

Macro Rapid Response

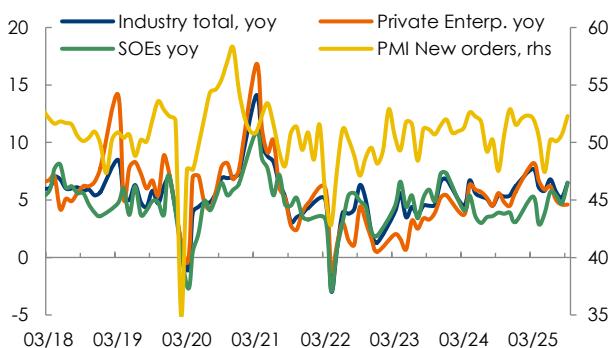
Cina: dati di settembre 2025 e PIL del 3° trimestre

La crescita del PIL è decelerata da 5,3% nella prima metà del 2025 a 4,8% a/a nel 3° trimestre, principalmente a causa del rallentamento del settore industriale ma è stata ancora supportata da un contributo positivo del canale estero, che è rimasto invariato rispetto al 2° trimestre. I dati relativi al mese di settembre evidenziano un recupero della produzione industriale ma una persistente debolezza degli investimenti e delle vendite al dettaglio. Ulteriori misure di supporto mirate saranno necessarie per evitare un ulteriore rallentamento della domanda interna e mantenere la crescita vicino al target del Governo.

La crescita del PIL è rallentata **da 5,2% a/a nel 2° trimestre del 2025 a 4,8% a/a nel 3° trimestre**, in linea con le nostre attese e poco al di sopra di quelle di consenso (Bloomberg: 4,7% a/a). **Dal lato dell'offerta**, il rallentamento è stato trainato principalmente dalla decelerazione del settore industriale (da 4,8% a/a nel 2° trimestre a 4,2% a/a nel 3° trimestre) mentre quella del settore dei servizi è stata più contenuta (da 5,7% a/a nel 2° trimestre a 5,4% a/a nel 3° trimestre); contemporaneamente il settore agricolo ha registrato una modesta espansione (da 3,8% a/a nel 2° trimestre a 4,0% a/a nel 3° trimestre). **Dal lato della domanda**, il contributo alla crescita dei consumi è stato il più elevato e invariato rispetto al 2° trimestre, così come è rimasto uguale quello del canale estero. La **dinamica congiunturale** è lievemente accelerata, passando da 1,0% t/t, (rivisto al ribasso da un precedente 1,1% t/t) a 1,1% t/t, contrariamente alle nostre attese (0,8% t/t). Il deflattore è rimasto negativo per il decimo trimestre consecutivo a -1,0% evidenziando la persistenza delle pressioni deflattive.

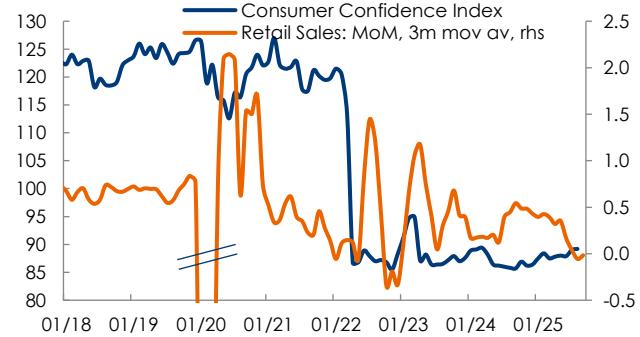
I dati relativi al mese di settembre evidenziano che, **dal lato della domanda, l'attività economica ha continuato ad affievolirsi alla fine del 3° trimestre**, registrando un ulteriore rallentamento di investimenti e consumi, mentre dal lato dell'offerta la produzione industriale è accelerata, verosimilmente sostenuta dal miglioramento degli ordini esteri. Il supporto del canale estero difficilmente potrà continuare invariato e le Autorità dovranno adottare misure aggiuntive di sostegno mirate a consumi e investimenti per evitare un ulteriore rallentamento nel trimestre corrente e nel successivo quando, anche per un effetto confronto molto sfavorevole, ci aspettiamo che la crescita si possa spingere poco al di sotto del 4%. **Confermiamo per ora le nostre previsioni di crescita del PIL al 4,8% per il 2025.**

Fig. 1 – Produzione industriale e ordini del settore manifatturiero



Fonte: CEIC, S&Ps Global.

Fig. 2 – Vendite al dettaglio



Fonte: CEIC

La **produzione industriale** (fig. 1) è salita del 6,5% a/a in settembre da 5,2% a/a in agosto, molto più delle attese di consenso (Bloomberg: 5,0% a/a), con una accelerazione diffusa a tutti i tipi di imprese e trainata dal manifatturiero high-tech, che ha registrato una crescita del 10,3% a/a. Anche su base mensile la dinamica è accelerata, a 0,6% m/m, da 0,4% m/m nei due mesi

20 ottobre 2025

Research Department

International Research Network

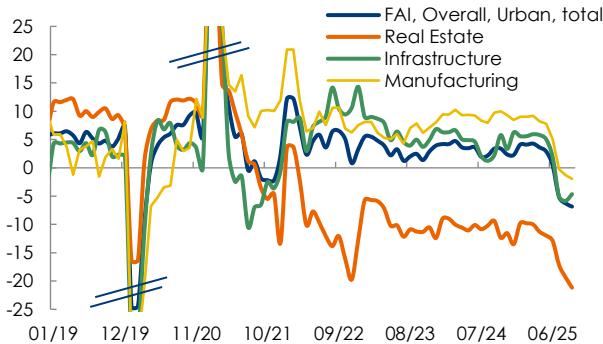
Silvia Guizzo

Economista – Asia Ex Giappone

precedenti, verosimilmente sostenuta dal recupero degli ordini esteri. Il fatturato delle imprese industriali derivante dalle vendite destinate all'estero, dopo un calo dello 0,4% a/a in agosto, è infatti salito del 3,8% a/a in settembre. La crescita della **produzione di servizi** è rimasta **invariata a 5,6% a/a** in settembre, in rallentamento rispetto a tassi di espansione sopra il 6% registrati nella prima metà dell'anno.

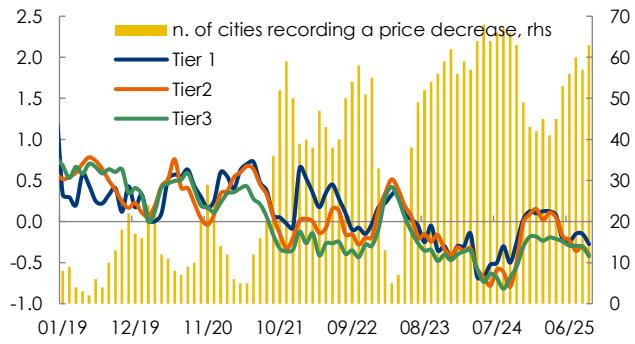
La dinamica tendenziale delle **vendite al dettaglio nominali** è ulteriormente rallentata, **da 3,4% a/a in agosto a 3,0% a/a in settembre**, in linea con le attese di consenso (Bloomberg: 3,0% a/a), segnando un calo su base mensile (-0,18% m/m), il terzo da giugno. L'andamento delle vendite nelle aree urbane rimane più fiacco rispetto a quello delle aree rurali e il rallentamento continua ad essere guidato dai servizi di catering e ristorazione (0,9% a/a in settembre) ma è stato particolarmente significativo anche nel comparto degli elettrodomestici (da 14,3% a/a a 3,3% a/a), in parte per un effetto confronto sfavorevole e in parte per l'esaurirsi dell'effetto positivo dei programmi di permuta. La dinamica delle vendite di auto rimane molto contenuta in valore (1,6% a/a in settembre), seppur in miglioramento dai minimi di luglio, ma ancora sostenuta in volume (+14,9% a/a). La **fiducia dei consumatori**, che è pubblicata con un mese di ritardo, pur rimanendo ancora su livelli molto bassi ha registrato un altro marginale aumento, portandosi ai massimi da inizio anno (fig. 2). Il **mercato del lavoro** continua a dare segnali misti. Il **tasso di disoccupazione urbana** è tornato a 5,2%, riportandosi ai livelli di luglio dopo aver toccato 5,3% in agosto, ma nei primi otto mesi dell'anno i nuovi occupati risultano in crescita solo dello 0,2% rispetto allo stesso periodo del 2024 e gli indici PMI continuano a puntare a una riduzione degli organici.

Fig. 3 – Investimenti fissi nominali* (var. % a/a)



Nota (*): stima delle variazioni a/a dai dati cumulati. Fonte: CEIC

Fig. 4 – Prezzi degli immobili residenziali* (var. % a/a)



Nota: (*) media delle var. % m/m su 70 maggiori città. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli **investimenti fissi nominali** sono scesi dello 0,5% a/a nei primi nove mesi del 2025, contrariamente delle attese di consenso posizionate per un marginale aumento (Bloomberg: +0,1 a/a), registrando la prima contrazione cumulata dal 2020. Il dato implica un **calo del 6,8% a/a in settembre dopo quello del 6,3% a/a** messo a segno **in agosto**. Il peggioramento ha riguardato sia gli investimenti privati (-8,3% a/a) sia quelli delle imprese pubbliche (-6,6% a/a), che pure sono stati accompagnati da una minore flessione degli investimenti in infrastrutture (da -5,9% a/a in agosto a -4,6% a/a in settembre). Gli investimenti nel settore manifatturiero sono scesi dell'1,9% in settembre da -1,3% in agosto. La contrazione degli **investimenti nel settore immobiliare** si è ulteriormente intensificata (da -19,3% a/a in agosto a **-21,2% a/a in settembre**) ed è stata accompagnata dal peggioramento dell'indice di clima del settore per il sesto mese consecutivo e da un calo dei prezzi degli immobili, sia di nuova costruzione (fig. 4) sia esistenti, che è stato il più elevato da novembre 2024. La crisi del settore rimane quindi lontana da una stabilizzazione in assenza di nuove misure di supporto da parte delle Autorità.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protetico topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva

pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

allegra.fiore@intesasanpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com

Coordination International Research Network

Giovanni Barone (Responsabile)

giovanni.barone1@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Silvia Guizzo (Asia ex-Japan)

Debora Palmieri (Latin America and Sub-Saharan Africa)

Francesca Pascali (MENA and EE)

Antonio Pesce (CEE and SEE Countries and Quantitative Analysis)

Francesco Martinelli (Data Base and Quantitative Analysis)

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

debora.palmieri@intesasanpaolo.com

francesca.pascali@intesasanpaolo.com

antonio.pesce@intesasanpaolo.com

francesco.martinelli4@intesasanpaolo.com

Trade & Industry, Banking and Market Research

Vincenzo Petrignano (Financial Markets)

vincenzo.petrignano@intesasanpaolo.com

Davidia Zucchelli (Banking)

davidia.zucchelli@intesasanpaolo.com