

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

杨亚仙

研究助理

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-56511883

相关研究

- 能源风险上升
- 相关政策放松，悲观预期缓解
- 美债为何再超预期？市场的分析框架为何全错了？

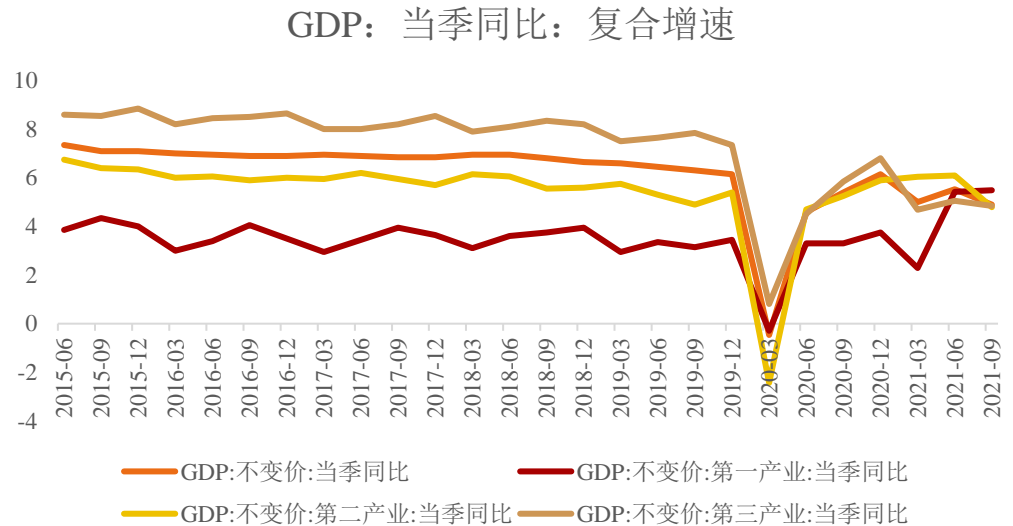
- **GDP破5，国内供需两弱。**GDP两年平均增速破5，录得4.9%，较上季度下滑了0.6个百分点，经济超预期下行。其中第一产业并未受到汛情不利影响，夏粮和早稻均实现增产，两年平均增速与二季度基本持平，而第二、三产业分别较二季度降低1.3和0.3个百分点。在能耗双控的供给端紧缩和地产基建政策迟迟不力的多重利空下，国内供需两弱，制造业进一步紧缩，同时消费恢复迟缓，出口继续充当经济主要支撑。
- **制造业生产加速紧缩。**9月规模以上工业增加值两年平均增长4.98%，较上个月回落0.47个百分点，工业生产加速放缓，限电影响凸显。制造业快速紧缩，较上月下降0.8个百分点。9月工增数据骤然回落，一方面，主要是受到上游高能耗行业停产对工业增速的拖累，另一方面，国际能源价格大幅上涨，煤炭、天然气、原油价格也屡创新高，上游原材料供给的紧俏进一步加剧制造业紧缩态势。
- **地产基建投资持续低迷。**1-9月份，固定资产投资完成额当月复合增速为2.8%，较上月下滑1.5个百分点。从分项看，制造业投资较上月提升了0.4个百分点，基建（不含电力）基本持平，房地产开发投资大幅回落1.9个百分点。尽管9月政府专项债发行加速，但刺激效果不佳，对基建的拉动作用有限。受房地产暴雷后居民购房意愿降低的影响，房地产开发投资严重下滑，新开工、竣工、商品房销售面积当月复合同比全面转负，尤其是竣工面积骤降16.4个百分点至-8.8%。
- **疫情后消费有所修复。**随着局部疫情影响趋弱，社零两年平均增速为3.9%，较上月份反弹2.4个百分点，高于7-8月，但仍低于本轮疫情前平均水平。分行业看，大部分消费品增速回升，可选消费增幅较大，金银珠宝、通讯器材、家电类、服装鞋帽类增幅居前，化妆品和汽车类增速回落，汽车消费仍然低迷。
- 整体来看，9月经济供需两弱，限电限产影响下，生产加速下滑，基建和房地产投资低迷，制造业投资和消费有所回暖，叠加出口高增，对经济构成一定支撑。**当前能源危机对经济的影响是市场关注的重点。**
- 经过两三周的调整，周期股的调整已经进入尾声；随着疫情的进一步稳定，消费股仍有上行的可能。股债大体维持震荡格局，不确定性在于能源价格未来的变化。由于本轮能源危机的影响因素独特性，判断方向有较大难度，建议紧跟疫情和能源供给方面的变化，灵活应对。

风险提示：疫情发展超预期；海外经济修复不及预期

1 GDP 破 5，国内供需两弱

GDP 两年平均增速破 5，录得 4.9%，较上季度下滑了 0.6 个百分点，大幅低于疫情前水平，经济超预期下行。

图 1：GDP 增速超预期下行，第一产业持平，第二三产业下行



资料来源：Wind, 首创证券

分产业看，第一、二、三产业两年平均增速分别为 5.5%、4.8%和 4.8%，其中第一产业并未受到汛情不利影响，夏粮和早稻均实现增产，两年平均增速与二季度基本持平，而第二、三产业分别较二季度降低 1.3 和 0.3 个百分点。

在能耗双控的供给端紧缩和地产基建政策迟迟不力的多重利空下，国内供需两弱，制造业进一步紧缩，同时消费恢复迟缓，出口继续充当经济主要支撑。

2 制造业生产加速紧缩

9 月规模以上工业增加值同比增长 3.1%，较前值大幅回落 2.3 个百分点，两年平均增长 4.98%，较上个月回落 0.47 个百分点，工业生产加速放缓，限电影响凸显。

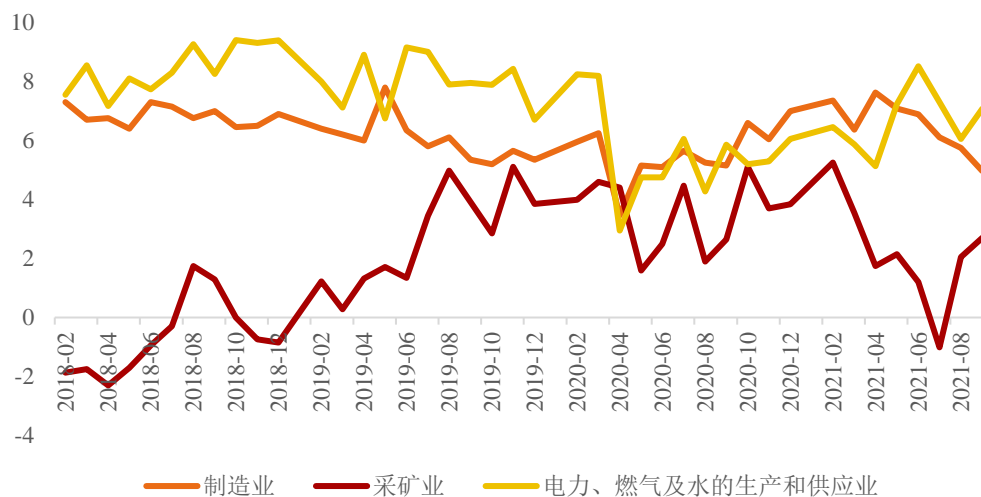
图 2：工业增加值增速继续回落（平滑 1-2 月）



资料来源：Wind, 首创证券

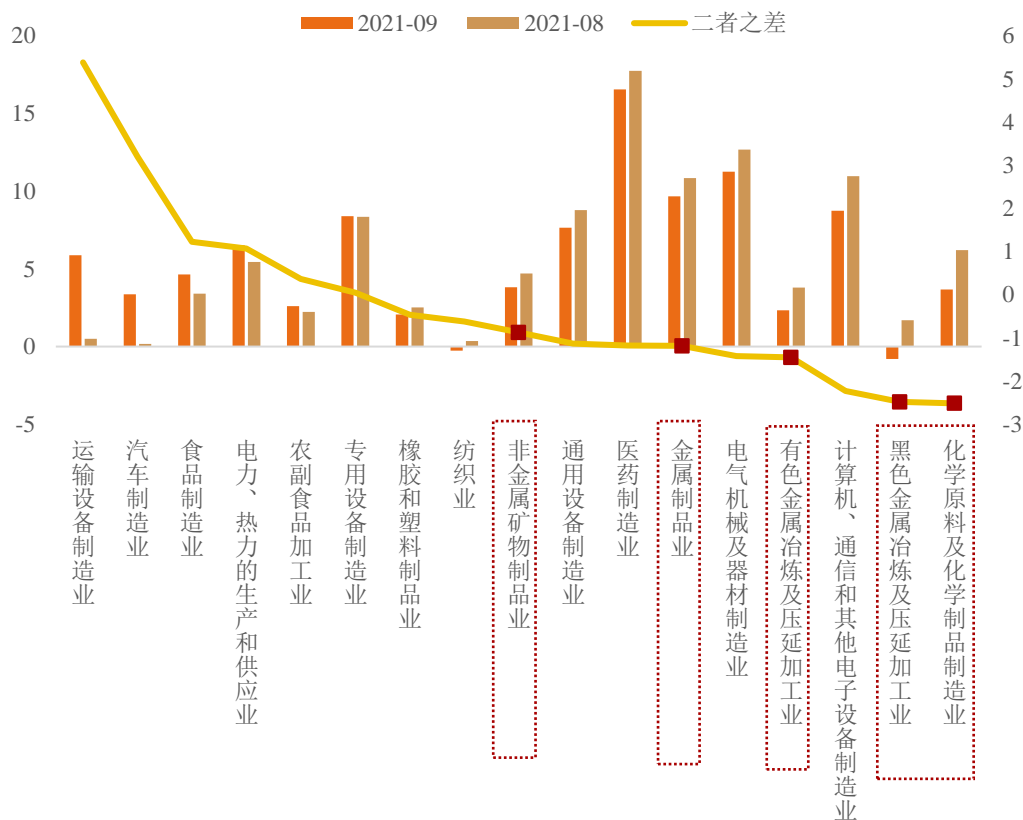
从三大门类看，采矿业与电力、燃气及水的生产和供应业复合同比增速分别较上月提高 0.6 和 1.0 个百分点，加强煤电保供可能构成一定支撑。而制造业快速紧缩，较上月下降 0.8 个百分点，是工增回落的主要拖累项。继 9 月 PMI 跌破荣枯线后，9 月工增数据骤然回落，一方面，主要是受到上游高能耗行业停产对工业增速的拖累，另一方面，国际能源价格大幅上涨，煤炭、天然气、原油价格也屡创新高，上游原材料供给的紧俏进一步加剧制造业紧缩态势。

图 3：制造业生产紧缩（当月复合同比）



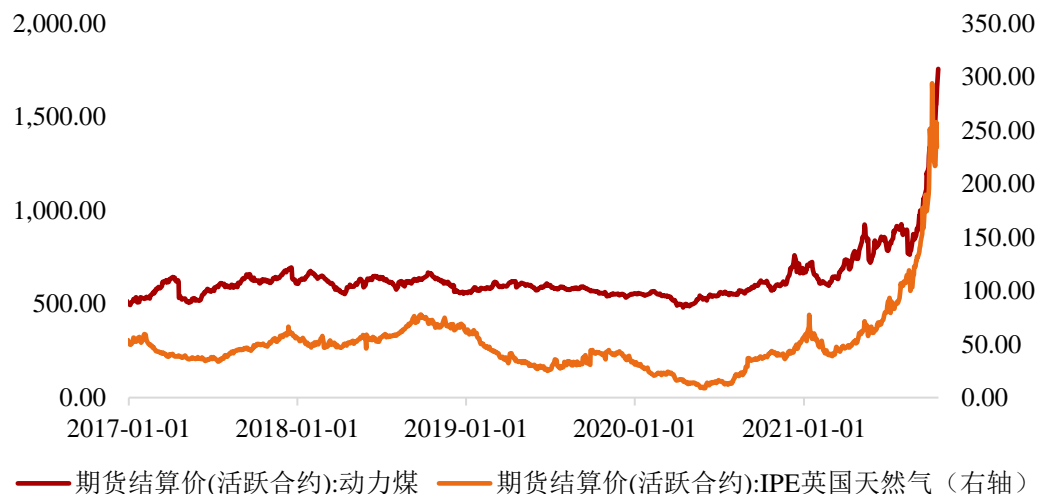
资料来源：Wind, 首创证券

图 4：上游制造业下滑最明显（各行业当月复合同比）



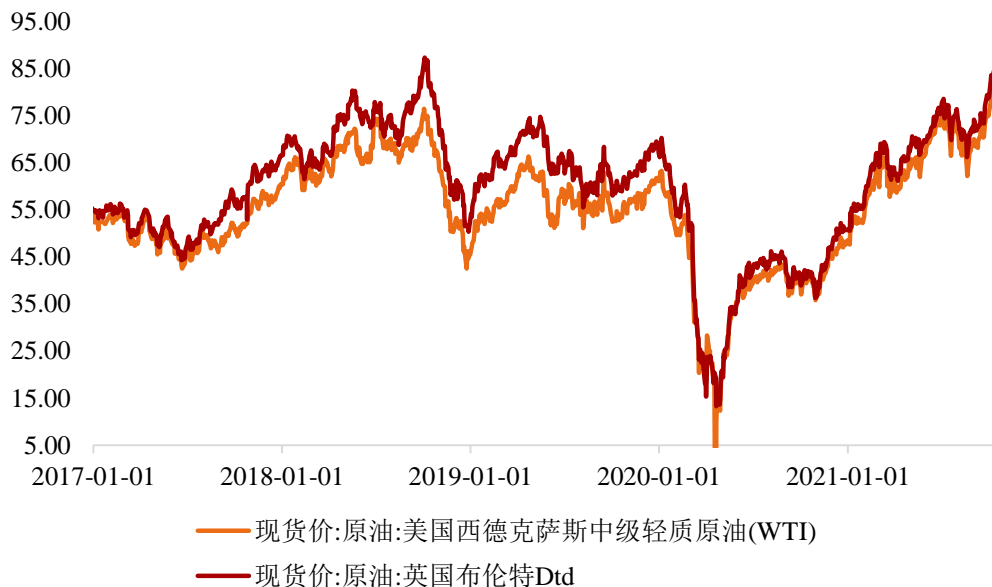
资料来源：Wind, 首创证券

图 5：动力煤、天然气等大宗商品价格猛涨



资料来源：Wind, 首创证券

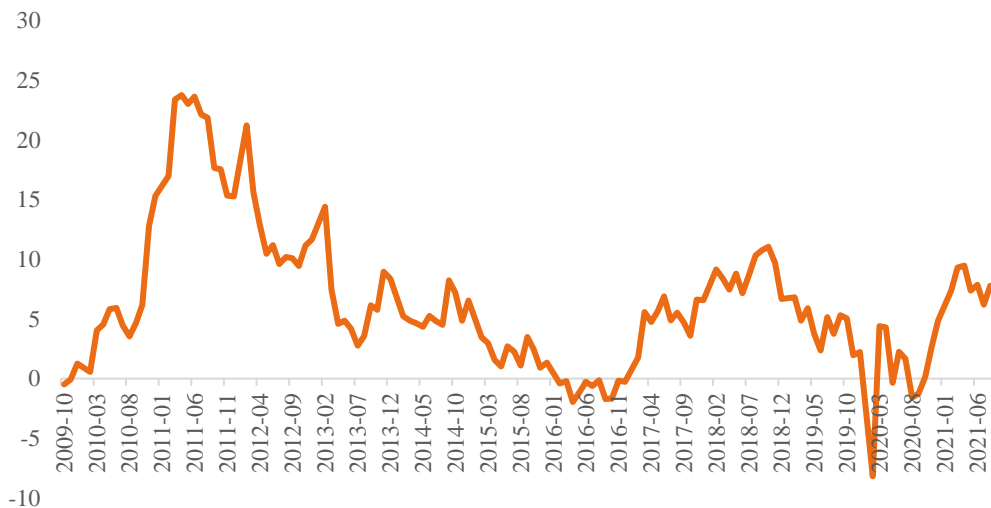
图 6：原油价格猛涨



资料来源：Wind, 首创证券

9 月出口超预期高增，出口交货值增速也保持高位。9 月出口交货值两年复合增速为 7.1%，较上月小幅回落 0.7 个百分点，但仍处于较高增速水平，与价格因素以及美国制造业仍高度景气有较大关系。出口是当前经济的主要支撑。

图 7：工业企业:出口交货值:当月同比:两年复合



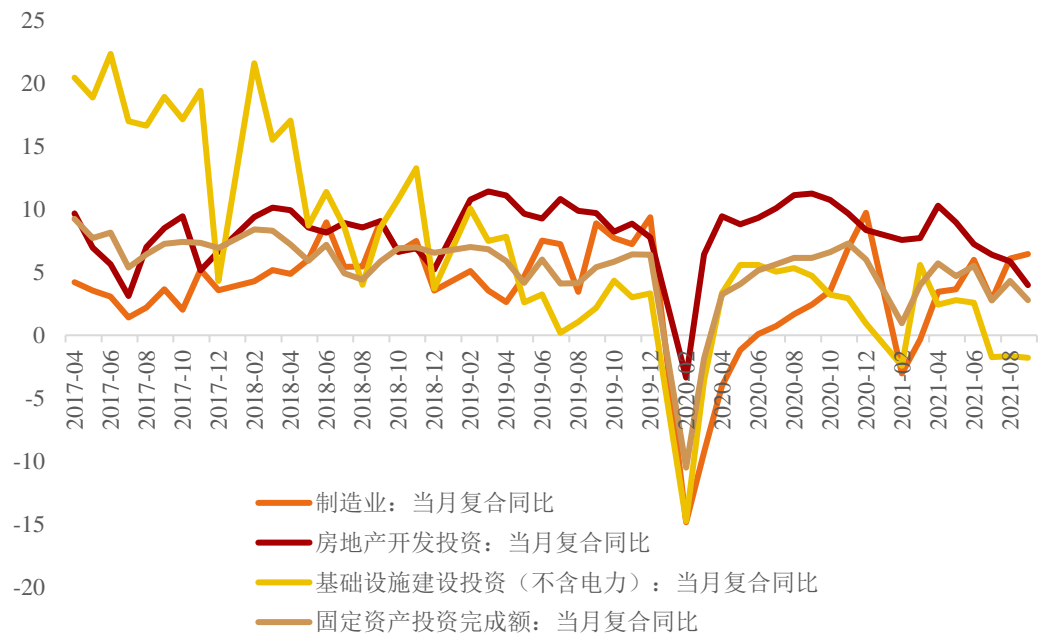
资料来源：Wind, 首创证券

3 地产基建投资持续低迷

1-9 月份，固定资产投资完成额累计同比增速 7.3%，当月复合增速为 2.8%，较上月下滑 1.5 个百分点。从分项当月复合增速看，只有制造业投资较上月提升了 0.4 个百分

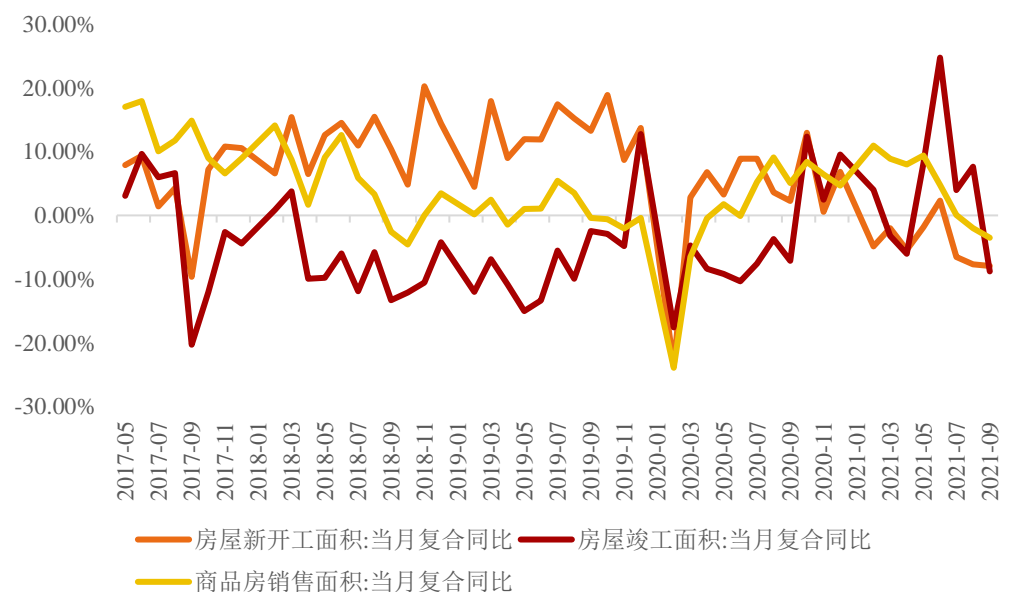
点，基建（不含电力）和房地产开发投资均有所回落，基建小幅回落 0.1 个百分点至-1.8%，房地产大幅回落 1.9 个百分点至 4.0%。尽管 9 月政府专项债发行加速，但刺激效果不佳，对基建的拉动作用有限。受房地产暴雷后居民购房意愿降低的影响，房地产开发投资严重下滑，新开工、竣工、商品房销售面积当月复合同比全面转负，尤其是竣工面积骤降 16.4 个百分点至-8.8%。

图 8：固定资产投资完成额当月复合同比



资料来源：Wind, 首创证券

图 9：房地产新开工、竣工和销售面积复合同比全面转负



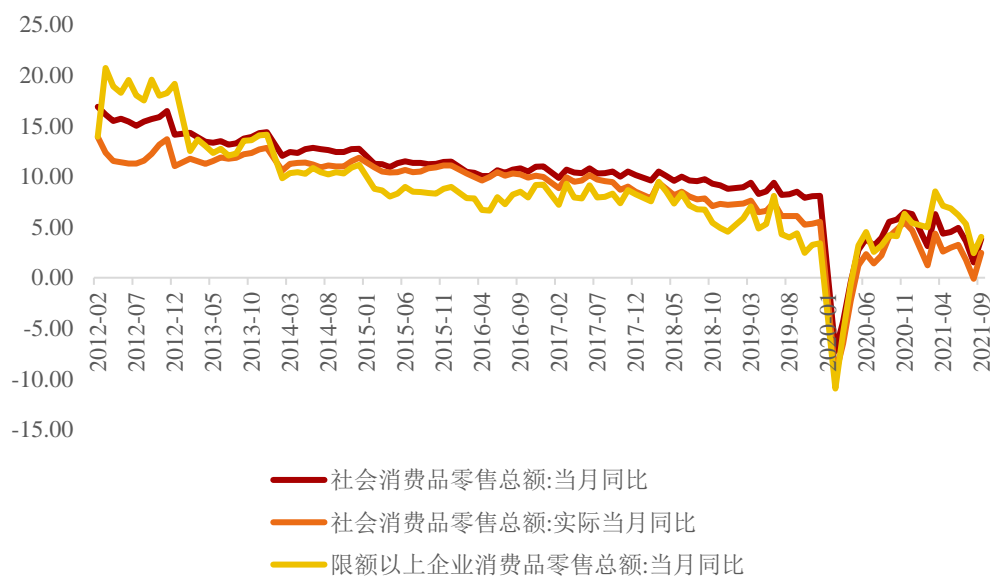
资料来源：Wind, 首创证券

4 疫情后消费有所修复

随着局部疫情影响趋弱，社零同比反弹至4.4%，较上月回升1.9个百分点。两年平均增速为3.9%，较上月份反弹2.4个百分点，高于7-8月，但仍低于本轮疫情前平均水平，2021年2-6月平均水平为4.6%。季调后的环比增速为0.7%，略高于上月，修复速度仍然较慢。

分行业看，商品零售、餐饮收入均有所改善。汽车消费仍然低迷，9月复合同比增速为-1%，低于上月2.7个百分点。大部分消费品增速回升，可选消费增幅较大，金银珠宝、通讯器材、家电类、服装鞋帽类增幅居前，化妆品和汽车类增速回落。

图 10：各类别商品社零增速的贡献



资料来源：Wind, 首创证券

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27949

