

周度经济观察

——经济的恢复可持续吗

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 10 月 25 日

内容提要

在 4 月疫情的极端冲击下，二季度成为年内经济增速的底部，随后疫情形势出现缓和，三季度经济从底部恢复，9 月经济延续了此前恢复的状态。

不过从 10 月的疫情形势以及地产的表现来看，经济面临的来自于疫情和地产的冲击仍在延续，同时出口减速也开始更清晰地表现出来，基建进一步上行的空间或许有限，这意味着四季度经济向上恢复的动能将趋于弱化。

在实体部门资产负债表收缩的环境下，安全资产被普遍追逐，风险资产总体承压，同时外资的流出放大了市场的波动，权益市场短期之内仍将处于磨底的阶段。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

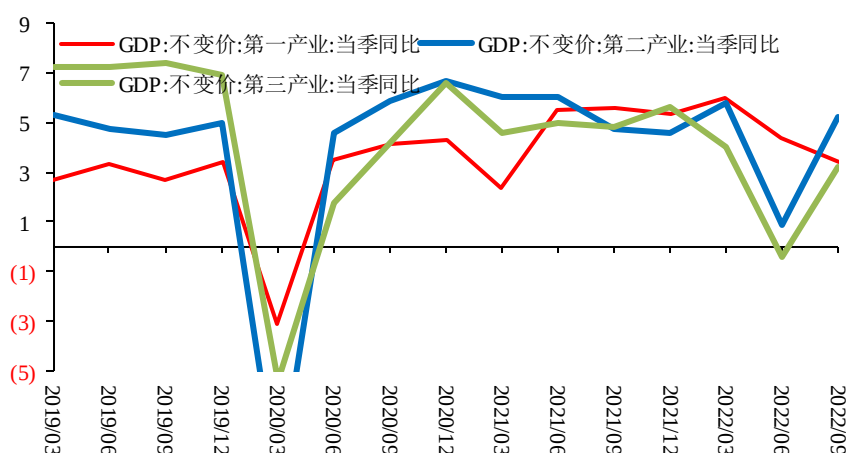
3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、经济向上恢复的动能或将弱化

2022 年三季度国内 GDP 单季实际同比 3.9%，较二季度回升 3.5 个百分点；单季名义同比 6.1%，较二季度回升 2.2 个百分点，经济出现显著改善。

在经历 4 月疫情的极端冲击后，三季度经济活动逐步恢复，工业和服务业活动双双从底部反弹，进而推动经济增速总体快速抬升。考虑到国内疫情防控面临的压力、以及房地产行业的流动性困境，预计四季度国内经济向上恢复的动能或将弱化。

图1：第一、二、三产业实际同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

2021 年为两年复合同比

1、基建推升上游工业

三季度规模以上企业工业增加值同比为 4.8%，较二季度大幅上升 4.2 个百分点。

月度层面，2022 年 9 月工业增加值同比为 6.2%，较 8 月大幅回升 2.1 个百分点。从已经公布的行业数据看，黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制

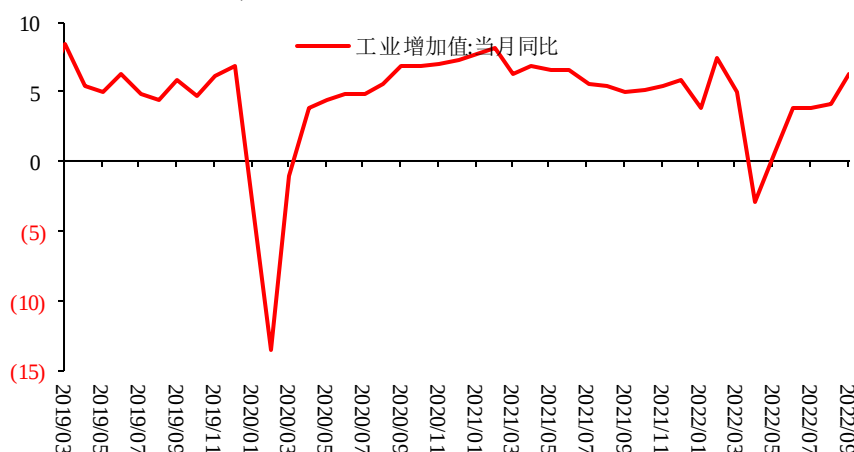
品制造业、非金属矿物制品业等上游与基建相关的行业增速居前。而酒、饮料和精制茶制造业、汽车制造业、电力、热力的生产和供应业等中下游行业表现偏弱。

物量数据的表现类似，原煤、焦炭、粗钢和水泥产量全面回升。

价格层面，9月PPI环比增速大幅回升，水泥价格强于季节性水平，同期大宗商品价格走强。

结合量价数据以及支出端数据来看，9月工业增速的反弹主要源于需求端基建的发力，这背后体现了稳增长政策逐步落地的影响。考虑到四季度经济下行压力不减，基建发力的方向仍然确定，工业增速或将小幅抬升。

图2：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

2、基建持续走强，地产延续弱势

三季度固定资产投资当季同比增速 5.5%，较二季度抬升 1.3 个百分点，基建是支撑固定资产投资的主要力量。

9月固定资产投资当月同比增速 6.6%，较8月回升 0.1 个百分点。

9月基建投资（含电力）当月同比增速为16.3%，较8月上行0.9个百分点。基建投资的上行显示出稳增长政策在发挥巨大作用，伴随前期资金的使用和项目的落地，基建的实物工作量在加速形成，预计四季度基建投资将维持偏强格局。

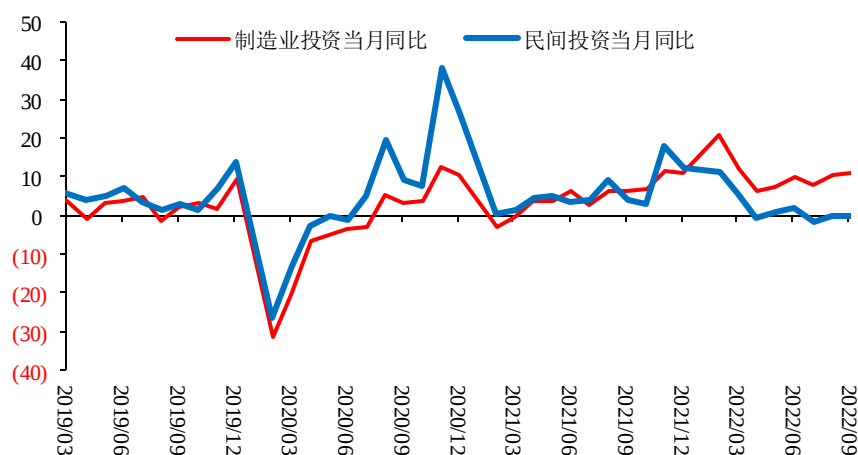
9月制造业投资当月同比为10.7%，较8月上升0.1个百分点。

根据已经公布的数据，9月纺织业和计算机、通信和其他电子设备制造业投资偏强，食品和汽车制造业投资出现回落。

今年以来，制造业投资总体表现不弱，除了价格因素影响以外，稳增长政策下国有企业投资发力也产生了积极影响，这也和近期信贷迅猛增长相一致。不过与此同时，实体部门的资产负债表仍然处于收缩状态，民间投资持续低迷。

往后看，居民、企业部门受到疫情扰动和房地产市场的影响，在资产配置上更加保守。在政策维持当前基调的背景下，企业部门投资意愿或将维持偏弱，制造业投资活动趋于减速。

图3：制造业投资和民间投资同比，%



数据来源：Wind，安信证券

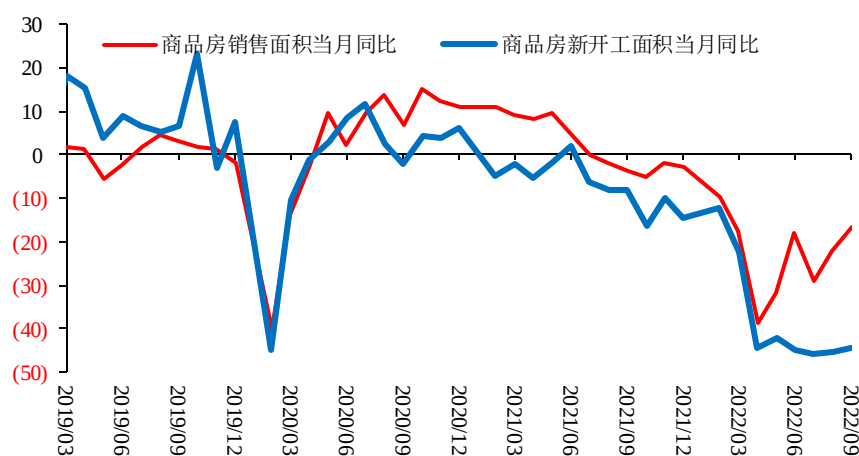
2021年为两年复合同比

9月房地产投资当月同比增速-12.1%，较8月小幅回升1.8个百分点，考虑到去年同期的低基数，这一增速仍然偏低。与此同时，新开工面积增速在历史低位徘徊，商品房销售量升价弱，显示房地产行业的形势依然严峻。

今年以来房地产行业的政策主要集中在终端需求层面，但在居民收入预期和房价上涨预期弱化的背景下，需求端政策取得的效果始终有限，难以对房地产企业面临的流动性压力形成实际缓冲，最终使得房地产行业的基本面持续走弱，违约压力逐步蔓延。

往后看，房地产行业面临的流动性压力或将维持，房地产投资的趋势性改善或许仍需等待。

图4：商品房销售与新开工同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

3、消费恢复面临压力

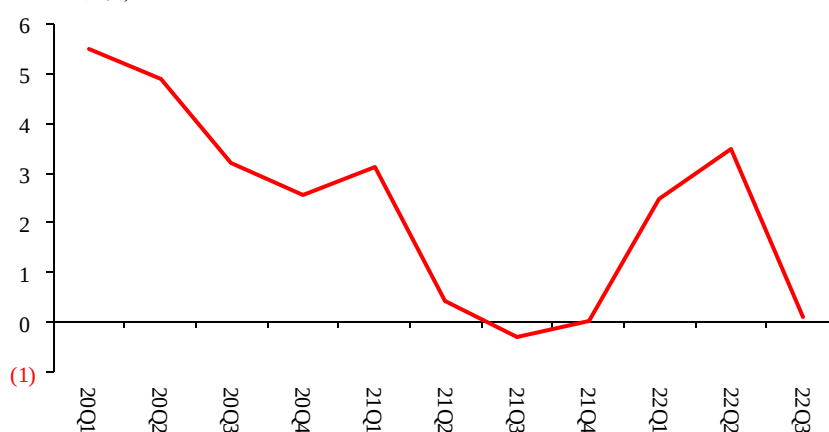
在4月疫情的极端冲击过后，三季度社会消费品零售名义增速3.5%，较二季度回升8.4个百分点，这一消费的回升与居民部门储蓄率的回落形成印证。

不过月度层面，疫情再度扩散重新对消费形成压制。9月社会消费品零售同比增速 2.5%，较上月大幅回落 2.9 个百分点。线下服务业受损更大，餐饮业 9 月同比增速 -1.7%，较 8 月大幅回落 10.1 个百分点。同时服务业生产指数也出现下滑。

分品种看，烟酒、家电、食品、石油等品种出现大幅走弱，文化用品、化妆品、通讯器材等出现回升。

从 10 月以来的疫情以及防控情况来看，消费的恢复仍然面临不小压力，居民消费倾向的下滑、收入预期的弱化，对消费或将形成持续拖累。

图5：超额储蓄率，%



数据来源：Wind，安信证券

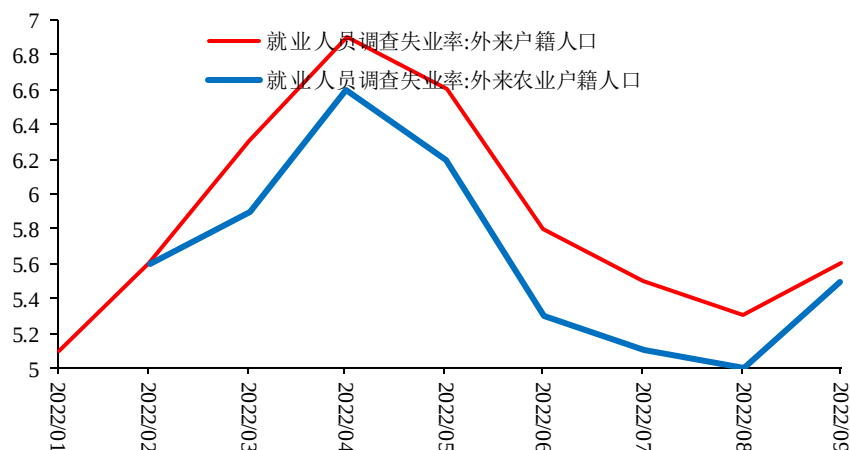
4、就业压力仍存

三季度城镇调查失业率为 5.4%，较二季度下降 0.3 个百分点。9 月失业率为 5.5%，较 8 月回升 0.2 个百分点，显著高于季节性水平，体现了疫情反复对就业的影响。

今年以来，统计局新公布了外来户籍人口失业率和外来农业人口户籍失业率，可以认为后者代表农民工就业情况，前者含有城镇户籍，可能更接近大城市外来白领人口。在 2 月份，总体外来户籍人口失业率和外来农业人口户籍失业率相当，

随后在疫情冲击中，外来户籍人口失业率上行幅度显著大于外来农业人口失业率，表明可能白领就业面临更大的压力。疫情、地产以及监管政策对相关从业人员的影响显著，这一影响最终也对居民部门收入、消费形成负面冲击。

图6：城镇调查细分失业率，%



数据来源：Wind，安信证券

5、出口趋势回落

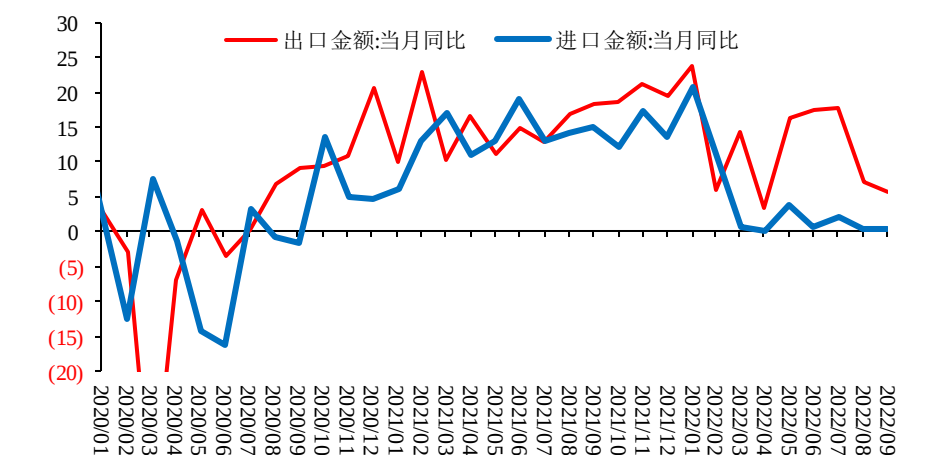
9月我国美元计价出口同比增速 5.7%，较上月小幅回落 1.4 个百分点，人民币计价出口同比增速为 10.7%，较上月回落 1.1 个百分点。

分地区看，我国对发达经济体如美国、日本、欧盟，对新兴经济体，如巴西、印度和俄罗斯等出口均出现普遍回落。

与此同时，9月日本、韩国、越南和中国台湾等东亚经济体的出口同样出现下滑。这与美国、欧洲、日本的制造业 PMI 下行一致，显示了全球贸易活动在放缓的影响。

考虑到欧美经济减速的趋势仍在延续，以及海外主要央行加息的推进，预计全球贸易活动的减速在四季度将继续，中国出口的减速过程尚未结束。

图7：中国美元计价的进出口金额同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注:2021 年数据为两年几何平均增速

9 月美元计价进口同比增长 0.3%，持平上月。

分地区看，中国从美国进口上升，从日本和欧盟下降，从东盟持平。

分产品看，大豆、原油和铁矿砂出现上升，原油基本持平，钢材和汽车出现下降。

往后看，考虑到国内疫情的扰动、以及房地产市场流动性压力的存在，下半年国内需求偏弱的表现或将延续，这意味着进口将在低位波动。

总体而言，在 4 月疫情的极端冲击下，二季度成为年内经济增速的底部，随后疫情形势出现缓和，三季度经济从底部恢复，9 月经济延续了此前恢复的状态。

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_47663

