

居民消费倾向提升 经济改善好于预期

在着力扩大内需、提振信心的一系列宏观经济政策支持下，三季度中国经济复苏势头良好。工业生产小幅回升，工业企业利润与产能利用率逐季好转。CPI 继续低位盘桓，在工业品需求逐步恢复以及国际大宗商品价格回升下 PPI 降幅显著收窄，但 GDP 平减指数犹待转正。促进消费的政策正在发挥积极效应，失业率下降，收入稳步增长合力拉动三季度居民消费倾向显著上升，反映出居民增加支出的力度强于收入改善的幅度。三季度，地方政府专项债券发行加快，资金使用提速，基建投资企稳回升；受益于企业端阶段性补库存的驱动以及工业企业利润修复，制造业投资增速再度加快；各地密集出台包括“认房不认贷”、放松或取消限购等提振住房需求端的利好政策，房地产市场下跌幅度趋缓。不过房地产行业积弱已久，复苏还需假以时日。出口呈现出更多积极变化，趋稳回升态势明显，在低基数与海外超级购物节来临之际，四季度可乐观对待。

惠誉博华认为，当前经济复苏基础还不够牢固，中国政府将继续着力扩大国内有效需求，抓好已出台政策落实显效，不断推动经济运行持续好转。近期全国人大通过的增发 1 万亿元国债决议将导致 2023 年财政赤字率由 3% 调高至 3.8% 左右，信号意义可谓重大，预示了未来几年中国将以更大力度实施扩张性的财政政策，从而拉动经济更快增长。在经济修复惯性推动下，叠加低基数，今年四季度将继续保持企稳回升态势。惠誉博华维持 2023 年全年中国经济增长 5.3% 的预测。

惠誉博华

相关研究

惠誉博华 2023 年宏观经济前瞻：沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春（2023.2）

消费担纲增长引擎 经济复苏中流击水（2023.4）

经济修复势头减缓 市场信心有待提升（2023.7）

分析师

常海中

+ 86 (10) 5663 3870

haizhong.chang@fitchbohua.com

周纹羽，CPA（中国）；CPA, CGA(Canada)

+ 86 (10) 5663 3872

wenyu.zhou@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

+ 86 (10) 5957 0964

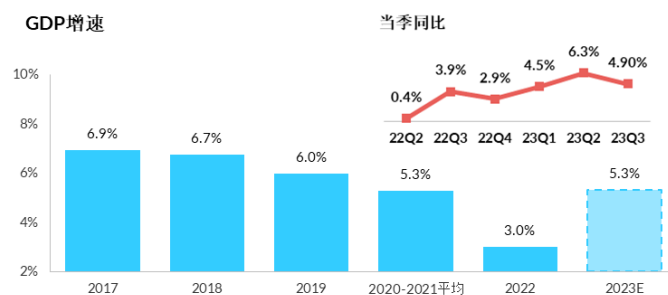
jack.li@thefitchgroup.com

三季度中国经济恢复向好，实现全年预期目标几成定局

在着力扩大内需、提振信心的一系列宏观经济政策支持下，三季度中国经济复苏势头良好，按不变价格计算当季 GDP 同比增长 4.9%，经调整季节因素后，三季度 GDP 环比增长 1.3%。环比增速连续五个季度增长，经济总体呈现持续恢复向好态势。前三季度，按不变价格计算，GDP 同比增长 5.2%，其中，第一产业同比增长 4.0%，对经济增长的贡献率为 5.0%；第二产业同比增长 4.4%，对经济增长的贡献率为 31.9%；第三产业同比增长 6.0%，对经济增长的贡献率为 63.0%。

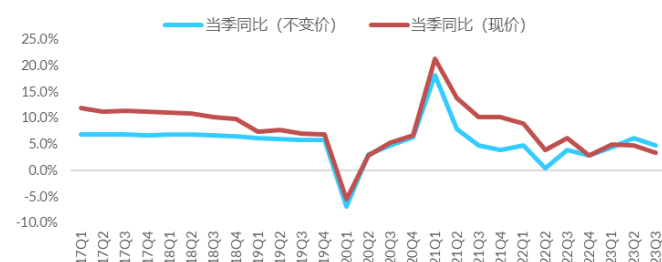
前三季度 GDP 平减指数同比下降 0.78%，二、三季度连续为负，受此影响，前三季度名义 GDP 同比增速为 4.91%，显著低于实际 GDP 增速，国内需求仍显不足，尚需继续提振。

GDP 增速



资料来源：Wind，惠誉博华

GDP 当季同比增速



资料来源：Wind，惠誉博华

惠誉博华认为，当前经济复苏基础尚不牢固，中国政府将继续着力扩大国内有效需求，进一步激发经营主体活力，抓好已出台政策落实显效，不断推动经济运行持续好转。在经济修复惯性推动下，叠加低基数，四季度中国经济料将继续保持企稳回升态势。惠誉博华维持 2023 年全年中国经济增长 5.3% 的预测。

工业生产逐季小幅回升，服务业持续景气

前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长 4.0%，增速较一季度、上半年分别加快 1.0、0.2 个百分点，呈逐季小幅回升态势。从当月情况看，9 月份，规上工业增加值增长 4.5%，与 8 月份持平；两年平均增长 5.4%，加快 1.1 个百分点，为今年以来最高增速。

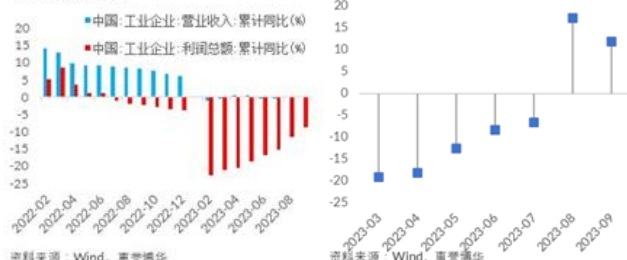
工业增加值及服务生产指数同比增速



资料来源: Wind, 惠誉博华

工业企业当季营收由降转增, 带动利润加快改善。随着市场需求持续恢复, 工业品价格逐步回升, 工业企业营收明显好转。前三季度, 规上工业企业营业收入同比持平, 增速较上半年、一季度分别回升 0.4 和 0.5 个百分点。其中, 三季度规上工业企业营业收入在连续两个季度下降后同比增长 0.3%。分月看, 9 月份规上工业企业营业收入同比增长 1.2%, 连续两个月增长, 增速较 8 月份加快 0.4 个百分点。

中国工业企业营业收入及利润总额累计同比



资料来源: Wind, 惠誉博华

工业企业利润逐季走强, 当季利润由降转增。前三季度, 全国规模以上工业企业利润同比下降 9.0%, 降幅较上半年、一季度分别收窄 7.8 和 12.4 个百分点。分季度看, 一、二季度, 规上工业企业利润同比分别下降 21.4%、12.7%, 三季度利润增长 7.7%, 工业企业利润在连续五个季度同比下降后首次由降转增, 呈加快回升态势。分月看, 9 月份规上工业企业利润同比增长 11.9%, 连续两个月实现两位数增长。工业企业效益呈加快恢复态势, 预计四季度将持续改善。

产能利用率逐季好转。前三季度, 全国工业产能利用率为 74.8%, 分季度看, 三季度产能利用率为 75.6%, 分别比一、二季度回升 1.3、1.1 个百分点, 预计四季度有望保持回升势头。

中国工业产能利用率 (%)



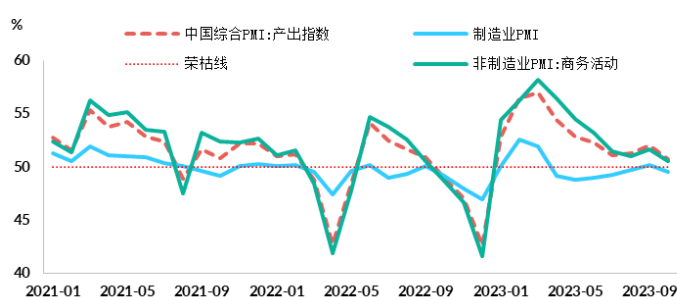
资料来源: Wind, 惠誉博华

9 月份, 制造业 PMI 环比回升至 50.2%, 高于前值的 49.7%, 连续 4 个月回升, 4 月份以来首次升至扩张区间。制造业供需两端继续改善。随着市场需求逐步恢复, 制造业生产活动持续加快, 生产

指数和新订单指数分别为 52.7% 和 50.5%, 较 8 月上升 0.8 和 0.3 个百分点。为满足生产端需求, 企业加大采购力度, 采购量指数升至 50.7%, 高于前值的 50.5%, 连续两个月保持扩张。不过, 受国庆中秋长假、9 月高基数以及部分需求提前释放等综合影响, 10 月制造业 PMI (49.5)、生产指数 (50.9) 及新订单指数 (49.5) 均比 9 月有所回落。从历史数据来看, 受季节性因素扰动, 10 月 PMI 指数大多低于 9 月, 当然 10 月 PMI 指数低于临界点也反映了需求不足问题仍然突出。

根据企业规模来看, 大型企业扩张加快, 中小企业仍处于收缩区间, 不过环比总体呈连续回暖之势。9 月份大型企业 PMI 为 51.6%, 比上月上升 0.8 个百分点, 为近 6 个月高点, 10 月大型企业 PMI 持续位于扩张区间, 大型企业景气水平维持高位; 中、小型企业 10 月 PMI 比上月分别下降 0.9 个和 0.1 个百分点, 景气度有所下降。

PMI



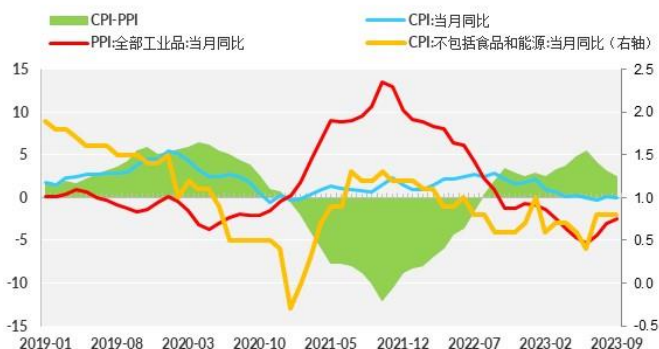
资料来源: Wind, 惠誉博华

前三季度, 随着经济日渐复苏, 服务需求加快释放, 服务业实现较快增长。服务业 GDP 同比增长 6.0%, 占整体 GDP 比重为 55.1%, 比上年同期上升 1.4 个百分点, 对国民经济增长的贡献率为 63.0%, 拉动 GDP 增长 3.3 个百分点。其中, 三季度, 服务业 GDP 同比增长 5.2%。今年以来, 服务业商务活动指数持续位于景气区间。10 月服务业商务活动指数尽管下降 0.8 个百分点至 50.1, 仍位于扩张区间。国家统计局表示, 在“十一”节日效应带动下, 与居民旅游出行和消费相关的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均位于 55.0 以上较高景气区间。多数服务业企业对近期行业发展保持乐观, 业务活动预期指数为 57.5, 低于 9 月 0.6 个百分点。

CPI 低位盘桓, PPI 降幅显著改善, GDP 平减指数犹待转正

CPI 低位盘桓。前三季度, 全国 CPI 比上年同期上涨 0.4%, 涨幅比上半年回落 0.3 个百分点。9 月份, CPI 同比持平。其中, 主要受猪肉价格大幅下挫拖累, 食品价格下降 3.2%, 降幅比上月扩大 1.5 个百分点, 影响 CPI 下降约 0.60 个百分点。非食品中, 工业消费品价格下降 0.3%, 降幅收窄 0.5 个百分点。服务价格上涨 1.3%, 涨幅与上月相同, 其中飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨 14.0%、12.3% 和 10.4%, 涨幅均有回落; 教育服务价格上涨 1.8%, 涨幅有所扩大。受猪肉价格持续拖累, 四季度 CPI 可能依旧维持低位运行。

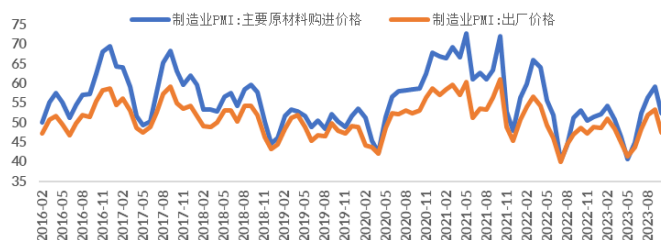
CPI及PPI走势 (%)



资料来源: Wind, 惠誉博华

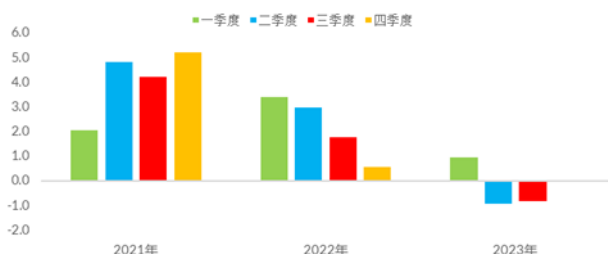
PPI 降幅显著收窄。PPI 同比降幅总体趋于收窄。前三季度, 全国 PPI 比上年同期下降 3.1%。分季度看, 一季度下降 1.6%, 二季度下降 4.5%, 三季度下降 3.3%, 三季度比二季度降幅收窄 1.2 个百分点。受国际原油等价格回落、工业品市场需求不足及上年同期对比基数较高等因素影响, 6 月份 PPI 同比一度跌至 5.4%; 下半年以来, 随着国内政策效应不断累积, 工业品需求逐步恢复, 加之国际大宗商品价格回升, PPI 同比降幅逐月收窄至 9 月份的 2.5%, 趋于改善。同时, 制造业 PMI 中的主要原材料购进价格指数与出厂价格指数自 5 月份探底以来, 三季度呈连续回升走势, 与 PPI 走势相近。受部分大宗商品价格回落及需求减弱等影响, 10 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数比上月分别下降 6.8 及 5.8 个百分点。惠誉博华预计, 四季度经济复苏势头维持向好, 下游需求改善将利于 PPI 进一步回升。

PMI: 主要原材料购进价格及出厂价格 (%)



资料来源: Wind, 惠誉博华

GDP平减指数当季同比 (%)



资料来源: Wind, 惠誉博华

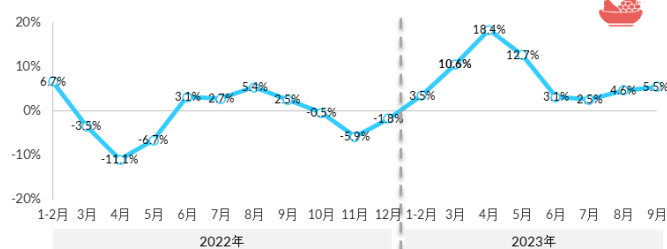
GDP 平减指数犹待转正。GDP 平减指数可以综合反映一个国家 (或地区) 物价变动的总水平。中国 GDP 核算使用的是生产法, 即全部企业的增加值之和。因此, 平减指数亦可视为全部企业产出中的物价变动。二季度、三季度 GDP 平减指数分别为-0.92%、

-0.84%, 三季度跌幅收窄, 与经济修复好于预期相一致, 但仍处于负值, 反映整体物价水平疲软, 社会总需求仍待持续提振。

促消费政策效应显现, 居民消费倾向明显改善

前三季度, 社会消费品零售总额同比增长 6.8%; 扣除价格因素, 实际增长 6.6%。从两年平均增速看, 三季度两年平均增长 3.9%, 比二季度加快 1.1 个百分点。9 月份, 社会消费品零售总额同比增长 5.5%, 增速比 8 月份提高 0.9 个百分点; 扣除价格因素, 同比实际增长 6.1%, 比 8 月份加快 1.1 个百分点。市场销售增速连续两个月有所加快, 反映出消费市场恢复态势得到进一步巩固。

社会消费品零售总额当月同比



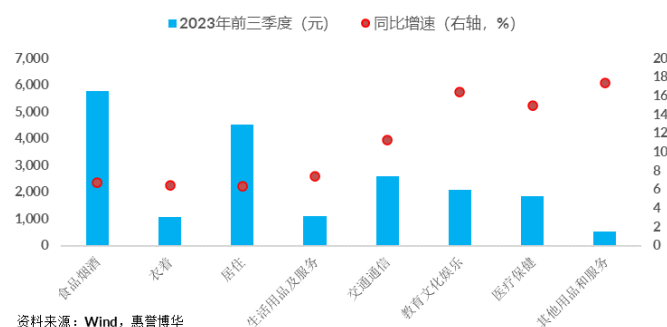
资料来源: Wind, 惠誉博华

服务零售继续保持较快恢复态势。前三季度, 服务零售额同比增长 18.9%。国家统计局副局长盛来运指出: “服务零售增长快主要是与这两年的发展环境有关, 去年还是疫情冲击比较大的一年, 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, 所以对服务零售额影响比较大。今年防控转段以后, 经济运行恢复常态, 受益最大的也是服务业, 尤其是接触型服务业, 出行大量增加, 餐饮火爆, 服务消费恢复比较快。”

中秋国庆假期, 居民外出休闲旅游、返乡探亲交织叠加, 带动旅行相关类消费加快恢复。9 月份, 全国限额以上住宿和餐饮业单位客房收入同比两位数增长; 全国餐饮收入同比增长 13.8%, 增速比 8 月份加快 1.4 个百分点。数据显示, 9 月份全国城市轨道交通客运量同比增长 40%, 比 8 月份加快 1.6 个百分点; 全国电影票房同比增长 122.5%, 加快 13 个百分点。

前三季度, 全国居民人均可支配收入 29,398 元, 比上年同期名义增长 6.3%; 扣除价格因素, 实际增长 5.9%。经济持续恢复, 特别是服务业较快增长, 保障了城乡居民收入的稳定增长。

2023年前三季度居民人均消费支出构成及增速

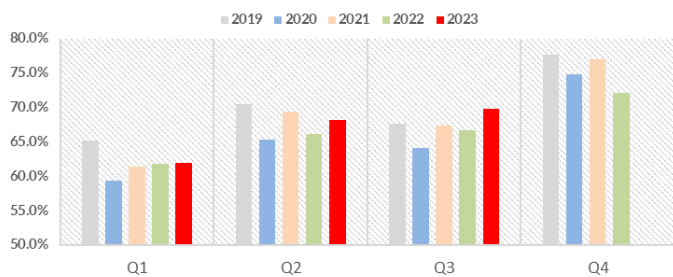


资料来源: Wind, 惠誉博华

随着经济持续好转, 消费场景不断拓展, 消费需求稳步回暖, 居民消费支出继续恢复。前三季度, 全国居民人均消费支出 19,530 元, 比上年同期名义增长 9.2%, 扣除价格因素, 实际增长 8.8%。

从消费支出结构看，教育文化娱乐、医疗保健、交通通信、其他用品及服务支出增长快于消费支出平均增速。前三季度旅游、演出、展览等文化娱乐场景持续快速恢复，带动文化娱乐支出增长 41.8%；医疗保健支出增长 15.0%；交通通信支出增长 11.3%。前三季度，全国居民人均服务性消费支出增长 14.2%，快于居民人均消费支出增速 5.0 个百分点；占居民消费支出比重为 46.1%，比上年同期上升 2.0 个百分点。

居民消费倾向



资料来源：Wind，惠誉博华

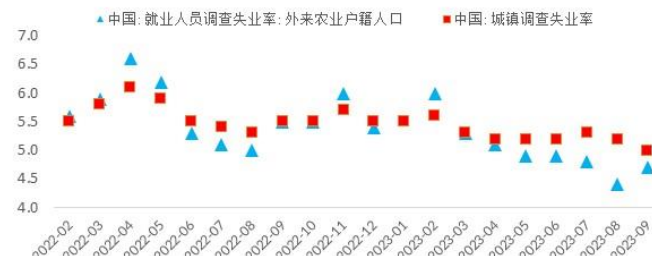
通过观察可发现，三季度居民消费倾向（居民消费性支出/可支配收入）升高至 69.8%，不仅超过 2019 年疫情爆发前同期，且录得 2015 年以来同期最高水平，反映出居民增加支出的力度强于收入改善的幅度。惠誉博华认为，消费倾向的改善可能得益于下列几个因素：

首先，年初以来相继出台的一系列促进消费的政策正在发挥积极效应，如 7 月 31 日国家发改委对外发布《关于恢复和扩大消费的措施》（下称《措施》），围绕稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境等六个方面，提出 20 条具体政策举措，强调把恢复和扩大消费摆在优先位置，优化就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制。《措施》明确，优化汽车购买使用管理，扩大新能源汽车消费，支持刚性和改善性住房需求，提升家装家居和电子产品消费。8 月 31 日国务院发布《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》，决定提高 3 岁以下婴幼儿照护等三项个人所得税专项附加扣除标准，这将有利于进一步减轻家庭抚养赡养负担，也有利于提高居民消费意愿和能力。8 月 31 日，人民银行、金融监督管理总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，对降低首付比例和存量房贷利率进行具体阐述，存量房贷利率调整政策正式落地。惠誉博华预测，截至 2023 年 6 月末，我国个人住房贷款余额 38.6 万亿元，存量房贷利率下调预计将为居民节省利息支出约 1,500 亿元，这将在一定程度上缓解居民债务偿还压力，提高其消费能力。

其次，就业是民生之本、收入是民生之源，就业与收入均为决定消费水平的重要因素。随着一系列扩大内需、提振信心、防范风险的政策效应逐步显现，就业形势持续好转。前三季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%，比上年同期下降 0.3 个百分点。三季度就业形势进一步向好，7 月份城镇调查失业率为 5.3%，8 月份为 5.2%；9 月份继续下降至 5.0%，低于上年同月 0.5 个百分点，为今年以来单月最低值。另外，随着经济持续恢复，接触型聚集型服务业明显回升，市场用工需求增加，就业政策开始显效，农民工就业形势不断改善。前三季度，城镇外来农业户籍劳动力失业率平均值为 5.1%，比上年同期下降 0.5 个百分点。三季度城镇外来农业户籍劳动力失业率为 4.6%，比二季度下降 0.4 个百分点，

低于上年同期 0.6 个百分点。毫无疑问，失业率降低与居民收入增长显著改善了消费预期。

中国失业率 (%)



资料来源：Wind，惠誉博华

另外，过去三年疫情期间，尤其是 2022 年，居民消费意愿不足，消费场景受限，由此积累了较为可观的超额储蓄。伴随着防疫转段，经济持续复苏，部分居民超额储蓄正在逐步转化为消费。

对于今后消费增长，国家统计局指出，四季度消费还会延续前三季度恢复向好态势。第一，前三季度无论是商品消费还是服务消费，以及居民消费支出，都保持了持续回稳向好态势。第二，消费政策效应持续显现。今年稳增长扩消费，相关部门出台了一系列促进消费的政策举措，而且各地方加快落实，政策效应还会持续释放。第三，居民消费基础巩固。消费最终还要靠收入做支撑，今年就业形势总体改善，这为未来消费可持续恢复和增长打下了很好基础。第四，去年四季度受疫情影响，消费相关指标基数偏低。比如，去年四季度社会消费品零售总额同比下降 2.7%，基数效应有利于消费数据改善。

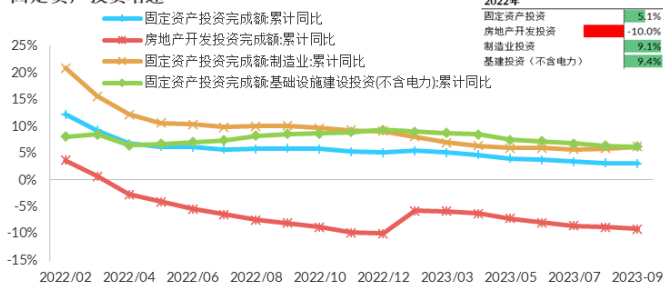
惠誉博华认为，消费是内需的“慢变量”，消费提升离不开居民收入增长、就业提升、产品供给丰富、消费模式培育等因素改善。短期刺激消费政策虽能在一定程度上有助于稳增长，但要从根本上解决消费不足问题，还要依靠国民收入分配制度改革、财政支出结构优化、高质量产品和服务供给改善等领域稳步推进、协同发展。

固定资产投资边际改善，财政政策加码保障后续增长

前三季度，固定资产投资同比增长 3.1%，增速比 1-8 月份小幅回落 0.1 个百分点。从月度推测数据来看，9 月固定资产投资同比增长 2.5%，较 8 月加快 0.5 个百分点，边际改善。

在各级政府加快落实落细促进民营经济发展壮大的 31 条政策和 28 条举措，做好民间资本项目推介工作背景下，民间投资降幅连续两个月收窄。前三季度，民间投资同比下降 0.6%，降幅比 1-8 月份收窄 0.1 个百分点。其中，民间项目投资（扣除房地产开发投资）增长 9.1%，增速比 1-8 月份加快 0.1 个百分点。月度推测数据显示，9 月民间投资亦由 8 月同比下滑 2.2% 回升至同比增长 0.1%，3 月以来首次转正。

固定资产投资增速



资料来源：Wind，惠誉博华

固定资产投资月度增速

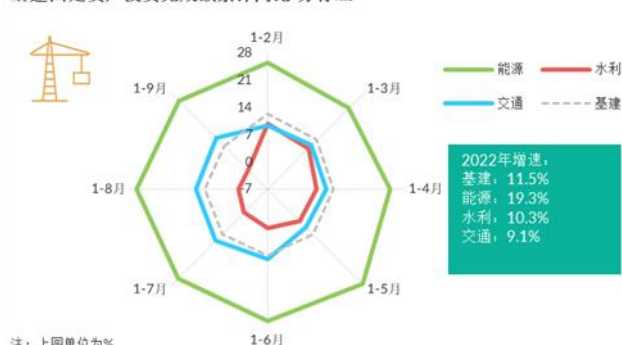


资料来源：Wind，惠誉博华

基建投资：专项债加快发行，基建投资企稳回升。前三季度，基建投资同比增长 6.2%，增速比 1-8 月回落 0.2 个百分点。从月度推测数据来看，9 月基建投资同比增长 6.8%，比 8 月加快 0.6 个百分点，连续两月回升。三季度，地方专项债券发行加快，资金使用提速，同时发行特殊再融资债券，用于置换地方融资平台高息债务和偿还拖欠企业账款，直接或间接助力基建投资增速回升。

前三季度，各级政府持续推进交通、水利、能源等重点领域补短板投资，相关行业投资较快增长。其中，水上运输业投资增长 23.3%，铁路运输业投资增长 22.1%，信息传输业投资增长 6.8%，水利管理业投资增长 4.9%。

基建固定资产投资完成额累计同比-分行业

注：上图单位为%
资料来源：Wind，惠誉博华

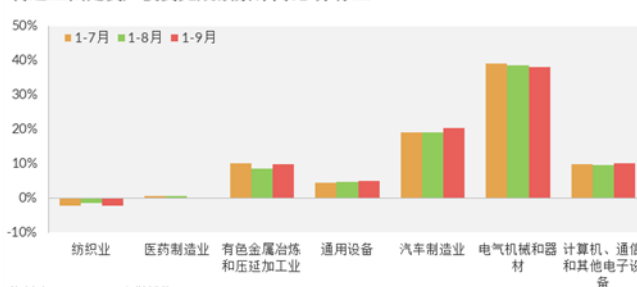
近日，一项不同寻常的政策举措引发市场热议。10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议通过国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，并授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额，其中增发 1 万亿元国债主要用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。本次增发国债为中央加杠杆，发债资金全部通过转移支付方式给予地方，今年拟安排使用 5000 亿，结转明年使用 5000 亿，增发后全国财政赤字率由 3% 升至 3.8% 左右。2010 年以来，中国财政赤字率仅在 2020 年与 2021 年疫情蔓延

年份突破过 3%，分别升至 3.6% 与 3.2%。此外，中国很少在年中调整预算，此次也是 2000 年以来首次在年中增加赤字。中长期来看，预算内财政赤字率黏性较高，由此可以合理推断未来数年内中国预算赤字率都将突破此前 3% 的相对保守的目标水平，中国政府将以更大力度地实施扩张性的财政政策，从而拉动经济更快增长。短期而言，此次增发国债将对今年年底与 2024 年基建投资增长构成良好支撑。

制造业投资增速再度加快，中国全面取消外资准入限制。8 月、9 月制造业部门一定程度上受到企业端阶段性补库存的驱动，同时工业企业利润的修复也为制造业投资回升带来机会。前三季度，制造业投资同比增长 6.2%，增速比 1-8 月份和 1-7 月份分别加快 0.3 个和 0.5 个百分点，比全部固定资产投资高 3.1 个百分点。其中，制造业技改投资同比增长 3.7%，增速比 1-8 月份加快 0.8 个百分点，占全部制造业投资的比重为 38.6%。从月度推测数据来看，制造业投资同比增速在 7 月份下探至 4.3% 后，8 月、9 月回升有力，同比增速分别达到 7.1%、7.9%。

分行业来看，电气机械和器材制造业投资增长 38.1%，仪器仪表制造业投资增长 24.3%，汽车制造业投资增长 20.4%，表现显著好于制造业整体增速。

制造业固定资产投资完成额累计同比-分行业



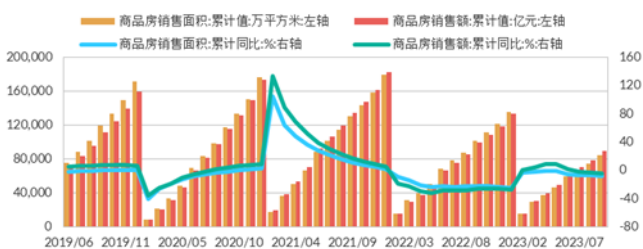
资料来源：Wind，惠誉博华

一段时间以来，制造业投资恢复迅速，成为拉动投资增长的重要动力。金融业逐步加大了对制造业的支持和服务力度，有效地支持了制造业复苏和产业链稳定。从银行业来看，制造业贷款占比进一步提升。中国人民银行日前发布的 2023 年第二季度中国货币政策执行报告显示，6 月末，企（事）业单位中长期贷款比年初增加 9.7 万亿元，在全部企业贷款中占比 75.8%。9 月末制造业中长期贷款余额同比增长 38.2%，远高于全部贷款增速，2020 年以来持续高速增长。

10 月 18 日，中国政府在第三届“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上宣布，中国将全面取消制造业领域外资准入限制措施，这将是扩大对外开放的重大举措，充分体现了中国积极推动高水平对外开放的信心。通过积极吸引先进制造业跨国投资，有利于通过竞争效应进一步推动国内制造业向高端化、数字化、智能化转型升级，有助于保持制造业投资稳步增长。

房地产投资：积弱已久，复苏还需假以时日。房地产市场整体暂无明显起色，前三季度，房地产开发投资同比下降 9.1%，跌幅较 1-8 月扩大 0.3 个百分点，从年初以来，累计增速一直呈现单边下滑走势。从月度推测值来看，9 月房地产开发投资同比下滑 11.2%，较 8 月增速（-10.9%）放缓 0.3 个百分点。

房地产销售及增速



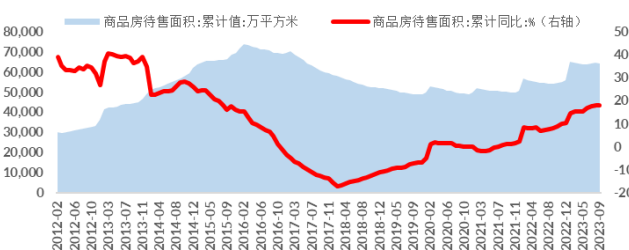
资料来源：Wind，惠誉博华

前三季度，商品房销售面积、销售额累计同比增速分别下降 7.5%、4.6%，较 1-8 月跌幅各自走阔 0.4 个百分点、1.4 个百分点。9 月当月，商品房销售面积、销售额同比增速分别下降 10.1%、13.6%，较 8 月跌幅各自收窄 2.1 个百分点、2.8 个百分点，边际改善，这主要得益于 8 月底以来，各地密集出台包括“认房不认贷”、放松或取消限购等提振住房需求端的利好政策，缓解了房地产市场下跌幅度。

前三季度，房屋新开工面积累计同比下降 23.4%，较 1-8 月略有回升。9 月，房屋新开工面积同比下降 14.6%，较 8 月降幅（-23.6%）有所收敛。前三季度，“保交楼”政策持续发力，房屋竣工面积同比增长 19.8%，9 月竣工面积同比上升 25.3%，升幅较 8 月扩大 14.7 个百分点。

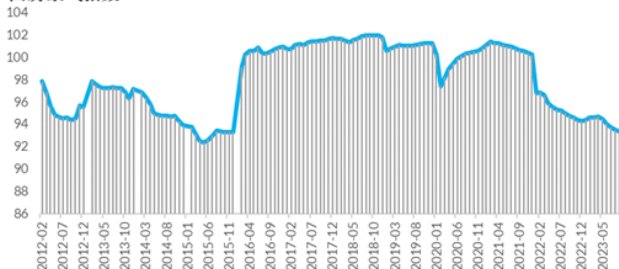
房地产继续累库存。9 月末，商品房待售面积 64,537 万平方米，同比增长 18.3%，增速创下 2015 年 7 月以来新高。反映行业景气度的房地产开发景气指数，9 月再次下降 0.11 个百分点至 93.44，为 2016 年 2 月以来最低值。

商品房待售面积及增速



资料来源：Wind，惠誉博华

国房景气指数



资料来源：Wind，惠誉博华

房地产行业积弱已久，行业增长中枢已显著下移。惠誉博华预计近期房地产市场将继续维持弱势整理，总体呈现 L 型复苏走势。

出口降幅收窄，四季度可乐观对待

海关总署数据显示，以美元计，前三季度中国出口金额同比下降 5.7%，9 月当月出口金额同比下滑 6.2%，较 8 月跌幅收窄 2.6 个百分点。8 月、9 月出口规模连续扩大，环比分别增长 1.2% 和 5.5%，出口呈现出更多积极变化，趋稳回升态势明显。进口方面，前三季度以美元计中国进口金额同比下降 7.5%，9 月当月进口金额同比下滑 6.2%，较 8 月跌幅收窄 1.1 个百分点，显示内需有一定改善。

海关总署新闻发言人表示，价格、数量是影响出口价值的两个表现因素，今年部分月度出口值下降，主要是受到出口价格下跌拖累。近两个月出口数量已由减转增，8 月出口数量已由前期的同比减少转为增加 5.9%，9 月进一步提升至 7.9%，对出口回升贡献显著。

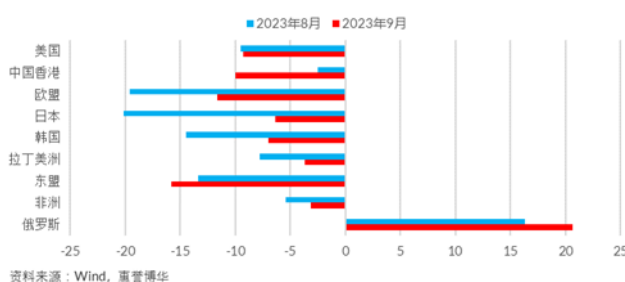
进出口金额（以美元计价）月度同比



资料来源：Wind，惠誉博华

分区域/国别看，9 月中国对俄罗斯出口实现了 20.6% 的高增长，尽管增速在不断回落。在低基数效应推动下，9 月中国对美国、日本与欧盟出口降幅均呈现不同程度收窄，对美、日、欧出口分别同比下滑 9.3%（8 月，-9.5%）、6.4%（8 月，-20.1%）、11.6%（8 月，-19.6%）。与之形成对比的是，受高基数影响，中国对东盟与中国香港出口降幅走阔，分别由 8 月的 -13.4%、-2.5% 降至 -15.8%、-10.0%。

中国主要出口目的国当月同比增速（%）



资料来源：Wind，惠誉博华

分商品来看，汽车、家电依旧是出口增速的主要贡献商品。9 月乘用车出口 35.7 万辆，创历史新高，同比、环比分别增长 50%、8%。其中新能源车占出口总量的 25.4%。汽车及配件出口增速从 8 月的 17.3% 回升至 9 月的 27.5%。家电方面，9 月中国家电出口额同比增长 12.4%，出口量为 3.5 亿台，同比增长 23.0%。另外，在国内钢材价格走低与汇率贬值综合作用下，中国钢材价格国际竞争力增强，出口金额增速由 8 月 -30.6% 大幅收窄至 9 月 -5.9%。

2023年8月及9月全国出口部分商品金额（百万美元）



资料来源：Wind，惠誉博华

对于四季度出口，惠誉博华持相对乐观态度，主要依据如下：

首先，8月、9月出口连续改善反映了海外需求短期内有所修复，尤其是美国经济表现更为靓丽，在私人消费支出强劲增长与企业回补库存驱动下，美国三季度经济增长环比折年率达到 4.9%，远高于市场预期。预计作为全球最终需求重要来源地的美国经济在未来数月内将维持较强韧性，将有利于中国乃至全球出口增长。

其次，韩国作为出口导向型经济体，其进出口数据成为衡量国际贸易趋势的一个重要晴雨表，也因此被冠以全球经济的“金丝雀”名称。数据显示，10月前20天韩国日均发货量同比增长 8.6%，自去年9月以来首次恢复增长，预示全球贸易可能正在逐渐恢复活力。

另外，2022年四季度出口基数低，随着超级购物节、圣诞节与新年订单聚集，海外需求有望迎来较快增长，四季度中国出口增速将持续回升并有望转正，从而对经济增长产生正向效应。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。