

9月数据预测：预计三季度GDP实际同比增速为3.3%

核心观点

9月经济延续弱修复态势，经济动能持续改善。需求端，投资动能边际回升，基建、制造业投资韧性，地产投资仍处于探底阶段；受疫情影响和高基数影响，预计社零同比有所回落；出口方面，预计贬值效应及我国供给的相对优势带动出口表现出较强韧性。整体而言，受疫情多点散发、高温限电限产以及地产断贷风波等事件影响，7月经济复苏步伐放缓，8月、9月回归弱修复态势，预计三季度GDP实际同比增速为3.3%。展望全年，我们维持全年经济增长呈现“耐克型”走势的判断。权益市场方面，预计A股行情将表现为结构化特征，看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，预计10年期国债收益率在2.6%-2.8%之间震荡。

□ 工业延续弱修复，高温消退有回补

9月份高温天气消退助力工业生产回补，但房地产投资偏弱仍是影响工业生产强度的关键变量。9月国内疫情仍有反复，经济大省较上月有所边际改善，供应链总体保持稳定，对工业影响较为有限。结合去年同期能耗双控限电导致的低基数影响，我们预计9月规模以上工业增加值同比增速为5.5%。

□ 投资动能边际回升，制造业延续挑大梁

预计1-9月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为6.0%。其中，制造业投资累计增速10%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长9.2%，房地产开发投资同比增速-8.0%。制造业投资增速与上月持平，基建投资增速相较上月有所回升，地产投资仍处在探底阶段，基建和制造业是依然是固定资产投资的主要支撑。

□ 社零同比回落，仍有修复空间

预计9月社会消费品零售总额同比+3.0%，较8月增速5.4%有所回落。一方面，8月社零基数较低，从三年复合增速来看，8月为2.8%，预计9月为3.6%；另一方面，由于疫情影响，9月跨城出行和市内出行数据出现了阶段性回落，中秋旅游和全国票房等数据均表现欠佳。

□ 压力窗口已过，就业形势平稳

预计9月全国城镇调查失业率为5.2%，较8月进一步回落，就业形势整体平稳。9月经济延续弱修复态势，行业开工率稳中有升，且9月全国疫情较8月相对收敛，用工需求进一步恢复。另外，青年失业率压力最大时间窗口已过，预计16-24岁人口失业率进一步回落。

□ CPI继续上行，PPI延续回落

预计9月CPI环比+0.5%，同比+2.9%（前值+2.5%），猪价小幅上攻，菜价冲高回落，CPI同比继续上行，但破“3”概率较低，年内通胀无虞。预计9月份PPI环比-0.3%，同比+0.7（前值+2.3%），强美元以及全球经济衰退预期持续冲击大宗商品价格，PPI延续回落趋势，CPI-PPI剪刀差迅速扩大。

□ 贬值效应再度发力，进出口均凸显韧性

预计9月人民币计价出口增速13.5%，前值11.8%。国内疫情及台风天气扰动边际下降，海外衰退预期扰动我国外需背景下，海外供给低迷和我国供给的相对优势带动我国出口表现出较强韧性，对出口表现无需过度悲观。预计9月人民币计价进口增速7.3%，前值4.6%。9月高温、地产及疫情对内需扰动下降，内需渐稳有助于进口修复。此外，Q3末汇率贬值效应再度发力，有助于人民币计价的出口和进口读数上升。预计9月贸易顺差将达到820亿美元。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《9月PMI：9月经济数据或超市场预期》 2022.09.30
- 2 《工业盈利喜忧参半，两大偏离需关注——2022年1-8月工业企业盈利数据的背后》 2022.09.27
- 3 《加息终点上修或驱动美债利率再走高——美联储9月议息会议传递的信息》 2022.09.22

□ 预计9月信贷稳健、社融增速继续回落

预计9月人民币信贷新增1.8万亿，较去年1.66万亿同比多增1400亿，对应增速持平前值于10.9%。首先，信贷稳健继续受益于宽信用政策。首批3000亿元政策性开发性金融工具8月底完成投放（当前第二批也已完成投放），预计将带动后续配套贷款，9月多项政策继续落地。其次，本月经基本处于弱修复进程，地产销售及工业高频数据均有小幅回暖，信贷需求有所改善。预计9月社融新增2.76万亿，较去年同期的2.9万亿同比少增约1400亿元，增速较前值降0.2个百分点至10.3%，结构中，同比少增主要来自政府债券、未贴现票据，信贷、信托贷款、委托贷款项目可实现同比多增，企业债券与去年基本相当。9月信贷稳健，但财政支出边际转弱、财政收入边际转强的逻辑下，财政存款减量或较年内前几个月有所收敛，对M2的支撑降低，预计9月M2增速较前值回落0.4个百分点至11.8%。预计地产销售和居民消费改善推动M1增速上行，且去年基数走低，预计9月M1增速较前值6.1%提高至6.7%。我们认为，当前货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，核心仍在宽信用。预计若后续按揭贷款数据改善不明显，未来存在进一步降低5年LPR的概率，但政策利率调降难度大，核心是考虑国际收支压力。预计短端流动性调控将维持宽松，对于汇率，央行更多将通过汇率工具本身进行引导。

□ 风险提示

疫情超预期恶化；政策落地不及预期；大国博弈超预期。

正文目录

1 经济总体恢复回稳，边际持续改善	5
2 工业延续弱修复，高温消退有回补	5
3 投资动能边际回升，制造业延续挑大梁	6
3.1 预计 1-9 月制造业累计同比增速达到 10.0%	8
3.2 预计 1-9 月地产投资累计增速-8.0%，地产销售反弹持续性仍待关注	9
3.3 天气扰动下降，基建如期修复	12
4 社零同比回落，仍有修复空间	13
5 压力窗口已过，就业形势平稳	14
6 CPI 继续上行，PPI 延续回落	15
6.1 CPI 继续上行，破 3 概率较低	15
6.2 商品跌多涨少，PPI 持续回落	16
7 贬值效应再度发力，进出口均凸显韧性	17
8 预计 2022 年 9 月信贷新增 1.8 万亿，社融新增 2.76 万亿，增速分别为 10.9%和 10.3%	19
风险提示	21

图表目录

图 1: 制造业投资是经济增长的首要贡献.....	7
图 2: 固定资产投资各领域 7 月当月同比增速.....	7
图 3: 2022 年以来新增净停工面积累计同比估算.....	10
图 4: 相比 8 月, 9 月高温天气显著回落, 对基建施工扰动显著下降.....	12
图 5: 螺线差回升反映基建需求回暖.....	12
图 6: 9 月水泥价格指数适当回升.....	12
图 7: 地铁客运量大幅下降后恢复至五个月以来峰值.....	13
图 8: 民航执飞量显著下降后恢复至 8 月初水平.....	13
图 9: 中秋假期旅游数据表现欠佳.....	14
图 10: 8 月下旬、9 月上旬全国营业影院数出现显著回落.....	14
图 11: 预计 9 月全国城镇调查失业率为 5.2%.....	15
图 12: 青年人口失业率压力最大时间窗口已过.....	15
图 13: 猪肉价格小幅上行.....	16
图 14: 蔬菜价格冲高回落.....	16
图 15: 原油价格持续下探.....	16
图 16: 9 月钢铁价格指数走平.....	16
图 17: 海外经济频发罢工事宜, 冲击生产制造、物流运输等供给体系.....	18
图 18: 9 月国内疫情适当缓解.....	18
图 19: 克强指数侧面印证“内需”低迷.....	18
图 20: 票据转贴利率-同业存单利率利差与信贷增速有明显的正相关.....	20
图 21: 9 月票据-同业存单利差并未大幅上行或下行.....	20
表 1: 国庆节前夕, 全国多地举行重大项目集中开工签约.....	7
表 2: 8 月高技术制造业当月同比增速较快(单位: %).....	9
表 3: 2022 年第三轮集中供地拍卖结果.....	10
表 4: 7 月以来各地保交楼相关政策梳理.....	11
表 5: 9 月宏观经济数据预测.....	22

1 经济总体恢复回稳，边际持续改善

预计三季度 GDP 实际同比增速为 3.3%，主要受到疫情多点散发、高温限电限产以及地产断贷风波的影响。首先，三季度疫情整体呈现多点散发、多地频发态势，制约了消费向上修复，同时影响服务业的复工情况；其次七月以来的全国高温，尤其西南地区高温限电限产对制造业以及基建行业的增长造成了负面扰动；同时七月的地产断贷风波对地产行业带来负面冲击，目前地产行业仍处于探底阶段，未出现阶段性拐点，加之房地产上下游产业链较长，对宏观经济影响显著，制约经济向上复苏。三季度整体经济呈现弱修复态势，经济边际转暖已经显现。

从需求侧看，三季度需求端仍然受制于疫情影响，表现出弱修复，高韧性。消费方面，8 月份社会消费品零售总额同比增速 5.4%，较前值显著回升，但主因是基数效应，三季度整体客运高频指标表现欠佳，线下消费依然受到疫情影响复苏较慢，政策推动下车市持续高景气度，整体消费展现出高韧性。外需方面，8 月出口有所回落，主要受内疫外需的扰动。我们认为后续出口的韧性在于全球经济衰退的背景下海外供给低迷，我国仍具有供给优势。

从供给侧看，工业生产弱修复，8 月规模以上工业增加值同比增长 4.2%，较上月环比增长 0.32%，8 月工业让电冲击是阶段性扰动总体影响可控，1-8 月规模以上工业企业利润累计同比下降 2.1%，较前值再次回落 1 个百分点，需求端房地产投资走弱是导致工业生产呈现弱修复态势的核心原因。在国内供应链稳定、制造业投资强劲、出口韧性的支撑下，工业生产仍将保持恢复势头。服务业方面，8 月服务业生产指数同比较前值回升了 1.2 个百分点至 1.8%，主要是由于基数效应的贡献，疫情反复下服务业的复苏仍受到较大制约。

从政策层面看，9 月 28 日李克强总理在四季度工作推进会议上指出要继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好近期出台的两项重要政策工具。一是用好政策性开发性金融工具，加快基础设施项目建设。二是用好专项再贷款、财政贴息等政策，加快推进制造业、服务业、社会服务等领域设备更新改造。各部门要配套完善已定若干重大措施，抓紧出台细则，切实保障民生，在第四季度将低保边缘户阶段性纳入低保补助。政策端持续支持制造业升级改造，我们认为制造业将持续成为经济增长的重要支柱。

展望全年，我们维持全年经济增长呈现“耐克型”走势的判断。权益市场方面，预计 A 股行情将表现为结构化特征，看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，预计 10 年期国债收益率在 2.6%-2.8%之间震荡。

2 工业延续弱修复，高温消退有回补

9 月份高温天气消退助力工业生产回补，但房地产投资偏弱仍是影响工业生产强度的关键变量。9 月国内疫情仍有反复，经济大省较上月有所边际改善，供应链总体保持稳定，对工业影响较为有限。结合去年同期能耗双控限电导致的低基数影响，我们预计 9 月规模以上工业增加值同比增速为 5.5%。

9 月工业生产景气总体呈现边际改善特征，但地产弱修复决定工业弱修复。9 月房地产商务活动指数仍处于收缩区间，销售数据在 9 月中下旬起边际略有所改善但总体仍偏弱。从高频数据上看，房地产弱修复过程促使上游的黑色系开工率、达产率及产量环比上月有所回升。此外，汽车半钢胎开工率小幅回落但显著高于去年同期，PTA 产量强于去年同期。受天气高温退坡影响，南方八省电厂、全国重点电厂日均耗煤量环比大幅回落，但同比保持适度增

长，体现电力供应向好，对工业生产有所支撑。在内需方面，由于前期高温天气受限的基建项目施工进度在9月回补，制造业投资保持较高景气，此两项需求对当前工业生产的支撑作用较为积极。

9月疫情反复主要影响城市之间人的流动，我国供应链稳定优势条件下，物的流动影响有限，因此可控的疫情对工业生产影响有限，但对服务业仍有所冲击。货运物流方面，9月整车货运流量指数保持平稳，环比上月小幅回升，体现国内物流较为通畅。9月份24个城市地铁客流量较上月小幅回落，但国内航班执飞环比下行幅度较大，环比上月下滑超40%，同比下降约52%。在人的流动放缓冲击下，9月生活性服务业商务活动指数降至收缩区间，其中零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等接触型聚集型服务行业商务活动指数均低于45.0%，回落幅度较大。

3 投资动能边际回升，制造业延续挑大梁

预计1-9月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为6.0%。其中，制造业投资累计增速10.0%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长9.2%，房地产开发投资同比增速-8.0%。制造业投资增速与上月持平，基建投资增速相较上月有所回升，地产投资仍处在探底阶段，基建和制造业是依然是固定资产投资的主要支撑。

第一，投资动能边际回升，制造业延续挑大梁态势。1-8月份，制造业投资同比增长10.0%，增速高于全部投资4.2个百分点。最值得关注的是，外生产业政策驱动的资本开支成为制造业投资的核心增量，高技术制造业投资保持良好增势，1-8月份，制造业技改投资同比增长12.1%，增速高于全部制造业投资2.1个百分点；技改投资占全部制造业投资的比重为41.3%，比上年同期提高0.7个百分点。同时，高技术产业投资引领投资增长，1-8月份，高技术产业投资同比增长20.2%，年内增速持续保持在20%以上，高技术制造业投资同比增长23.0%，其中，电子及通信设备制造业投资增长28.0%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长27.4%，航空、航天器及设备制造业投资增长15.6%。

第二，政策扶持叠加高温状况缓解，带动基建保持高增速。三季度以来经济下行压力依旧较大，增量政策持续加码。7月政治局会议要求合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。8月底国常会进一步部署，在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度；依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕。我们认为随着一系列增量政策效果的逐步落地，同时进入9月高温扰动显著下降，赶工诉求有望推动基建项目加速施工，二者叠加有望支持后续基建维持较高增速。

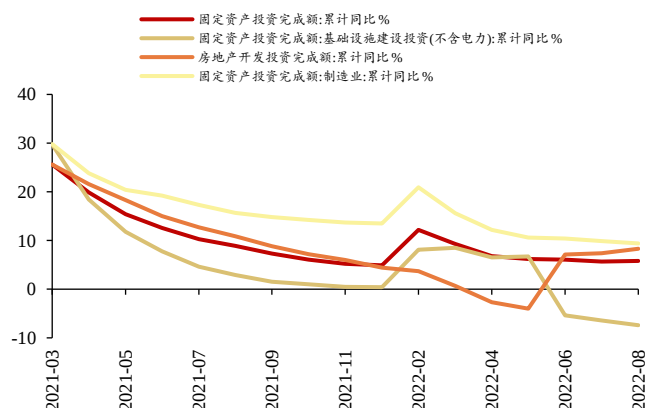
第三，地产投资下行压力仍未缓解。1-8月地产投资累计增速-7.4%，较前值继续回落，地产投资延续下滑，销售和竣工回暖，停工停贷仍是当前地产核心矛盾，基本面难以出现实质性改善，进入9月以来，一二线城市限购放松范围进一步扩大，9月8日宁波全市放松限购；9月15日青岛全市放松二手房限购，预计未来放松范围仍将进一步扩大。但当前地产销售的核心问题仍在于居民预期问题，在居民预期未根本性扭转的背景下，我们认为年内地产投资走势仍有较强不确定性。

表1: 国庆节前夕, 全国多地举行重大项目集中开工签约

时间	开工地区/单位	
	四川省	2022年第三季度重大项目现场推进活动在成都举行。此次现场推进重大项目共219个, 计划总投资5956.3亿元, 包括政策性开发性金融工具项目、电源电网项目、高速公路项目。
9月26日	福州市	举行2022年第三季度重大项目集中开工视频连线活动。此次共165个重大项目集中开工, 总投资1131亿元, 年计划投资243.9亿元。
	文山州	举行9月重点项目开工调度暨现场观摩活动。此次开工57个项目, 总投资134.32亿元, 包括广南县乡镇污水处理厂及收集管网建设项目等。
9月27日	盐城市	举行全市城乡建设第三批重点项目暨大丰港铁路支线全线开工活动。此次开工66个城乡建设重点项目, 总投资近282亿元, 涉及住房建设、市政公用、综合交通等领域。
	国家能源集团	2022年第二批重点项目集中开工。此次开工19个项目, 总投资超过730亿元, 涵盖煤炭、运输、化工、煤电、水电、新能源等六大类。
	安徽省	举行2022年第四批重大项目开工动员会。此次开工的重大项目达924个, 总投资8026.9亿元, 预计年内完成投资699.4亿元。涉及制造业、基础设施、民生工程等多个行业领域。
	河南省	举行第六期“三个一批”项目建设活动举行。此次“三个一批”项目共有3399个, 总投资2.8万亿元。其中集中签约项目587个, 总投资5747亿元; 集中开工项目1178个, 总投资8500亿元; 集中投产项目1629个, 总投资13708亿元, 先进制造业882个, 占比达54%。
9月28日	温州市	举行央企走进浙江山区县建设共同富裕示范区(温州站)暨2022年第三季度重大项目集中开工、集中签约活动举行。本次活动共有47个项目参加集中开工, 总投资约398亿元, 聚焦基础设施和社会民生建设。
	保定市	举行2022年重大民生和社会事业类项目集中开工活动。本次集中开工项目共136项, 总投资415.3亿元, 涵盖43项重大民生项目, 53项社会事业类项目, 40项基础设施类项目。
	秦皇岛市	举行2022年三季度重点项目开工活动。此次集中开工项目99个, 总投资318.5亿元, 年度计划投资63.9亿元, 涵盖新能源、民生保障等多个领域。

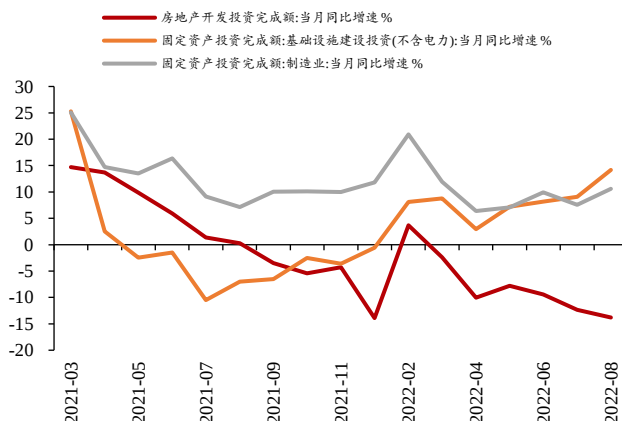
资料来源: 中国政府网, 浙商证券研究所

图1: 制造业投资是经济增长的首要贡献



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图2: 固定资产投资各领域7月当月同比增速



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

3.1 预计 1-9 月制造业累计同比增速达到 10.0%

预计 1-9 月制造业投资增速为 10.0%，当月同比增速 10.0%。总体来看，制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本面数据以及信贷、社会融资规模等货币金融因素影响。从目前各项指标释放出的信号来看，1-9 月制造业投资累计同比与上月持平，持续保持高增速，是固定资产投资的重要支撑。

第一，高新技术制造业投资依然引领制造业投资增长。1-8 月份，高技术产业投资同比增长 20.2%，年内增速持续保持在 20% 以上。高技术制造业投资同比增长 23.0%，增速比 1-7 月份加快 0.1 个百分点。其中，电子及通信设备制造业投资增长 28.0%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 27.4%，航空、航天器及设备制造业投资增长 15.6%。

第二，政策端持续加码，推动制造业投资快速增长，央行 28 日宣布，设立设备更新改造专项再贷款，额度为 2000 亿元以上，利率 1.75%，专项支持金融机构以不高于 3.2% 的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。该项再贷款供给有利于扩大制造业市场需求，增强发展后劲，助力固定资产投资增速；同时 29 日国家发改委表示，一是会加紧出台 2022 年版《鼓励外商投资产业目录》。新版《目录》将进一步扩大鼓励范围，引导外资投向制造业、生产性服务业等重点领域，以及中西部和东北地区。二是会出台制造业引资专项政策，将发布以制造业为重点促进外资扩增量稳存量提质量的政策措施，加强投资服务，提升引资质量，扩大制造业外资流入。三是推进重大外资项目落地实施。进一步完善重大外资项目工作专班机制，推动前五批标志性重大外资项目加快实施，适时推出第六批具有牵引带动作用的重大外资项目。四是加强外商投资服务，政策端持续加码将推动制造业持续保持高速增长，成为拉动经济增长的支柱变量。

第三，强链补链和产业基础再造是驱动制造业投资两条主线。当前，我国制造业正处在新一轮爬坡过坎的关键时期，制造业投资作为中国固定资产投资的主引擎，有望成为新制造稳增长的最强变量。我们认为，强链补链、固链稳链等产业政策将驱动技术改造投资保持较高增速，而产业基础再造工程项目的重点在于制造业向新能源化、智能化转型，带动厂房、机器、设备等资本开支。因此，制造业投资增速大概率保持较强韧性，蕴藏较大市场预期差。

第四，工业企业利润结构持续改善。8 月规模以上工业增加值同比增长 4.2%，较上月环比增长 0.32%，8 月新增利润结构中，上游原材料行业对中下游挤压程度持续改善。据我们测算，8 月上游工业企业新增利润当月占比较上月下降约 4.3 个百分点，中游装备

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_46798

