

宏观动态报告

2023年10月18日

## 预期差的来源和可持续性

——2023年9月经济数据分析

### 核心内容：

三季度经济继续上行，三季度增长恢复好于二季度。第二产业增速有所回升，服务业上行，带动经济向常态回归。但在经济回归常态的路上，结构性改革也在冲击经济，使得经济上行的道路曲折。

3季度我国GDP增速4.9%，WIND一致预期4.5%，3季度经济增长高于市场预期，供需两方面均有积极因素。

从供给来看，3季度的出口增速持续好转，从而带动出口相关产业生产上行。房地产行业的下行对于生产的影响已经在2季度显现，3季度部分行业生产底部回升，这既有补库存的需求，也是对未来经济恢复的预期。从行业来看，出口产业和黑色产业生产居前，下游生产恢复稍弱。化学原料化学制品、电气机械及器材制造业生产、黑色和有色冶炼产业生产表现较好。

从需求端来看，3季度消费增速逐步上行，整体增速比2季度上台阶，虽然社会零售消费主要集中在必需品，对非必需品带动偏弱，但社会零售消费回升的态势不变。餐饮消费、暑期旅游和电影等服务消费在3季度也快速上行。

另一方面，政策层对于经济的支持在3季度增强。基建行业持续处于高位，建筑业PMI在9月份达到56.2%。制造业行业受到资金支持3季度重新走高，工业企业利润也在8月份重新上行。

房地产行业投资仍然在下跌，但是房地产积极信号闪现。9月当月商品房新开工和施工面积降幅收窄，竣工面积快速上行。商品房销售面积和销售额同样跌幅收窄。

3季度GDP恢复速度较快，这种趋势会持续至4季度。生产端来看，影响工业生产的出口继续回暖，拉低工业的房地产行业下行速度减缓，国内需求不断上行，工业生产增速在4季度继续走高。需求端来看，国内社会零售消费4季度继续回升，投资方面房地产投资持续下行的趋势有所缓解，基建投资和制造业投资处于高位，房地产下行减弱。

基于此，我们调高4季度的经济预期。预计4季度GDP环比增速超过3季度，回升至1.5%~1.6%，4季度GDP名义增速3.9%，实际增速在5.2%~5.4%之间，2023年全年GDP增速在5.2%~5.3%左右。

### 分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：(8610) 8092 7606

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

### 风险提示：

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

## 目 录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 一、经济回归常态，积极信号隐现 .....     | 3 |
| 二、消费：稳定回升态势不变 .....       | 4 |
| 三、 固定资产投资：制造业投资出现回升 ..... | 5 |
| （一）固定资产投资 .....           | 5 |
| （二）基础设施投资 .....           | 6 |
| （三）制造业投资反弹 .....          | 6 |
| 四、房地产行业积极信号出现 .....       | 7 |
| 五、出口拉动生产 .....            | 9 |

## 一、经济回归常态，积极信号隐现

2023年3季度经济增速总体上行，3季度的增长好于2季度。3季度第二产业增速有所回升，服务业上行，带动经济向常态回归。但在经济回归常态的路上，结构性改革也在冲击经济，使得经济上行的道路更为曲折。疫情后居民的收入增速仍然偏低，居民消费信心指数并未持续上行，所以经济回归的道路较为曲折。而房地产的结构性改革仍然没有结束，房地产的需求和供给两端均受到压制，影响了社会总需求。

3季度我国GDP增速4.9%，WIND一致预期4.5%，3季度经济增长高于市场预期，同时带动4季度经济预期上行。

从供给来看，3季度的出口增速持续好转，从而带动出口相关产业生产上行。房地产行业的下行对于生产的影响已经在2季度显现，3季度部分行业生产底部回升，这既有补库存的需求，也是对未来经济恢复的预期。同时国内需求不断上行也带动生产走高。

从需求端来看，3季度消费增速逐步上行，整体增速比2季度上台阶，虽然社会零售消费主要集中在必需品，对非必需品带动偏弱，但社会零售消费回升的态势不变。同时暑期旅游和电影等服务消费在3季度也快速上行。

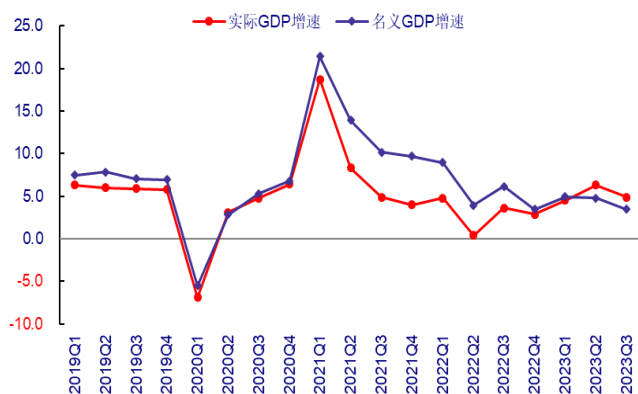
另一方面，政策层对于经济的支持在3季度增强。基建行业持续处于高位，建筑业PMI在9月份达到56.2%。制造业行业受到资金支持3季度重新走高，工业企业利润也在8月份重新上行。

3季度GDP恢复速度较快，这种趋势会持续至4季度。生产端来看，影响工业生产的出口继续回暖，拉低工业的房地产行业下行速度减缓，国内需求不断上行，工业生产增速在4季度继续走高。需求端来看，国内社会零售消费4季度继续回升，投资方面房地产投资持续下行的趋势有所缓解，基建投资和制造业投资保持平稳。

4季度预计GDP环比增速超过3季度，回升至1.5%~1.6%。由于2022年4季度基数水平较低，预计2023年4季度GDP名义增速3.9%，实际增速在5.2%~5.4%之间，2023年全年GDP增速在5.2%~5.3%左右。

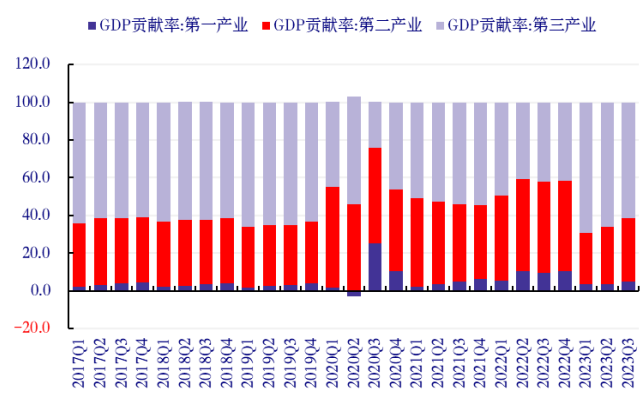
2023年3季度GDP增长319,992亿元，同比增长4.9%，名义增长3.5%。3季度三大产业贡献中，第二产业的贡献度上行3.6个百分点至33.7%，第三产业的贡献度回落，主要是房地产拉低了三产的贡献度。

图1：3季度GDP增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：三大产业对GDP的贡献（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、消费：稳定回升态势不变

2023年9月份社会零售总额 38,826 亿元，增长速度为 5.5%。1-9 月份社会零售总额增长 6.8%，去除汽车增长 7.0%。

9 月份全社会消费继续上行，消费上行是居民消费的自然回升，疫情后的影响消退虽然缓慢但是没有停止。9 月份消费环比增长 1,893 亿元，名义环比增速 5.0%，季调环比增加了 0.02%，说明 9 月份的消费上升符合季节性特征。

从消费类别来看，商品和餐饮消费继续上行，居民必需品消费走高。9 月份虽然暑期出行季结束，但居民外出餐饮热情不减，9 月份餐饮收入增长 13.8%，零售消费增长 4.6%。居民消费增长主要集中在必需品消费，9 月必需品消费增长 0.21 个百分点至 4.16%，非必需品消费下降 1.72 个百分点至 0.23%。

图 3：2022-2023 年 9 月平均消费增速 (%)

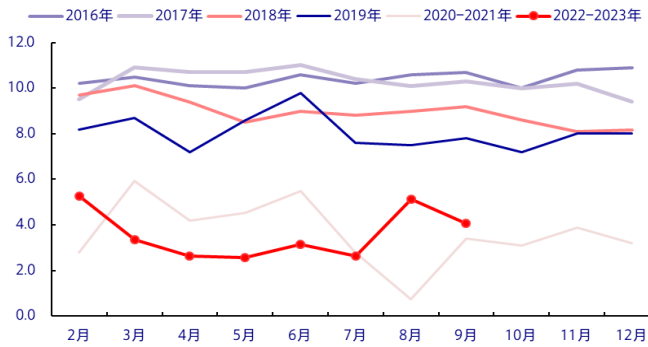
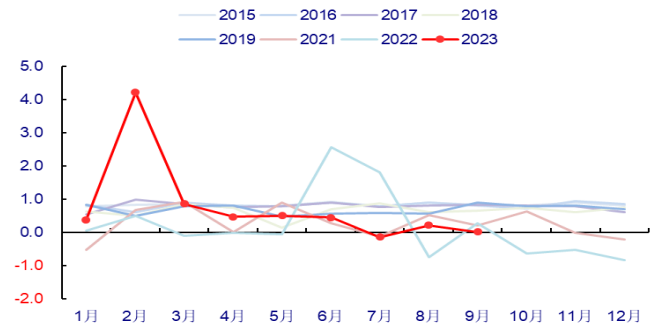


图 4：9 月份消费环比增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

这种趋势也可以从商品消费中得以体现。首先，9 月份居民服装鞋帽、石油制品和食品消费继续上行，金银珠宝和药品仅有小幅增长。其次，9 月汽车消费增长了 1.7 个百分点至 2.8%，9 月汽车日均销量达到 7.2 万辆，与去年基本持平，汽车消费保持相对强势。再次，房地产相关消费有所好转，家具消费仍然正增长，家用电器音像制品和建筑装潢材料下跌幅度收窄。最后，企业的景气度仍然需要等待，文化办公用品消费下行 5.3 个百分点至 -13.6%。

图 5：必需品和非必需品消费 (%)

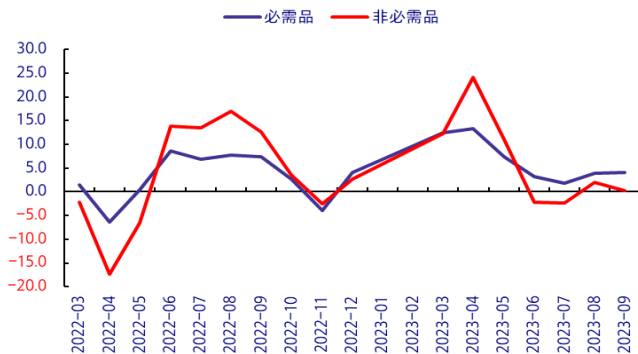
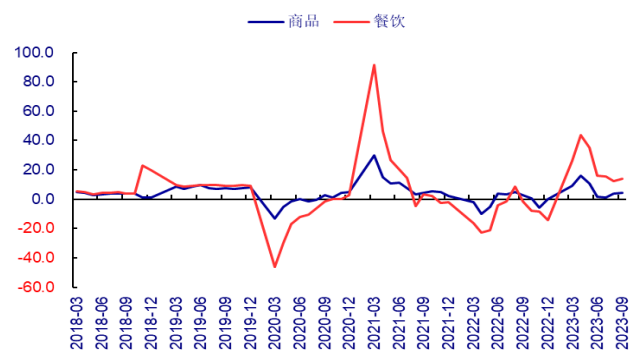


图 6：商品和餐饮消费增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

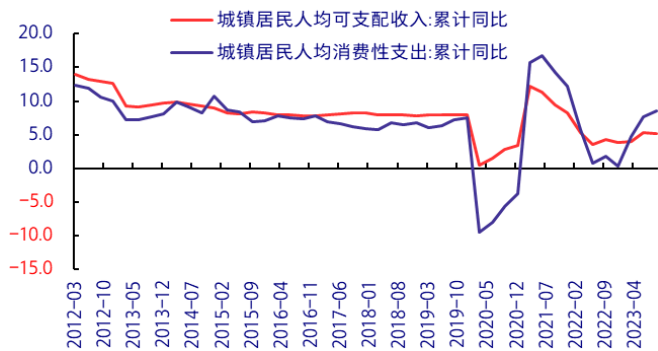
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

9 月份居民消费的平稳增长显示我国经济的恢复也是稳步的。城镇居民人均可支配收入的增长 9 月份下滑了 0.2 个百分点至 5.2%，但是平均支出上行 0.9 个百分点至 8.6%，这意味着居民在资金减少的过程中，优先满足了生活必需品消费，对于非必需品消费谨慎。从高频数据中可以看到，居民房地产消费在国庆期间下滑加大，居民对于最大额支出谨慎。9 月增速最快的行业集中在食品、衣着服饰、石油制品、金银珠宝和药品。

9 月总体来看消费增速稳定恢复，并且恢复速度快于 8 月份，居民消费在 3 季度连续恢复。从消费行业来看，居民除了必需品的消费，对于旅游餐饮消费表现更为热烈。汽车的消费与去年基本持平，也就意味着汽车消费的强势。大件商品消费仍然具有不稳定性，通讯器材的消费保持小幅增长，房地产相关消费仍然疲软。

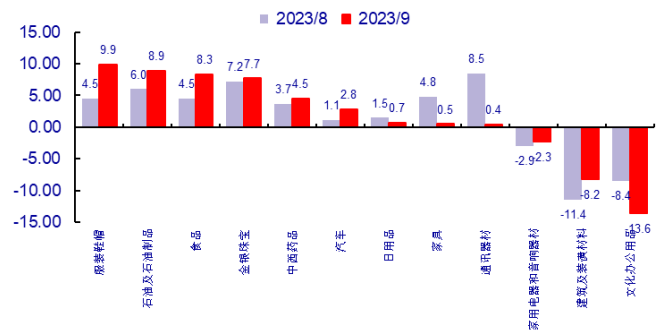
居民收入恢复速度仍然不及预期，但是 3 季度居民消费展现了稳定性。预计这种消费趋势会延续至 4 季度，4 季度消费增速回升至 7.6%，全年消费增速在 7.0% 左右。

图 7：必需品和非必需品消费（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：各行业消费增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 三、固定资产投资：制造业投资出现回升

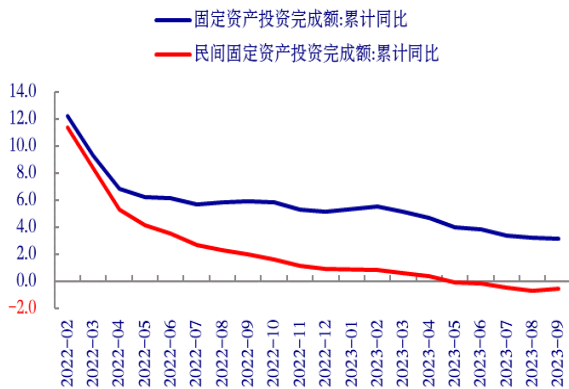
#### （一）固定资产投资

1-9 月固定资产投资额为 375,035 亿元，同比增长 3.1%（前值 3.2%），增速小幅回落。9 月份单月投资额增长 4.79 万亿，其中制造业投资增长 3.06 万亿，基建投资实现 1.74 万亿，房地产投资增加 1.03 万亿。

固定资产投资增速继续放缓，但是下滑速度减弱。固定资产投资环比增长 0.15 个百分点，环比增速连续两个月正增长，3 季度整体的投资好于 2 季度。9 月份民间固定资产投资下滑幅度减弱，增速为-0.6，比 8 月上行 0.1 个百分点，连续 11 个月的下行可能开始反转。

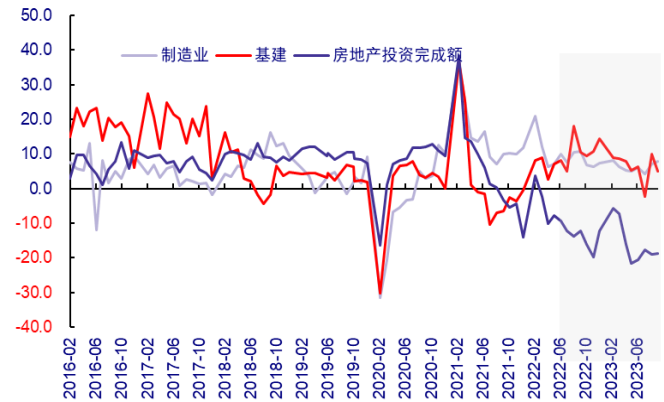
从行业来看，9 月份制造业投资超出预期，企业贷款增加后，制造业企业的资本开支继续上行。基建投资增长受到政府支出的影响，9 月份继续处于高位。房地产投资仍然低位运行，但是 9 月份下滑速度稍有减缓。

图 9：固定资产和民间固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：三大行业单月投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

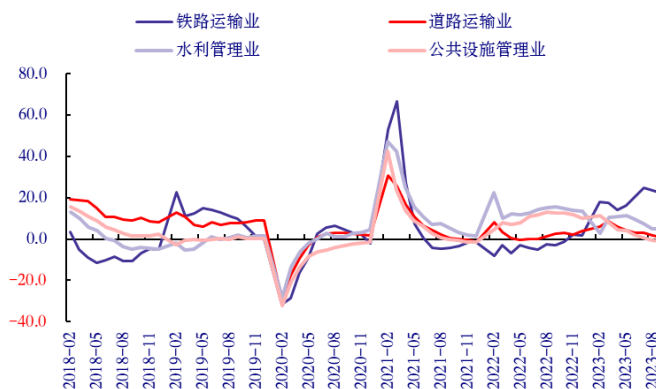
## （二）基础设施投资

1-9 月基础设施投资同比增长 6.2%（前值 6.4%），9 月单月基建投资增速 4.9%，比 8 月份下行 5.0 个百分点。

基建投资 9 月份单月虽然下行，但是整体基建投资仍然处于高位。政府融资在 8、9 月份处于高位，3 季度基建上资金的支持超过 2 季度。基建投资是稳增长的重要手段，预计更多项目会在 4 季度推出。

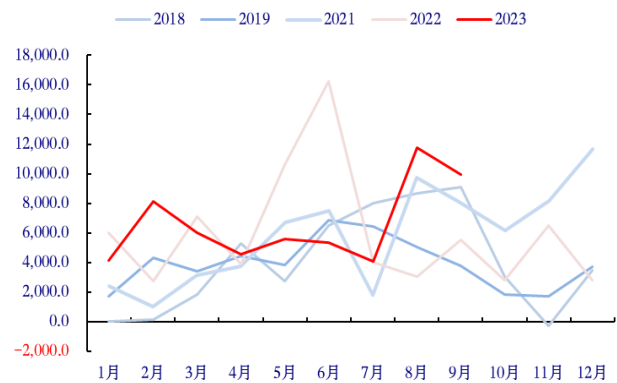
分行业看，基建施工现阶段集中在铁路和水利建设，道路项目和地方政府主导的公共设施业增速下滑。中央资金集中在铁路项目和大型项目，3 季度铁路施工持续高位，同比增长 22.1%。水利项目、道路运输、公共设施管理增速继续下行。

图 11：基础设施投资各行业增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：1-8 月份政府债券融资额度（亿）



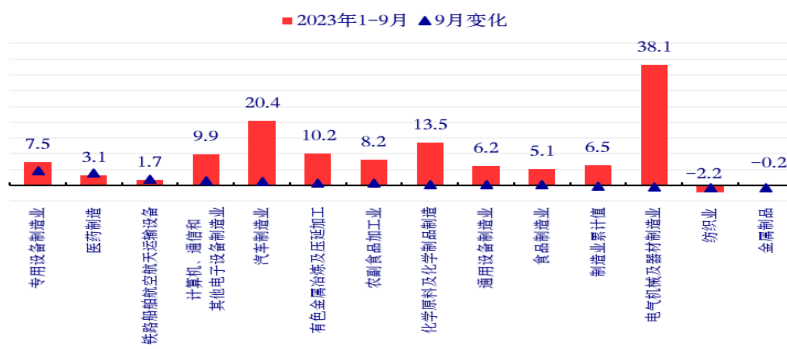
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （三）制造业投资反弹

1-9 月份制造业投资增速 6.2%，较上月回升 0.3%。制造业投资连续 3 个月上行，三季度制造业受到资金推动。

9月份高科技产业投资拉动了制造业投资增长。专用设备制造业投资本月上行4.7个百分点至7.5%，医药制造上行3.9个百分点至3.1%。出口产业制造业也有小幅回升，铁路船舶航空航天运输设备上行2.1%，计算机通讯电子设备投资上行1.4%，内外需同时拉动的汽车行业投资上行1.3个百分点至20.4%。前期投资较高的电气机械及器材制造业下滑了0.5个百分点至38.1%。下游的食品和农副食品加工业投资小幅增加，但是纺织业投资下行。

图 13: 制造业各行业累计投资增速 (%)



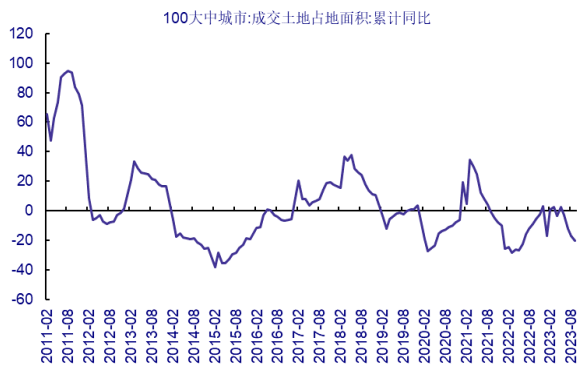
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 四、房地产行业积极信号出现

2023年1-9月份房地产投资额8.72万亿元，比去年同期下降了9.1%。房地产单月投资负增长19.67%，9月份房地产投资下滑幅度减弱。

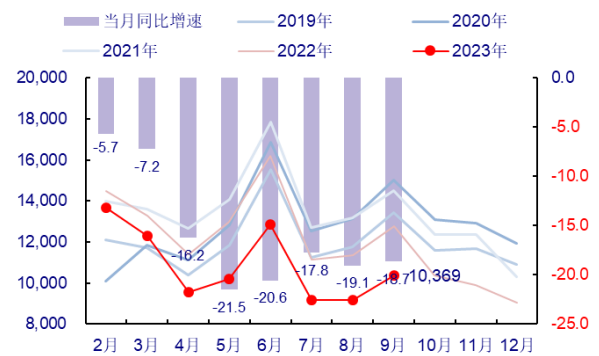
9月份房地产供给端和需求端政策在8月份陆续出台，从9月份房地产市场运行情况来看，部分指标有触底迹象。商品房新开工和施工面积快速回升，竣工继续大幅走高，房地产开发商到位资金虽然仍在下行，但是从国内金融机构得到的资金量上升。商品房销售仍然没有好转，但是其下滑速度有所收窄。商品房开工和销售面积的下滑速度同时收窄，使得4季度对房地产的预期稍有乐观。商品房新开工面积和商品房销售面积可能均稳定在10亿平方米左右，房地产投资约11万亿左右，投资增速下滑至-10%左右。

图 14: 100大中城市土地成交面积 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 1-9月份房地产投资额 (亿元)

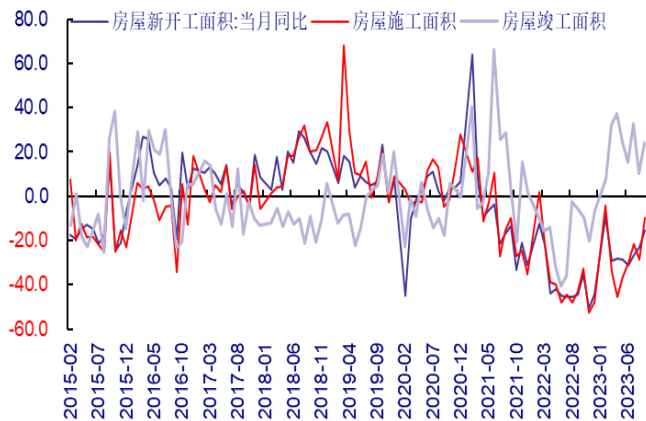


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从生产端来看，新屋开工和施工底部反弹，竣工增速继续回升。9月份，新增房地产新开工面积8231万平方米，比去年同期的9705万平方米下滑15.2%；施工面积比去年同期回落9.7%至9272万平方米。竣工面积4978万平方米，上行23.9%（前值10.1%）。9月房地产支持政策继续见效，三季度以来房地产新开工和施工面积持续回升，9月份增速加快。从竣工来看，保交楼政策支持的效果仍在。从土地流转来看，9月份100大中城市土地成交面积增速同比下降4.5%，综合来看开发商拿地意愿低迷。

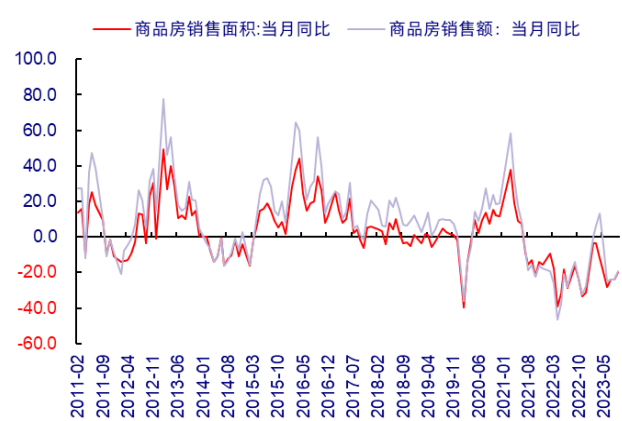
从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度减弱。9月份单月商品房销售面积-19.76%（前值-23.96%），降幅收窄；商品房销售额增速下行19.2%（前值-23.7%）。高频数据上，30城成交面积也显示商品房销售低迷，需求端的政策效果仍然有待发酵。

图 16：房屋开工回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17：9月商品房销售面积和销售额（%）

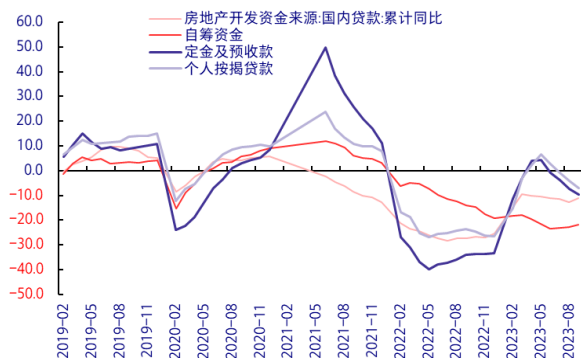


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

房地产行业开发资金来源累计同比降幅继续扩大，本月录得-13.5%（前值-12.9%）。但是来自国内贷款和企业自筹资金增速上行、订金及预收款和个人按揭贷款降幅扩大。国内金融市场以及政策环境对房地产开发商有所好转，但是市场销售仍然低迷，需要时间恢复。

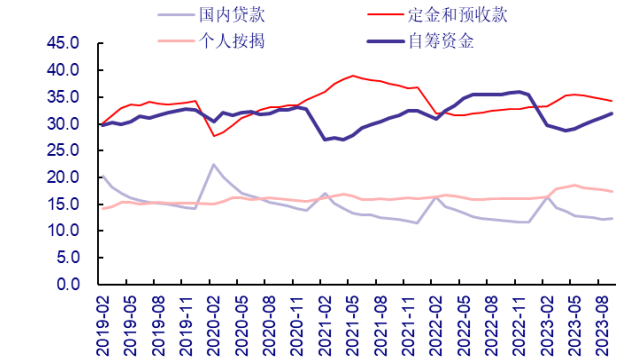
房地产行业压力仍然较大，房地产行业仍然在出清过程中，地产政策对销售有滞后效应。8月后有关房地产的政策密集出台，包括证监会放开房企融资限制，“认房不认贷”、降低首付以及短端LPR降低和存量LPR下调等，9月份房地产市场部分指标有触底迹象，但是仍然需要继续观察。

图 18：房地产到位资金增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：房地产资金来源占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院



## 五、出口拉动生产

2023年9月份规模以上工业增加值同比增长4.5%，与上月持平。工业增加值9月环比增长3.6%。其中采矿业增速回落，制造业稍有下行，水电燃气上升。

我国生产9月份表现较好，工业增加值同比增长4.5%，考虑到基数原因，9月份生产恢复较为顺利。9月PMI先行指数也显示出生产的上行，生产秋高峰已经到来。

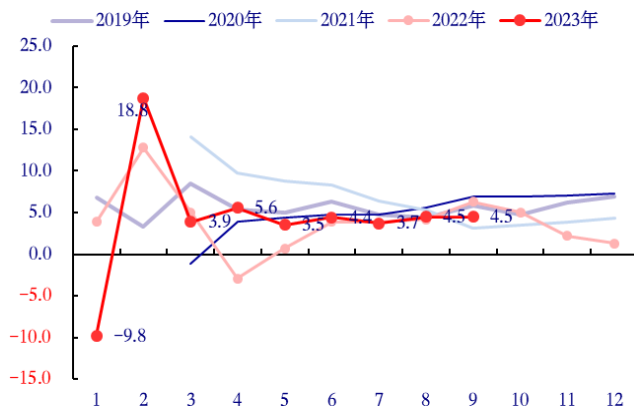
我国工业生产从大类行业来看：（1）采矿业生产小幅回落，主要是受到基数影响；其中煤炭的生产增速1.4%，临近取暖季，煤炭生产景气度上行；（2）主要行业生产回落；16个制造业行业中，有14个行业生产回升，2个行业生产下行。化学原料、电气机械及器材、黑色金属冶炼、汽车制造业生产增速居前。

从行业来看，出口产业和黑色产业链生产位居前列，下游生产恢复速度偏弱。化学原料化学制品、电气机械及器材制造业生产增速仍然较高，建筑相关的黑色和有色冶炼产业生产也位居前列，汽车制造业生产增速达到9.0%。下游消费相关的农副产品加工业、纺织业、医药制造业生产较弱。

三季度我国工业生产好于二季度，受益于出口下行速度减缓的影响，相关出口行业生产上行。国内需求方面缓慢回升，房地产竣工继续上行，带动相关产品生产回暖。四季度海外需求旺季，我国汇率低位有利于我国出口的回升。同时房地产市场下跌幅度收窄，房地产未来可能止跌，利好未来生产。

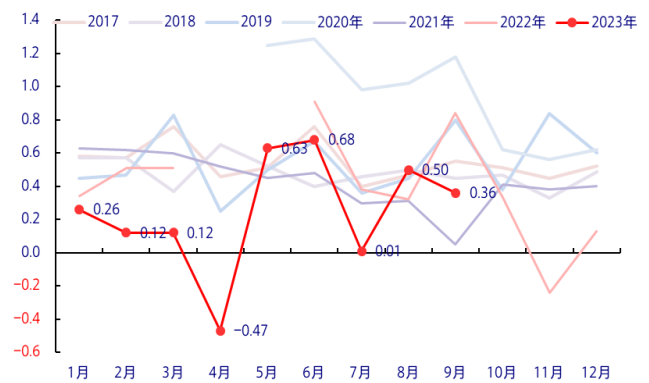
预计四季度生产小幅上行，房地产和出口带动生产继续回暖，四季度工业增加增速预计在4.7%左右，全年在4.1%左右。

图 20：工业增加同比增速（%）



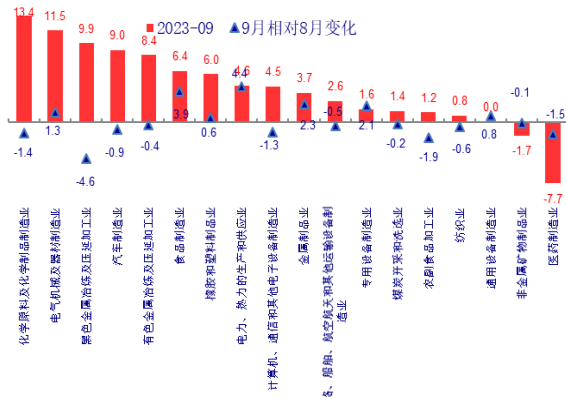
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 21：工业增加值环比增速（%）



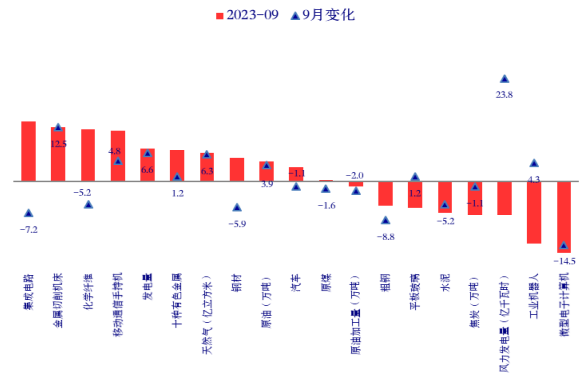
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 22: 9 月各行业生产变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23: 工业品产量变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1: 3 季度 GDP 增速 (%)           | 3  |
| 图 2: 三大产业对 GDP 的贡献 (%)         | 3  |
| 图 3: 2022-2023 年 9 月平均消费增速 (%) | 4  |
| 图 4: 9 月份消费环比增速 (%)            | 4  |
| 图 5: 必需品和非必需品消费 (%)            | 4  |
| 图 6: 商品和餐饮消费增速 (%)             | 4  |
| 图 7: 必需品和非必需品消费 (%)            | 5  |
| 图 8: 各行业消费增速 (%)               | 5  |
| 图 9: 固定资产和民间固定资产投资增速 (%)       | 6  |
| 图 10: 三大行业单月投资增速 (%)           | 6  |
| 图 11: 基础设施投资各行业增速 (%)          | 6  |
| 图 12: 1-8 月份政府债券融资额度 (亿)       | 6  |
| 图 13: 制造业各行业累计投资增速 (%)         | 7  |
| 图 14: 100 大中城市土地成交面积 (%)       | 7  |
| 图 15: 1-9 月份房地产投资额 (亿元)        | 7  |
| 图 16: 房屋开工回升 (%)               | 8  |
| 图 17: 9 月商品房销售面积和销售额 (%)       | 8  |
| 图 18: 房地产到位资金增速 (%)            | 8  |
| 图 19: 房地产资金来源占比 (%)            | 8  |
| 图 20: 工业增加同比增速 (%)             | 9  |
| 图 21: 工业增加值环比增速 (%)            | 9  |
| 图 22: 9 月各行业生产变化 (%)           | 10 |
| 图 23: 工业品产量变化 (%)              | 10 |

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊：**中国银河证券首席经济学家。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015 至 2017 年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018 至 2022 年招商证券宏观分析师；2022 年 11 月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010 年 11 月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014 年获得第 13 届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016 年获得第 14、15 届“远见杯”中国经济预测第二名。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)