

分析师：周岳

执业证书编号：S0740520100003

Email: zhouyue@r.qizq.com.cn

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@r.qizq.com.cn

**相关报告****投资要点**

- **经济复苏基础仍不稳固，9月经济表现可概括为三个“背离”。**1) 生产强，消费弱。按照生产法统计的GDP当季同比为3.9%，而社零当季同比仅3.5%。2) 工业强，服务业弱。9月工业增加值增速跳升至6.3%，而服务业降至1.3%。3) 内需强，外需弱。“三驾马车”中，9月固投增速回升至6.5%，剔除基数效应后社零增速变化不大，但出口增速持续回落至5.7%。具体而言：
  - **GDP环比明显修复，同比增速低于去年同期。**三季度GDP当季同比增长3.9%，低于去年同期的4.9%，距离潜在增长中枢仍有较大空间。分行业看，第二产业同比增长5.2%，第三产业同比增长3.2%，主要子行业表现分化，金融业、信息技术业、租赁服务业等增速超过5%，房地产业则同比下降4.2%。
  - **工业生产增长亮眼，中上游景气度改善明显。**9月规模以上工业增加值同比大幅增长6.3%，较前值提高2.1个百分点。一方面主要由于去年基数较低，另一方面随着高温因素消退、复工复产有序推进以及物流运输业向好，9月工业生产进一步改善。具体来看，17个重点行业中，有15个增速进一步回升，仅2个行业增速下降。
  - **固投方面，房地产跌幅收窄，基建、制造业维持高位。**9月固投当月同比增速继续回升至6.5%，前值为6.4%。主要分项中，制造业同比增长10.7%，前值10.6%；基建同比增长16.3%，前值15.4%；房地产同比录得-12.1%，前值-13.8%。
    - 1) **房地产投资持续低迷。**作为房地产市场的传统销售旺季，今年“金九”成色不足，而且10月以来高频数据显示商品房销售景气度仍然较弱。高频指标方面，新开工面积和施工面积增速仍处于低位，竣工面积和销售面积跌幅有所收窄。随着各地地产调控政策不断放松，地产销售的底部可能会在年内出现。但如果看投资端，拐点可能还需要较长时间的等待。
    - 2) **基建改善主要由于政策集中落地带来的增量资金支持，预计增速回升空间有限。**从结构上看，9月份电力热力生产供应业投资增速继续上升，但狭义口径基建增速已经高位回落。随着政策脉冲效应逐渐释放，四季度增速可能逐渐放缓。
    - 3) **制造业仍有支撑。**尽管库存周期转入主动去库存阶段，但受益于信贷政策的持续推动，增速有望维持较高水平。
  - **基数效应扰动消退，居民消费增速回落。**9月社零消费同比增速下滑至2.5%，而前值为5.4%。一方面8月份的低基数贡献减弱，另一方面9月以来全国多地疫情反复，消费需求释放受到抑制。9月限额以上企业餐饮收入同比增长0.1%，低于2021年9月(5.5%)水平，线下接触类消费场景受到较大约束。分品类来看，必需品和可选品消费普遍走弱，仅汽车消费维持较高增速。
  - **失业率小幅回升，稳就业压力较大。**9月城镇居民调查失业率回升0.2个百分点至5.5%，稳就业压力仍然较大。从结构上看，青少年群体就业压力有所缓解，但仍处于近年来较高水平。
  - **外需走弱，出口增速继续下滑。**9月以美元计价出口同比增长5.7%，较上月回落1.4个百分点。进口同比增长0.3%，增速与上月持平。主要贸易伙伴中，对美国、欧盟出口同比增速明显回落。分产品看，农产品和服装需求下滑。
  - **债市观点：**尽管外需持续回落，消费、地产改善不及预期，但在基建、制造业投资支撑下，基本面延续弱复苏态势。不过，疫情扰动下经济复苏基础并不稳固，近期票据利率回落表明信用内生修复动力不足，宽货币的政策基调短期难以逆转。10月等量续作5000亿MLF后，资金利率仍然维持低位，长债利率在高期限利差支撑下有望维持区间震荡，波段交易需要根据点位变化控制好节奏。同时，随着政策脉冲作用释放，如果房地产链条融资稳定性修复不及预期，叠加外需走弱的冲击，货币政策宽松加码和利率下行仍有想象空间。
  - **风险提示：**经济大幅改善，信用扩张超预期，货币宽松不及预期。

## 图表目录

图表 1: 9 月主要指标增速变化 (当月同比、%)	- 3 -
图表 2: GDP 同比增速低于去年同期 (%)	- 4 -
图表 3: 9 月重点行业景气度大多改善 (%)	- 4 -
图表 4: 9 月主要工业品产量增速变化 (%)	- 5 -
图表 5: 固投主要分项当月同比增速变化 (%)	- 5 -
图表 6: 竣工面积和销售面积跌幅收窄 (%)	- 6 -
图表 7: 基建主要行业投资同比增速变化 (%)	- 6 -
图表 8: 商品零售和餐饮收入同比增速变化 (%)	- 6 -
图表 9: 限额以上分类消费增速变化 (%)	- 7 -
图表 10: 失业率小幅回升 (%)	- 7 -
图表 11: 主要贸易伙伴出口同比 (%)	- 8 -
图表 12: 主要出口商品同比 (%)	- 8 -

10月24日，统计局公布9月份和三季度经济数据，GDP当季同比提升3.9%，尽管低于去年同期的4.8%，但较二季度的0.4%大幅回升，略高于市场预期，基本面延续弱复苏态势。

从结构上看，经济复苏基础仍不稳固，体现为三个“背离”。1) 生产强，消费弱。按照生产法统计的GDP当季同比为3.9%，而社零当季同比仅3.5%。2) 工业强，服务业弱。9月工业增加值增速跳升至6.3%，而服务业降至1.3%。3) 内需强，外需弱。“三驾马车”中，9月固投增速回升至6.5%，剔除基数效应后社零增速变化不大，但出口增速持续回落至5.7%。

图表 1: 9月主要指标增速变化(当月同比, %)

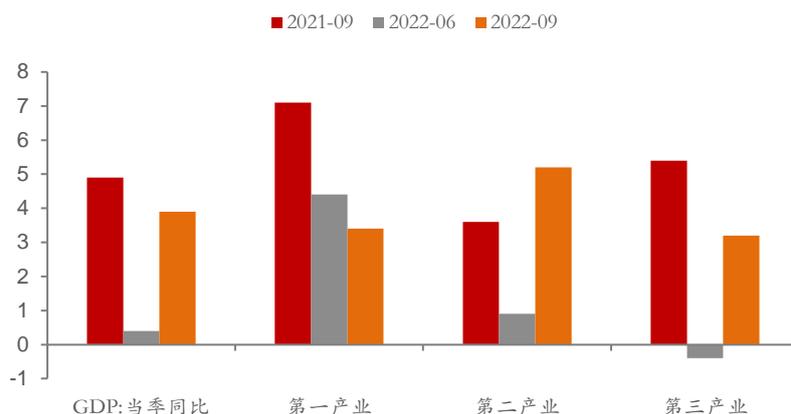
	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06
GDP	3.9	-	-	0.4	4.9	-	-	7.9
工业增加值	6.3	4.2	3.8	3.9	3.1	5.3	6.4	8.3
服务业生产指数	1.3	1.8	0.6	1.3	5.2	4.8	7.8	10.9
固定资产投资	6.5	6.4	3.6	5.8	-1.9	1.1	-0.4	6.0
固投: 制造业	10.7	10.6	7.5	9.9	10.0	7.1	9.1	16.4
固投: 房地产	-12.1	-13.8	-12.3	-9.4	-3.5	0.3	1.4	5.9
固投: 基建	16.3	15.4	11.5	12.0	-4.5	-6.6	-10.1	-0.3
社会消费品零售总额	2.5	5.4	2.7	3.1	4.4	2.5	8.5	12.1
社零: 商品零售	3.0	5.1	3.2	3.9	4.5	3.3	7.8	11.2
社零: 限额以上餐饮	-1.7	12.9	-1.2	-2.2	5.5	-4.2	20.7	28.6
出口总额	5.7	7.1	17.8	17.4	27.9	25.4	19.2	32.0

来源: iFind, 中泰证券研究所

注: GDP指标为当季实际同比。

具体而言:

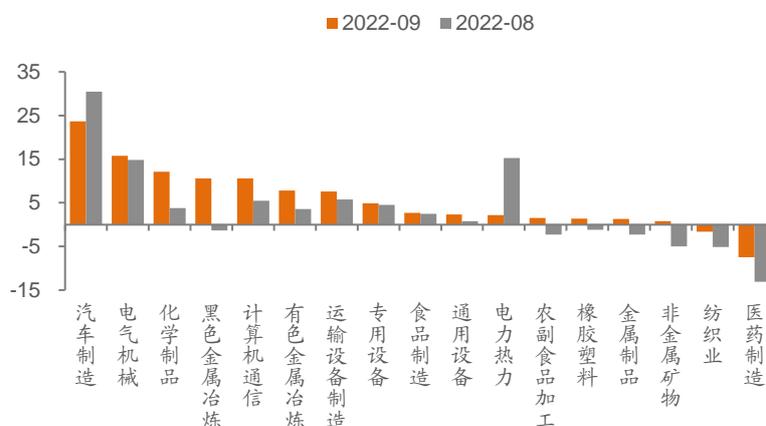
**GDP 环比明显修复，同比增速低于去年同期。**三季度GDP当季同比增长3.9%，相比二季度的0.4%提升显著，但低于去年同期的4.9%，距离潜在增长中枢仍有较大空间。分行业看，第二产业同比增长5.2%，较去年同期提高1.6个百分点，成为经济修复的最关键支撑；第三产业同比增长3.2%，主要子行业表现分化，金融业、信息技术业、租赁服务业增速超过5%，房地产业则同比下降4.2%。

**图表 2: GDP 同比增速低于去年同期 (%)**


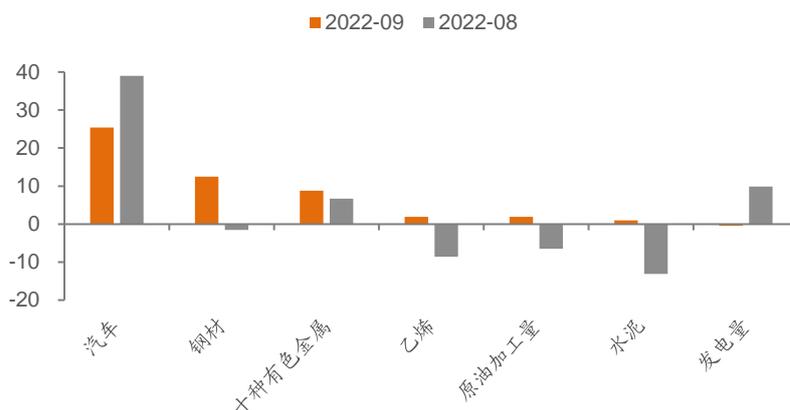
来源: iFinD, 中泰证券研究所

**工业生产增长亮眼, 中上游景气度改善明显。**9月规模以上工业增加值同比大幅增长6.3%, 较前值提高2.1个百分点。一方面主要由于去年基数较低, 2021年9月读数仅3.1%, 为当年最低值; 另一方面随着高温因素消退、复工复产有序推进以及物流运输业向好, 9月国内工业生产进一步改善。9月制造业PMI录得50.1, 连续两个月回升, 重回扩张区间, 释出积极信号; 全国工业生产者出厂价格同比上涨0.9%; 全国工业用电量同比增长3.6%, 其中制造业用电量同比增长1.9%; 物流业景气指数LPI为50.6, 较前值回升4.3个百分点。

具体来看, 17个重点行业中, 15个增速回升, 2个行业增速下降。在政策引领基建投资增加背景下, 叠加部分行业去年同期基数较低, 化工、钢铁等行业增加值分别增长12.1%、10.6%, 较上月大幅加快8.3、11.9个百分点; 汽车行业虽然增速回落, 但同比增长23.7%, 仍处于高涨态势。主要产品产量方面, 汽车产量增速回落, 钢材、乙烯、原油、水泥产量增速由跌转涨。

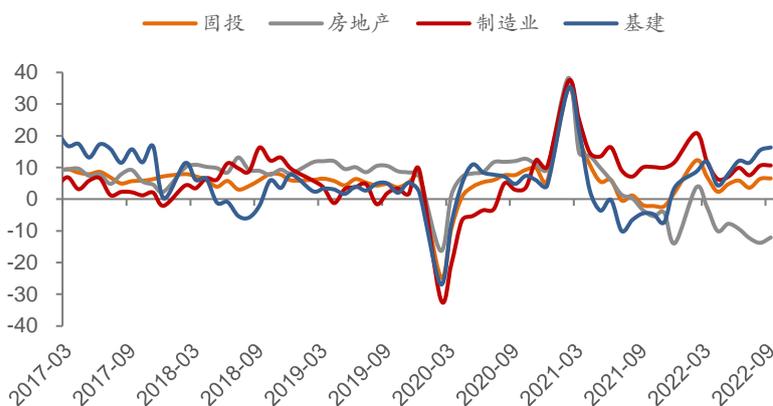
**图表 3: 9月重点行业景气度大多改善 (%)**


来源: iFinD, 中泰证券研究所

**图表 4：9 月主要工业品产量增速变化 (%)**


来源：iFinD，中泰证券研究所

固投方面，**房地产跌幅收窄，基建、制造业维持高位**。9 月固投当月同比增速继续回升至 6.5%，前值为 6.4%。主要分项中，制造业同比增加 10.7%，前值 10.6%；基建同比增加 16.3%，前值 15.4%；房地产同比录得-12.1%，前值-13.8%。

**图表 5：固投主要分项当月同比增速变化 (%)**


来源：iFinD，中泰证券研究所

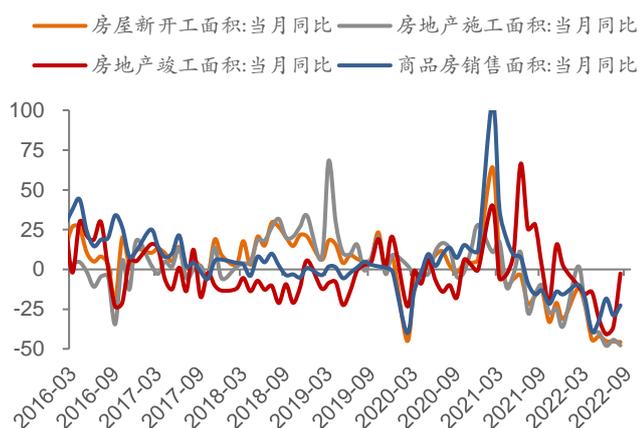
**1) 房地产投资持续低迷**。作为房地产市场的传统销售旺季，今年“金九”成色不足，10 月以来高频数据显示商品房销售端景气度仍然较弱。高频指标方面，新开工面积和施工面积增速仍处于低位，竣工面积和销售面积跌幅有所收窄。近期各地“保交楼”的力度不断加码，保证刚需的背景下，不少城市不断放松对销售端的限制，因此地产销售的底部可能会在年内出现。但如果看投资端，拐点可能还需要较长时间的等待。

**2) 基建改善主要由于政策集中落地带来的增量资金支持，但是增速回升空间有限**。从政策效果看，一方面在对冲完地方财力下滑产生的资金缺口后实际新增的资金规模有限，另一方面从微观调研了解看，隐债监管约束下资本金对于配套融资的拉动作用并未明显回升。从结构上看，9 月份电力热力生产供应业投资增速继续上升，但狭义口径基建增速已经

高位回落。随着政策脉冲效应逐渐释放，四季度增速可能逐渐放缓。

**3) 制造业仍有支撑。**从结构上看，主要行业投资累计同比增速普遍继续上涨，中游行业中化学原料和金属冶炼、下游行业中计算机通信电子投资增长明显。尽管库存周期转入主动去库存阶段，但受益于信贷政策的持续推动，增速有望维持较高水平。

图表 6: 竣工面积和销售面积跌幅收窄 (%)



来源: iFind, 中泰证券研究所

图表 7: 基建主要行业投资同比增速变化 (%)



来源: iFind, 中泰证券研究所

**基数扰动消退, 居民消费增速回落。**9月社零消费同比增速下滑至2.5%，前值5.4%，其中商品零售和餐饮收入分别同比增长3%和0.1%，均低于8月增速。一方面8月份的低基数贡献减弱，另一方面9月以来全国多地遭受疫情反复考验，消费需求释放仍受到较大的抑制。9月限额以上企业餐饮收入同比增长0.1%，低于2021年9月(5.5%)水平，线下接触类消费场景受到较大约束。

图表 8: 商品零售和餐饮收入同比增速变化 (%)



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\\_47676](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47676)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn