

宏观动态跟踪报告

四问三季度中国经济

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- **1、三季度 GDP 增速为何超预期？** 2023 年三季度中国实际 GDP 增长 4.9%，超出市场此前预期的 4.5%，为全年实现 5%左右的增速目标提供有力支持。据国家统计局初步测算，四季度只要增长 4.4%以上，就可以保障完成全年 5%左右的预期目标。从环比增速看，**三季度经济增长动能提升幅度较大**，这与市场体感和其他口径数据存在一定差异，我们对此有以下理解：**第一**，GDP 中的消费支出增速强于社会消费品零售总额，二者的差异或因服务消费和政府消费表现较强。**第二**，第二产业 GDP 表现强于规模以上工业增加值，二者的差异或因建筑施工加速。**第三**，GDP 中建筑业较快增长的同时，固定资产投资增速却在回落，二者的差异在于价格和核算方式的不同。**第四**，GDP 平减指数处于负值区间，量与价的背离使市场感知更“冷”。上市公司业绩和工业企业利润指标都是名义值，其波动更接近于名义 GDP 增速，而非实际 GDP 增速。中国经济增长的后劲如何？我们将从三大需求出发做进一步分析。
- **2、如何看待消费复苏的后劲？** 三季度居民收入增速随经济和就业复苏继续改善，居民消费倾向回升。外出务工农民工就业形势改善，带动农村居民工资性收入及边际消费倾向同比提升。而城镇居民消费支出的改善幅度相对较慢，或因其面临更大的债务偿还压力。不过，存量房贷政策 9 月底以来正加速落地，将有助于缓解居民的债务偿还压力，继而助力消费的进一步复苏。我们预计，2023 年全年社零增速有望落在 7%-8%的区间，较前三季度 6.8%的增速更进一步。
- **3、如何看待投资增长的前景？** 8、9 月份投资增速持续回升，**基建和制造业是重要抓手**。财政稳增长力度加大，助力基建投资提速。制造业投资呈现韧性，主要得益于装备制造业的高景气，前 8 个月对制造业投资的贡献率高达 92.6%。然而，**固定资产投资在结构上仍有两大短板**：**一是**，民间投资承压，已连续 5 个月同比负增长，在总体固定资产投资中的占比降至 2011 年以来低点。结合金融数据看，企业现金流状况总体不佳，作为薄弱环节的民营企业或承受更大压力。**二是**，房地产投资增速持续磨底。9 月商品房销售和新开工增速提升，但房地产行业走向趋势性恢复尚存阻碍。1) 房地产销售以二手房为更强，房地产库存仍在积累，使销售对新开工的带动作用弱于以往。2) 房地产开发资金来源虽有边际改善，但内生造血能力仍显不足，恢复基础并不牢固。
- **4、如何看待外贸和外资形势？** 8、9 月份以美元计的中国出口金额、工业企业出口交货值跌幅均有收窄。拆分来看，当前中国出口复苏既受汽车等“新三样”的强劲带动，又得益于消费电子和纺织服装等传统产品的恢复，“一带一路”朋友圈范围的扩大亦有提振。**我们预计，四季度出口有望继续恢复，全年同比增速或在 -3%到 -4%**。不过，当前外资信心依然呈现低迷态势，“稳外贸”和“稳外资”还有待政策发力。

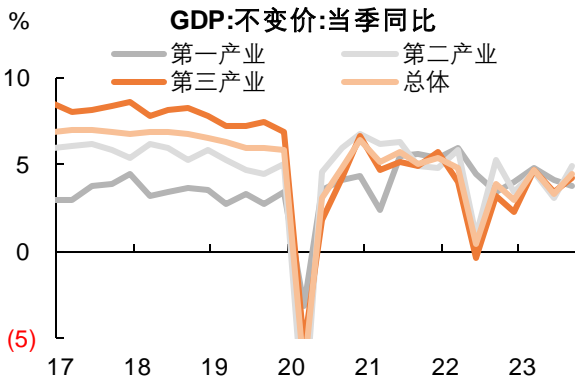
一、三季度 GDP 增速为何超预期？

今年前三季度 GDP 较快增长，为全年实现 5%左右的增速目标提供有力支持。2023 年三季度，中国实际 GDP 增长 4.9%，明显超出市场此前预期的 4.5%，前三季度中国 GDP 交出 5.2%成绩单。据国家统计局初步测算，四季度只要增长 4.4%以上，就可以保障完成全年 5%左右的预期目标。从支出法来看，消费对经济增长的贡献率尤其突出。2023 年三季度，最终消费支出对经济增长贡献率提升至 94.8%，资本形成总额、货物和服务净出口对经济增长的贡献率分别为 22.3%和 -17.1%。从生产法来看，二三产业的贡献率均有提升。2023 年三季度第二产业和第三产业的 GDP 增速分别为 4.6%和 5.2%，对经济增长的贡献率均向疫情前水平回归。

以环比增速看，2023 年三季度，GDP 总量、第二产业 GDP、第三产业 GDP 环比增速均明显高于 2015-2019 年同期，这预示着中国经济增长动能边际提升幅度较大，这与市场体感和其他口径数据存在一定差异。我们对此有以下理解：

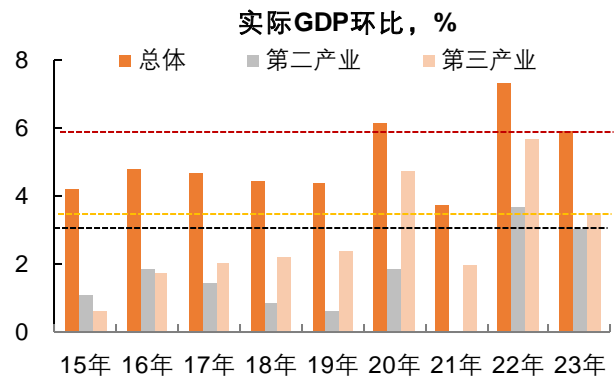
- **第一，GDP 中的消费支出增速强于社会消费品零售总额，二者的差异或因服务消费和政府消费表现较强。**我们依据 2022 年最终消费支出的占比、2023 年三季度消费对 GDP 增速的拉动值大致估算，三季度 GDP 中的最终消费支出增速在 8.6%附近。而 2023 年三季度社会消费品零售总额增速为 4.2%，其中商品消费增速约 3.1%，餐饮消费增速 14%。一方面，三季度暑期服务消费表现亮眼，在社零增速中未能充分体现。今年前三季度，社会消费品零售总额中商品消费占比近 9 成，对服务消费的统计仅限于餐饮收入。GDP 对居民消费的核算依托于城乡一体化住户调查，其中商品消费的占比约 6 成，服务消费占比近 4 成。另一方面，公共消费力度或继续提升，对 GDP 中的消费增速也有提振。2022 年，政府消费在最终消费支出中的占比达到 3 成。今年以来财政支出端更加侧重民生保障，前 8 个月一般公共财政投向民生支出的累计同比增速为 6.2%，远高于 3.8%的总体增速。
- **第二，第二产业 GDP 表现强于规模以上工业增加值，二者的差异或因建筑施工加速。**我们依据工业增加值定基指数测算，2023 年三季度规模以上工业生产增速在 4.2%，这较第二产业总体增速低 0.4 个百分点。从历史数据看，GDP 生产法核算的工业增速与规模以上工业增加值增速基本一致。以 2022 年全年的数据看，第二产业中工业占比约 8 成，建筑业占比约 2 成，可推断三季度建筑业实际 GDP 增速（暂未公布）应在 6%以上。
- **第三，GDP 中建筑业较快增长的同时，固定资产投资增速却在回落，二者的差异在于价格和核算方式的不同。**2023 年三季度固定资产投资完成额为 1.9%，低于第二季度的 3.1%。其中，地产和基建投资是建筑安装工程的主要影响因素，三季度合计增速为-0.6%，低于第二季度的 2.2%。固定资产投资完成额与建筑业 GDP 主要差异在两方面：一方面，固定资产投资完成额为名义值，工业品价格下跌会拖累其增速水平，却不会影响建筑业的产值。据国家统计局解读，2023 年前三季度固定资产投资同比增长 3.1%，扣除价格因素影响同比增长 6.0%，意味着价格拖累约 2.9 个百分点。另一方面，GDP 对于投资的核算侧重于实物工作量，而固定资产投资完成额统计方法为财务支出法。因此，账面结存资金较快使用，实物工作量形成提速，也会使 GDP 生产法核算的建筑业、GDP 支出法核算的资本形成总额表现强于固定资产投资完成额。
- **第四，GDP 平减指数处于负值区间，量与价的背离使市场感知更“冷”。**今年三季度 GDP 平减指数延续负增长，拖累名义 GDP 增速降至 4%。拆分来看：1) 第二产业平减指数为-3.3%，是 GDP 平减指数负增长的主要拖累；其与 PPI 走势基本一致，边际上看三季度跌幅略收窄。2) 第一产业平减指数为-2.85%，较二季度显著下滑，进一步拉低了物价水平，也体现为食品价格对 CPI 增速的拖累较大。3) 第三产业平减指数为 1.35%，对 GDP 平减指数的支撑较二季度减弱。在经济复苏过程中，“价”通常会略滞后于“量”的回升，却会影响企业盈利和信心的修复：一方面，上市公司业绩和工业企业利润指标都是名义值，其波动更接近于名义 GDP 增速，而非实际 GDP 增速。另一方面，价格低迷还使得企业所承担的实际利率水平高企，不利于投资信心的修复。

图表1 2023年三季度二三产业GDP两年平均增速提升



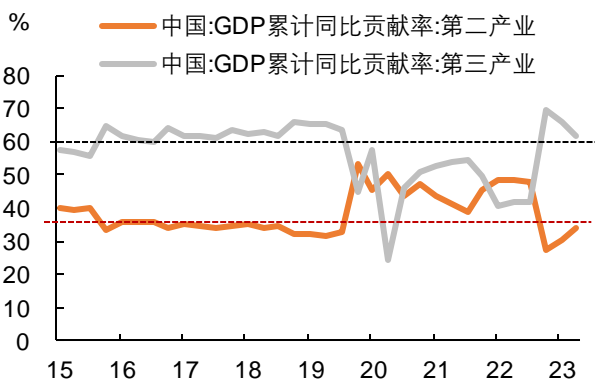
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021年、2023年数据均为两年复合增速

图表2 三季度GDP环比增速高于2015-2019年同期



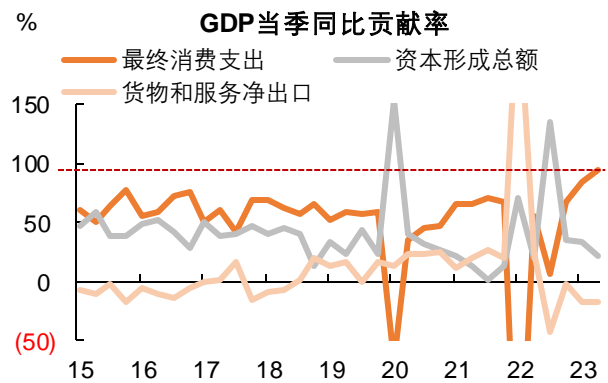
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 二三产业对GDP累计同比的贡献率向疫情前回归



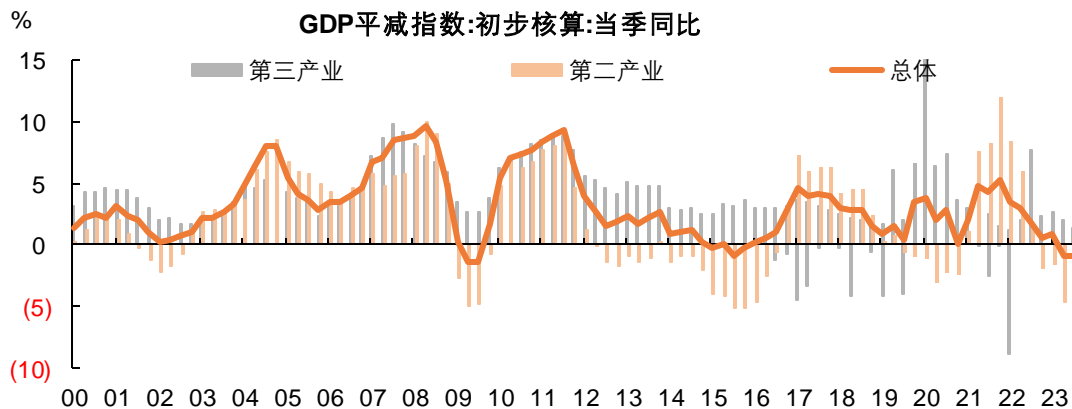
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 消费对三季度GDP同比增速的贡献率为94.8%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 三季度GDP平减指数低迷, 第二产业拖累较大

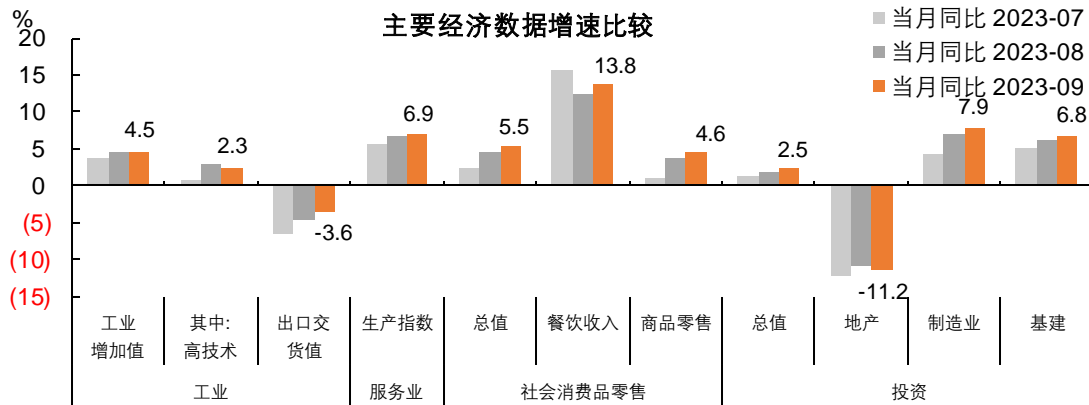


资料来源: wind, 平安证券研究所

从月度主要经济增长指标看，8、9月份“三驾马车”均有改善。消费边际复苏势头较好，9月份社零同比增速进一步提升至5.5%；投资增速边际提升，9月固定资产投资增速较7月高1.3个百分点至2.5%；出口跌幅逐步收窄，规模以上工业企业出口交货值增速也有回升。

那么，中国经济增长的后劲如何？我们将从三大需求出发做进一步分析。

图表6 中国经济增长主要指标



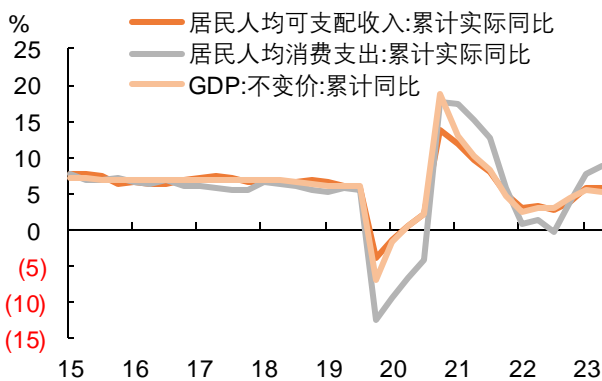
资料来源: wind, 平安证券研究所

二、如何看待消费复苏的后劲？

今年三季度居民收入增速随经济和就业复苏继续改善，且居民消费倾向回升。今年二、三季度全国居民人均可支配收入的实际同比增速持续提升，前三季度累计增速为5.9%，较实际GDP增速高0.7个百分点。居民消费增长的动能得到明显加强；前三季度全国人均消费支出的实际同比较二季度提升1.2个百分点至8.8%。居民消费比收入增长展现出更大弹性；全国居民人均消费支出占人均可支配收入的66.43%，这一比值虽仍不及疫情前的2019年，但已高于2021年同期，居民消费倾向的改善较强。

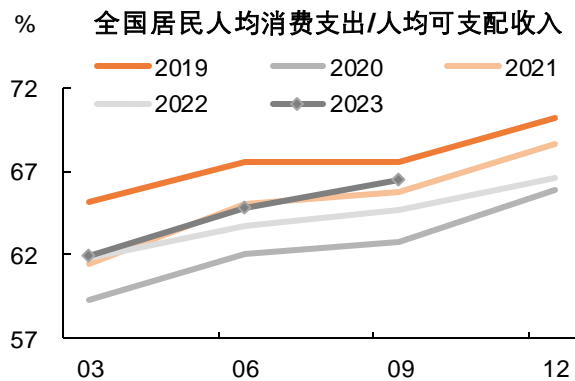
特别是，外出务工农民工就业形势改善，带动农村居民工资性收入及边际消费倾向同比提升。三季度外出就业农民工数量同比增速达2.8%，且外来农业户籍人口调查失业率下降0.4个百分点至4.6%。前三季度农村居民消费支出增速升至9.3%，较居民总体支出增速高0.5个百分点。

图表7 三季度居民收入与支出进一步改善



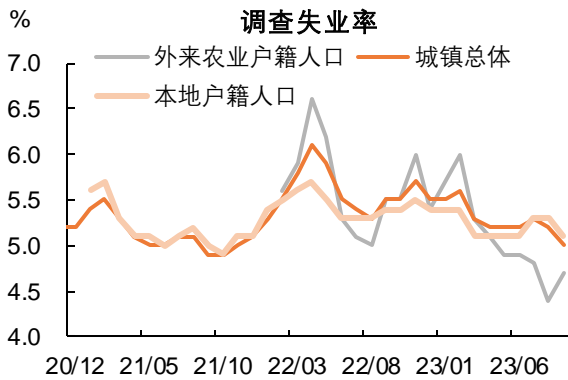
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 三季度居民消费倾向明显提升



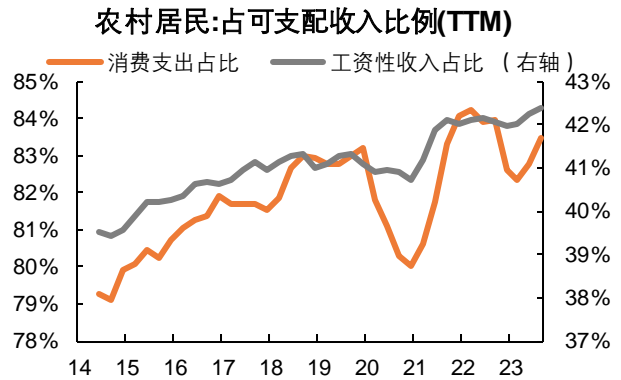
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 三季度外来农业户籍人口调查失业率低于总体



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 农村居民工资性收入占比和消费倾向同步提升



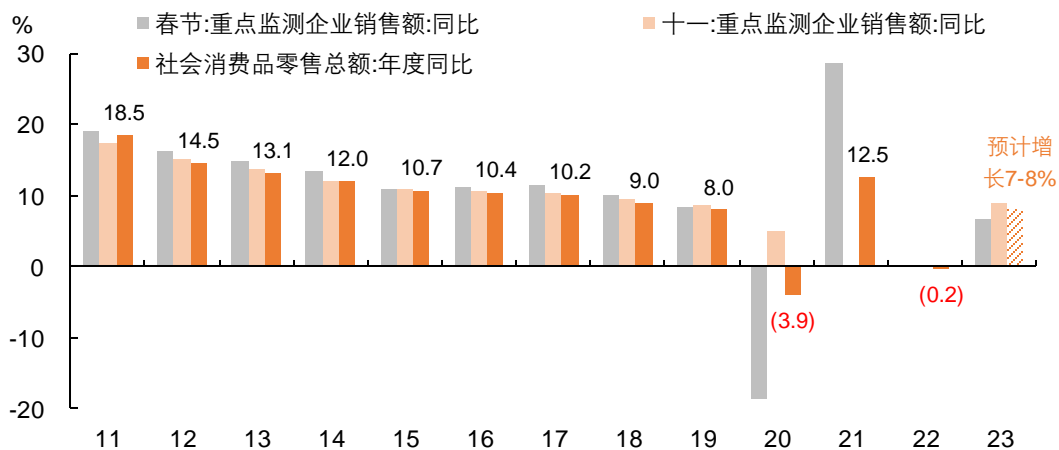
资料来源: Wind, 平安证券研究所

城镇居民消费支出改善幅度相对较慢, 或因其面临更大的债务偿还压力。我们测算, 2022 年我国居民还本付息规模达 12.2 万亿, 居民还本付息约占同期可支配总收入的 17.3%。2015 年至 2022 年间, 我国居民平均消费倾向(人均消费占人均可支配收入的比例)下滑 5.3 个百分点, 其中城镇居民平均消费倾向下滑 7.6 个百分点, 农村居民平均消费倾向提升 2.7 个百分点; 同期住户部门还本付息占可支配收入的比例提升了 7.5 个百分点。考虑到城镇居民是贷款“加杠杆”的主体, 还本付息压力加大挤压了城镇居民收入中可用于消费的部分, 基本可以解释其平均消费倾向的下滑。

不过, 9 月底以来存量房贷政策正加速落地, 将有助于缓解居民的债务偿还压力, 继而助力消费的进一步复苏。以央行三季度金融统计数据新闻发布会的数据估算, 存量房贷降息每年可为居民部门节约利息支出 1600 亿元以上。

从中秋国庆假期期间的消费数据看, 居民商品消费, 尤其是地产后周期大件耐用品消费有进一步改善的迹象。2011 年以来, 社会消费品零售总额的年度增速与春节、国庆黄金周的重点监测企业销售额增速变化接近, 或因假日期间消费需求得以集中释放, 各项数据更能折射出真实消费能力。2023 年春节黄金周、国庆黄金周重点监测企业销售额分别增长 6.8%、9%, 以此推断, 2023 年全年社零增速有望落在 7%-8% 的区间, 较前三季度 6.8% 的增速更进一步。

图表11 以重点监测商贸流通企业销售额推算, 2023 年社零增速或在 7-8%

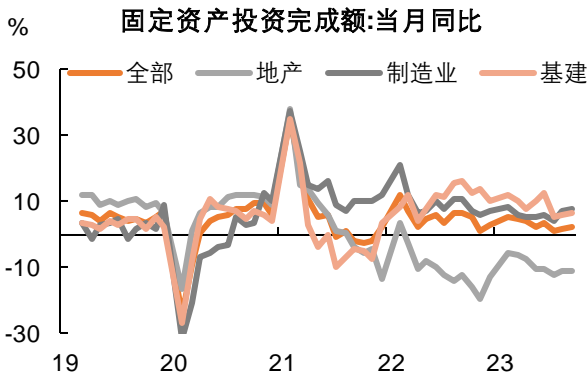


资料来源: 商务部, Wind, 平安证券研究所

三、如何看待投资增长的前景?

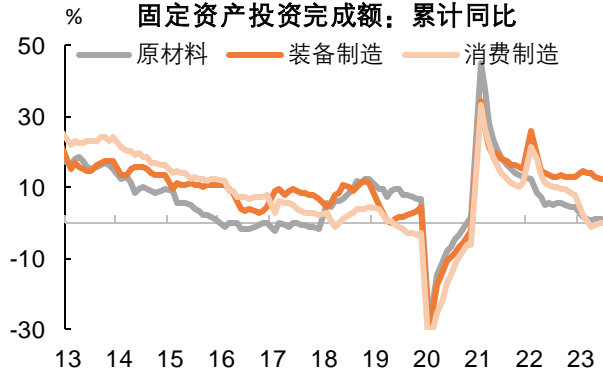
固定资产投资增速在7月触底，8、9月份持续回升，基建和制造业投资是其中的重要抓手。1) 基建投资提速得益于财政稳增长力度加大。8、9月份地方政府专项债加速发行，公共财政预算内资金对基建的支持力度也有增强，助力基建投资增速在高基数下呈现恢复。2) 制造业投资呈现韧性，主要得益于装备制造业的高景气。因9月分项数据尚未完全公布，我们姑且以前8个月分行业的投资数据加权看，装备制造业投资增速高达12.3%，高于同期6.2%的工业增加值增速，对制造业投资的贡献率高达92.6%。

图表12 8至9月基建和制造业投资增速提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 前8个月装备制造业投资较快增长



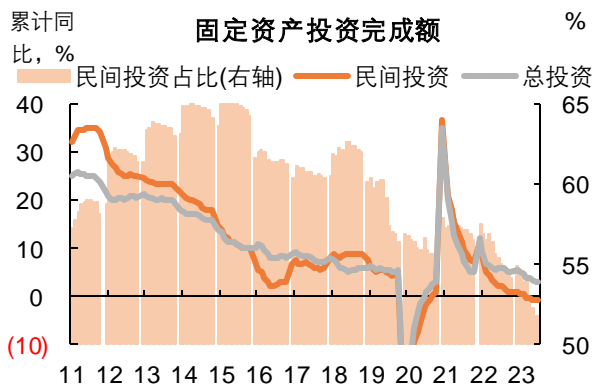
资料来源: wind, 平安证券研究所

然而，固定资产投资在结构上仍有两大短板：

一是，民间投资增速承压。2023年前9个月民间投资累计同比增速为-0.6%，已连续5个月负增长。前9个月民间投资在总体固定资产投资中的占比降至51.57%，是2011年以来的最低值。不过，今年1-8月民间投资在制造业投资中的占比达到93.9%，比疫情前的2019年高6.4个百分点，可见民营企业信心恢复对制造业投资高质量发展的重要意义。

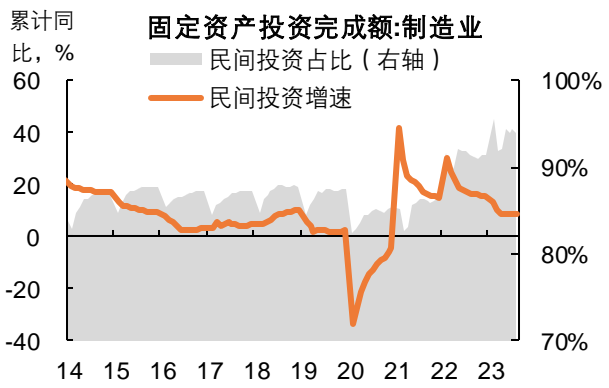
从金融数据看，9月企业直接融资表现低迷，企业存款增量系2015年以来同期新低，企业中长期信贷继续回落，企业现金流依然承压，作为薄弱环节的民营企业或承受更大压力。

图表14 前9个月民间投资占比降至2011年以来最低点



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表15 前8个月民间投资在制造业中的占比远超疫情前



资料来源: wind, 平安证券研究所

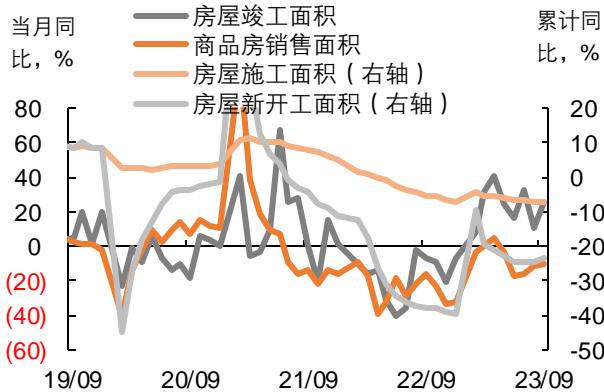
二是，房地产投资增速持续磨底。房地产投资增速9月同比增速为-11.2%，较8月略微走阔，近5个月单月增速均在-10%左右低位徘徊。9月的积极因素在于商品房销售进一步修复。9月全国商品房销售面积同比继续收缩10.1%，跌幅较上月收窄1.8个百分点。8月底以来房地产销售端加快调整，一线及核心二线城市限购政策放松，政策效果进一步显现。据国家统

计局新闻发布会,9月份70个大中城市商品住宅交易量的数据,新房和二手房合计数据在9月份当月转正,环比增长2.8%,从4月份以来,在连续5个月下降后首次转正。与此同时,新开工面积跌幅收窄,前9个月新开工面积累计同比跌幅较上月收窄1个百分点,至-23.4%。

当前看,房地产行业走向趋势性恢复尚存阻碍:1) 房地产销售以二手房为更强,房地产库存仍在积累,或使销售对新开工的带动作用弱于以往。1-9月住宅商品房待售面积累计同比增速为19.7%，“限购限售”政策松动后多地二手房挂牌量随成交量激增,客观上也限制了新房去化的速度、削弱了销售回温对房企现金流的带动效应。从高频数据看,9月以来,我们统计的样本城市二手房日均销售面积更快恢复,截止10月第二周已高于去年同期,而新房日均销售面积仍远弱于去年同期。

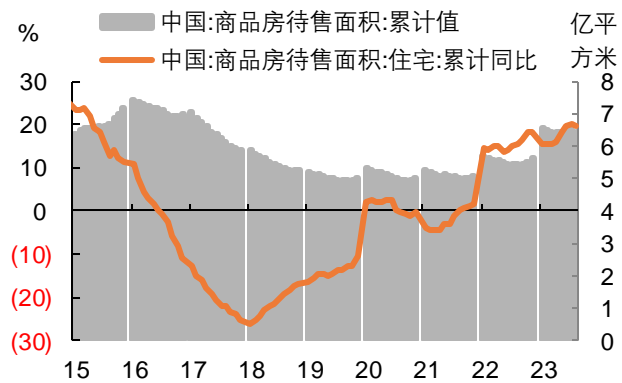
2) 房地产开发资金来源虽有边际改善,但其恢复基础并不牢固。一是,国内贷款改善较强,其中可能存在政策性因素的驱动。9月房地产开发资金来源当月同比跌幅明显收窄,其中国内贷款单月同比增速自上月的-24.9%升至3.5%,提升最为显著。二是,销售内生造血能力不足,源自地产销售的按揭贷款、定金预收款9月增速分别为-26.9%、-25.6%,仍然低迷。三是,市场化融资规模低迷,民企与国企分化明显。据中指研究院监测,2023年9月房地产行业信用债融资179.0亿元,同比大幅下降53.8%,环比下降61.4%。境内发债的企业主要是华发、金融街、金隅等国企央企;民营和混合所有制房企中,9月仅有卓越商管1家企业成功完成10亿元信用债发行。

图表16 房地产销售和开工增速持续修复



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表17 9月商品房待售面积增速为19.7%



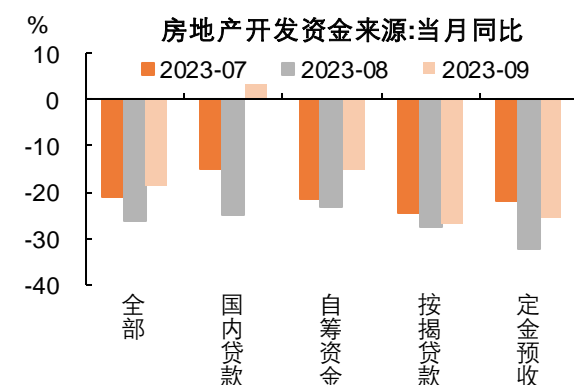
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表18 房地产企业信用债发行统计(亿元)

时间	混合所有制企业	民营企业	非央企国企合计
2022年11月		28	28.0
2022年12月	57	96.3	153.3
2023年1月		44	44.0
2023年2月		4	4.0
2023年3月	10	27	37.0
2023年4月	35	18	53.0
2023年5月	35	25	60.0
2023年6月	20	17	37
2023年7月	55	30.5	85.5
2023年8月	20	57.2	77.2
2023年9月		10	10

资料来源: 中指数据, 平安证券研究所

图表19 9月房地产开发资金来源中,国内贷款改善显著



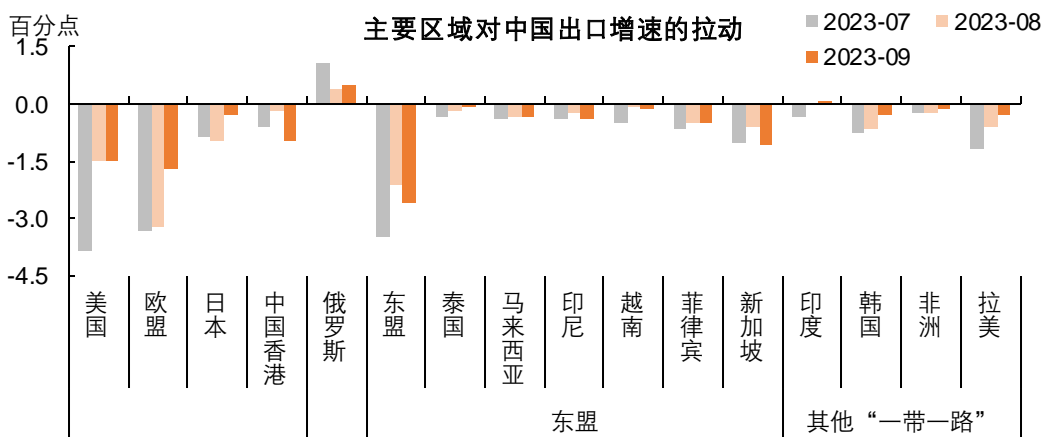
资料来源: wind, 平安证券研究所

四、如何看待外贸和外资形势?

今年 8、9 月份外需迎来改善，工业企业出口交货值、以美元计的中国出口同比增速跌幅均有收窄。出口的环比表现同样较强，以美元计价的中国出口环比增速 8 月由负转正，9 月环比涨幅扩大至历史同期高点。**1) 分产品看**，竞争优势突出的汽车出口表现仍亮眼，传统机电产品的出口随全球消费电子需求恢复逐步企稳，纺织品订单在中国产业链供应链修复后也有所回流。**2) 拆分数量和价格**，出口数量的带动突出。中国出口数量的同比增速 8 月由负转正、9 月份回升至 7.9%；以美元计价的中国出口价格同比趋稳，拖累也未加大。**3) 分国别看**，8、9 月份我国对美、欧、日、韩等发达区域出口的跌幅明显收窄，对印度、非洲、拉美等“一带一路”区域的出口增速也有改善。总体上，**当前中国出口复苏的成色较足**，既受汽车等“新三样”的强劲带动，又有消费电子和纺织服装等传统产品的恢复，“一带一路”朋友圈范围的扩大亦有提振。**结合基数判断**，预计年内中国出口同比增速将进一步回升，11 月至 12 月份单月同比增速有望阶段性转正，全年同比增速位于-3%到-4%之间。

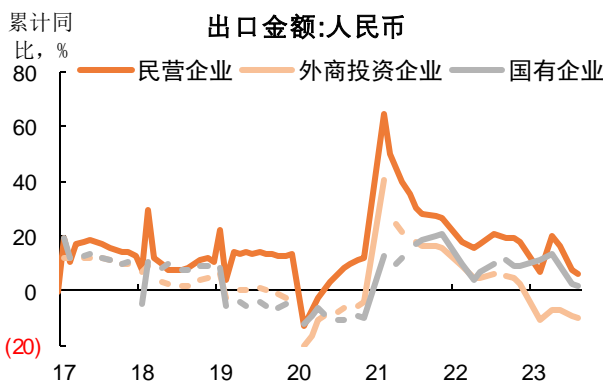
不过，当前外资信心依然呈现低迷态势，“稳外贸”和“稳外资”还有待政策发力。今年以来，我国高技术产品的进、出口占比处于低位，三季度外资企业工业生产增速仍徘徊在 0 值附近，出口规模持续收缩，A 股市场北上资金在 8、9 月份均净流出。产业资本和金融资本对中国经济的支撑弱化，外围“卡脖子”对中国中长期产业升级的不利影响也值得警惕。

图 20 2023 年 8 月至 9 月主要区域对中国出口的拖累放缓



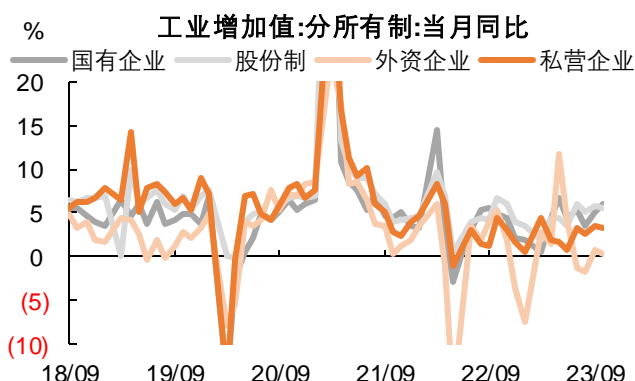
资料来源: wind, 平安证券研究所

图 21 外资企业对出口增速的拖累较大



资料来源: wind, 平安证券研究所

图 22 2023 年三季度外资工业企业生产增速仍低迷



资料来源: wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层