

# 宏观

证券研究报告

2023年10月20日

## 三季度 GDP 为何超预期

问题一：三季度 GDP 缘何高增？月度数据为何没能体现 GDP 的高增？

答案：最终消费是 GDP 高增的主要原因。社零不包含服务消费，则导致月度数据低估了最终消费的复苏力度。

问题二：消费同比走高是基数原因吗？

答案：社零增速回升既有基数因素，也是居民消费能力修复的体现。

问题三：房价下跌为什么没有对居民消费形成明显压制？

答案：房地产的财富效应与房奴效应孰强孰弱并无定论，房价或并不是影响消费的主要因素。

**风险提示：**经济复苏低于预期，房价下跌超预期，海外需求复苏不及预期

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观-中国出口的“西升东降”》2023-10-18
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年10月第3周》2023-10-16
- 《宏观报告：大盘成长明显占优——23年9-11月资产配置报告》2023-10-10

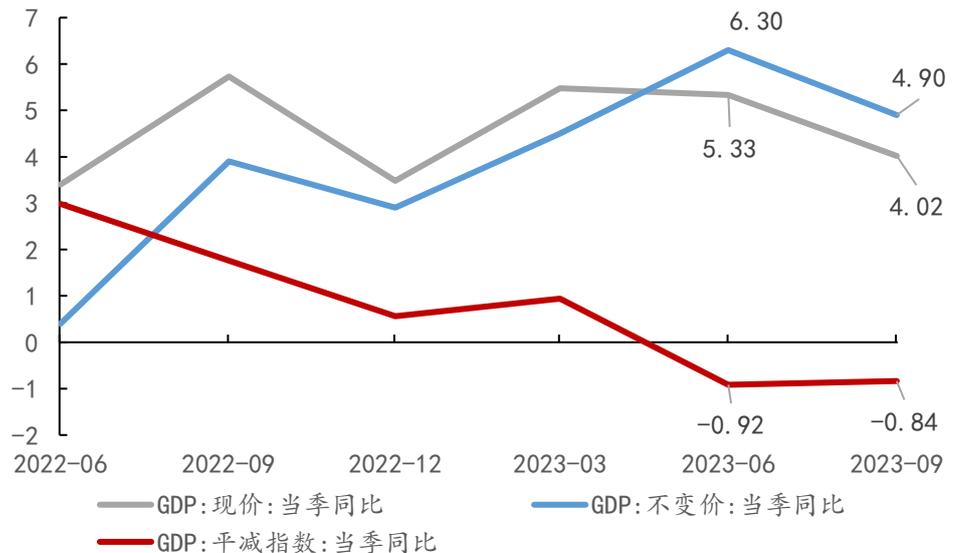
### 问题一：三季度 GDP 缘何高增？月度数据为何没能体现 GDP 的高增？

**答案：最终消费是 GDP 高增的主要原因。社零不包含服务消费，单独跟踪社零容易低估最终消费的复苏力度。**

3 季度 GDP 不变价同比增长 4.9%，超过 wind4.5%的一致预期值。

考虑价格因素后（受 PPI 负增等因素的影响，3 季度 GDP 平减指数同比-0.8%），4%的现价 GDP 增速也与三季度 4.2%的社零增速、1.8%的固定资产投资增速、和-4.3%的出口同比增速有所出入。

图 1：现价 GDP 增速高于不变价（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

**GDP 增速高主要动力来自最终消费。3 季度最终消费对 GDP 的贡献率为 94.8%，拉动 GDP 上涨 4.6 个百分点，是 GDP 修复的主要因素。近似估算 3 季度最终消费同比增速或在 8.3% 左右<sup>1</sup>。**

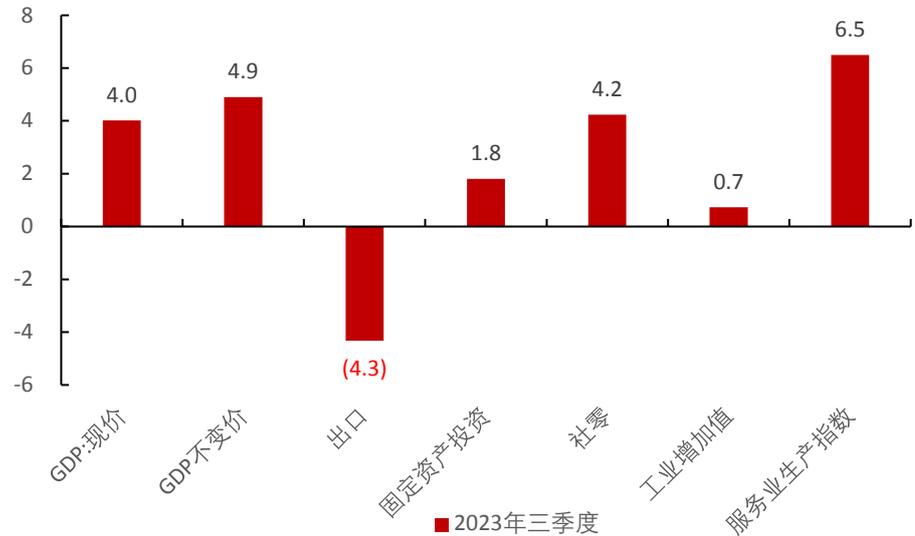
**最终消费增速明显高于社零增速或是导致 GDP 数据表现强于月度经济数据，并超过市场预期的主要原因。**

最终消费和社零增速的差距则主要是因为服务消费。居民消费中有 52.3%是服务消费，而今年服务消费同比增速持续维持高位。前三季度服务业零售额累计同比增长 18.9%（从 7 月开始公布，暂时没有当季增速），大幅高于社零增速 6.8%<sup>2</sup>；三季度居民人均消费支出（包含服务消费）同比增长 10.9%，也明显高于社零增速 4.2%。

图 2：三季度主要指标当季同比增速（单位：%）

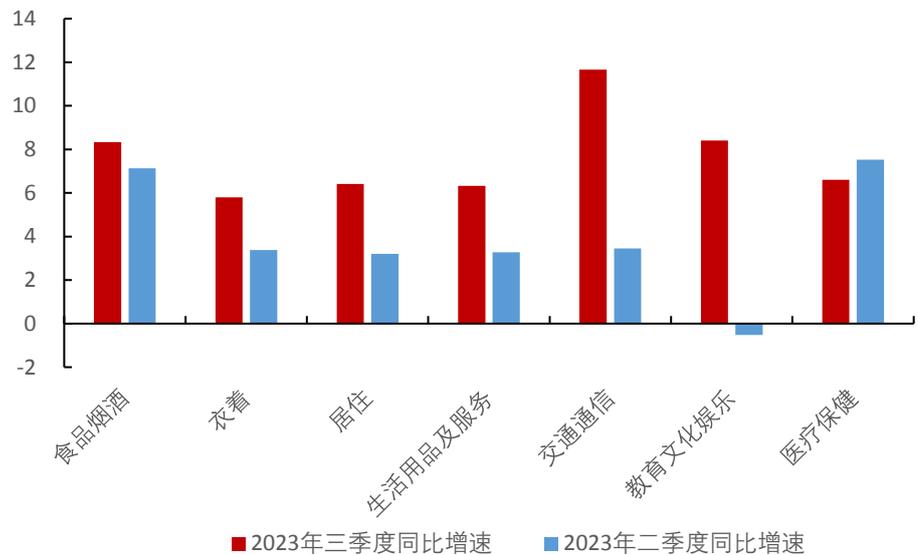
<sup>1</sup> 最终消费同比增速近似为拉动率/最终消费占比；最终消费占比因为没有季度数据，因此我们使用年度占比近似估算

<sup>2</sup> [前三季度国民经济持续恢复向好 高质量发展稳步推进 - 国家统计局 \(stats.gov.cn\)](http://www.stats.gov.cn)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 三季度居民教育文化娱乐、交通通信类消费增速维持高位 (两年复合增速) (单位: %)



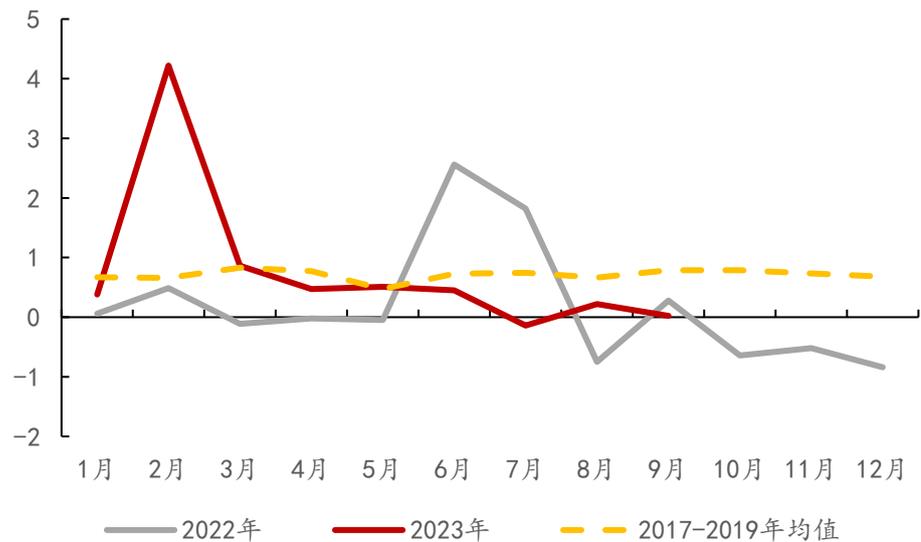
资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

## 问题二: 消费同比走高是基数原因吗?

**答案: 社零增速回升既有基数因素, 也是居民消费能力修复的体现。**

受 2022 年 9 月社零增速回落影响 (8 月为 5.4%, 9 月为 2.5%), 今年 9 月社零同比上行 0.9 个百分点至 5.5%, 但社零季调环比增速仅 0.02%, 低于今年 8 月的 0.22% 和 2017-2019 年的 9 月均值 0.8%。

图 4: 9 月社零环比略低于往年同期 (单位: %)

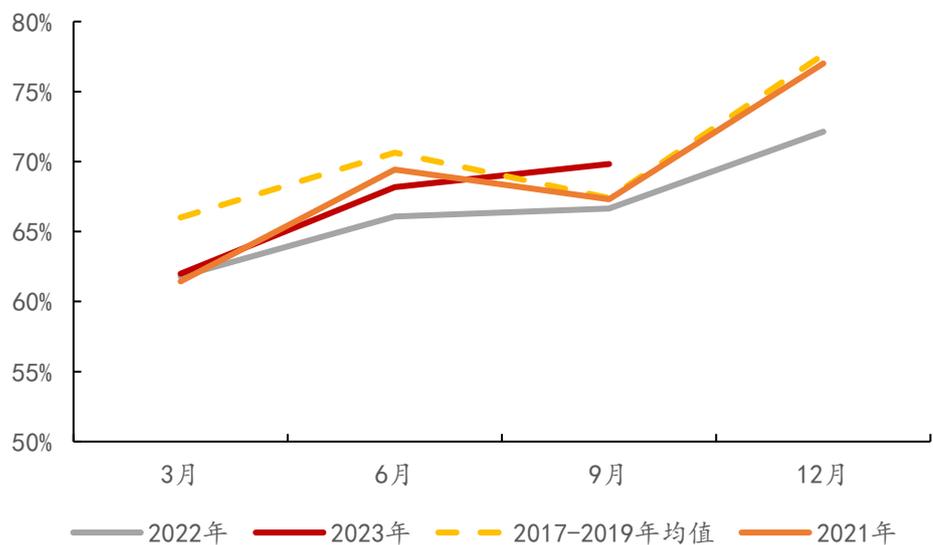


资料来源：wind，天风证券研究所

除基数因素外，9月社零两年复合增速4%，明显高于3-7月2.8%的两年复合增速水平。这验证了我们的观点——居民消费能力恢复可能已经上了一个台阶，之前受限于消费能力不足的社零增速可能也要上一个台阶（详见《居民消费能力修复的几个证据》，2023.10.10）。

消费能力的修复，体现为随着居民资产负债表逐渐修复，收入端修复开始向消费端修复转化，居民边际消费倾向明显提高，三季度居民部门平均消费倾向69.8%，高于2017-2019年三季度均值2.4个百分点。

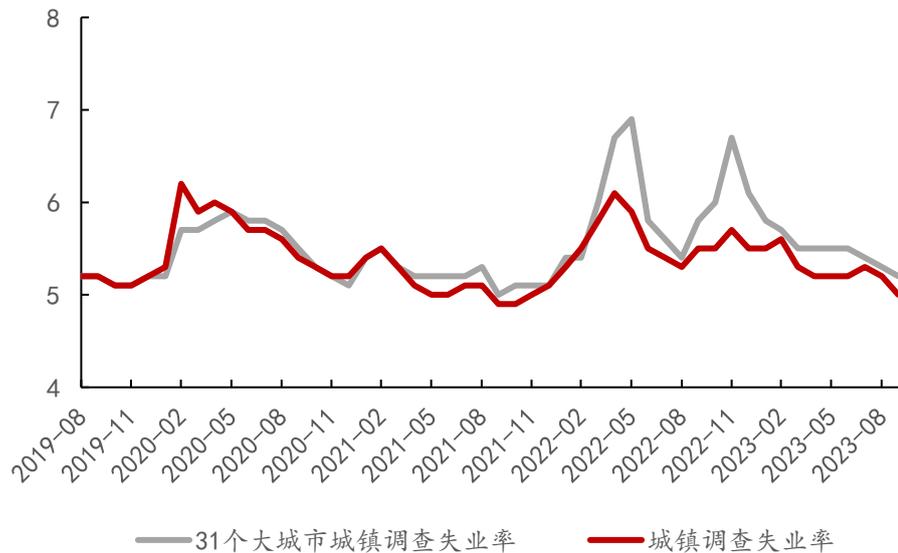
图5：平均消费倾向快速修复（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

居民收入还在持续好转，意味着消费能力的改善具有可持续性。2023年3季度外出务工劳动力1.9亿人，同比+2.8%。9月城镇调查失业率下滑0.2个百分点至5%，创下了2021年12月以来的新低。

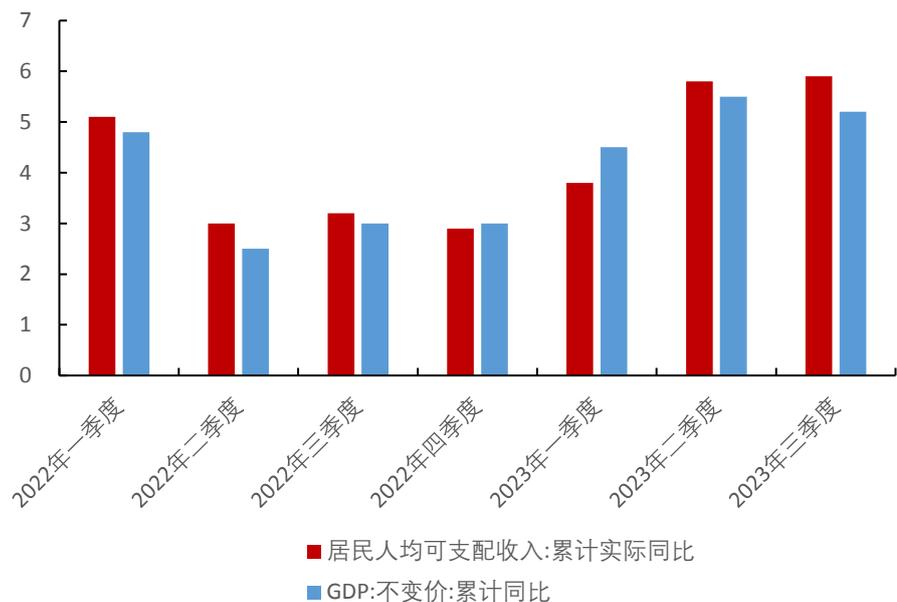
图6：城镇调查失业率持续回落（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

受益于就业环境改善, 三季度当季居民可支配收入增长 5.9%, 其中工资性收入增长 6.8%, 均高于 4% 的名义 GDP 增速。考虑到目前经济依旧处于复苏阶段, 后续居民就业环境和收入有望持续改善。

图 7: 前三季度居民实际可支配收入高于 GDP 增速 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 问题三: 房价下跌为什么没有对居民消费形成明显压制?

**答案:** 房地产的财富效应与房奴效应孰强孰弱并无定论, 房价或并不是影响消费的主要因素。

今年以来, 房地产销售市场疲弱, 9 月 70 大中城市二手住宅价格同比-3.2%。部分投资者担心房价下跌会通过“财富效应”压制居民的消费意愿。

房价涨跌对居民消费同时具有“财富效应”和“房奴效应”。但对于这两种效应孰强孰弱, 目前研究并未形成一致结论。部分研究则指出随着房价上行, 房价的财富效应会逐渐减弱, 房奴效应会逐渐增强。何兴强<sup>3</sup>在《房价收入比与家庭消费——基于房产财富效应的视角》

<sup>3</sup> [房价收入比与家庭消费——基于房产财富效应的视角 - 中国知网 \(utuedu.com\)](http://www.utuedu.com)

中指出更高的房价收入比会显著降低家庭消费的房产财富弹性；李江一<sup>4</sup>在《“房奴效应”导致居民消费低迷了吗？》中指出房价上行速度越快，购房动机对消费的挤出效应越强。另外，财富效应在拥有多套住房的家庭中较为明显，对只有一套住房的家庭，房价上涨的财富效应并不明显<sup>5</sup>（详见《中国房价上涨抑制了家庭消费吗？——房价影响消费的多渠道机制分析》，徐妍、安磊）。

**从历史数据上看，在房价上涨周期，居民消费支出增速、平均消费倾向（消费支出/可支配收入）也并未显著高于房价下跌周期。**

如 2014 年-2015 年初国内房价持续回落，2015 年 4 月 70 大中城市二手住宅价格指数同比下滑 -5.2%。但是 2014 年居民人均消费支出实际同比 7.5%，略高于 7.4% 的 GDP 增速，平均消费倾向为 71.9%。2015 年 1 季度人均消费支出同比增速也高于 GDP 增速 0.2 个百分点。

2016-2017 年是房价上行周期，2016 年 12 月 70 大中城市二手住宅价格指数同比上涨 7.9%，但是 2016 年居民消费支出与 GDP 增速持平，均为 6.8%，2017 年 12 月 70 大中城市二手住宅价格指数同比上涨 5%，但是消费支出反而低于 GDP 增速 1.5 个百分点，平均消费倾向为 70.6%，也低于房价下行周期。

从这个角度来看，8 月以来的消费复苏或也表明房价波动对居民消费行为的影响或被高估。

**总的来看，三季度依靠消费向疫后增长中枢靠拢，外需带动的出口见底回升等，GDP 增速上行至 4.9%。**

考虑到四季度，美国补库对出口的拉动进一步增强，收入企稳推动消费继续企稳、外需改善下制造业投资好转等，我们预计四季度经济依旧处于复苏阶段。受益于去年四季度的低基数，**今年四季度 GDP 有望实现 5.2%-5.9% 左右的增速，对应 5.2%-5.4% 左右的全年 GDP 增速。**

这意味着即使没有政策，经济依靠内生增长动能（消费、出口等）也能够实现全年 5% 的政策目标。四季度政策进一步发力加码经济复苏的必要性下滑。

当然这也为明年留出了政策空间。考虑到明年 GDP 不存在低基数效应，地产对经济的拖累依旧、外部不确定性增强，明年政策或会靠前发力。

对于市场而言，虽然国内经济底或已经基本确定，经济正在逐渐复苏，但是受资金外流，政策发力预期降低等因素影响，目前市场情绪依旧较差，股票市场对本基本面复苏的定价不足。往后来看，在经济持续复苏时，人民币汇率的逐渐企稳有望止住资金外流趋势，市场情绪也有望逐渐好转。

<sup>4</sup> “房奴效应”导致居民消费低迷了吗？- 中国知网 ([utuedu.com](http://utuedu.com))

<sup>5</sup> 中国房价上涨抑制了家庭消费吗？——房价影响消费的多渠道机制分析 - 中国知网 ([utuedu.com](http://utuedu.com))

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com