

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 政策叠加内生动能修复推动复苏好于预期 —9月及三季度经济数据点评

2023年10月19日

分析师:

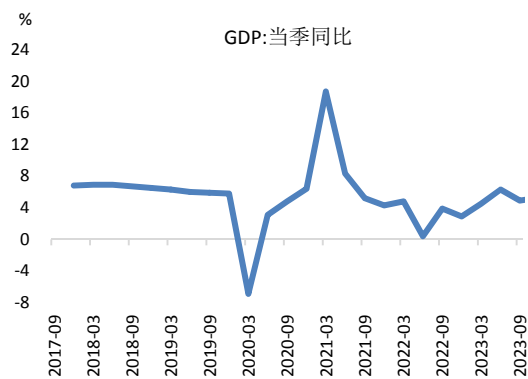
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

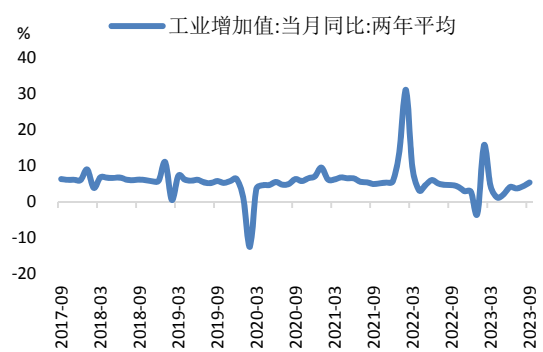
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDP



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

VAI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

- 《服务业接棒工业复苏 经济增长向稳态回归》
- 《复苏势头有所放缓 政策加码提振信心—7月经济数据点评》
- 《经济复苏好于预期 政策仍需加快落地—8月经济数据点评》

### 内容提要:

三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期增长 4.5%（预期值来源为 Wind，下同），前值增长 6.3%，前三季度同比增长 5.2%；9 月工业增加值同比增长 4.5%，预期增长 4.6%，前值增长 4.5%；1-9 月固定资产投资累计同比增长 3.1%，预期增长 3.1%，前值增长 3.2%；9 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%，预期增长 4.9%，前值增长 4.6%。

生产端持续回暖的原因，一是前期极端天气扰动因素逐步消退，二是近期国内需求复苏有所加快，三是 9 月出口好于预期，出口交货值增速反弹，拉动生产端回升。

线下服务恢复叠加基数回落等因素推动消费复苏加快，但消费整体仍然是弱复苏，未来有待于收入增速、市场信心恢复常态等。

投资整体符合预期，其中基建投资累计增速回落，当月有所回升；房地产投资继续下行，销售跌幅扩大，资金到位情况未有改善；制造业投资韧性较好。

9 月经济数据总体好于预期，主因政策加码推出、极端天气扰动消退以及基数因素走弱等。7 月下旬以来政策频出，专项债发行加速，降准叠加降息，地产政策落地，一揽子化债持续推进，超大特大城市城中村改造提速等有助于稳定市场预期以及夯实经济复苏基础。同时，双节出行消费等数据显示居民消费倾向与弹性尚存，未来经济步入常规增长区间，收入改善问题有望逐步缓解，市场信心则可以进一步增强。总的来看，在政策持续呵护、内生动能逐步复苏的情况下，全年有望实现 5% 左右的增长目标，未来政策或偏稳健及加快前期政策落地。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

**事件：**国家统计局 10 月 18 日公布的数据显示，三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期增长 4.5%（预期值来源为 Wind，下同），前值增长 6.3%，前三季度同比增长 5.2%；9 月工业增加值同比增长 4.5%，预期增长 4.6%，前值增长 4.5%；1-9 月固定资产投资累计同比增长 3.1%，预期增长 3.1%，前值增长 3.2%；9 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%，预期增长 4.9%，前值增长 4.6%。

**点评：**9 月经济数据总体好于预期，主因政策加码推出、极端天气扰动消退以及基数因素走弱等。7 月下旬以来政策频出，专项债发行加速，降准叠加降息，地产政策落地，一揽子化债持续推进，超大特大城市城中村改造提速等有助于稳定市场预期以及夯实经济复苏基础。同时，双节出行消费等数据显示居民消费倾向与弹性尚存，未来经济步入常规增长区间，收入改善问题有望逐步缓解，市场信心则可以进一步增强。总的来看，在政策持续呵护、内生动能逐步复苏的情况下，全年有望实现 5% 左右的增长目标，未来政策或偏稳健及加快前期政策落地。

### 一、消费复苏叠加生产回暖推动三季度 GDP 超预期反弹

消费复苏叠加生产回暖推动三季度 GDP 好于预期。三季度 GDP 同比增长 4.9%，好于市场预期（4.5%）；两年平均增长 4.4%，虽然略低于一季度（4.6%），但好于二季度（3.3%）以及 2022 年四季度（3.6%）。

消费贡献率持续回升。前三季度最终消费支出对经济增长的贡献率是 83.2%，为 2015 年有数据以来同期最高。其中，作为重要组成部分的服务消费增速（18.9%）较快，对消费乃至经济增长发挥了重要支撑作用。

工业生产有所回暖。虽然 7 月工业生产受极端天气、出口回落等因素扰动较大，但 8-9 月生产端持续复苏，无论是同比增速还是两年平均增速均反弹至年内高位。此外，7 月工业企业产成品库存同比增速见底，8 月整体库存水平有所回补，亦有一定支撑。

展望未来，7 月下旬以来政策频出，专项债发行加速，降准叠加降息，地产政策落地，一揽子化债持续推进，超大特大城市城中村改造提速等有助于稳定市场预期以及夯实经济复苏基础，近期供需两端均呈现出复苏边际加快，此外 2022 年四季度 GDP（2.9%）受彼时疫情影响基数较低，若要实现全年 5% 左右的增长目标，四季度只要增长 4.4% 以上即可，从目前看可能性较大。但同时，外需回落的风险尚存，国内终端需求复苏温和，CPI（包括核心 CPI）、PPI 仍在低位，前期政策仍需加快落实到位，从而进一步释放积极效应。

## 二、需求反弹推动生产端稳步复苏

需求复苏、极端天气扰动消退等因素继续推动生产端回暖。9月规模以上工业增加值同比增长4.5%，略低于市场预期（4.6%），持平8月；两年平均增速上行1.1个百分点至5.4%，为近16个月以来次高（仅低于2022年6月）。从环比看，9月工业增加值增长0.36%，仍低于2015-2019年同期均值（0.55%）。生产端持续回暖的原因，一是前期极端天气扰动因素逐步消退；二是近期国内需求复苏有所加快，9月制造业PMI环比回升0.5个百分点，近6个月以来再次站上50%，其新订单指数（50.5%）环比回升0.3个百分点，连续第2个月在50%之上，同时8-9月社会消费品零售总额同比增速持续超预期回升；三是9月出口好于预期，出口交货值增速反弹，拉动生产端回升。

不过，当前需求虽然回升但总体上仍然存在不足的问题。8月制造业PMI受调查企业中反映市场需求不足的企业占比达59%以上，虽然9月需求继续回升，但反映需求不足的企业占比仍然超过58%，需求不足问题仍然比较突出。

分三大门类看，9月采矿业增加值同比增长1.5%（8月为2.3%，下同），制造业增长5.0%（5.4%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.5%（0.2%）。其中，制造业增加值两年平均增长5.7%，为近13个月新高。

## 三、消费修复有所加快

消费修复有所加快。9月社会消费品零售总额同比增长5.5%，强于市场预期（4.9%），较8月上行0.9个百分点；两年平均增速为4.0%，较8月回落1.0个百分点，但仍好于3-7月各月；环比变化（0.02%）弱于2015-2019年均值（0.80%）。综合来看，线下服务恢复叠加基数回落等因素推动消费复苏加快，但消费整体仍然是弱复苏，未来有待于收入增速、市场信心恢复常态等。

服务零售保持较快增长。1-9月服务零售额同比增长18.9%，继续保持较快增长。前几年在疫情冲击下，影响大的是接触型服务业，包括住宿、餐饮、交通等，今年防控转段后，经济运行恢复常态，服务业受益最大，尤其是接触型服务业，出行大量增加，餐饮旅游逐步复苏，服务消费恢复较快。

分类来看，多数商品消费同比增速反弹。从同比看，体育娱乐用品类（同比增长10.7%，下同）、服装类（9.9%）、石油及制品类（8.9%）、粮油食品类（8.3%）等增长较快，文化办公用品类（-13.6%）跌幅较大，建筑

及装潢材料类(-8.2%)、家用电器和音像器材类(-2.3%)、家具类(0.5%)等地产链条类消费依然低位徘徊。从两年平均增速看,商品销售增速涨跌互现。其中,石油及制品类(9.5%)、汽车(8.4%)、体育娱乐用品类(6.9%)等增长较快,建筑及装潢材料类(-8.2%)、家用电器和音像器材类(-4.2%)、家具类(-3.5%)降幅较大。此外,9月餐饮收入同比增长13.8%,较8月回升1.4个百分点;两年平均增速(5.8%)较8月回落4.6个百分点但仍为3月以来偏高水平。

双节出行消费等数据显示居民消费倾向与弹性尚存。经文化和旅游部数据中心测算,假期国内旅游出游人数8.26亿人次,按可比口径同比增长71.3%,按可比口径较2019年增长4.1%;实现国内旅游收入7534.3亿元,按可比口径同比增长129.5%,按可比口径较2019年增长1.5%。

从影响消费的就业和收入因素看,两者均较此前有所改善。一是就业持续企稳,9月全国城镇调查失业率(5.0%)较8月下降0.2个百分点。二是前三季度居民人均可支配收入实际增长5.9%,高出同期GDPG0.7个百分点,保持稳定增长态势,这为未来消费可持续恢复和增长提供保障。

#### 四、投资整体符合预期,制造业投资韧性较好

1-9月固定资产投资(不含农户)同比增长3.1%,与预期一致,较1-8月(3.2%)回落0.1个百分点;两年平均增长(4.5%)与1-8月持平。从环比看,9月固定资产投资(不含农户)增长0.15%,弱于2017-2019年同期均值(0.42%)。整体投资回落,依然是受地产投资拖累较多。此外,1-9月民间固定资产投资同比下降0.6%,较1-8月反弹0.1个百分点;两年平均增速(0.7%)较1-8月回落0.1个百分点。

**基建投资累计增速回落,当月则有所回升。**1-9月广义、狭义基建投资同比分别增长8.6%、6.2%,较1-8月分别回落0.4、0.2个百分点;两年平均增速分别为9.9%、7.4%,较1-8月分别回升0.2、0.1个百分点。根据我们的测算,9月当月广义、狭义基建投资同比分别增长6.8%、4.9%,较8月当月变化0.6、1.0个百分点。从中观高频数据看,9月石油沥青装置开工率周均值(44.1%)较8月回落1.6个百分点,但仍高于7月7.0个百分点;8月下旬至9月前三周基建直供水泥周环比连续增长(根据百年建筑调研数据)。展望未来,8月以来专项债发行提速,北方部分地区存在工程赶工可能,基建投资仍有可能保持稳定增长。

**房地产投资继续下行,销售跌幅扩大,资金到位情况未有改善。**1-9月房地产开发投资同比下降9.1%,较1-8月回落0.3个百分点;两年平均

增速为-0.5%，较1-8月回落0.5个百分点。根据我们的测算，9月当月房地产投资同比下降11.1%，较8月回落0.1个百分点。从工程进展看，1-9月新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-23.4%、-7.1%、19.8%，1-8月三者分别为-24.4%、-7.1%、19.2%，总体有所改善。商品房销售方面，1-9月销售面积同比下降7.5%，降幅较1-8月扩大0.4个百分点。从高频的30个大中城市商品房成交情况看，8月政策出台后短期表现较好，但时间周期拉长后又趋于回落，9月成交面积分别相当于2019年、2021年同期的56.7%、67.2%（一线城市表现相对较好），10月前18日变化至53.8%、71.3%且日成交均值较9月回落，销售总体上低于市场预期。从房地产开发资金到位情况看，1-9月累计增速（-13.5%）较1-8月回落0.6个百分点，其两年平均增速（-19.2%）持平1-8月，分项国内贷款（-11.1%）、自筹资金（-21.8%）累计增速较1-8月小幅改善，但定金及预收款（-9.6%）、个人按揭贷款（-6.9%）累计增速继续回落。

**制造业投资韧性较好。**1-9月制造业投资同比增长6.2%，较1-8月上行0.3个百分点；两年平均增长8.1%，较1-8月回升0.2个百分点，为近3个月最高。根据我们的测算，9月制造业投资当月同比7.9%，较8月上行0.8个百分点。高技术与新兴行业发展向好，投资增长动力较强，对制造业投资的支撑作用明显。1-9月高技术产业投资同比增长11.4%，较1-8月加快0.1个百分点。其中，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.3%、11.8%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长20.7%、17.0%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长38.8%、29.6%。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层