



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

三季度 GDP 增速预计为 3.5%左右 9 月经济金融数据前瞻

投资要点:

- **核心观点:** 三季度经济呈现出逐月修复的特点, 9 月相比 8 月进一步改善, 主要体现为工业生产的大幅改善。服务业和消费仍然受到疫情的压制, 假期出游、电影票房等相比去年同期均在下降。综合来看, 我们预计三季度 GDP 增速为 3.5%左右。今年前三个季度, 出口和基建是经济增长的主要支撑, 消费和房地产是拖累项, 市场关心房地产下行的深度和时间长度, 以及疫情对消费的影响。三季度开始, 内外需求开始切换, 外需衰退带动出口下行, 房地产和消费在政策和低基数两个因素下, 开始小幅修复。因此, 未来经济的动能取决于外需衰退的幅度和时长, 以及房地产、消费修复的强度和节奏。
- **经济数据前瞻:** (1) **经济数据:** 供给侧, 由于今年 8 月和去年 9 月均受限电影响, 今年 9 月工业生产环比和同比都会改善, 预计工业增加值同比增速 4.8%。需求侧, 人员流动和汽车消费都偏弱, 预计社零同比增速仅为 2.7%; 固定资产投资累计增速预计为 5.9%, 比上月提高 0.1 个点, 其中基建仍将保持较高增速, 房地产投资降幅可能比上月略有扩大, 制造业投资小幅回升; 出口将进一步回落, 出口数量降幅较 8 月扩大, 价格支撑减弱, 预计出口同比增速回落至 3%左右。(2) **通胀:** 9 月猪肉、鲜菜等食品价格环比迎来上涨, 非食品项相对低迷, 预计 CPI 为 3.0%, PPI 为 1.0%。(3) **金融数据:** 预计新增社融 2.8 万亿, 新增人民币贷款 1.8 万亿, M2 增速 11.5%。
- **风险提示:** 疫情形势恶化; 房地产下行程度和长度超预期; 外需快速回落, 出口下降速度超预期。

内容目录

1. 工业生产：限电之后的修复	4
2. 消费：预计 9 月社零增速仅 2.7%	5
3. 投资：第二批 3000 亿带动基建高速增长	6
3.1. 基建：当月同比增速预计 15% 左右	6
3.2. 房地产：销售显著改善，政策宽松加码	7
3.3. 制造业：设备更新贷款政策形成接续	8
4. 外贸：出口增速预计继续回落至 3% 左右	9
5. 通胀：CPI 达到 3.0% 关口	10
6. 金融：预计新增社融 2.8 万亿	11
7. 风险提示	11

图表目录

图 1: 去年 9 月工业增加值的两年平均增速是年内最低	5
图 2: 货运环比改善	5
图 3: 汽车半钢胎开工率	5
图 4: 粗钢产量	5
图 5: 9 月新增本土感染者数量回落	6
图 6: 国内航班执飞率	6
图 7: 社零加权的百城拥堵指数	6
图 8: 汽车零售同比增速	6
图 9: 石油沥青、水泥等基建高频指标环比继续改善	7
图 10: 9 月 30 城商品房销售明显改善	8
图 11: 9 月 BCI 企业投资前瞻指数略有改善	9
图 12: 八大港口外贸集装箱吞吐量增速放缓	10
图 13: 韩国越南 9 月出口增速均较 8 月下行	10
图 14: 8 月出口主要靠价格支撑, 出口数量负增长	10
图 15: 9 月猪肉、蔬菜价格环比上行, 水果下行	11
图 16: 9 月生产资料价格指数环比降幅趋缓	11
表 1: 9 月经济金融数据前瞻	4

9 月经济相比 8 月进一步修复，主要体现为工业生产的大幅改善。9 月制造业 PMI 再回荣枯线以上，达 50.1%，这是今年三月以来第二次超过 50%，其中，PMI 生产指数大幅回升 1.7 个点，达到 51.5%。服务业和消费仍然受到疫情的压制，假期出游、电影票房等相比去年同期均在下降。

三季度经济呈现出逐月修复的特点，预计 GDP 增速为 3.5% 左右。年内经济在 4 月触底后回升，6 月达到阶段性高点，随后 7 月再次回落，8 月国常会出台 19 项接续性稳增长政策后，8、9 两个月经济逐月修复。综合来看，预计三季度 GDP 增速为 3.5% 左右。

三季度是内外需求切换之际，未来关注外需衰退的幅度和时长、房地产与消费修复的强度和节奏。今年前三个季度，出口和基建是经济增长的主要支撑，消费和房地产是拖累项，市场关心房地产下行的深度和时间长度，以及疫情对消费的影响。三季度开始，内外需求开始切换，外需衰退带动出口下行，房地产和消费在政策和低基数两个因素下，开始小幅修复。因此，未来经济的动能取决于外需衰退的幅度和时长，以及房地产、消费修复的强度和节奏。

表 1：9 月经济金融数据前瞻

	22M9E	22M8	22M7	22M6	22M5	22M4	22M3
GDP:当季(%)	3.5	--	--	0.4	--	--	4.8
CPI(%)	3.0	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5
PPI(%)	1.0	2.3	4.2	6.1	6.4	8	8.3
工业增加值(%)	4.8	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5
固定资产投资:累计(%)	5.9	5.9	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3
基建	11.0	10.4	9.6	9.3	8.2	8.3	10.5
房地产	-7.9	-7.4	-6.4	-5.4	-4	-2.7	0.7
制造业	10.2	10	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6
社会消费品零售(%)	2.7	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5
进口(%)	1.0	0.3	2.3	1	4.1	0	-0.1
出口(%)	3.0	7.1	18	17.9	16.9	3.9	14.7
M2(%)	11.5	12.2	12	11.4	11.1	10.5	9.7
人民币贷款:新增(亿元)	18000	12500	6790	28100	18900	6454	31300
社会融资规模:新增(亿元)	28000	24300	7561	51700	27900	9102	46500

资料来源：Wind，德邦研究所

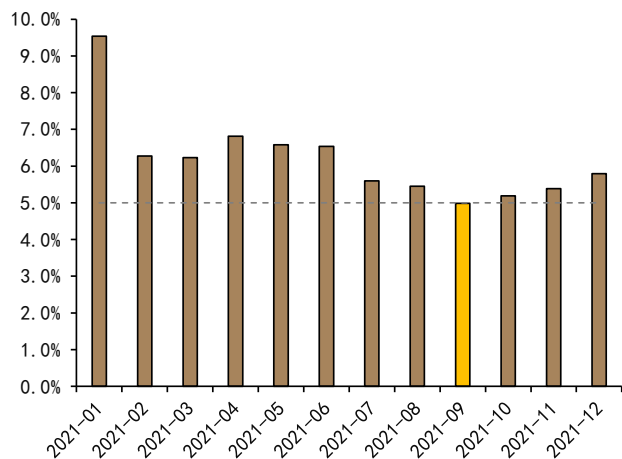
1. 工业生产：限电之后的修复

限电之后，9 月工业生产环比和同比均大幅修复，预计工业增加值同比增长 4.8%。一方面，今年 8 月部分地区高温限电导致生产延期至 9 月，“赶工”效应之下，工业生产环比改善幅度较大；另一方面，去年同期火电短缺导致的限电范围更大，带来工业生产的低基数，9 月工业增加值的两年平均增速仅为 5.0%，不仅远低于全年 6.1% 水平，也是年内各月最低值，低基数会抬升今年 9 月的同比增速。我们预计 9 月工业增加值同比增速 4.8%，比 8 月提高 0.6 个点。

货运方面，9 月整车货运物流指数均值为 103.3，比 8 月环比改善 3.4%。但同比下降 20.5%，仅比 8 月降幅收窄 0.3 个点。我们在此前报告中曾提示关注货运“失去的 20%”，今年 6 月以来，整车货运物流指数比去年同期始终有 20% 差距，且这一缺口至今没有收敛。交通部的公路货运数据也可验证，6-8 月同比增速分别为 -4.4%、-3.8%、-4.5%。公路货运“失去的 20%”可能意味着一些产能退出了市场，这将会成为未来一段时期经济增速回归常态的制约。

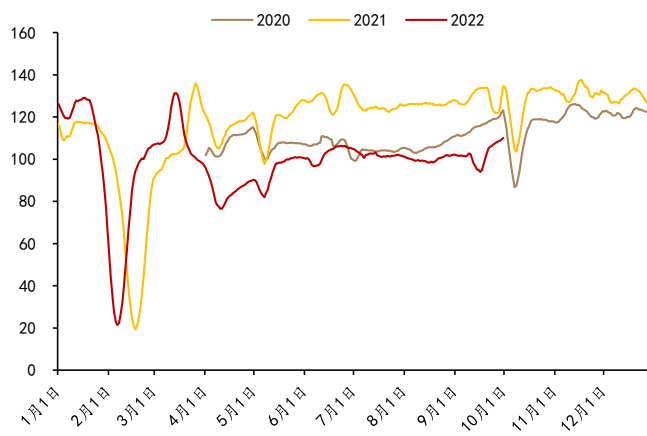
分行业来看，汽车、钢铁等主要行业的生产均明显改善。9月汽车半钢胎开工率的平均值为61.2%，比去年同期高11.3个点，而8月这一数据为4.2个点。9月前20天，日均粗钢产量为283.6万吨，比去年高7.1%，同比增速在今年首次转为正增长，8月为-5.2%。

图1：去年9月工业增加值的两年平均增速是年内最低



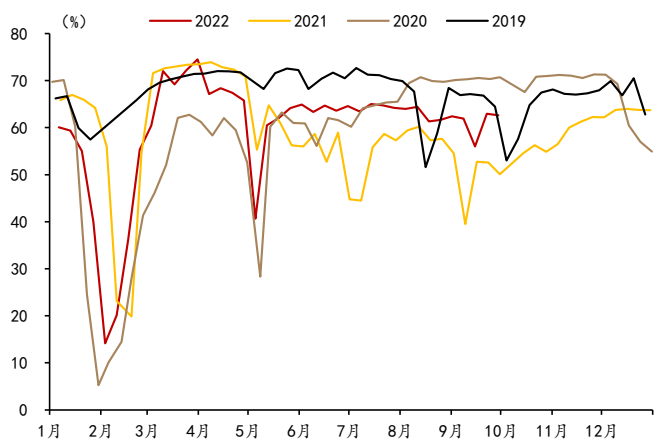
资料来源：Wind，德邦研究所

图2：货运环比改善



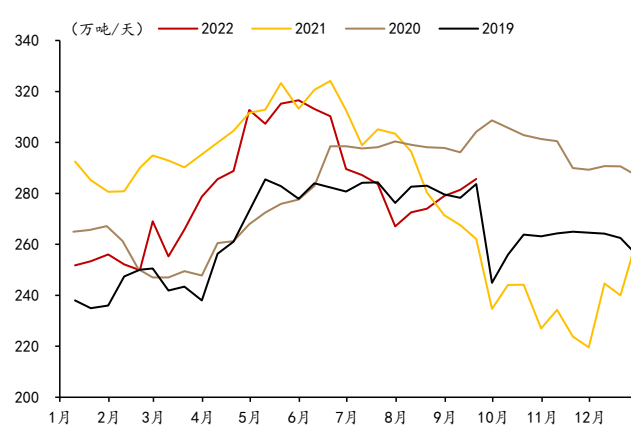
资料来源：G7，德邦研究所

图3：汽车半钢胎开工率



资料来源：Wind，德邦研究所

图4：粗钢产量



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 消费：预计9月社零增速仅2.7%

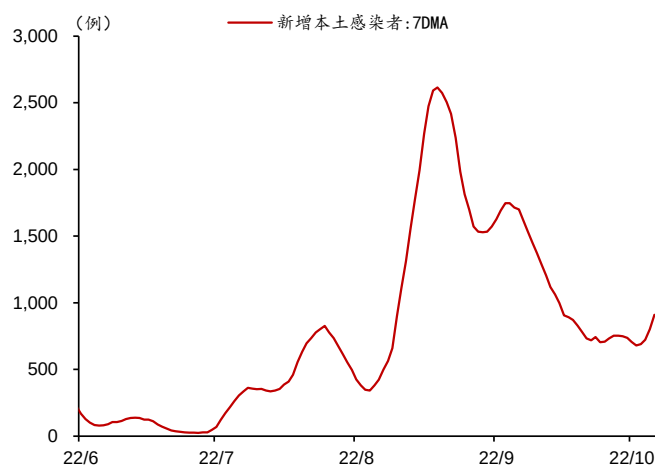
人员流动指标环比同比均恶化，9月消费不容乐观。尽管9月疫情形势比8月有所好转，日均新增本土感染数量为千例左右，比8月减少36%。但是人员流动情况反而比8月恶化，如9月航班执飞率仅为44.9%，8月为64%；以社零加权的百城拥堵指数9月同比增速为-5%，而8月为3%左右。中秋假期旅游出行同比大幅下降，全国国内旅游出游7340.9万人次，同比下降16.7%，按可比口径恢复至2019年同期的72.6%；实现国内旅游收入286.8亿元，同比下降22.8%，恢复至2019年同期的60.6%。

主要消费项目方面，得益于减征购置税政策，汽车消费在6-8月大幅增长，

但 9 月开始显露疲态。乘联会的乘用车销量周度高频数据显示，9 月汽车零售同比下降 5.4%，而此前三个月都是两位数的增速。

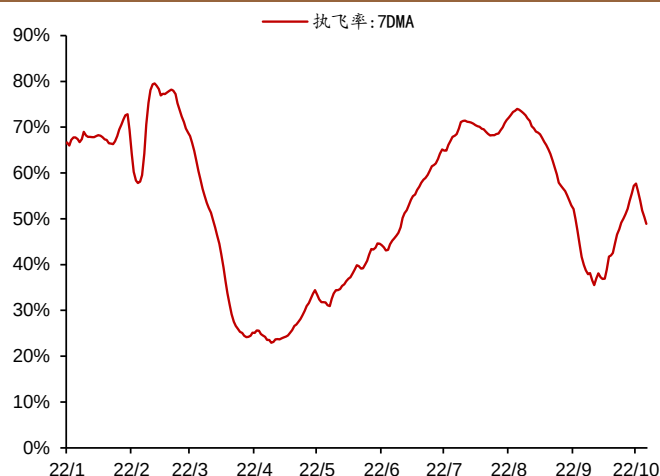
结合人员流动和汽车消费等指标，我们预计 9 月社零同比增长 2.7%。

图 5：9 月新增本土感染者数量回落



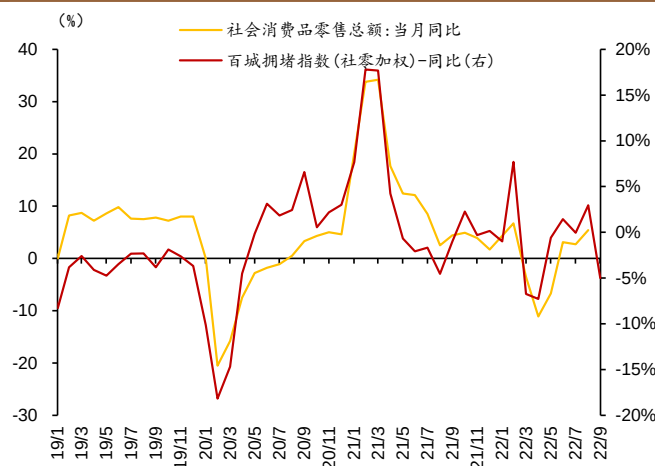
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：国内航班执飞率



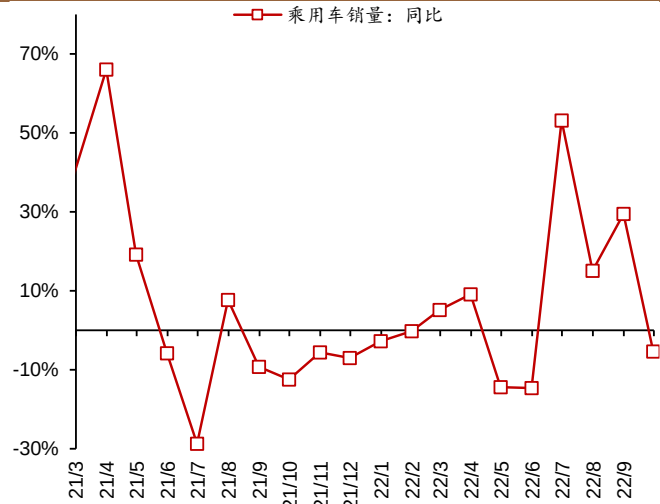
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：社零加权的百城拥堵指数



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：汽车零售同比增速



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 投资：第二批 3000 亿带动基建高速增长

9 月固定资产投资累计增速预计为 5.9%，比上月提高 0.1 个点。

3.1. 基建：当月同比增速预计 15%左右

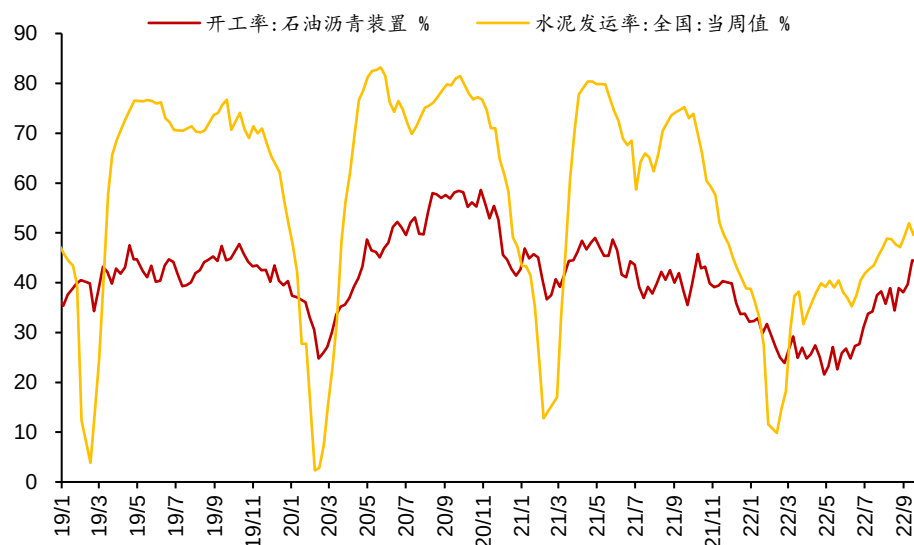
第二批 3000 亿政策性金融工具在 9 月完成全部投放，将带动基建保持较高增速。8 月 24 日国常会部署的新增 3000 亿政策性金融工具均在 9 月完成投放，

其中，农发行在 9 月 6 日-16 日完成 1000 亿投放¹，国开行截至 9 月 20 日投放完成 1500 亿²，进出口银行截至 28 日投放 500 亿³。从新增资金角度来看，9 月与 8 月基本相当，将带动基建投资实现较快增长。

从高频数据来看，9 月石油沥青装置开工率为 43.65%，环比 8 月提高 6.43 个点，水泥发运率为 50.53%，环比 8 月提高 2.45 个点；同比来看，积极信号同样明显，石油沥青装置开工率比去年同期高 4.55 个点，而 8 月比去年低 4.08 个点，这说明交通基建在 9 月将进一步提速。

我们预计 9 月广义基建当月增速为 15%，累计增速可达 11%，比上月提高 0.6 个点。

图 9：石油沥青、水泥等基建高频指标环比继续改善



资料来源：Wind，德邦研究所

3.2. 房地产：销售显著改善，政策宽松加码

9 月房地产销售环比和同比均明显改善。高频的 30 大中城市商品房成交面积，9 月日均为 43.67 万平米，环比 8 月回升 10.1%，比去年同期下降 13.9%，降幅较 8 月明显收窄。

9 月以来房地产销售持续改善，政策宽松加码，销售持续回升，9 月日均成交面积较 8 月回升 10.1%，较 8 月明显收窄。

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_47004

