



生产强于需求，转型与温差共存

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

生产强于需求，转型与温差共存

总的来看，前三季度 5.2% 的累计增速为完成全年目标打下了较好基础，四季度对 GDP 增速的最低要求为 4.6%。在这样的情况下，政策继续保持连续性和稳定性，同时增强灵活性和预见性，如果后续压力偏大，不排除货币政策降息降准的可能，财政政策也可以通过增加政策性金融工具规模（如 2022 年）、动用国债结存限额（如 2024 年）等方式，确保 5% 的增速顺利完成。

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大

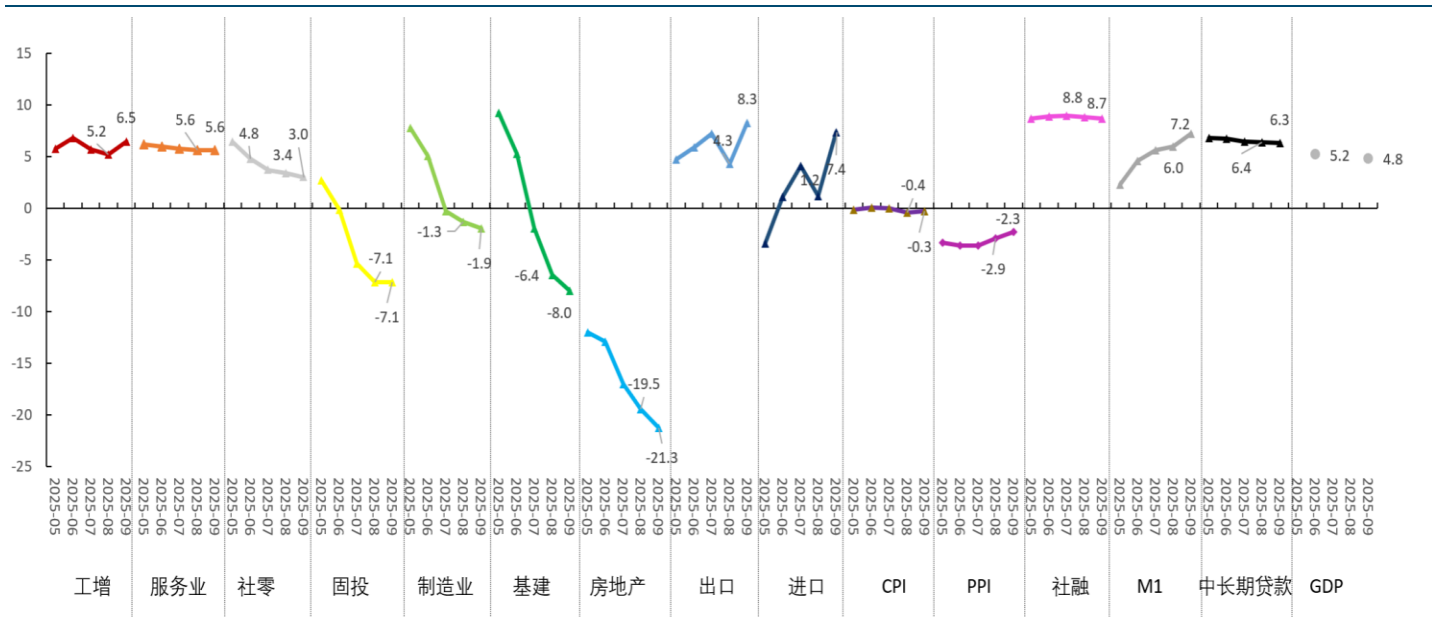
全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营

关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及消费景气度波动以及对经济的影响



三季度 GDP 不变价同比增长 4.8%，前值 5.2%，现价同比增长 3.7%，前值 3.9%。以此估算，四季度 GDP 同比增长 4.6% 就能满足全年 5% 的增速目标。与此同时，三季度固投、社零、出口（人民币）增速分别从前值 1.8%、5.4%、7.4% 下滑至 -6.6%、3.4%、7%，降幅显著大于 GDP 不变价同比降幅。

图表1：经济数据一览（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

为何三季度实际 GDP 增速显著好于需求端的投资和消费增长？

我们认为不变价和现价的差距以及 GDP 统计口径的差距是造成月度数据与季度数据背离的主因。分别体现经济的温差和转型。

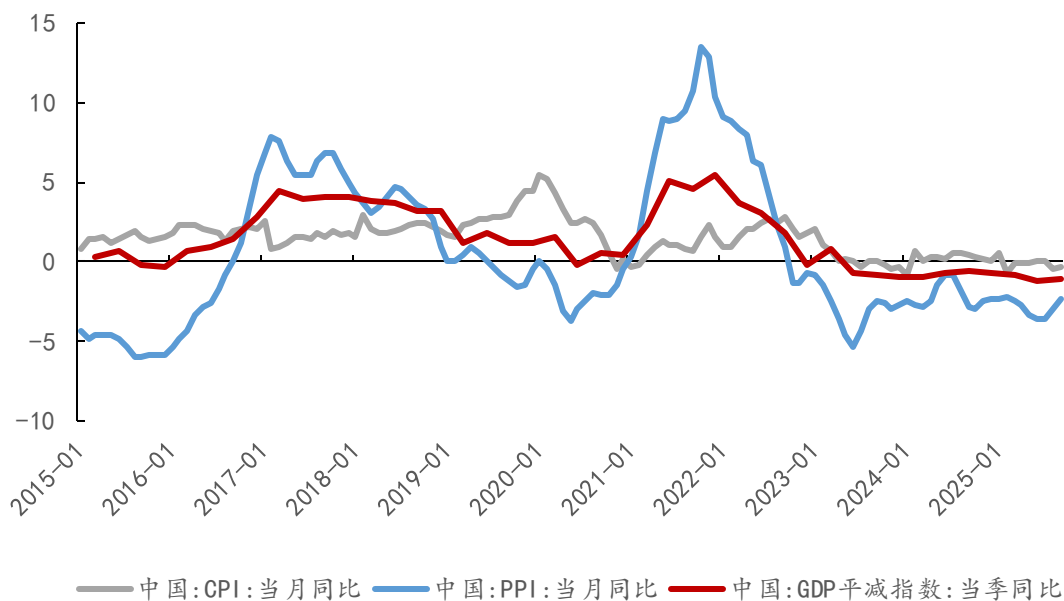
第一，近年来 GDP 不变价增速持续高于现价增速，三季度现价增速 3.7%，创 2023 年以来新低。偏低的现价 GDP 增速与投资、消费数据更为一致，体现微观体感和宏观数据之间的温差。

一方面经济的温差表现为价格的压力，这是转型过程中的债务出清、风险分担、财富再分配的结果。

三季度 GDP 平减指数同比-1%，连续 10 个季度负增长，PPI 同比增速连续 36 个月同比负增长。三季度 GDP 平减指数的收敛是政策反内卷、去年低基数等因素共同作用的结果，但从 10 月大宗商品表现上看，价格目前依旧维持偏弱水平，价格好转的持续性还有待进一步观察。



图表2: GDP 平减指数持续负增 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所

另一方面, 经济的温差表现为生产强于需求。

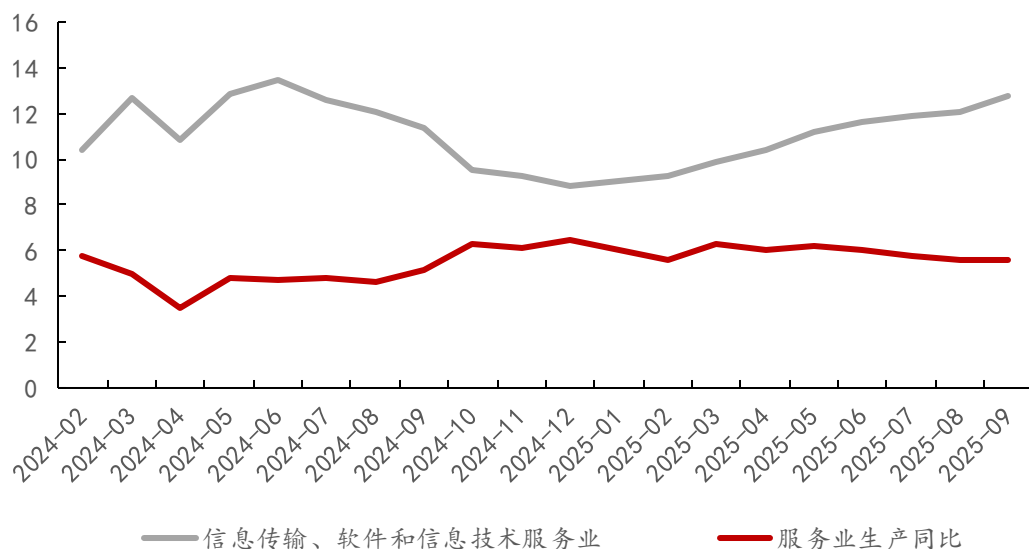
三季度工业增加值同比增长 5.8%、服务业生产指数企稳在 5.6% 左右, 9 月工增在强劲的出口和更多的工作日的带动下, 进一步上行至 6.5%。

工业和服务业增加值中, 增速最快的都是与产业转型相关的行业。三季度高技术制造业增加值平均同比增长 9.6% 左右, 高于二季度 9.4% 左右的增速, 也高于整体工增表现。前三季度, 规模以上高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重达到 16.7%。

前三季度, 服务业增加值同比增长 5.4%, 其中信息传输、软件和信息技术服务业, 租赁和商务服务业增加值分别增长 11.2%、9.2%, 领跑各大服务业。

生产强于需求, 技术密集型行业生产强于整体行业生产格局的背后是经济转型和温差共存, 转型是增长, 温差是分配。

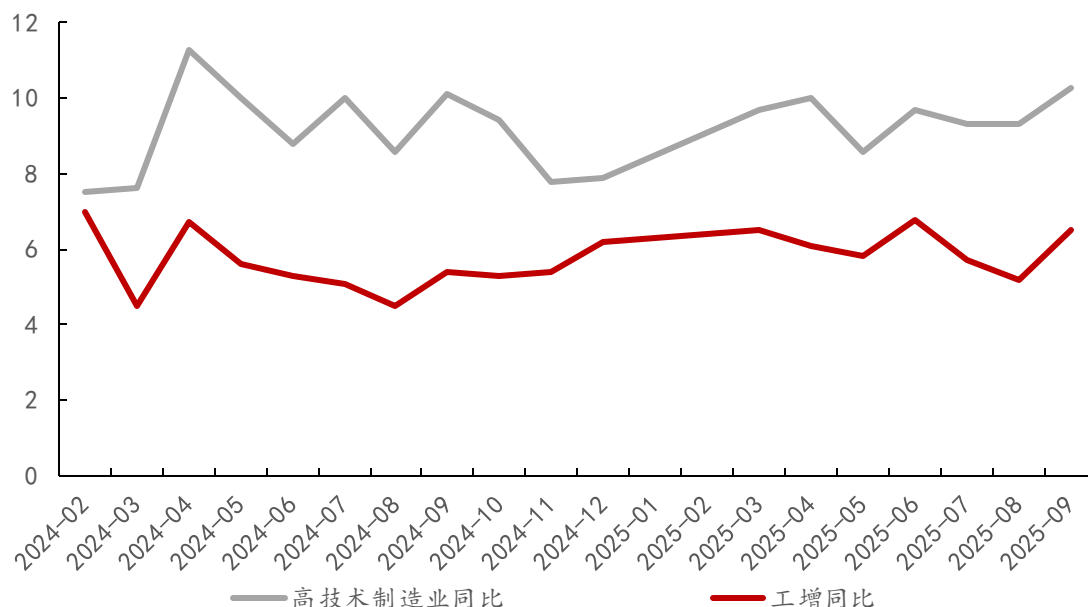
图表3: 信息技术行业生产持续上行





来源：wind，国金证券研究所

图表4：高技术制造业同比显著高于工增同比



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

第二，社零与最终消费，固定资产投资与资本形成总额，在统计口径上的差异也会造成读数变化的不一致。

比如，三季度社零增速回落2个百分点，其中以旧换新商品零售增速从二季度的11.6%下滑至三季度的4.5%，但社零口径外的服务消费维持韧性，9月服务零售累计同比5.2%，几乎持平于6月累计同比增速5.3%，叠加社零口径之外的虚拟消费，三季度最终消费拉动GDP同比增长2.7个百分点，贡献持平二季度。

再比如，虽然三季度固投同比-6.6%，但资本形成总额拉动GDP增长0.9个百分点，略低于二季度的1.3，对GDP的支撑依旧为正。三季度资本形成明显强于固投表现，一方面，反映出资本形成口径之外的土地购置费可能进一步拖累固投表现，1-8月土地购置费同比-10.2%，跌幅大于固投增速；另一方面，我们认为这可能反映出规模以下固定资产投资以及计算机软件等无形资产投资的表现不弱，受益于人工智能发展，计算机软件等无形资产投资增速相对较高。这与生产端信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比高增也能够相互呼应。


图表5：固定资产投资与资本形成总额的差距

全社会固定资产投资额包括土地购置费、旧建筑物购置费和旧设备购置费；固定资本形成总额则不包括这些费用。

全社会固定资产投资额只包括计划总投资500万元以上项目的投资，不包括500万元以下项目的投资，不包括固定资产的零星购置

全社会固定资产投资额不包括商品房销售增值、新产品试制增加的固定资产以及未经过正式立项的土地改良支出

全社会固定资产投资额只包括有形固定资产的增加，固定资本形成总额既包括有形固定资产的增加，也包括矿藏勘探、计算机软件等无形固定资产的增加。

来源：云南统计，国金证券研究所

四季度受高基数影响，经济或有下滑，但政策积极有效落地能够保证顺利实现全年 5% 的增长目标。

商品消费可能是四季度经济增长的主要下滑项。受以旧换新补贴退坡以及去年同期高基数的影响，相关商品对社零或从拉动项转为拖累项，10 月初乘联会数据显示汽车零售已经转负。除以旧换新消费外的商品增速从一季度的 4.3% 震荡下滑至三季度的 3.1%，也表明当前居民内生增长动力或偏弱。

四季度政策主要发力点在服务消费和固定资产投资。9 月以来财政政策加速落地，5000 亿的政策性金融工具和 5000 亿政府债结存限额下发，按照估算这部分资金对固定资产投资的支持力度大约有 2.2 个百分点，有望拉动年内固定资产投资转正。

另外，政策对服务消费的支持力度也在持续提高，除了通过政策性金融工具增加服务消费投资外，《关于扩大服务消费的若干政策措施》等措施也在稳步落地。预计后续服务消费增速或有望小幅回升。

总的来看，前三季度 5.2% 的累计增速为完成全年目标打下了较好基础，四季度对 GDP 增速的最低要求为 4.6%。在这样的情况下，政策继续保持连续性和稳定性，同时增强灵活性和预见性，如果后续压力偏大，不排除货币政策降息降准的可能，财政政策也可以通过增加政策性金融工具规模（如 2022 年）、动用国债结存限额（如 2024 年）等方式，确保 5% 的增速顺利完成。

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营

关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及消费景气度波动以及对经济的影响



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究