

经济数据超预期，关注持续性和结构修复情况

证券研究报告

2022年10月24日

2022年9月经济数据点评

摘要

2022年9月经济数据要点：

- (1) 工增大超预期，经济大省发力、重点行业发挥带头作用；
- (2) 政策支持基建和制造业高增；
- (3) 季末冲量和政府购房提振销售，新开工和拿地维持颓势；
- (4) 失业反季节性上行，社零回落、收入低迷；
- (5) 经济数据超预期，关注持续性和结构修复情况；

债市最新观点：

9月数据落地，全面超预期，政策支持起决定性作用。第一，工增、基建、制造业投资是政策稳增长最重要抓手；第二，工增、地产、消费和就业结构变化亦体现政策支持。

微观主体内生动能偏弱，经济难言高枕无忧。疫情反复和地产颓势仍然是经济的最大困扰，疫情影响下就业和微观主体收入难言回暖，终端需求受到抑制；商品房销售增速虽然上行，但季末效应和政府采购是主导，居民购买力不足，企业现金流压力较大，且预期保持悲观，地产投资修复长路漫漫。

对于未来，增量政策仍然是经济和社融修复的核心决定因素。10月增量政策落地后，关注接续情况，直接决定了未来基本面走势和结构修复状况。我们预计利率走势还不会完全脱离区间震荡的格局，按照现有政策行为和内外因素评估，1年期MLF仍然是目前十年国债较为有效的一个上限参考，区间下限预计高于前期低点。

风险提示：疫情扩散超预期，财政退坡超预期，经济复苏不及预期

作者

孙彬彬 分析师
SAC执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 联系人
suixiuping@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：巴塞尔协议将落地，银行二永债怎么看？ - 信用市场周报（2022-10-23）》 2022-10-23
- 2 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报（2022-10-23）》 2022-10-23
- 3 《固定收益：城投债：各等级利差整体下行 - 城投债利差动态跟踪（2022-10-21）》 2022-10-23

内容目录

1. 工增大超预期，经济大省发力、重点行业发挥带头作用	3
2. 政策支持基建和制造业高增	3
3. 季末冲量和政府购房提振销售，新开工和拿地维持颓势	3
4. 失业反季节性上行，社零回落、收入低迷	3
5. 经济数据超预期，关注持续性和结构修复情况.....	4

1. 工增大超预期，经济大省发力、重点行业发挥带头作用

三季度 GDP 同比 3.9%，9 月规模以上工业增加值同比 6.3%，非季调环比 10.5%，大超市场预期和季节性平均水平。具体来看，采矿业同比 7.2%（上升 1.9%），制造业增长 6.4%（上升 3.3%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 2.9%（回落 10.7%）。

分行业观察，8 月份 41 个大类行业中有 32 个行业增加值保持同比增长（上月 24 个）。公布数据的 20 个行业中，仅电热供应、汽车制造和饮品制造业下行；此外，黑色加工、化工制造、医药、非金属、计算机和通信制造等行业上升较多。

9 月主要经济大省发力明显，重点行业起带头作用。9 月份，主要经济大省广东、江苏、山东和浙江、以及前期受限电影响的川渝地区工增明显加快；电子需求和基建投资带动相关产业工增快速提升。

2. 政策支持基建和制造业高增

9 月固定资产投资、基建、房地产、制造业投资累计同比分别为 5.9%、11.2%、-8.0%、10.1%，当月同比为 6.7%、16.3%、-12.1%、10.7%，分别比上月变化 0.1、0.9、1.7、0.1 个百分点。

具体来看，9 月基建和制造业投资继续维持高增长，地产投资小幅回升，但依旧不容乐观。8 月下旬 3000 亿元以上政策性金融工具追加¹、政策狠抓落实，基建投资增速进一步上行；9 月 2000 亿元设备更新改造再贷款²和前期出台的结构性货币政策发力³、叠加税费缓缴⁴和补贴政策落实，支撑制造业投资增速高增。

3. 季末冲量和政府购房提振销售，新开工和拿地维持颓势

9 月地产投资累计同比-8.0%，当月同比-12.1%（上月-13.8%），环比继续低于季节性。

具体来看，销售、新开工、施工、竣工面积累计同比分别-22.2%、-38%、-5.3%、-19.9%，当月同比-16.2%、-44.4%、-43.2%、-6%，相对 8 月分别变化 6.4、1.3、4.6、-3.5 个百分点。

季末冲量和政府购房提振销售，新开工和拿地维持颓势。又到季末月，房企冲业绩、以价换量，叠加地方政府回购住房支撑 9 月销售回升；保交楼政策对施工和竣工支撑效果依旧有限；新开工小幅回升、但拿地增速继续下探，地产走势难言回升。展望未来，一方面保交楼亟待落实，另一方面地产政策存在进一步调整的可能，以支撑居民购房、房企融资。当然，地产走势的核心仍然是微观主体的现金流和信心约束，关注货币化支持工具落地情况。

4. 失业反季节性上行，社零回落、收入低迷

9 月城镇调查失业率上行 0.2 个百分点至 5.5%，31 个大城市城镇调查失业率上行 0.4 个百分点至 5.8%，就业形势反季节性恶化。观察结构，16-24 岁人口失业率下行 0.8 个百分点至 17.9%，25-59 岁人口失业率上行 0.4 个百分点至 4.7%。

失业率上升主要受疫情影响，重点群体就业得到有力保障。根据统计局解释⁵，多地疫情散发多发对就业产生一定影响，尤其是外来农业户籍人员就业稳定性相对较低，受疫情影响更为明显。国常会多次针对青年就业难问题进行部署，青年失业率持续回落。

9 月社零当月同比 2.5%，比上月回落 2.9 个百分点，略低于市场预期。具体而言，商品零售增速回落 2.1 个百分点至 3.0%，餐饮收入增速回落 10.1 个百分点至 -1.7%。今年以来消费数据波动明显加大，主要与疫情有关，2020 年以来疫情反复导致消费季节性被打乱。

观察限额以上社零环比，与季节性水平相比，通讯器材和文化办公用品修复最为明显，烟

¹ http://www.gov.cn/xinwen/2022-08/24/content_5706689.htm

² http://www.gov.cn/xinwen/2022-09/28/content_5713466.htm

³ http://www.gov.cn/xinwen/2022-08/22/content_5706301.htm

⁴ http://www.gov.cn/xinwen/2022-09/19/content_5710558.htm

⁵ http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjzd/202210/t20221024_1889474.html

酒类和家电、服装鞋帽回落幅度较大。观察同比，分化依旧明显，背后体现政策重点支持方向，如汽车、通讯器材、办公用品等。

居民可支配收入回升，但依旧低于疫情前水平，拖累终端需求。三季度全国居民人均可支配收入回升 0.6 个百分点至 5.3%，但与疫情前水平相比依旧有较大差距。

5. 经济数据超预期，关注持续性和结构修复情况

9 月数据落地，全面超预期，政策支持起决定性作用。第一，工增、基建、制造业投资是政策稳增长最重要抓手；第二，工增、地产、消费和就业结构变化亦体现政策支持。

微观主体内生动能偏弱，经济难言高枕无忧。疫情反复和地产颓势仍然是经济的最大困扰，疫情影响下就业和微观主体收入难言回暖，终端需求受到抑制；商品房销售增速虽然上行，但季末效应和政府采购是主导，居民购买力不足，企业现金流压力较大，且预期保持悲观，地产投资修复长路漫漫。

对于未来，增量政策仍然是经济和社融修复的核心决定因素。10 月增量政策落地后，关注接续情况，直接决定了未来基本面走势和结构修复状况。我们预计利率走势还不会完全脱离区间震荡的格局，按照现有政策行为和内外因素评估，1 年期 MLF 仍然是目前十年国债较为有效的一个上限参考，区间下限预计高于前期低点。

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_47687

