

“弱复苏”反复确认，债市在等待什么？

——9 月经济数据点评 20221024

报告日期：2022-10-24

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 事件

10 月 24 日，统计局公布三季度及 9 月经济数据，按不变价格计算，前三季度国内生产总值同比增长 3.0%。全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资（不含农户）累计同比分别为 3.9%、0.7%、5.9%。

● 稳增长的抓手——基建和制造业投资

整体来看，9 月经济延续弱修复的态势。从生产端来看，沥青、PTA、高炉开工率连续多周回升，钢材等工业产品产量增加，多个行业工业增加值同比由负转正。从需求端来看，受疫情多点散发影响，服务消费再度受挫，商品房销售边际好转；投资方面，地产的拖累边际减少，基建、制造业投资稳中有升。

对于四季度，三大需求中投资仍是经济稳增长的抓手。外需走弱，出口增速或继续走低；受疫情影响，服务消费面临的不确定性较高；投资仍是经济稳增长的发力点，由于地产的拖累在短期内难以摆脱，基建和制造业将决定投资增速究竟几何。此前下达的 2 批 3000 亿政策性金融工具、结转的 5000 亿专项债余额，以及国常会新增的用于支持设备更新改造 2000 亿元专项再贷款，在年内将带动更多的实物工作量，提振基建投资、制造业投资增速。

◆ 供给侧：低基数下生产端季节性好转

9 月，工业增加值同比增长 6.3%，前值增 4.3%。季调环比录得 0.84%，前值为 0.32%。

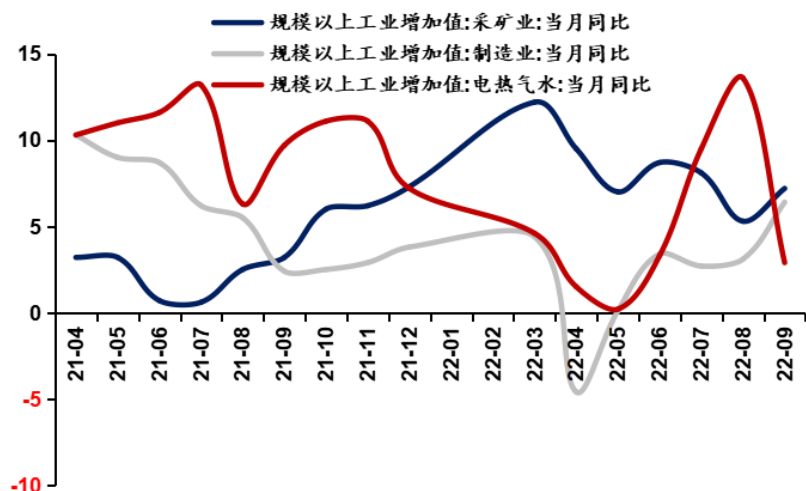
分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 7.2%，涨幅较上月扩大 1.9pct；制造业增加值同比增长 6.4%，涨幅较前值扩大 3.3pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长 2.9%，涨幅较前值回落 10.7pct。8 月受高温天气影响，电力需求高企，9 月电力需求有所回落，故电热气水增加值同比涨幅回落。

41 个工业大类行业有 32 个行业增加值同比增长，较 8 月增加 8 个行业。

其中黑色金属加工业、金属制品加工业、非金属制品业增加值同比由负转正，9月为施工黄金期，钢铁、水泥等建筑材料生产加速，故相关行业增加值同比由负转正。此外，随着天气转冷，用煤需求增加，煤炭生产加速，煤炭开采和洗选业同比增速录得7.7%，前值为5.8%。

汽车制造业增加值同比涨幅最高。9月，汽车制造业增加值同比增长23.7%，前值为30.5%，涨幅回落6.8pct。根据乘联会的数据，自6月以来，乘用车销量同比持续高增，汽车需求端回暖带动生产端修复，但随着汽车消费需求的边际递减，汽车制造业增加值涨幅缩窄。

图表 1 各部门工业增加值同比（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

◆ 需求侧：消费表现不佳，投资稳中有升

1) 消费方面：疫情反复冲击，修复斜率降低

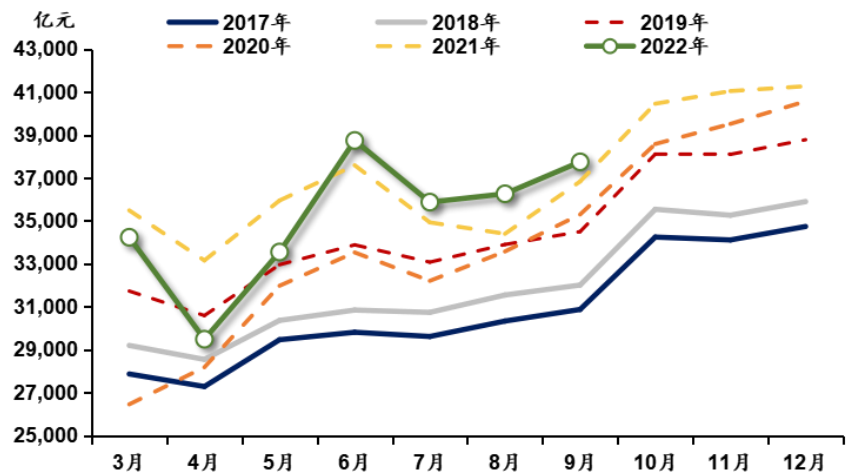
9月份，社零同比增长2.5%，涨幅较前值回落2.9pct。除汽车以外的消费品零售额同比增长1.2%，涨幅较前值回落3.1pct。社零同比涨幅回落一部分受去年同期高基数的影响。

疫情多点散发，餐饮消费同比转负。从消费类型来看，9月份，商品零售额同比增长3.0%，涨幅较上月缩窄2.1pct；餐饮收入同比下降1.7%，前值为增长8.4%。受疫情多点散发影响，服务消费再度受到冲击，故9月餐饮消费同比再度转负。

分品类来看，15个限额以上商品零售额中有6个同比增速录得负值。烟酒类、服装鞋帽、针织纺品类、家用电器和音像器材类商品零售类值同比由正转负；通讯器材类商品零售值同比转正。必选消费中，粮油食品类、日用品类、中西药品类零售值涨幅较8月有所扩大；可选消费中，文化办公用品类同比涨幅扩大、通讯器材类同比由负转正，或源于居民品质

化消费需求增加。

图表 2 限额以上社会消费品零售额（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 投资方面：地产边际改善，投资端仍依靠制造业+基建投资的对冲

9月份，固定资产投资同比增速录得6.7%，较8月扩大0.1pct；季调环比录得0.53%，较8月扩大0.14pct。

地产投资当月同比录得-12.1%，降幅较前值缩窄1.7pct；施工端来看，施工面积、新开工面积同比降幅分别较8月缩窄4.6、1.3pct；竣工面积同比下降6.0%，降幅较8月扩大3.5pct，从8月、9月合计竣工面积来看，竣工面积同比约下降4.1%，相较于前几个月，出现较为明显的边际改善。拿地方面，土地购置面积、土地成交价款边际恶化，同比降幅较8月分别扩大8.4、14.4pct。从消费端来看，商品房销售面积与销售额延续8月边际好转的趋势，同比降幅分别缩窄6.4、5.7pct。

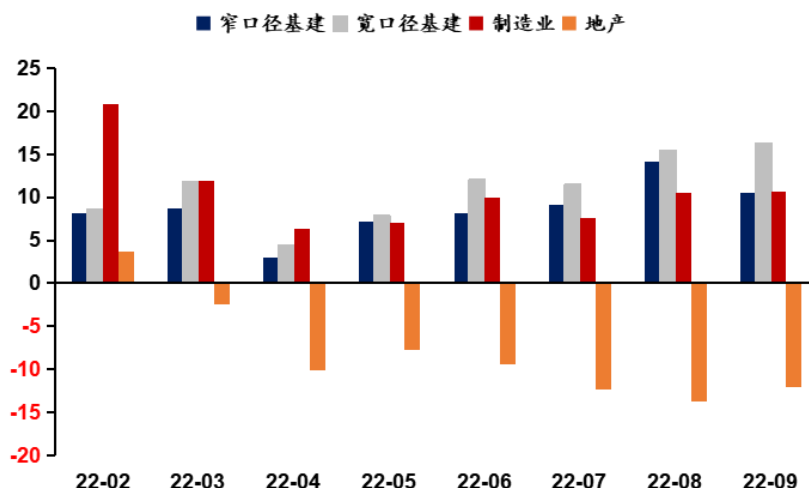
地产方面仍然呈现前后端分化的格局，前端消费率先出现边际好转趋势，施工端也出现一定程度的边际好转，后端拿地方面仍然不理想。保交楼、下调首套个人住房公积金贷款利率等一系列稳地产政策，在需求端舒缓居民楼市焦虑，促进刚性需求释放；在供给端通过专项借款等方式注入资金为房企纾困。

基建投资持续发力。宽、窄口径基建投资当月同比增速分别录得16.3%、10.5%，增幅分别较8月扩大0.9pct、缩窄3.7pct。分类别来看，交通投资当月同比增速录得13.2%，增幅较前值扩大4.0pct；水利投资当月同比增速录得11.6%，增幅较前值缩窄9.6pct；电热汽水投资当月同比录得34.2%，增幅较前值扩大19.7pct。

制造业投资速度加快。制造业投资当月同比增速录得10.7%，较8月扩大0.1pct。9月制造业PMI重新站上荣枯线以上，生产经营活动预期录

得 53.4%，较 8 月回升 1.1pct，经营预期的好转促进制造业企业扩产投资。此外，9 月 13 日国常会新增 2000 亿元以上专项再贷款，支持设备更新改造，有助于加速制造业投资。

图表 3 固定资产投资各部分当月同比（单位：%）

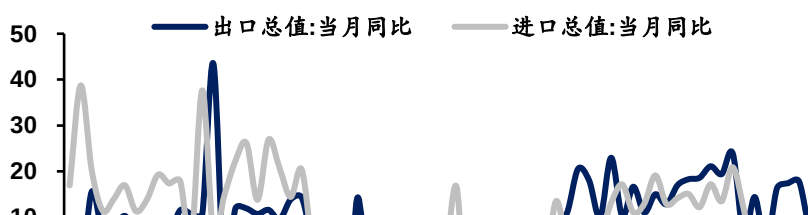


资料来源：Wind，华安证券研究所

3) 出口方面：高基数+海外偏弱，出口预期难言乐观

三季度货物和服务净出口对经济增长贡献率为 27.4%，拉动 GDP 增长 1.1 个百分点。9 月出口总值同比增加 5.7%，较 8 月降低 1.4pct，进口总值同比增加 0.3%，增幅与 8 月持平。出口增速回落一方面源于去年同期基数走高；另一方面由于欧洲能源危机、美国经济面临衰退等原因造成的外需走弱。

图表 4 进出口总值当月同比（单位：%）



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_47702

