

三季度经济数据点评

——经济小幅改善，结构分化突出

袁方(S1450520080004)¹束加沛(S1450523010002)²

2023年10月20日

内容提要

随着企业存货去化的结束、以及居民消费倾向的温和抬升，经济在三季度小幅回升。在发达经济体制造业触底回升的带动下，预计未来中国经济在出口、制造业层面的走强有望延续。

考虑到完成全年经济目标的压力不大，政策或将维持当前力度，未来经济活动的恢复将主要依赖于市场主体自身。

当前经济的隐忧在于房地产行业。伴随需求政策的放松，商品房销售或将温和改善。但房地产企业面临的流动性压力仍然存在，这意味着房企投资活动的企稳或许需要时间，经济仍在磨底过程中。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

¹宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

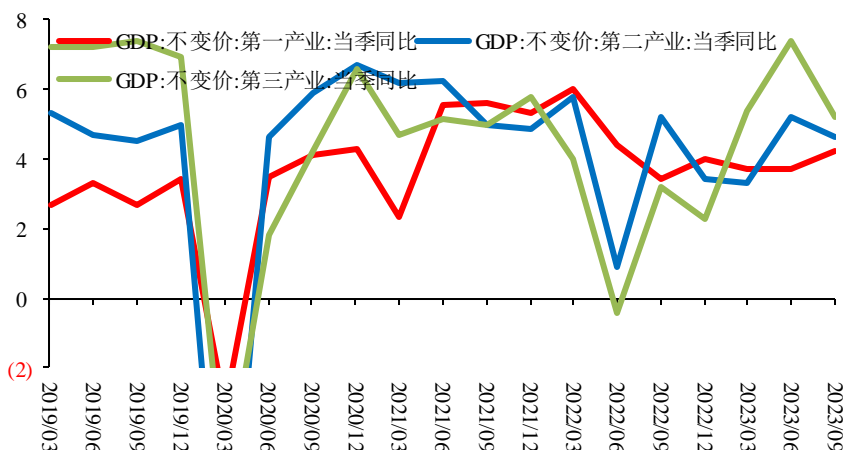
²宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、经济短暂企稳，地产仍是隐忧

三季度国内 GDP 实际同比为 4.9%，较二季度回落 1.4 个百分点，主要是基数效应的影响；两年复合同比为 1.1%，较二季度回升 1.1 个百分点，经济增速显著抬升。

随着企业存货去化的结束，以及居民消费倾向的温和抬升，经济在三季度企稳回升。从两年复合同比来看，第二产业增速为 4.9%，较二季度大幅回升 1.9 个百分点；第三产业增速为 4.2%，较二季度回升 0.8 个百分点，经济的企稳较为普遍。

图1：第一、二、三产业实际同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

2021 年为两年复合同比

1、存货回补推升制造业

三季度规模以上企业工业增加值当季同比为 4.2%，较二季度回落 0.3 个百分点；两年复合同比为 4.5%，较二季度大幅回升 2 个百分点。

月度层面，9 月工业增加值当月同比为 4.5%，持平 8 月。两年复合同比为 5.4%，较 8 月上升 1 个百分点。

考虑到去年同期的基数效应，从两年复合同比来看，已公布的行业数据中黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业、金属制品业等上游行业表现较好。而汽车制造业、电力等行业表现偏弱。

物量数据的表现类似，铁矿石、原煤、钢材、粗钢产量出现广泛回升。

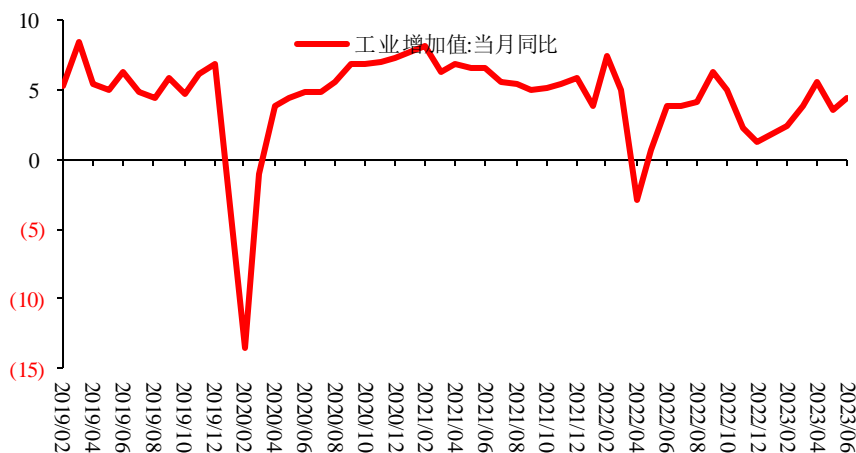
价格层面，9月PPI环比为0.4%，较上月小幅回升0.2个百分点。同期南华工业品指数延续上升，也反映出库存回补带来的价格变化。

9月服务业生产指数两年平均同比增速为4.1%，较上月小幅回落0.2个百分点，核心CPI同比增速不变。

结合月度的量价数据以及支出端数据来看，9月在上游仍然经历存货回补的过程，这一过程推动价格和生产上行，但下游终端需求温和修复。

往后看，四季度伴随前期出台的稳增长政策落地起效，居民的疤痕效应的温和消退，经济或将平稳运行，失速下行的风险较小。不过考虑到实体部门信心和预期仍然偏弱、房地产领域面临的下行压力迄今没有改善，经济大幅上行的动能不足。

图2：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

2、9月投资活动反弹，地产下滑延续

三季度固定资产投资当季同比为 1.8%，较二季度回落 1 个百分点，房地产投资是拖累三季度固定资产投资的主要因素。

9 月固定资产投资当月同比增速为 2.4%，较 8 月回升 0.8 个百分点。投资活动的改善主要集中在基建和制造业领域。

9 月基建投资（含电力）当月同比增速为 6.8%，较 8 月回升 0.6 个百分点，仍然处于高位，表明政府部门在稳增长层面持续发力。从资金来源端看，政府债券净融资同比多增、基础设施贷款增速保持高位，这使得四季度基建投资增速有望维持高增长。

9 月制造业投资当月同比为 7.9%，较 8 月上升 0.9 个百分点。绝对水平处于年内高位。

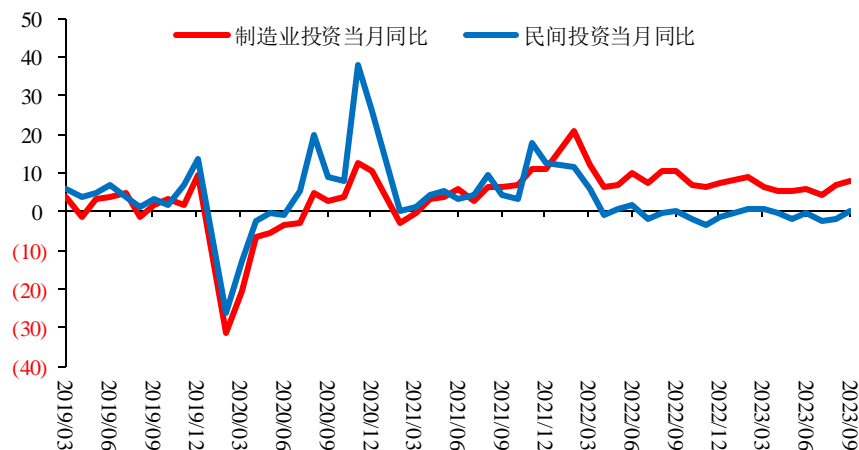
根据已经公布的数据，9 月铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，食品制造业，有色金属冶炼及压延加工业投资回升幅度最高；纺织业，医药制造业，

专用设备制造业投资回落幅度最大。

与此同时，民间投资当月同比增速为 0.1%，较上月抬升 2.3 个百分点。民间投资和制造业投资之间仍然存在较大裂口，这主要来自于民营房地产企业的拖累，而民间第二产业投资增速和总体的水平接近。

往后看，国有企业部门投资活动的表现或许延续与基建一致的表现，而民营企业部门在信心预期偏弱的背景下，投资活动的恢复可能持续偏慢，这意味着制造业投资维持当前高增长的难度较大。

图3：制造业投资和民间投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券
2021 年为两年复合同比

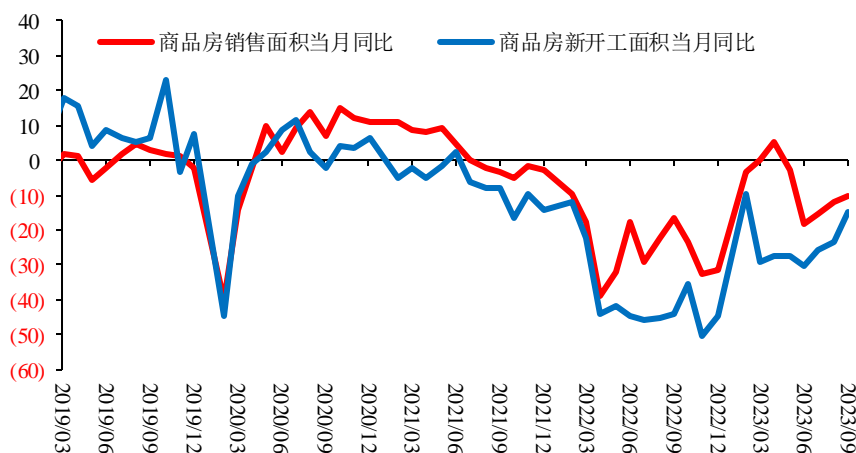
9 月房地产投资当月同比增速为-11.3%，较 8 月小幅回落 0.3 个百分点。与此同时，新开工面积增速当月同比-14.6%，较上月大幅回升 9 个百分点，不过绝对增速仍然处于偏低水平。考虑到房企出险的情况并未完全停止，房地产销售的在政策支持下反弹力度有限，房地产新开工的修复可持续性有待观察。

9 月商品房销售面积当月同比增速为-10.1%，较 8 月回升 2.1 个百分点。尽管商品房销售面积连续 3 个月回升，但从高频数据来看，限购限贷政策放松的效果

相对有限。在人口回流一线城市缓慢、居民收入和房价上涨预期弱化的背景下，居民部门购房意愿普遍偏低。

总体而言，房地产需求端政策的放松还在延续，商品房销售呈现温和改善的局面。但房地产企业面临的流动性压力仍然存在，从金地等房企债券价格大幅下跌来看，房地产企业开工、拿地、投资活动的企稳或许仍然需要较长时间。

图4：商品房销售与新开工同比，%



数据来源：Wind，安信证券
2021年为两年复合同比

3、疤痕效应仍存

三季度社会消费品零售名义增速 4.2%，较二季度回落 7.2 个百分点；两年复合增速为 3.9%，较二季度上升 1.2 个百分点。二季度消费活动的回升可能体现了居民疤痕效应在减弱。

9 月社会消费品零售当月同比增速 5.5%，较上月上升 0.9 个百分点，这主要受到基数的影响；两年复合同比为 4%，较上月回落 1 个百分点，季调后环比为 0.02%，较上月回落 0.2 个百分点，也显著弱于疫情前同期均值。

使用两年复合同比来看，书报杂志、烟酒、粮油和汽车等回升幅度更大。而书

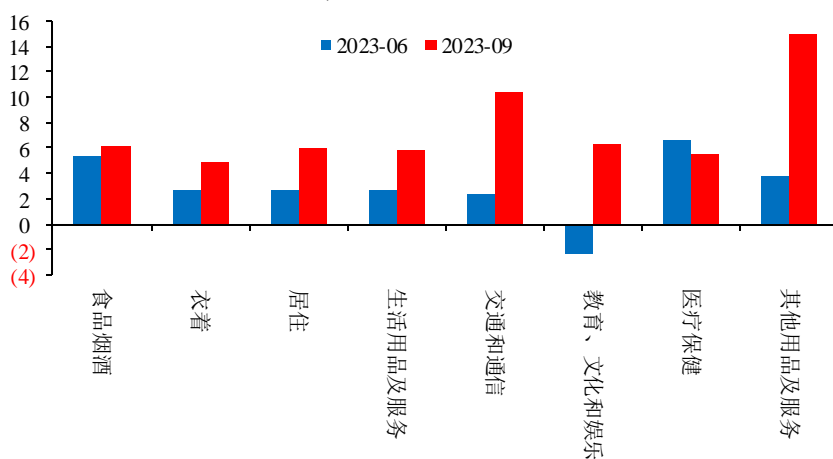
报杂志，通讯器材、家具、建筑装潢和金银珠宝等地产后周期和耐用品表现不佳。

从 10 月以来的人流和物流数据来看，消费活动仍在恢复。不过考虑到疤痕效应的存在、以及政策保持定力，未来消费回暖的斜率或许较为缓和。

本次披露数据的一大分歧是使用家庭住户调查中居民收入和支出计算得到的储蓄率数据显著较此前大幅下降，但是使用社零和 GDP 推算得到的储蓄率存在差异，两者环比走势出现巨大的裂口。

这一裂口主要来自于社零增速和消费支出增速的差值，观察消费支出的细分项，使用 CPI 同项目剔除价格的影响后，发现交通通信、教育文化和娱乐以及其他用品和服务两年复合同比较二季度有惊人的上行，上行幅度接近 10%。这一方向与支出法下交通运输、住宿餐饮、其他行业的改善一致，但幅度显著更高。

图5：消费分项实际两年复合增速，%



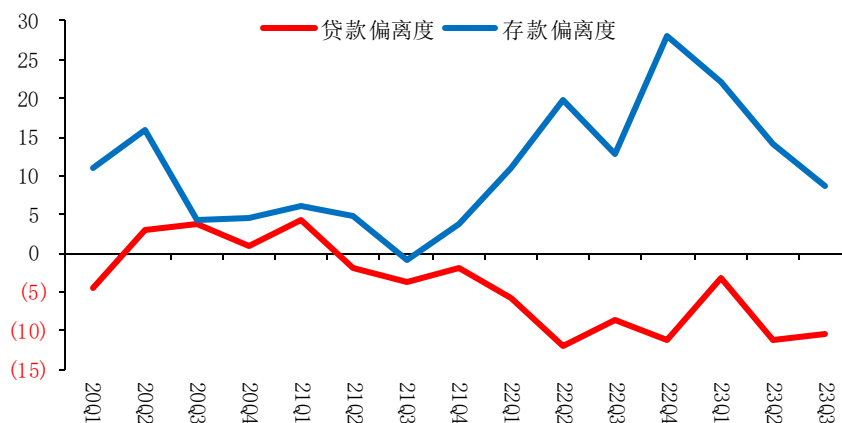
数据来源：Wind，安信证券

此外，三季度居民部门的风险偏好似乎没有明显改善。尽管三季度存在理财赎回、银行降低存量按揭利率的一系列有助于居民减少存款、增加贷款的行为，但三季度居民部门仍然更少持有贷款、住房等风险资产，对存款等安全资产配置

占比延续高位。居民户部门去风险行为仍然较为强烈，似乎不太支持居民消费倾向系统性快速回升的结论。

考虑到居民户调数据的质量低于社零和 GDP 数据，以及居民资产配置行为仍然偏保守，真实的消费倾向可能确实在抬升，但尚未超过疫情前水平，消费活动的恢复仍在途中。

图6：住户部门新增存款和贷款/可支配收入剔除季节性偏离度，%



数据来源：Wind，安信证券

注：使用 2020 年以来当季值减去 2013-2019 年均值得到偏离度

总体而言，三季度经济数据主要反映了企业部门从存货去化转向存货回补，工业生产显著修复，同时居民、企业部门信心预期在偏低水平企稳，最终经济出现小幅抬升。

从 9 月的数据来看，终端需求仍在底部弱复苏，全球经济回暖对出口的提振是下一阶段经济可能的亮点。不过考虑到实体部门信心和预期仍然偏弱、房地产企业的违约压力仍存、以及完成 5% 的目标压力不大，政策或将保有定力，经济或将延续当下轨道运行。

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034