

经济复苏趋势延续 步伐略有加快

摘要:

作者: 宏观策略组 李彦森

执业编号: F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式: 010-68518392/liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格: 京证监许可【2012】75号

成文时间: 2022年9月30日星期五

8 月经济数据多数超预期。其中工业增加值超预期程度较大, 名义产出则受价格拖累回落, 对上游行业营收和利润不利。产销率稳定但出口交货值略弱, 侧面反映制造业内需持稳。从行业以及主要工业品产量看, 商品价格下跌影响上游产量, 而中游狭义制造业仍表现良好, 黑色产业链压力稍缓和, 电力问题对产出影响不明显。需求方面, 投资总体回升, 仍受基建投资带动, 房地产依然偏弱, 制造业投资基本持稳。8 月底地方专项债资金投放是拉动基建投资的主因。9 月开始焦点转向 6000 亿政策性开发性债务以及 5000 亿元地方专项债节奏, 预计基建投资年底前仍持稳。房地产主要是竣工端受保交房政策支持企稳, 但资金紧张现状不变, 购地、开工仍在低位, 需继续关注降息对房屋销售利好程度。社消总体持稳, 主要分项同比增速回升多受低基数影响。分项表明疫情冲击暂时有限, 而住房相关消费受拖累, 9 月仍需关注疫情影响。此外, 居民就业状况持续好转, 对稳定收入和消费将起到积极作用。通胀总体稳定, CPI 短期回落后将维持缓慢抬升趋势, PPI 下行趋势不变, 年内可能出现同比负增长。货币政策维持宽松, 房地产和居民部门定向政策是焦点。综合来看, 政策支持作用增强, 经济增长动能加快, 但房地产对需求拖累仍需关注。结合 9 月高频和 PMI 等先行数据, 预计主动加库存已经到来。继续关注地产、基建、外需三条主要逻辑, 经济复苏态势将延续。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

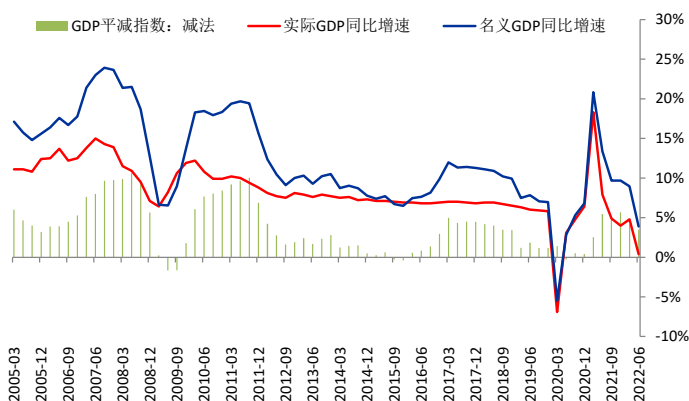
目录

第一部分	供需均超预期 经济持续好转	3
一、	产出增速超预期 加库存迹象增强	4
二、	基建再冲高 地产暂未脱离弱势	6
三、	消费趋势总体维持平稳	9
四、	贸易顺差回落 外需压力显现	10
五、	名义产出、利润率继续拖累企业利润	11
第二部分	消费通胀暂时回落 CPI、PPI 剪刀差转正	12
一、	CPI 弱于预期 但震荡上行趋势不变	13
二、	PPI 加速下跌 或将出现负增长	14
第三部分	货币宽松不变 财政收入有改善空间	15
一、	货币政策暂转向短端流动性和汇率	15
二、	税收或继续改善 关注政府融资	18
第四部分	人民币加速贬值 9 月数据或继续改善	20
一、	美联储政策超预期 人民币加速贬值	20
二、	9 月天气、疫情影响结束 经济继续好转	24

第一部分 供需均超预期 经济持续好转

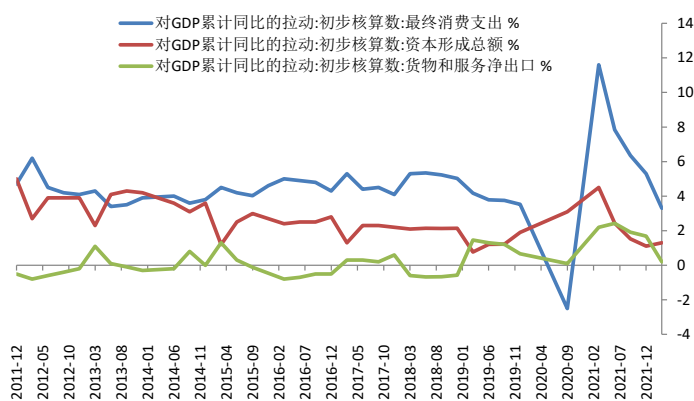
8 月经济数据多数超预期。其中工业增加值超预期程度较大，名义产出则受价格拖累回落，对上游行业营收和利润不利。产销率稳定但出口交货值略弱，侧面反映制造业内需持稳。从行业以及主要工业品产量看，商品价格下跌影响上游产量，而中游狭义制造业仍表现良好，黑色产业链压力稍缓和，电力问题对产出影响不明显。需求方面，投资总体回升，仍受基建投资带动，房地产依然偏弱，制造业投资基本持稳。8 月底地方专项债资金投放是拉动基建投资的主因。9 月开始焦点转向 6000 亿政策性开发性债务以及 5000 亿元地方专项债节奏，预计基建投资年底前仍持稳。房地产主要是竣工端受保交房政策支持企稳，但资金紧张现状不变，购地、开工仍在低位，需继续关注降息对房屋销售利好程度。社消总体持稳，主要分项同比增速回升多受低基数影响。分项表明疫情冲击暂时有限，而住房相关消费受拖累，9 月仍需关注疫情影响。此外，居民就业状况持续好转，对稳定收入和消费将起到积极作用。综合来看，产出、需求同时改善，其中政策支持作用仍是主因，经济内生动力偏弱，房地产是需求的主要拖累。结合 8 月货币、财政政策和 9 月高频和 PMI 等先行数据，经济或继续好转。预计产出仍在上行趋势中，年内库存周期转向主动加趋势不变。继续关注地产、基建、外需三条主要逻辑，经济弱复苏态势将延续。

图 1 名义和实际 GDP 增速以及 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2 GDP 中“三驾马车”变动情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 1 不同情境下的全年 GDP 增速预期

2022	Q1 当季	Q2 当季	Q3 当季	Q4 当季	全年累计
实际 GDP 同比 增速	4.80%	0.40%	7.00%	7.00%	4.90%
			6.50%	6.50%	4.63%
			6.00%	6.00%	4.36%
			5.50%	5.50%	4.10%
			5.00%	5.00%	3.83%

数据来源：Wind、方正中期研究院

表 2 近一年主要经济数据变动情况

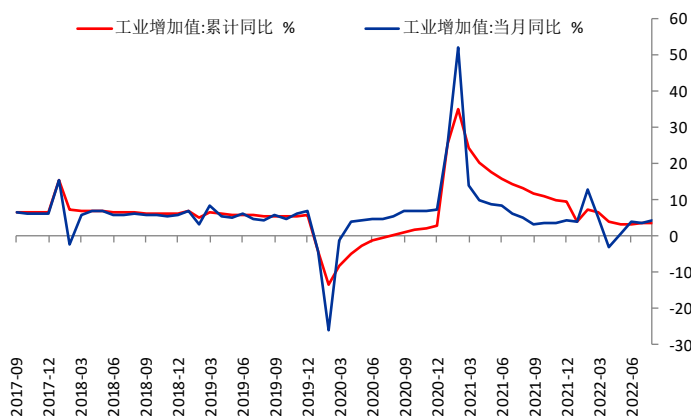
数据名称	单位	2020	2021	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08
实际GDP累计同比	%	2.20	8.10	9.80	--	--	8.10	--	--	4.80	--	--	2.50	--	--
名义GDP累计同比	%	2.74	12.84	14.14	--	--	12.84	--	--	8.95	--	--	6.26	--	--
工业增加值累计同比	%	2.80	9.60	11.80	10.90	10.10	9.60	3.86	7.50	6.50	4.00	3.30	3.40	3.50	3.60
制造业PMI	点	49.92	50.54	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40	49.60	50.20	49.00	49.40
出口金额:累计同比	%	3.62	29.85	32.87	32.17	30.96	29.85	24.00	16.10	15.60	12.30	13.20	14.00	14.60	13.50
进口金额:累计同比	%	-0.60	30.07	32.54	31.20	31.21	30.07	20.90	16.60	10.50	7.70	6.90	5.80	5.30	4.60
贸易差额:累计值	亿美元	5240	6759	4257	5105	5822	6759	827	1108	1561	2061	2836	3810	4823	5605
固定资产投资:累计同比	%	2.90	4.90	7.30	6.10	5.20	4.90	--	12.20	9.30	6.80	6.20	6.10	5.70	5.80
房地产投资:累计同比	%	7.00	4.40	8.80	7.20	6.00	4.40	--	3.70	0.70	-2.70	-4.00	-5.40	-6.40	-7.40
基建投资:累计同比	%	3.41	0.21	1.52	0.72	-0.17	0.21	--	8.61	10.48	8.26	8.16	9.25	9.58	10.37
制造业投资:累计同比	%	-2.20	13.50	14.80	14.20	13.70	13.50	--	20.90	15.60	12.20	10.60	10.40	9.90	10.00
名义社会消费:累计同比	%	-3.90	12.50	16.40	14.90	13.70	12.50	--	6.70	3.27	-0.20	-1.50	-0.70	-0.20	0.50
实际社会消费:累计同比	%	-5.23	10.70	15.02	13.31	11.91	10.70	--	4.90	1.30	-2.54	-4.00	-3.40	-3.01	-2.33
GDP平减指数累计同比	%	0.53	4.38	3.95	--	--	4.38	--	--	3.96	--	--	3.66	--	--
CPI:累计同比	%	2.50	0.90	0.60	0.70	0.90	0.90	0.90	0.90	1.10	1.40	1.50	1.70	1.80	1.90
核心CPI:累计同比	%	0.80	0.80	0.70	0.80	0.80	0.80	1.20	1.20	1.20	1.10	1.10	1.00	1.00	1.00
PPI:累计同比	%	-1.80	8.10	6.70	7.30	7.90	8.10	9.10	8.90	8.70	8.50	8.10	7.70	7.20	6.60
PPIRM:累计同比	%	-2.30	11.00	9.30	10.10	10.70	11.00	12.10	11.60	11.30	11.20	10.80	10.40	9.80	9.10
M2:存量同比	%	10.10	9.00	8.30	8.70	8.50	9.00	9.80	9.20	9.70	10.50	11.10	11.40	12.00	12.20
贷款余额存量同比	%	12.80	11.60	11.90	11.90	11.70	11.60	11.50	11.40	11.40	10.90	11.00	11.20	11.00	10.90
社融规模存量同比	%	13.30	10.30	10.00	10.00	10.10	10.30	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.80	10.70	10.50

数据来源: Wind、方正中期研究院

一、产出增速超预期 加库存迹象增强

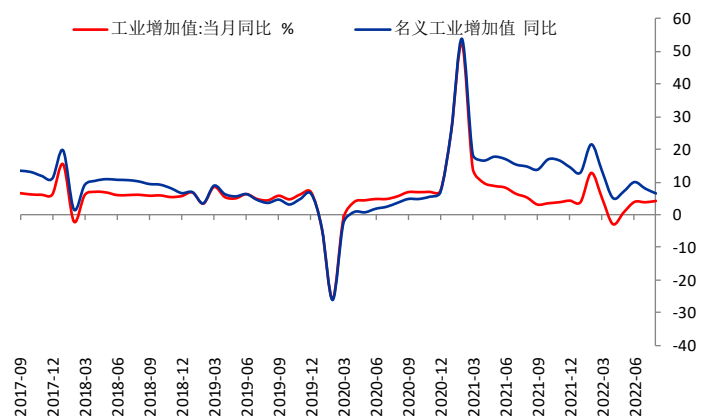
实际产出加速上升,表现超预期较多。但名义产出受价格拖累增速继续回落,尤其对上游行业营收和利润带来限制。产销率表现稳定,但出口交货值略弱于季节性,与此前公布的出口数据情况接近,侧面也反映制造业内需持稳。行业角度看,商品价格下跌对上游产量或有影响,中游狭义制造业仍表现良好。此外黑色产业链压力稍有缓和。主要产品产量多保持稳定,火电完全补足水电缺量后,电力缺口对产出端影响并不明显。从高频数据和先行数据看,9月经济继续改善。预计产出端仍处于上行趋势中,年内周期转向加库存阶段趋势不变。

图 3 中国工业增加值同比增速



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 4 实际和名义工业增加值



数据来源: Wind、方正中期研究院

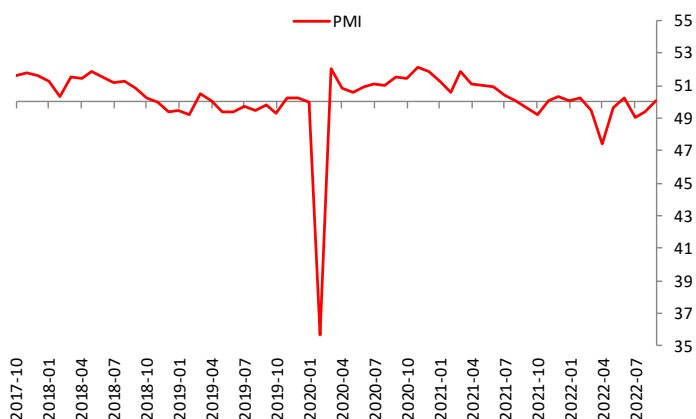
表 3 工业增加值分项数据

官方累计同比	下游行业					中游行业										上游行业							
	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶和航空航天及其他运输设备制造业	电力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采辅助活动	其他采矿业
2022/08	3.6	2.0	-2.0	-3.8	4.5	-1.9	4.3	10.7	9.3	2.8	5.8	-2.4	3.8	-2.9	-1.1	4.1	10.9	5.3	9.2	9.9	-0.3	7.1	18.6
2022/07	3.8	2.6	-1.7	-2.4	1.3	-2.2	4.1	10.2	9.8	2.3	4.4	-2.5	3.9	-2.6	-1.0	4.1	11.8	5.7	9.1	10.1	0.3	6.1	17.3
2022/06	4.1	3.3	-1.1	0.9	-1.9	-2.7	4.1	9.7	10.2	1.6	3.3	-2.2	4.1	-2.4	-1.0	4.0	11.9	5.9	10.2	10.8	0.5	5.1	12.6
2022/05	4.3	4.1	-0.4	3.1	-5.7	-3.6	3.6	8.8	9.9	0.3	3.3	-2.8	3.9	-2.0	-1.5	3.6	12.1	6.5	8.7	11.4	1.1	6.2	10.0
2022/04	4.5	4.7	0.5	7.6	-5.4	-2.7	4.3	9.2	10.7	0.4	4.3	-2.9	4.1	-0.9	-1.2	3.3	13.2	6.4	9.7	11.9	2.1	7.2	8.6
2022/03	6.0	6.4	3.2	11.8	4.0	2.6	8.2	12.4	12.7	2.9	5.4	-2.4	5.1	1.4	1.5	4.7	13.2	6.1	12.0	13.1	4.9	6.5	15.9
2022/02	7.4	6.5	4.9	12.9	7.2	5.0	8.8	13.6	12.7	4.2	6.0	-2.9	4.4	1.3	2.0	5.9	11.1	6.3	11.9	13.8	5.4	10.0	-11.9
2021/12	8.0	7.7	1.4	24.8	5.5	12.4	12.6	16.8	15.7	8.4	10.9	1.2	3.9	8.0	6.3	7.7	6.7	3.9	3.4	-1.7	7.5	5.6	-10.8
2021/11	7.9	7.9	1.8	26.9	5.8	13.8	13.3	18.2	16.2	10.0	11.3	1.6	4.4	8.9	7.0	8.5	6.1	4.7	3.4	-2.0	7.8	5.1	-12.1
2021/10	7.8	8.0	2.5	27.9	7.3	15.2	14.6	19.5	16.5	10.8	11.4	3.0	5.1	10.6	8.1	9.6	5.6	4.9	4.0	-2.3	8.3	3.5	-6.9
2021/09	7.9	8.6	3.7	29.2	9.4	17.1	15.5	21.4	16.8	11.3	11.4	5.0	5.7	12.6	9.9	10.8	5.1	4.8	4.9	-2.5	9.5	3.3	-5.3
2021/08	8.8	9.6	5.2	30.0	12.4	19.4	16.5	23.8	18.0	11.9	11.8	7.2	6.4	14.8	12.2	12.3	5.5	4.2	6.1	-3.0	11.6	2.9	-7.4
2021/07	9.1	10.0	6.6	29.3	16.7	21.5	17.8	26.2	18.7	13.6	13.0	9.2	6.9	16.6	14.2	13.4	6.0	3.9	7.5	-2.5	14.0	1.0	-10.6
2021/06	9.9	10.7	8.2	29.6	21.8	24.3	20.1	29.4	19.8	15.3	13.0	11.5	7.8	18.8	16.9	14.5	7.0	3.8	9.3	-1.1	16.3	0.5	-6.7

数据来源：Wind、方正中期研究院

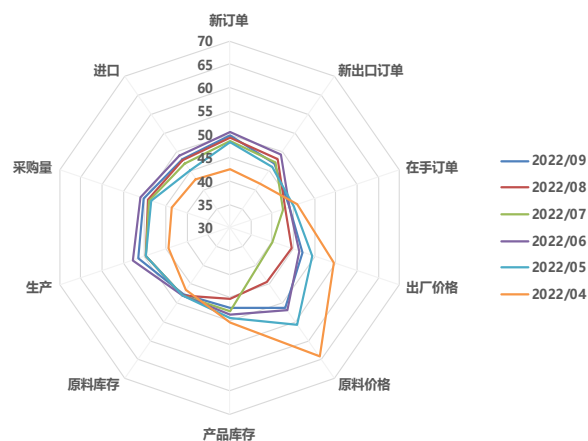
9月制造业PMI回升至荣枯线以上，表现超出市场预期。但非制造业PMI偏弱，尤其服务业PMI回落明显。制造业主要分项显示，供给和需求继续全面改善，且产出端改善更明显。需求端扩散指数暗示内需改善多于外需。产品库存显著增加，原料库存去化，主动加库存迹象进一步明确，该情况符合预期。9月内需也是帮助制造业维持强势的主要支撑。价格分项暗示后期公布的9月PPI数据环比增速将会有所回升，但同比大概率继续下降。分企业类型看，大、中、小型企业PMI均有改善，多数扩散指数显示大型企业仍然强于中、小型企业。前期纾困措施正在显效而力度仍不足，政策需要继续发力。非制造业中，建筑业相对稳定，主要是服务业明显偏弱，反映疫情影响更多集中在此。预计随着房地产行业走出低谷、缓慢回升和基建行业维持增长情况下，建筑业PMI仍有望维持增长。服务业PMI在季节性因素和疫情消退后，将出现反弹。总体上看，9月经济以不受到电力和天气问题影响，产出明显加速，内需开始好转，库存周期重回主动加库存阶段，制造业修复趋势有所加快，经济总体向好。短期内疫情对服务业仍有冲击，但不会带来系统性影响，且未来大概率将会改善。

图 5 PMI 总体变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 6 PMI 分项近期扩张情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 4 官方 PMI 主要分项变动情况

	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2022年9月	50.1	51.5	49.8	47.0	47.3	51.3	47.6	49.0	48.7	44.1	48.1	50.2	47.1	53.4
最近10年分位数水平	27%	22%	18%	17%	54%	40%	28%	63%	15%	18%	35%	24%	20%	17%
5年均值	50.8	52.7	51.9	48.9	46.9	60.5	48.2	48.6	49.7	45.8	48.8	51.8	54.5	57.1
5年历史波动率	1.2	2.0	2.1	2.1	1.6	6.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.9	1.9	3.6	2.0
上月数值	49.4	49.8	49.2	48.1	45.2	44.3	48.0	48.9	49.5	43.1	47.8	49.2	44.5	52.3
本月与上月差值	0.7	1.7	0.6	-1.1	2.1	7.0	-0.4	0.1	-0.8	1.0	0.3	1.0	2.6	1.1
5年差值平均	0.1	0.0	0.6	0.3	-0.2	2.0	0.3	-0.3	0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.1
5年差值历史波动率	0.6	0.8	0.8	1.3	1.0	1.4	0.8	0.5	0.1	1.0	0.8	0.1	1.0	0.8

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、基建再冲高 地产暂未脱离弱势

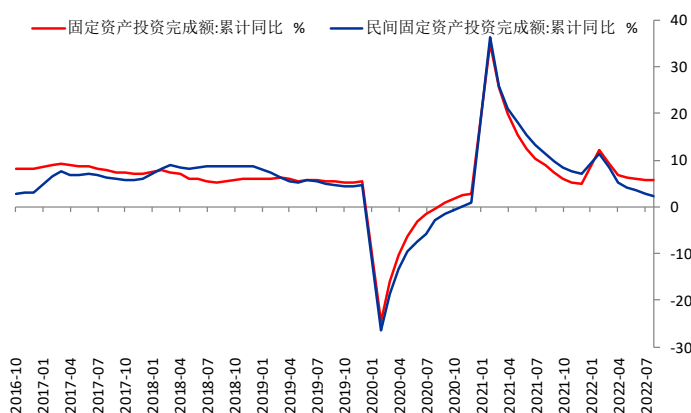
8月固定资产投资增速回升，主要仍是受到基建投资带动。房地产投资表现弱于季节性，制造业投资稳中小幅上升。此前政策要求8月底前增量地方专项债资金完全投放，是影响资金端并提振8月基建投资的主要政策因素。9月关注资金回归平稳后，6000亿政策性开发性债务资金投放节奏，以及四季度5000亿元地方专项债情况，预计基建投资年底前维持平稳增长。房地产方面，保交房政策对竣工利好显现，但未改变房企资金紧张现状，购地、开工仍在低位。金融对房企紧缩资金情况缓和，但依然有房屋销售偏弱导致的流动性紧张问题。可继续关注8月全面降息和调降LPR对9月房屋销售的利好程度。

表 5 主要投资分项表现

	累计值 (亿)	累计同比 (%)	上期累计同比 (%)	累计同比变动 (%)
固定资产投资	367106	5.80	5.70	0.10
民间固定资产投资	203148	2.30	2.70	-0.40
房地产投资	90809	-7.40	-6.40	-1.00
基建投资	127231	10.37	9.58	0.79
制造业投资	156970	10.00	9.90	0.10

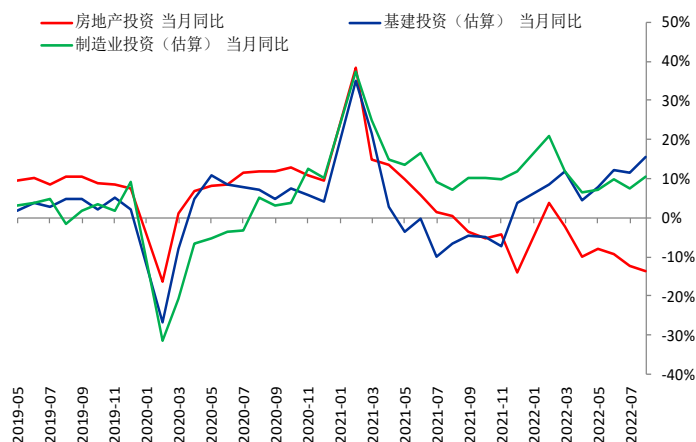
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 7 固定资产和民间固定资产投资增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

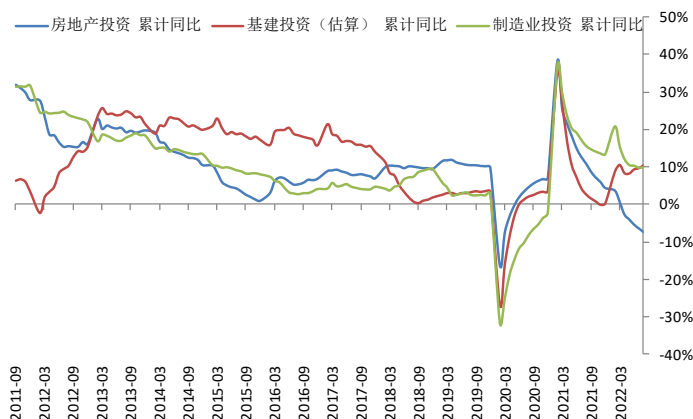
图 8 主要的三个投资分项（当月同比）



数据来源：Wind、方正中期研究院

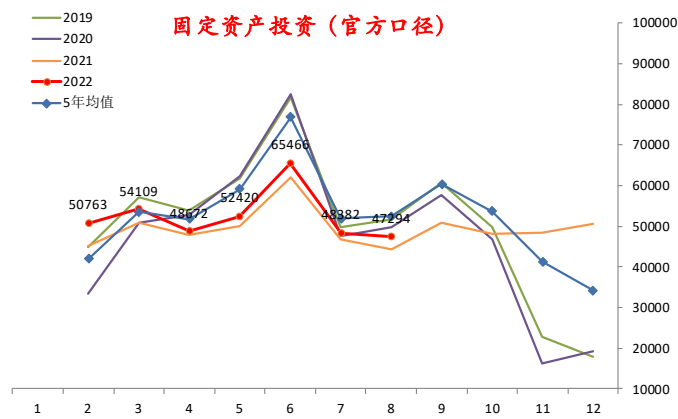
图 9 主要的三个投资分项（累计同比）

图 10 固定资产投资季节性（官方口径）



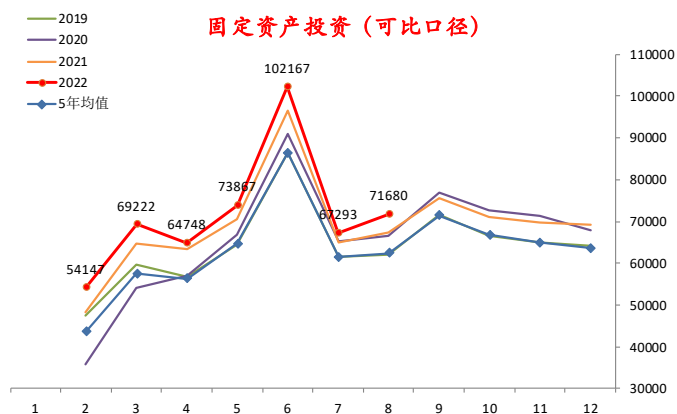
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 11 固定资产投资季节性（可比口径）



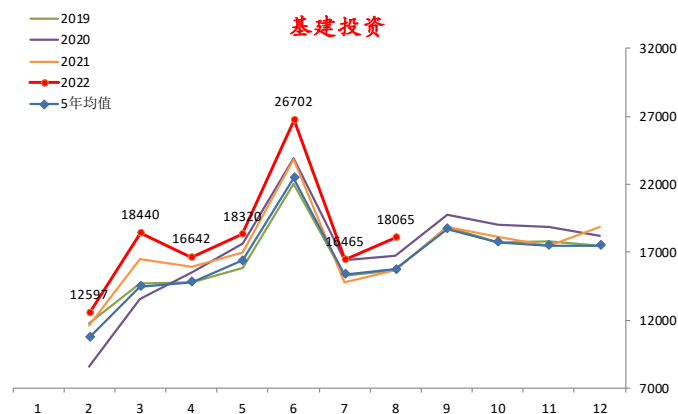
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 12 基建投资季节性



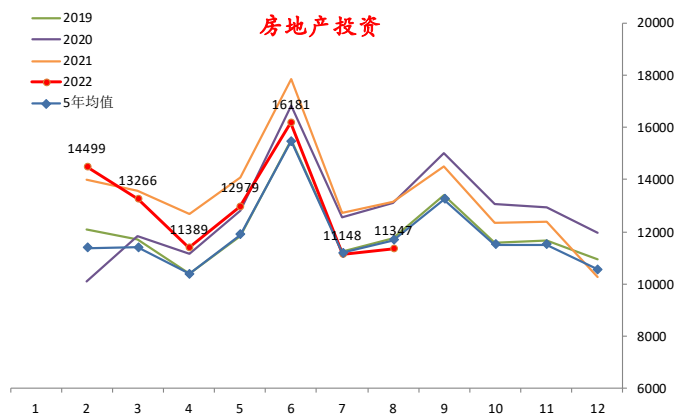
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 13 固定资产投资季节性（可比口径）



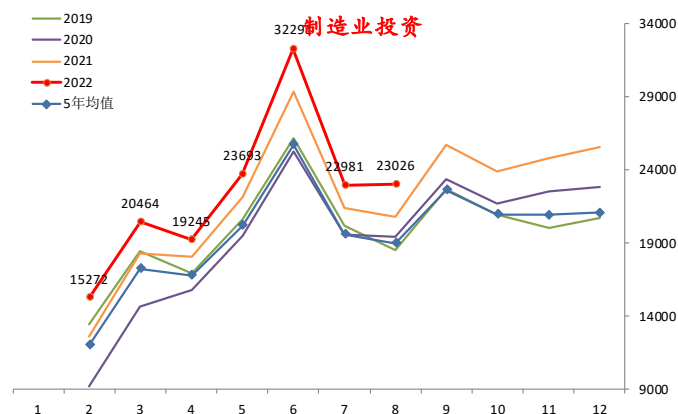
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 14 基建投资季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 15 房地产投资季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院

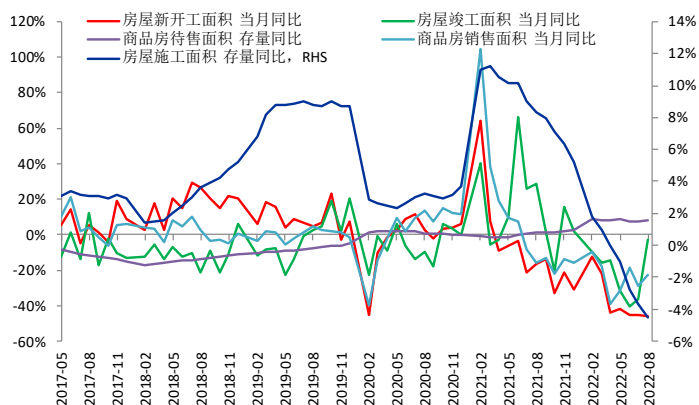
图 16 制造业投资季节性

具体来看，房地产投资增速8月继续回落的同时，新屋开工、房屋施工面积同比跌幅均有扩大，前者仍有超过 45%同比降幅。房屋竣工面积跌幅则明显收窄，商品房待售面积增速上升。房屋销售面积降幅略有收窄。边际上看，新屋开工、房屋施工面积符合季节性，但处于历史地位可比性较差。房屋竣工明显超季节性回升，待售面积和销售面积也略超季节性，后者同比好转依赖基数下降。此外购置土地面积明显弱于季节

性。显然此前的保交房政策对施工后期阶段有良好影响，支持竣工回稳。但没有改变房企资金紧张的现状，前端购地、开工仍在低位。

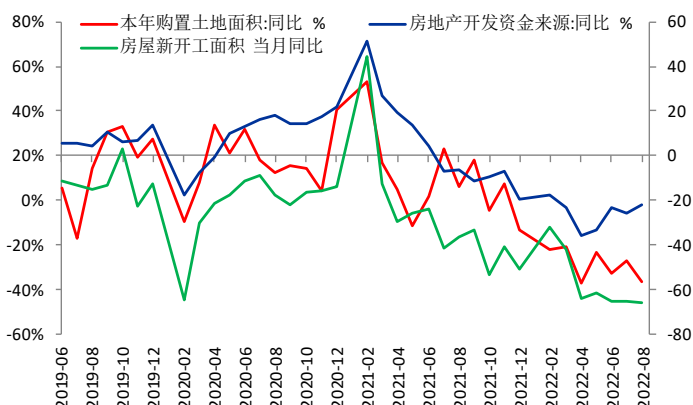
从资金角度看，房地产开发资金总体略超季节性。边际上看，国内贷款、定金及预收款、个人按揭贷款均超过季节性表现，但自筹资金表现弱于季节性。情况继续显示，此前对银行层面的窗口指导效果继续显现，金融层面对房企资金紧缩的情况缓和，但下游销售偏弱导致的回款不足问题依然存在。8月全面降息和调降LPR对增量房贷利率的影响将从9月数据开始体现，预计对房屋销售带来利好影响，继续关注销售改善程度，我们对房地产市场仍保持谨慎乐观态度。

图 15 房地产行业五大指标



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 16 房地产投资上游领先指标



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 17 新屋开工季节性

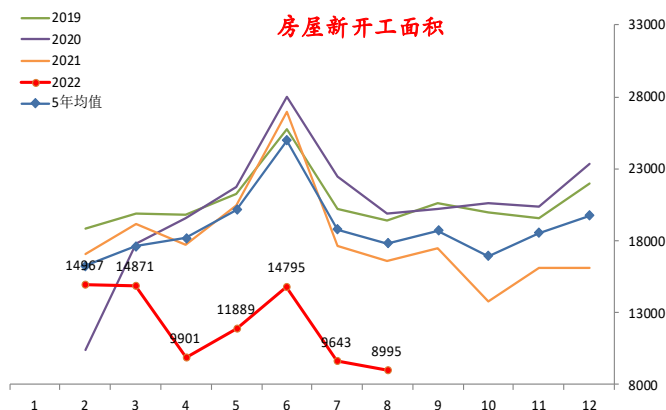
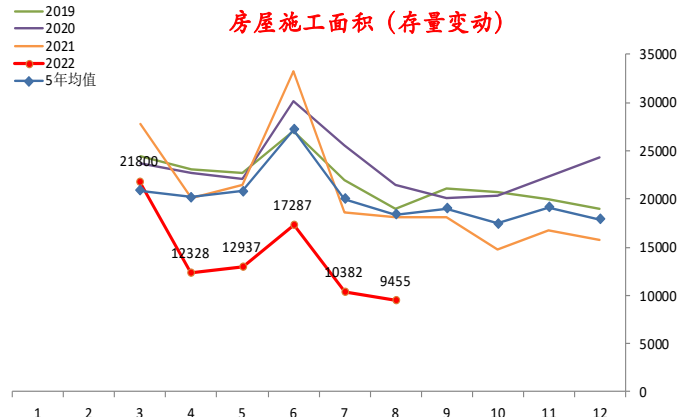


图 18 房屋施工季节性



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_47148

