

疫情扰动消费放缓，经济运行持续修复

——2022 年 9 月份经济增长数据点评

事件：

2022年10月24日，国家统计局发布2022年9月经济增长数据。2022年三季度GDP同比增长3.9%，增速较二季度回升3.5个百分点。9月份，规模以上工业增加值同比增长6.3%，较8月回升2.1个百分点。1—9月份，全国固定资产投资（不含农户）421412亿元，同比增长5.9%，增速较1—8月份回升0.1个百分点。9月份，社会消费品零售总额37745亿元，同比增长2.5%，增速较8月回落2.9个百分点。1—9月份，全国房地产开发投资103559亿元，同比下降8.0%，跌幅较1—8月扩大0.6个百分点。

事件点评：

➤ 经济运行持续恢复，三季度GDP增速企稳回升

2022年三季度GDP同比增长3.9%，增速较二季度回升3.5个百分点。7月经济下行压力增大，8月伴随着国常会19项稳增长政策出台后，8、9月经济逐月修复，三季度GDP增速企稳回升。

➤ 工业生产：高温限电影响消散，工业生产增长速度加快

1) 9月的国常会再度释放制造业利好政策，有助于提升中游工业生产增速，改善生产结构性问题。2) 9月极端高温天气消退，高温限电对工业生产影响减弱，基础原材料需求回暖，提振生产。3) 政策刺激下，由于国内汽车产业链相对完善，汽车需求维持高位对工业生产产生正向拉动。

➤ 固定资产投资：基建与制造业维持景气度，地产投资持续探底

基建：上半年专项债发行前置为基建投资项目资金储备提供条件，盘活地方债存量限额等增量政策发力对基建投资增速形成有力支撑。**制造业：**稳增长政策落地实施，内需边际回暖对于制造业投资产生支撑，9月企业中长贷表现亮眼也显示出企业融资需求的修复。**房地产：**地产投资依然低迷，销售降幅出现收窄，关注销售改善的可持续性。

➤ 社会消费品零售：疫情扰动下，餐饮娱乐消费成为拖累项

9月人流物流活跃度修复缓慢，疫情扩展导致消费修复的压力加大；服务业景气度受疫情影响走弱，拖累社零。刚性需求总体维持韧性，改善性需求回落较为明显，地产后周期消费需求持续低迷，汽车消费的拉动力有所减弱但持续正向拉动社零。9月失业率小幅回升，但就业结构持续改善。

➤ 展望：稳增长助力内需回暖，四季度利率中枢水平逐步上移

当前经济持续修复通道中，9月高温限电影响逐步消散，工业生产回升明显；同时基建持续发力托底经济，制造业维持韧性，但地产仍然维持低迷；此外，受疫情再度扩散影响，消费修复不及预期。**展望后续，**政府投资继续带动作用，伴随着疫情对实体部门生产和消费等活动的影响力减弱，预计下半年将延续斜率平缓的复苏。**展望债市，**建议“短久期+低杠杆”偏谨慎策略。伴随着稳增长政策支持下，内需逐步修复，经济活力回升，预计四季度利率中枢将逐步回升上移。

➤ 风险提示：政策效果不及预期；疫情反复超预期。

分析师：王宇鹏

执业证书编号：S0590522020002

电话：18600937880

邮箱：wyp@glsc.com.cn

联系人 吴嘉颖

电话：18901880033

邮箱：wjyaying@glsc.com.cn

相关报告

1、《寻找下一个“祥鑫转债”》2022.10.18

2、《126号文后，关注高度依赖土地财政的区域》
2022.10.16

3、《深化改革开放，构建高水平市场经济体制》
2022.10.16

正文目录

1	事件	3
2	事件点评	3
2.1	经济运行持续恢复，三季度 GDP 增速企稳回升	3
2.2	工业生产：高温限电影响消散，工业生产增长速度加快	4
2.3	固定资产投资：基建与制造业维持景气度，地产投资持续探底	6
2.4	社会消费品零售：疫情扰动下，餐饮娱乐消费成为拖累项	8
2.5	展望：稳增长助力内需回暖，四季度利率中枢水平逐步上移	10
3	风险提示	10

图表目录

图表 1：三季度 GDP 同比增速 3.9%，较二季度回升明显	3
图表 2：需求边际复苏，8 月工业生产增速小幅回升	5
图表 3：受高温天气影响 8 月公共事业的生产供应增速大幅回升	5
图表 4：上游生产增速持续回落，中游边际好转，下游仍然承压	5
图表 5：9 月固定资产投资增速小幅回升	7
图表 6：9 月基建投资持续发力	7
图表 7：高频数据来看，石油沥青开工率持续走高	7
图表 8：9 月制造业分行业投资增速走势	8
图表 9：地产投资仍在探底过程中	8
图表 10：当前地产库存周期	8
图表 11：8 月消费动能出现修复	9
图表 12：9 月就业总量与结构持续改善	9
图表 13：9 月限额以上消费分行业增速	10

1 事件

2022 年 10 月 24 日，国家统计局发布 2022 年 9 月经济增长数据。2022 年三季度 GDP 同比增长 3.9%，增速较二季度回升 3.5 个百分点。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.3%，较 8 月回升 2.1 个百分点。1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）421412 亿元，同比增长 5.9%，增速较 1—8 月份回升 0.1 个百分点。9 月份，社会消费品零售总额 37745 亿元，同比增长 2.5%，增速较 8 月回落 2.9 个百分点。1—9 月份，全国房地产开发投资 103559 亿元，同比下降 8.0%，跌幅较 1—8 月扩大 0.6 个百分点。

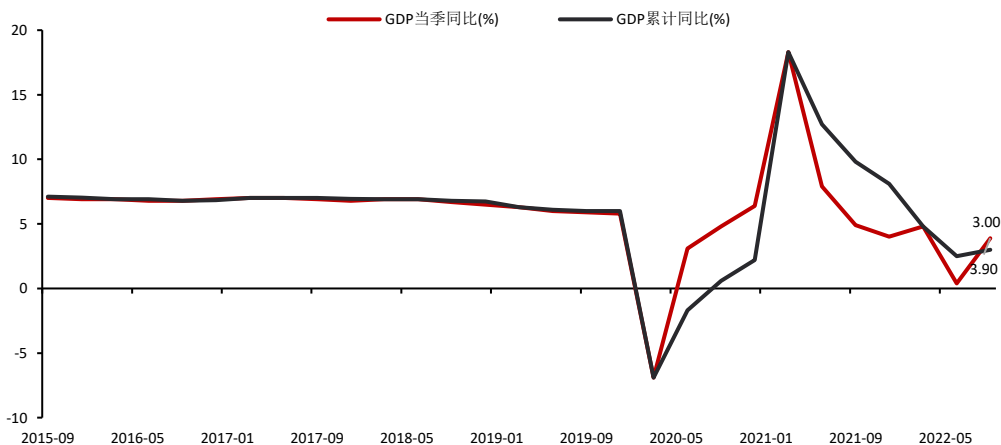
2 事件点评

2.1 经济运行持续恢复，三季度 GDP 增速企稳回升

2022 年三季度 GDP 同比增长 3.9%，增速较二季度回升 3.5 个百分点。7 月经济下行压力增大，8 月伴随着国常会 19 项稳增长政策出台后，8 月、9 月经济逐月修复，三季度 GDP 增速企稳回升。其中，疫情对生产生活的影响边际减弱，基建发力稳住经济底盘，但房地产持续拖累经济。

分产业看，三季度第一产业增加值 25642 亿元，同比增长 3.4%，增速较二季度回落 1 个百分点；第二产业增加值 121553 亿元，同比增长 5.2%，增速较二季度回升 4.3 个百分点；第三产业增加值 160432 亿元，同比增长 3.2%，增速较二季度回升 3.6 个百分点。其中，第一产业生产总体保持平稳，但受高温天气影响，同比增速较二季度略有回落。而第二产业与第三产业在复工复产与稳增长政策支持下，延续修复态势，增速回升明显。

图表 1：三季度 GDP 同比增速 3.9%，较二季度回升明显



来源：Wind，国联证券研究所

2.2 工业生产：高温限电影响消散，工业生产增长速度加快

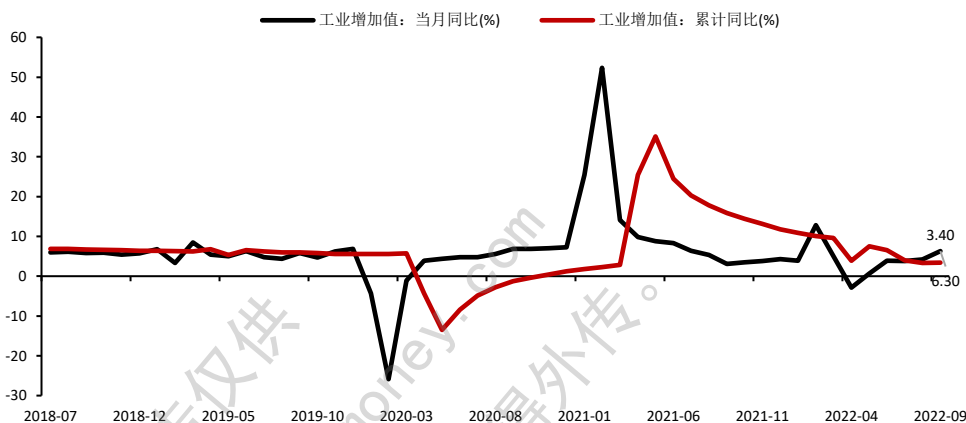
9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.3%，较 8 月回升 2.1 个百分点。分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 7.2%，增速回升 1.9 个百分点；制造业同比增长 6.4%，增速回升 3.3 个百分点；高温极端天气减退，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 2.9%，增速回落 10.7 个百分点。

分行业来看，上游生产增速小幅走高，中游生产维持高景气度，下游生产修复明显，结构性问题出现好转。具体来看，上游高耗能采掘与加工业受到能源商品价格小幅走高影响，增速环比持续回升。中游汽车制造业生产同比增速维持高景气度，但增速环比较 8 月小幅回落，通用设备制造与电气设备制造工业增加值增速持续回升，总体向好。下游生产修复明显，医药、纺织业工业增加值同比增速虽然持续为负，但环比改善明显，而橡胶塑料工业增加值同比由负转正。

9 月份工业生产增速小幅回升与以下几个因素有关：（1）除了受到去年同期低基数影响以外，9 月份的国常会和稳经济大盘四季度工作会议再度释放出多项利好制造业恢复发展的政策信号，有助于提升中游工业生产增速，改善生产结构性问题。（2）9 月随着极端高温天气消退、部分地区高温限电对工业生产影响减弱，同时基础原材料的需求回暖，工业生产增速加快回升。（3）9 月汽车生产同比持续两位数高增，增速环比虽小幅回落，但表现依旧亮眼。在稳增长政策刺激下，由于国内汽车产业链相对完善，汽车需求维持稳定，对工业生产产生正向拉动。

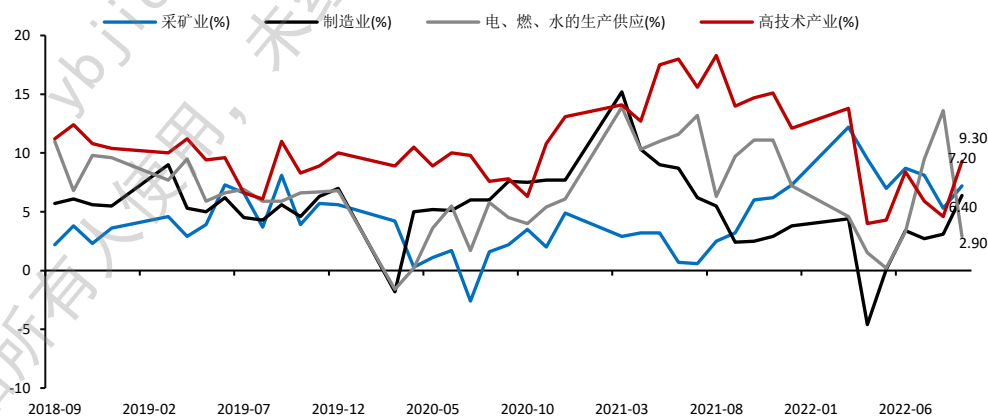
短期内，疫情扩散以及防疫政策走势仍是影响工业生产增速的核心因素之一。10 月国庆长假之后，部分地区疫情出现反复，开启小范围停工停产，预计对 10 月工业生产造成扰动。长期来看，需求的恢复情况是工业生产修复的主要影响因素。当前市场需求恢复相对较弱、企业盈利能力下降，工业企业生产经营仍有修复空间。后续伴随着各项稳经济政策措施落实落地，政策落实对中下游生产的拉动力将显现。此外，持续关注全球加息周期下海外需求走势，若海外加息步伐放缓，则海外需求将出现回升，对于国内出口产生正向拉动作用，有益于国内生产端的恢复。

图表 2: 需求边际复苏, 8月工业生产增速小幅回升



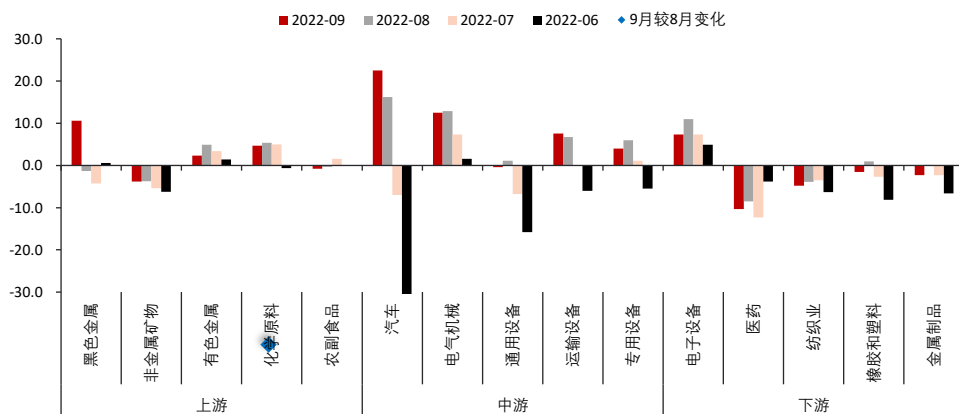
来源: wind, 国联证券研究所

图表 3: 受高温天气影响 8 月公共事业的生产供应增速大幅回升



来源: wind, 国联证券研究所

图表 4: 上游生产增速持续回落, 中游边际好转, 下游仍然承压



来源: wind, 国联证券研究所

2.3 固定资产投资：基建与制造业维持景气度，地产投资持续探底

固定资产投资增速小幅回升。1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）421412 亿元，同比增长 5.9%，增速较 1—8 月份回升 0.1 个百分点，连续两个月小幅回升。其中，民间固定资产投资 232043 亿元，同比增长 2.0%，增速回落 0.3 个百分点。分产业来看，第一产业投资 10558 亿元，同比增长 1.6%，增速回落 0.7 个百分点；第二产业投资 132146 亿元，同比增长 11.0%，增速回落 0.6 个百分点；第三产业投资 278708 亿元，同比增长 3.9%，增速与前值持平。

基建投资增速进一步回升。9 月基础设施投资同比增长 8.6%，增速回升 0.3 个百分点，基建持续发力。其中，水利管理业投资增长 15.5%，增速回升 0.5 个百分点；公共设施管理业投资增长 12.8%，增速回落 0.3 个百分点；道路运输业投资增长 2.5%，增速回升 1.2 个百分点；铁路运输业投资下降 3.1%，跌幅扩大 0.7 个百分点。

制造业投资维持韧性。9 月制造业投资同比增长 10.1%，增速回升 0.1 个百分点，持续维持韧性。从分项上来看，9 月制造业投资各分项增速全部维持正区间，整体小幅改善。其中有色加工、化学颜料与电子通信制造业投资增速环比持续走高，正向拉动制造业投资；而运输设备、食品与纺织制造业投资增速环比出现回落。

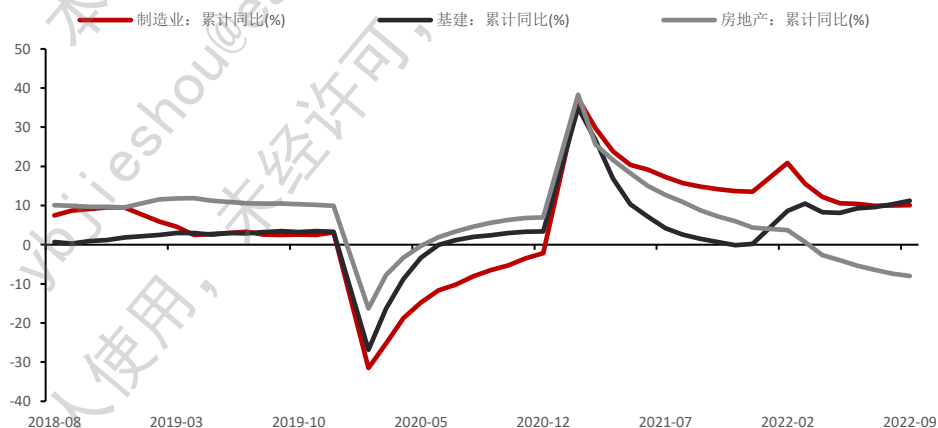
房地产投资持续低迷。1—9 月份，全国房地产开发投资 103559 亿元，同比下降 8.0%，跌幅扩大 0.6 个百分点；其中，住宅投资 78556 亿元，同比下降 7.5%，跌幅扩大 0.6 个百分点。

9 月份固定资产投资增速小幅微升，展望后续我们有以下观点：

- (1) **上半年专项债发行前置为基建投资项目资金储备提供条件，四季度盘活地方债存量限额等增量政策发力对基建投资增速形成有力支撑。**从高频数据来看，9 月石油沥青开工率、水泥发运率环比持续上行趋势，沥青原油比等价格指数也出现同步上涨，验证了基建增速持续走高的逻辑。展望后续，预计受低基数影响基建投资总比增速持续两位数回升。虽然进入四季度后上半年发行的天量专项债对基建投资的拉动可能有所减弱，但政策性金融工具将有效填补项目资金空缺，使基建投资延续高增。具体来看，截至 9 月末，已经有 5 省披露动用存量限额，预计在 10 月开始发行，因此 5000 亿存量限额持续支撑四季度基建投资。
- (2) **在稳增长政策落地实施的支持下，内需边际回暖对于制造业投资产生一定支撑。**9 月 13 日的国常会上，重点强调支持设备更新改造，新增 2000 亿元以上专项再贷款用于设备更新改造领域，有助于加速提升制造业投资。此外，9 月政策性银行和国有大型银行持续发挥带动效应，使得企业中长期融资获得政策加持，企业信贷需求修复明显，维持制造业投资韧性。展望后续，伴随着企业资产负债表持续修复、稳增长政策的稳步落实，预计后续制造业投资将维持韧性与景气度。

- (3) 地产投资依然低迷，销售降幅出现收窄，关注销售改善的可持续性。9月地产销售同比下降16.1%，降幅较上月收窄6.7个百分点。其中新开工面积同比下降44.4%，降幅较8月收窄1.3个百分点。9月竣工面积同比下降6.0%，降幅较8月走阔3.5个百分点。我们认为9月各地政府加快保交楼竣工进度，同时因城施策政策持续放开二三线地方购房限制，因此9月地产销售数据出现好转。9月30日地产密集出台多项降成本促需求政策，但是根据高频数据来看，10月地产销售数据再度走弱，居民购房信心仍然不足。展望后续，居民受资产价格贬值影响，购房意愿较为谨慎，后续政策能否打破购买力低位仍有待观察。

图表 5: 9月固定资产投资增速小幅回升



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 9月基建投资持续发力

— 电力、热力、燃气及水的生产与供应(%)
— 交通运输、仓储和邮政业(%)
— 水利、环境和公共设施(%)

50 7

图表 7: 高频数据来看，石油沥青开工率持续走高

— 2019 — 2020 — 2021 - - - 2022

65
60

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_47602

