要受到海外经济周期、央行政策以及地缘局势影响，属于不可控范围，而内需便是政策的主要发力点。预计 4 季度仍有稳增长政策支持，特别是在基建投资、房地产、居民收入等领域。

对于后续稳增长政策的实施步伐和频率，需要我们密切追踪：

- ⊕ 地产投资的变化情况—可密切留意地产开发投资同比增速边际变化。
- ⊕ 社融环比增长，政府专项债发行同比变化—观察总需求是否改善的领先指标。

图表 1: 中国 3 季度 GDP 同比增 4.9%



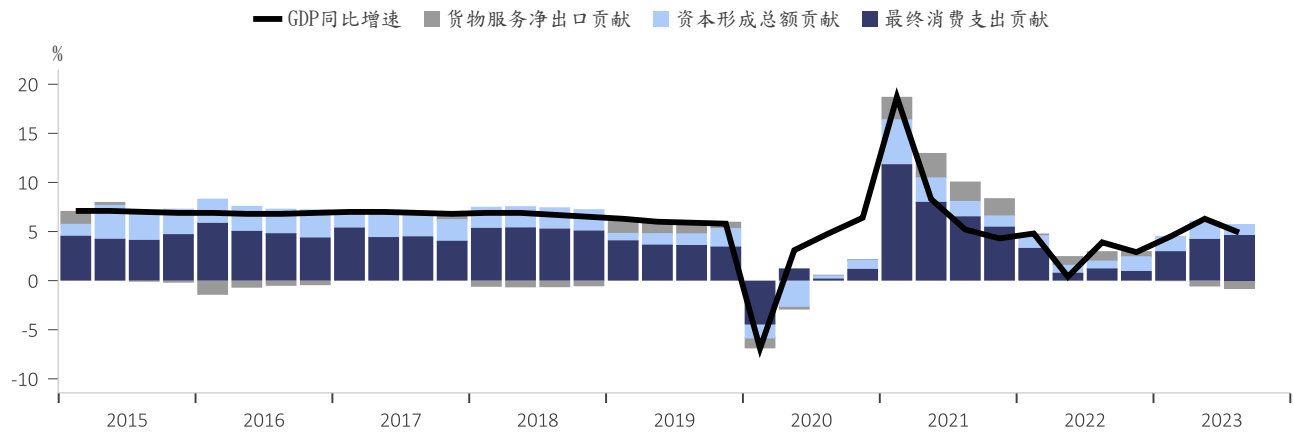
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 3 季度 GDP 环比亦有改善



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 消费对 3 季度 GDP 增长的贡献达到 94.8%



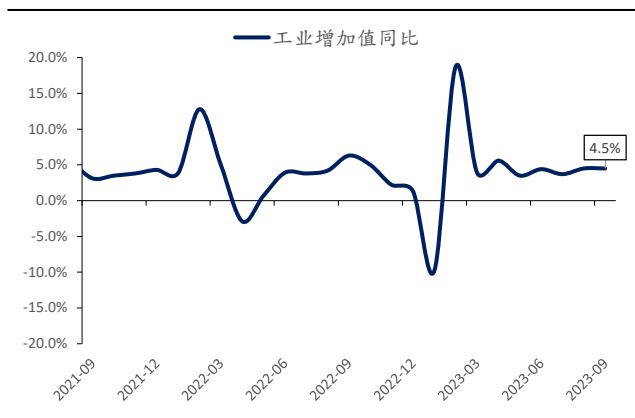
资料来源: Wind, 交银国际

图表 4: 中国 9 月经济数据一览

	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04
工业增加值同比	4.5%	4.5%	3.7%	4.4%	3.5%	5.6%
采矿业	1.5%	2.3%	1.3%	1.5%	-1.2%	0.0%
制造业	5.0%	5.4%	3.9%	4.8%	4.1%	6.5%
公用事业	3.5%	0.2%	4.1%	4.9%	4.8%	4.8%
服务生产指数同比	6.9%	6.8%	5.7%	6.8%	11.7%	13.5%
社零总额同比	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%
商品零售	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%
餐饮收入	13.8%	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%
限额以上	5.2%	3.1%	0.3%	2.3%	12.5%	19.0%
限额以下	5.7%	5.6%	3.8%	3.7%	12.8%	18.1%
固定资产投资同比	2.5%	2.0%	1.2%	3.3%	2.2%	3.9%
民间投资	0.1%	-1.9%	-2.1%	-0.5%	-1.3%	0.0%
制造业投资	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%
基建投资	4.9%	3.9%	4.5%	6.4%	4.9%	7.9%
房地产投资	-11.2%	-10.9%	-12.2%	-10.2%	-10.2%	-7.2%
房地产新开工面积同比	-14.6%	-23.6%	-25.9%	-30.2%	-27.3%	-27.2%
商品房销售面积同比	-10.1%	-11.9%	-15.5%	-17.5%	-2.7%	4.6%
商品房销售额同比	-13.5%	-16.0%	-19.2%	-18.8%	7.0%	25.9%
中国城镇调查失业率	5.0%	5.2%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
31个大城市	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%

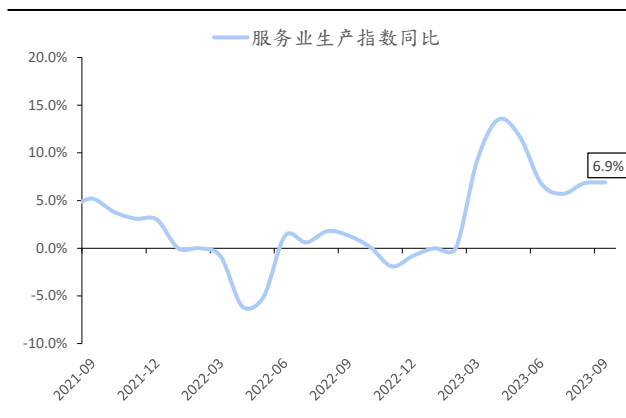
资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 5: 中国 9 月工业增加值继续回升



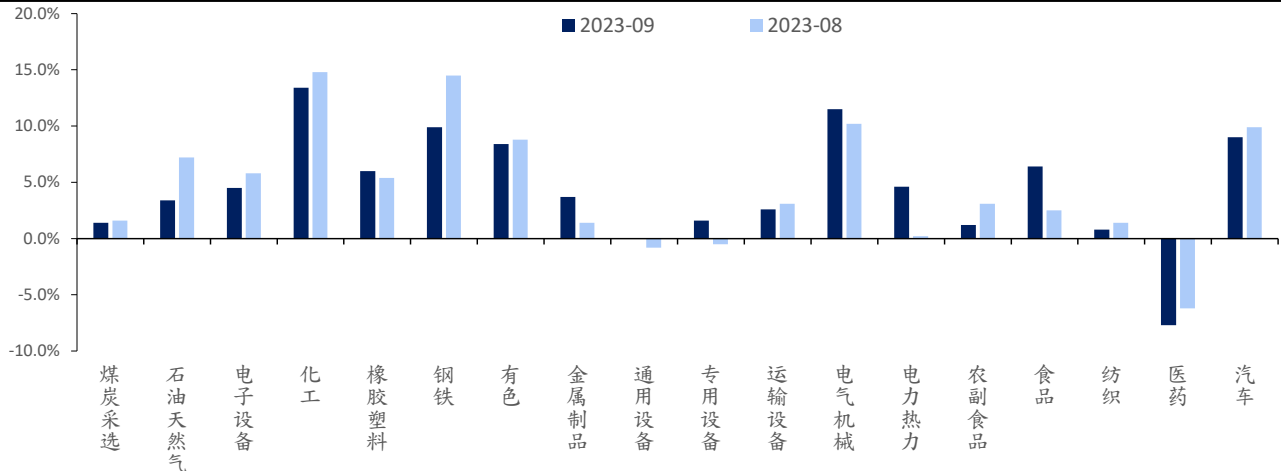
资料来源: Wind, 交银国际

图表 6: 中国 9 月服务业生产指数延续修复



资料来源: Wind, 交银国际

图表 7: 中国主要行业工业增加值同比增速



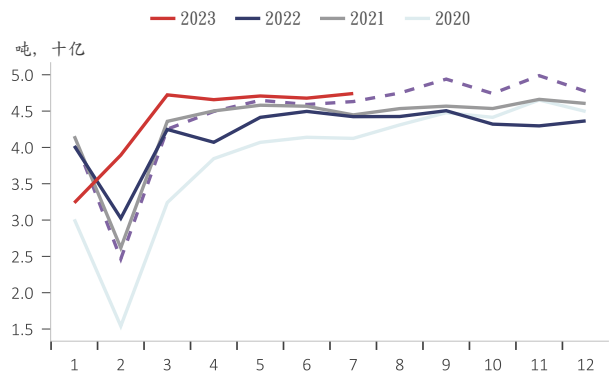
资料来源: Wind, 交银国际

图表 8: 中国电力消费再度超过工业生产增速



资料来源: Wind, 交银国际

图表 9: 货运运输量强于季节性



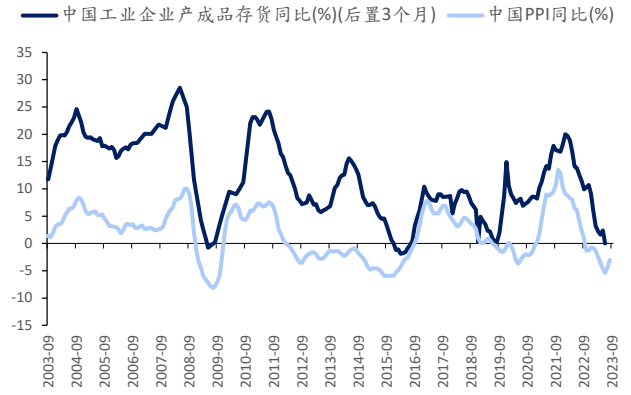
资料来源: Wind, 交银国际

图表 10: 中国工业企业产成品存货同比已见底回升



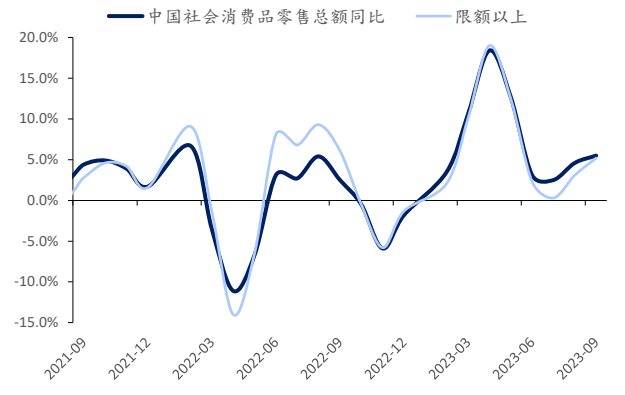
资料来源: Wind, 交银国际

图表 11: PPI 同比回升且领先产成品存货 3 个月



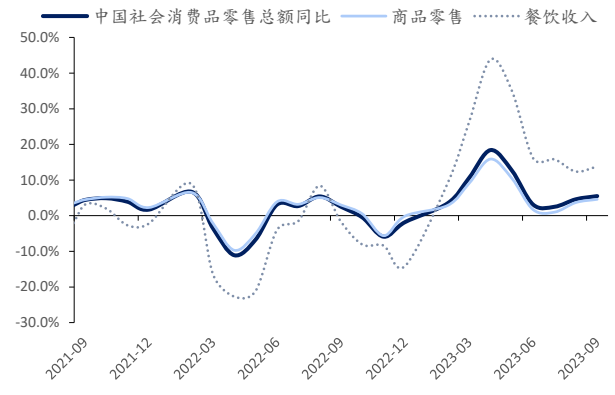
资料来源: Wind, 交银国际

图表 12: 中国社零延续修复趋势



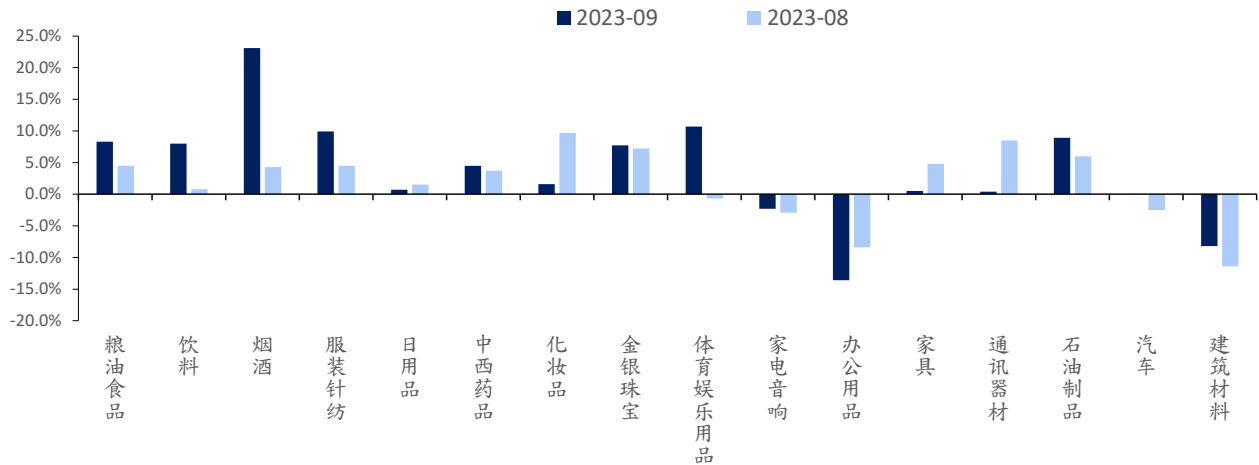
资料来源: Wind, 交银国际

图表 13: 商品零售及餐饮收入均有改善



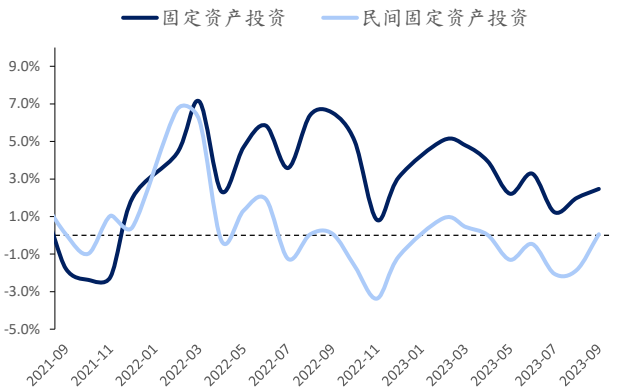
资料来源: Wind, 交银国际

图表 14: 中国各类别消费品同比增速



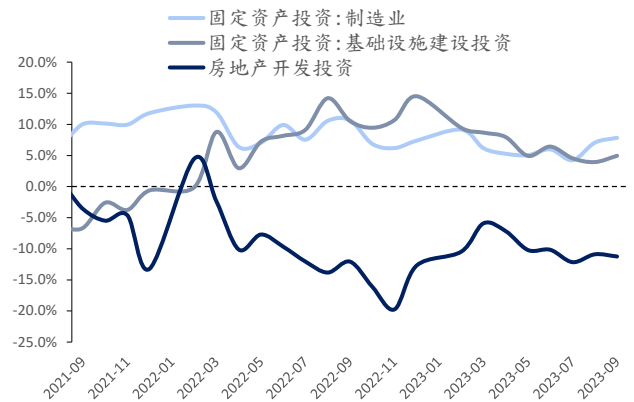
资料来源: Wind, 交银国际

图表 15: 中国固定资产投资稳健增长



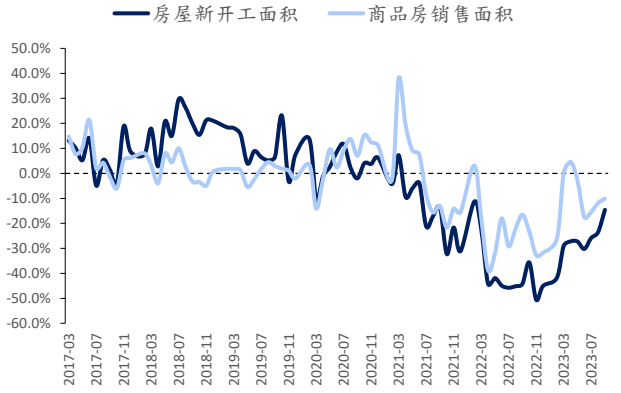
资料来源: Wind, 交银国际

图表 16: 制造业投资增速强劲，基建投资稳健



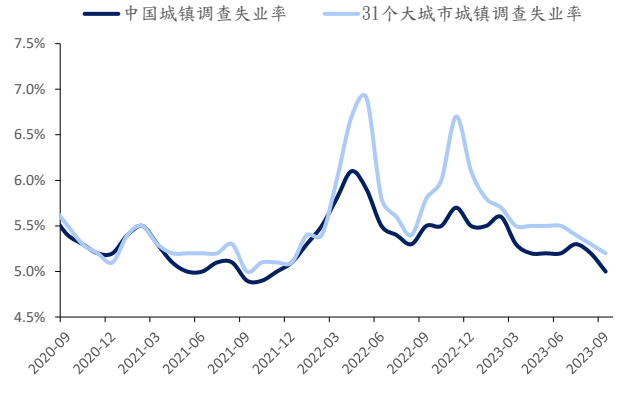
资料来源: Wind, 交银国际

图表 17: 地产新开工及销售均继续修复



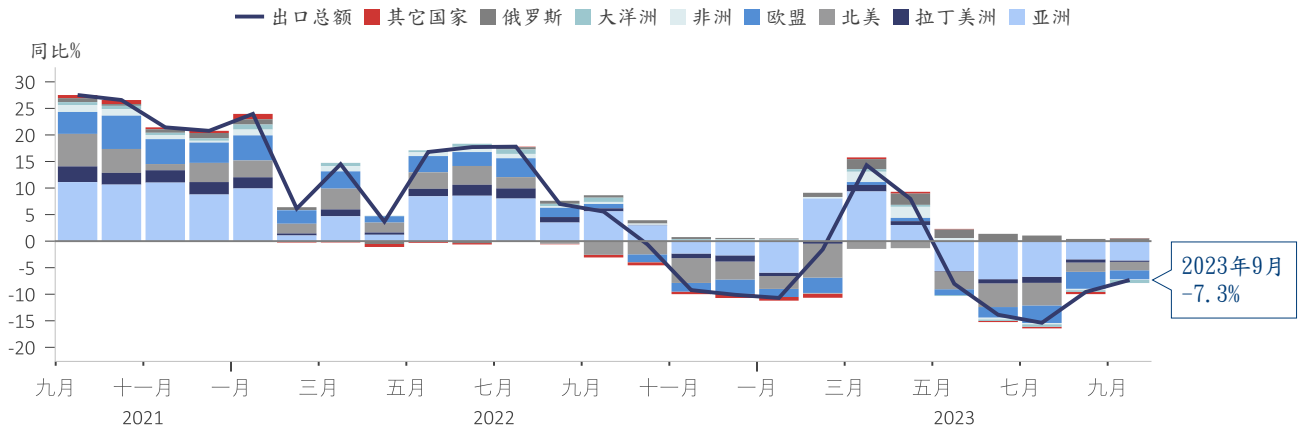
资料来源: Wind, 交银国际

图表 18: 失业率回落，就业形势持续好转



资料来源: Wind, 交银国际

图表 19: 海外主要经济体动能转弱趋势下，中国出口后续面临的压力仍大



资料来源: Wind, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年10月18日

全球宏观



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博森生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司及极兔速递环球有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。