

三季度经济增速数据好于预期， 政策或进入“边走边看”模式

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023年10月18日

浦銀國際

数据点评

三季度经济增速数据好于预期，政策或进入“边走边看”模式

三季度经济增速远好于预期。在基数上升的情况下，中国三季度经济同比增速从二季度的6.3%下行到4.9%，但仍显著好于市场预期（4.5%）。一到三季度经济同比增速达5.2%，仍高于5%左右的年度经济目标。环比增速加快0.8个百分点到1.3%（图表1）。分行业看，服务业的表现要好于工业（第三产业经济同比增速：5.2%，第二产业4.6%，图表2）。与此同时，GDP平减指数持续虽略有改善，但依然为负（三季度：-0.84%，二季度：-0.92%）。

9月工业生产和消费品零售数据超出市场预期，然而投资下滑持续。

1. 消费：社会消费品零售总额同比增速9月继续超预期，加快至5.5%（市场预期：4.9%，8月：4.6%），然而两年平均增速有所下滑（9月：4%，8月：5%）。暑期结束后，餐饮零售增速（两年平均）有所下降，商品零售表现也略有下滑但相对稳健（图表3）。我们对消费复苏仍然持谨慎乐观态度。其一，在暑假和国庆黄金周两个旅游旺季结束之后，服务业相关消费或减弱。其二，汽车销售在6月起的一系列政策支持下持续改善，是支持稳健商品销售的一大动力，但可持续性仍有待观察。

2. 投资：1-9月固定资产投资累计同比增速再下滑0.1个百分点到3.1%。虽然制造业投资随着政策支持、PPI回升以及去库存周期的结束继续改善，但是房地产和基建投资增速持续下滑（图表5）。三季度地方专项债加快发行的成效在基建投资增速上的体现或还需时日。

3. 生产：工业生产总产值同比增速维持在4.5%，但两年平均增速在工业去库存周期结束后再加快1个百分点到5.4%（图表6）。三季度地方政府专项债的大量发行短期内有助于改善基建相关的工业需求。然而如果缺乏增量措施，在房地产投资短期内难以改善的情况下，工业需求的恢复也会受到影响。

4. 劳动力市场：全国失业率再回落0.2个百分点到5%，其中31大城市失业率下降0.1个百分点到5.2%（图表7）。

今天的数据发布印证我们“经济动能已在7月见底”的**基本观点**，但经济复苏完全进入正轨还需时日。9月实体数据显示由消费和工业复苏引领的经济恢复仍在持续，但是我们对其可持续性（尤其在消费领域）仍持谨慎乐观的态度。与此同时，我们需要注意到经济复苏仍不均衡，投资依然没有起色。尤其在房地产领域，在8月底政策升级后销售依然低迷（图表8、图表9）。

政策刺激或进入“边走边看”模式。显著好于预期的三季度经济增速减少了实现今年经济目标的难度，国家统计局表示四季度经济只要增长4.4%以上即可实现全年经济目标。因此我们认为政策刺激的力度和频率接下来或明显低于三季度。政府可能会维持适度的政策刺激以维持经济复苏动能，但是显著增量措施的推出可能性有所下降，或更多取决于今后的经济表现。具体地看：



扫码关注浦银国际研究

1. 财政政策——化解地方债风险为主，如有必要或在基建领域有所作为。化解地方债务风险或是四季度财政最重要任务。自9月底起，地方政府利用特殊再融资债偿还存量债务的行动已经开始，四季度总发行量或在1-1.5万亿元之间。底线仍然是城投债，不管是境内的还是美元债，不发生大规模的违约。此外，预计在10月底至11月召开的三中全会或对如何全面化解隐性债务做出更为具体的部署；即将于10月20-24日召开的人大常委会第六次会议或亦有相关安排。我们认为类似2015-2017年的债务置换是可能的，但可能不会一刀切全靠置换。因为这里也涉及到道德风险等问题。具体的方案可能是比较混合式的。此外，从目前数据来看在财政上采取增量措施稳增长的迫切性有所下降。但如有需要，财政方面仍可通过提前发行2024年地方专项债或者重启抵押补充贷款等方式，提供增量资金帮助促进基建投资。

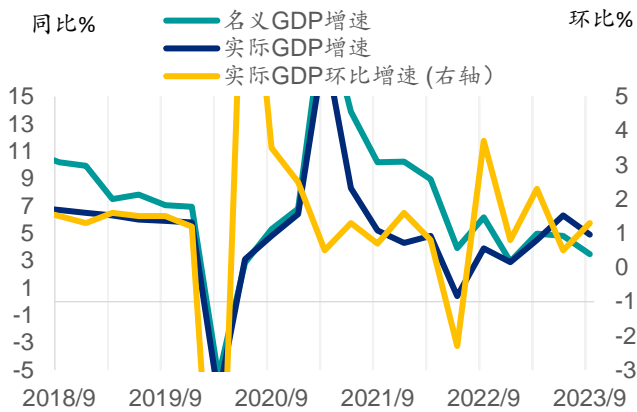
2. 货币政策——维持宽松，如有必要仍有可能降息（5-15个基点）或降准（25个基点）。即使今年前三季度的新增人民币贷款已经达到去年全年水平的93%，我们认为信贷投放继续维持充裕以巩固经济复苏。降息降准均有理可依：降息方面，二季度GDP平减指数持续为负，CPI同比通胀率9月回落至0%，降息可以帮助推动再通胀；降准方面，特殊再融资债的大量发行或给流动性造成一定的压力，但可通过降准来缓解。不过超预期的三季度经济增速让接下来降息降准的概率大减，具体实施或取决于接下来经济表现。

3. 房地产政策——供给端支持或升级，城中村改造进程或加快。考虑到一般房地产调控政策放松，即使有效也需要近3个月的反应期，短期内需求端政策或仍重落实和观察成效。不过核心城市限购的放松或继续。二线城市或全面取消限购，一线城市伺机而动，广州就在9月20日放开非核心区限购。然而如果政策成效到11月-12月仍不理想，政策或进一步松绑，在首付比例和房贷利率、重点城市限购政策上仍有放松空间。从供给端看，我们观察到房产销售的边际改善也主要集中在二手房领域。出于对烂尾楼的担心，居民对购买新房仍持谨慎态度。也就是说，目前的销售改善对房企的资金链帮助相当有限，还需要政府继续给房企流动性支持，以防止房企债务违约后信心再度滑落。此外，我们注意到城中村改造的推动在四季度有所加快，[住建部表示](#)将按三类推进实施，并已入库改造项目162个。根据我们[估算](#)，每年改造相关投资或相当于2022年房地产投资的4.5%-12.8%，对改善房地产投资有明显作用。

接下来需重点关注：1) 10月20-24日人大常委会第六次会议在地方债务问题上的安排；2) 10月底有可能会召开的季度政治局经济会议，将如何部署接下来的经济工作？3) 预计在10月底-11月召开的三中全会对接下来的改革作何部署？4) 11月举行的APEC峰会能否实现又一次中美元首会晤？

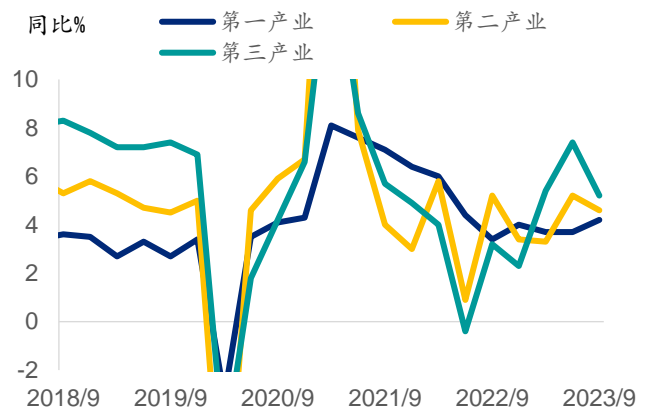
投资风险：政策刺激提前退出、房地产行业风险、地方政府债务风险。

图表 1: 三季度经济增速环比显著回升



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 分行业看, 服务业增速好于工业



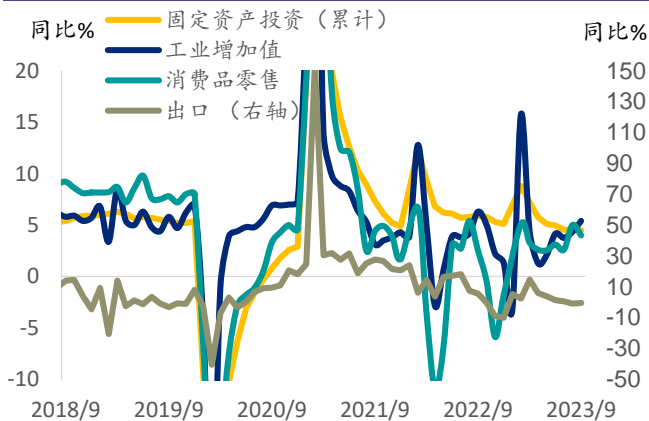
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 暑期结束后, 餐饮零售增速 (两年平均) 有所下降, 商品零售表现也略有下滑但相对稳健

	23年9月			23年8月		23年1至9月		
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/ 19年同期 (%)	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	累计同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/ 19年同期 (%)
社会消费品零售总额	5.5	4.0	51.1	4.6	5.0	6.8	3.8	45.7
餐饮	13.8	5.8	61.3	12.4	10.4	18.7	7.1	75.0
商品零售	4.6	3.8	50.0	3.7	4.4	5.5	3.4	42.5
必需品								
日用品类	0.7	3.1	26.0	1.5	2.5	3.5	2.8	20.2
能源类	8.9	9.5	NA	6.0	11.4	6.5	10.3	602.9
自选消费								
服装鞋帽针纺织品类	9.9	4.6	127.0	4.5	4.8	10.6	3.3	100.0
化妆品类	1.6	-0.8	-5.8	9.7	1.3	6.8	2.1	16.0
金银珠宝类	7.7	4.8	-72.1	7.2	7.2	12.2	7.2	1200.0
通讯器材类	0.4	3.1	36.5	8.5	1.7	3.9	2.1	32.0
汽车类	2.8	8.4	-379.6	1.1	8.2	4.6	2.5	-357.1
住房相关								
家用电器和音像器材类	-2.3	-4.2	-78.1	-2.9	0.2	-0.6	0.1	0.8
家具类	0.5	-3.5	-55.2	4.8	-1.9	3.1	-2.65	-44.9
建筑及装饰材料类	-8.2	-8.2	NA	-11.4	-10.3	-7.9	-6.4	-177.8

资料来源: Wind, 浦银国际

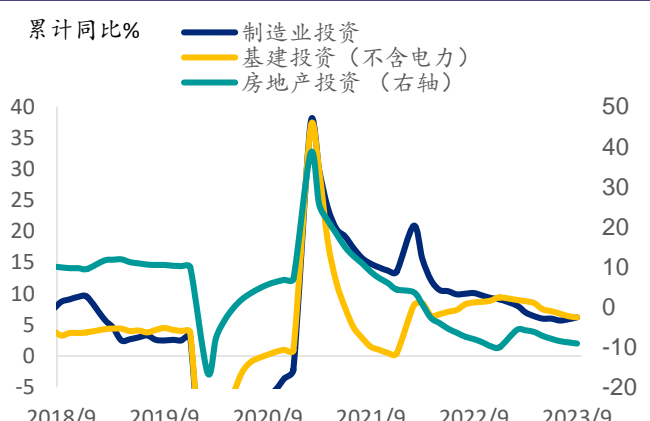
图表 4: 9 月实体经济数据显示工业生产继续改善, 然而投资下滑持续



注: 为了平滑基数效应, 2023 年使用两年平均增速

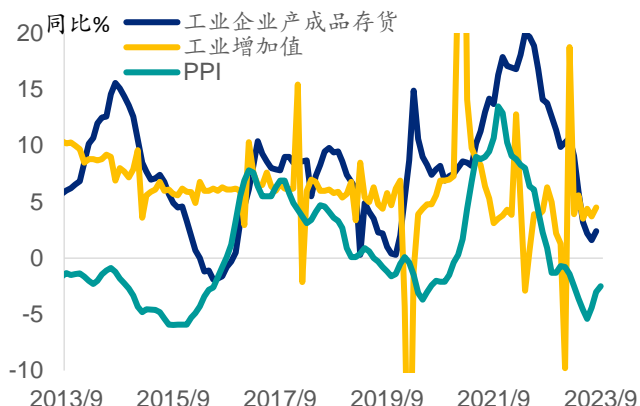
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 虽然制造业投资继续改善, 但是房地产和基建投资增速持续下滑



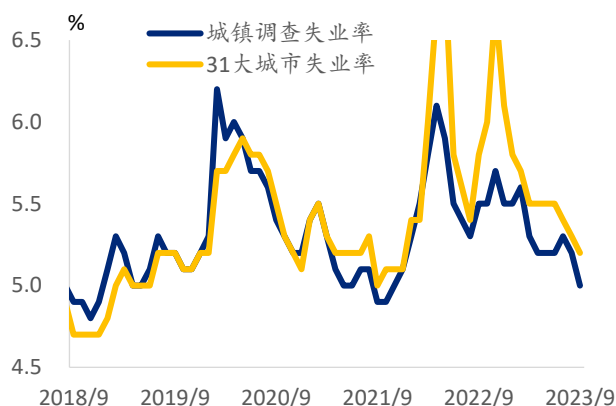
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 工业去库存周期收尾后, 工业增加值开始恢复



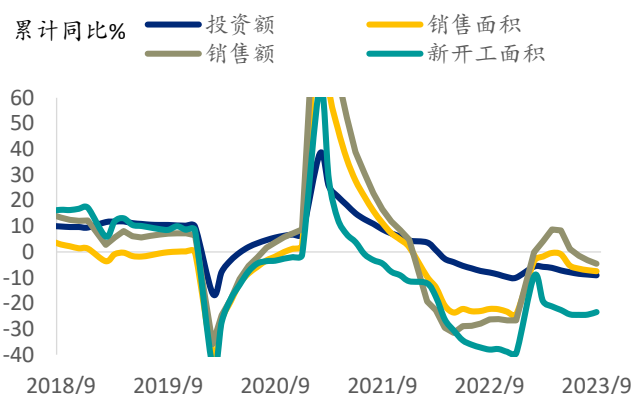
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 失业率 9 月继续下降



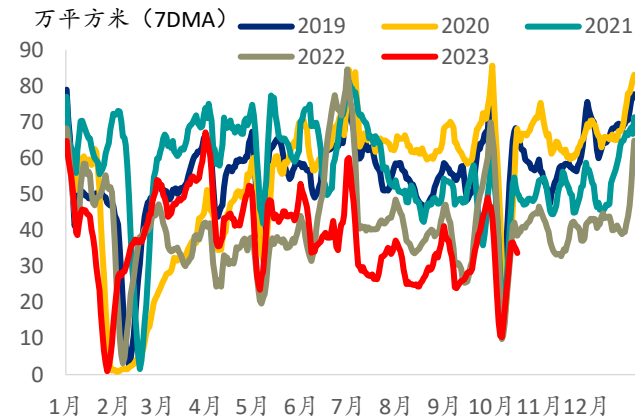
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 房地产销售和投資继续恶化, 新开工跌幅略有收窄



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 30 大中城市房产销售显示 10 月销售略有走弱



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 近期相关报告列表

时间	标题
2023 年 10 月 6 日	国庆黄金周数据点评: 旅游业表现继续推动消费复苏
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察: 中国政策成效初显, 美国降息预期大减
2023 年 9 月 15 日	央行再次降准, 实体经济数据大多好于预期, 政策接下来怎么走?
2023 年 9 月 13 日	城中村改造对经济的影响有多大?
2023 年 9 月 1 日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023 年 8 月 9 日	7 月通胀数据点评: 细节好于整体读数, 政策仍需继续发力
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读: 下半年货币政策怎么走?
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读: 将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布, 扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 11 日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号?
2023 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升, 人民币中期或升值
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文颀

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

