

宏观点评报告

2022 年 10 月 25 日

3 季度经济温和上行，结构性压力仍然较大

2022 年 9 月和 3 季度经济数据点评

核心内容：

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

- **3 季度经济温和回升，结构压力仍然较大** 3 季度从整体来说经济温和回升，投资保持平稳、消费快速恢复、出口继续上行，工业生产快速走高，3 季度已经从 2 季度较为严格的全国封控中恢复过来。从 9 月份的情况来看，工业生产仍然上行，投资保持平稳、消费再次下滑、出口小幅回落。总体来看，3 季度整体经济恢复，但结构性的压力仍然比较大。现阶段来看，经济应该仍然是弱势回升的态势，但回升的高度仍然需要观察。下游的疲弱使得信贷处于较弱的状态，资金集中于金融系统中。央行短期内降息较为困难，货币大规模支持经济的可能性较小。我们预计下半年 GDP 增速可能在 4.0% 左右运行，全年经济增速在 3.5% 左右。
- **生产秋季高峰到来，黑色和出口推动生产上行** 9 月份制造业生产快速，工业增加值同比继续恢复，环比上升幅度较大。9 月开启了秋高峰的生产，黑色产业链和出口支撑了工业生产。财政和货币政策持续支持下基建保持稳定，房地产下跌速度减弱，黑色产业链表现较好。9 月份出口产业链也出现回升，计算机整机的生产快速上行。但出口仍然长期承压：第一、持续防疫政策对工业的干扰长期化；第二、房地产受到压制，开工不足影响工业生产增速；第三、出口逐步走低，订单的逐步减少会反馈至工业生产中；第四，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。9 月份开始基数水平较低，利好 4 季度同比增速，预计 4 季度工业生产在 5%-6% 左右。
- **消费逐步面临压力** 社会零售品消费总额同比再次回落，基数占据一部分因素，9 月份再次严格的封控也阻碍了消费的上行。汽车消费增速高位回落，原油受到价格影响消费回落，生活必需品保持平稳，其他产品消费疲软。新冠防控对社会零售消费影响持续存在，社会零售消费始终受到影响。随着 2022 年 4 季度消费基数走高，预计消费增速均衡水平在 2.5% 左右，全年消费增速预计在 0.7% 左右。
- **制造业高位平稳支持投资，房地产下滑速度减缓** 2022 年 1-9 月固定资产投资缓慢回升，其中制造业投资增速高位平稳，基建投资高位下滑，房地产投资下滑速度减缓。制造业投资仍然处于高位，10 月份央行新增设备更新类便利工具，鼓励工业企业设备更新，预计制造业投资未来 1 个季度均会维持高位。基建投资受益于政府投资，4 季度预计 2023 年度财政资金提前发放，基建投资仍然能维持高位。房地产投资继续下滑，但下滑速度减缓。房地产销售下滑速度减缓，房地产新开工和施工小幅回升，房地产开放商拿地有小幅恢复。9 月-10 月对于房地产行业的支持政策继续出台，房地产行业仍然处于出清过程，房地产商资金仍然紧张，房地产行业陷入低谷。但房地产行业再次大幅下行并未出现，整体行业在底部震荡，预计 2023 年基数影响下房地产行业止跌。

一、3 季度经济温和回升，结构压力仍然较大

3 季度从整体来说经济温和回升，投资保持平稳、消费快速恢复、出口继续上行，工业生产快速走高，3 季度已经从 2 季度较为严格的全国封控中恢复过来。从 9 月份的情况来看，工业生产仍然上行，投资保持平稳、消费再次下滑、出口小幅回落。总体来看，3 季度整体经济恢复，但结构性的压力仍然比较大。

从供给层面来看，9 月份生产旺季高峰到来，9 月份工业生产走高，环比增速也在平均增速之上。PMI 显示订单回升速度有限，产成品库存上行。9 月份的生产受到了黑色产业链和出口的双重支撑。黑色产业链中，钢铁、有色、煤炭等生产量上升较快，在基建平稳以及房地产下滑速度放缓的情况下，黑色产业链的景气度可能仍能维持。出口方面未来仍然有压力，虽然秋高峰表现较好，但出口订单减少给未来带来压力。上海出口集装箱指数快速下滑，我国出口景气度也逐步走低，未来工业要承受一定的压力。鉴于去年出口基数较低，工业生产在 4 季度仍然能维持较好的增速。

从需求方面来看，9 月份社会零售总额再次回落。这是受到了疫情封控的影响，在疫情没有缓解之前，社会零售消费难言好转。固定资产投资方面，制造业投资平稳，基建投资高位回落，房地产投资下滑速度减缓。政策层面已经在支持企业设备更新和基建投资，预计两者仍然能保持增速。房地产虽然仍然弱势，但房地产先行指标卖地弱势好转，商品房销售面积和销售额弱势恢复。房地产风险仍然在资金链条上，现阶段房地产开发商资金较为紧张。

现阶段来看，经济应该仍然是弱势回升的态势，但回升的高度仍然需要观察。下游的疲弱使得信贷处于较弱的状态，资金集中于金融系统中。央行短期内降息较为困难，货币大规模支持经济的可能性较小。我们预计下半年 GDP 增速可能在 4.0% 左右运行，全年经济增速在 3.5% 左右。

3 季度 GDP 增速恢复，但仍然没有恢复到疫情前的水平，疫情仍然影响经济，9 月份成都的大规模封控影响经济运行。2022 年 3 季度 GDP 增长 307,627 亿元，实际同比增长 3.9%，名义增长 6.1%。

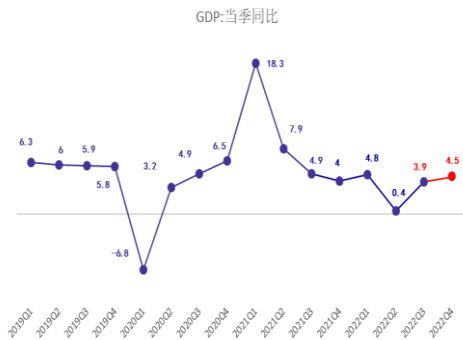
表 1: 2022 年经济运行数据

%	GDP	工业增加值	社会消费零售总额	固定资产投资(当季同比)				出口	CPI	PPI
				总投资(累计同比)	制造业	房地产	基建			
2016	6.8	6.0	10.4	8.1	4.2	6.9	15.7	-7.7	2.0	-1.4
2017	6.9	6.6	10.2	7.2	4.8	7.0	14.9	7.9	1.6	6.3
2018	6.7	6.2	9.0	5.9	9.5	9.5	1.8	9.9	2.1	3.5
2019	6.1	5.7	8.0	5.4	3.1	9.9	3.3	0.2	2.9	-0.3
2020	2.2	2.8	-3.9	2.9	-2.2	7.0	3.4	3.6	2.5	-1.8
2021	8.1	9.6	12.5	4.9	13.5	4.4	0.4	29.9	0.9	8.1
2022E	3.5	4.5	0.7	5.8	9.8	-8.5	8.0	10.0	2.1	4.5
2022Q1	4.8	7.2	1.6	9.3	15.6	0.7	8.5	8.1	1.1	8.7
2022Q2	0.4	0.6	-4.9	6.0	10.4	-5.4	7.1	12.9	2.2	6.8
2022Q3	3.9	4.8	3.5	5.9	10.1	-8.0	8.6	10.2	2.7	2.5
2022Q4E	4.5	5.5	2.5	5.8	9.8	-8.5	8.0	8.9	2.5	-0.1

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

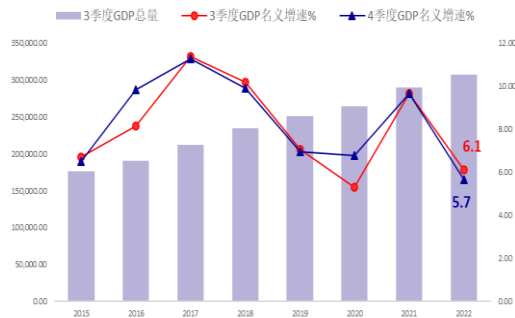
3 季度，规模以上工业增加值增长 4.8%，房地产投资下行 8.0%，基建投资增长 8.6%，制造业投资增长了 10.1%，全社会消费总额上行 3.5%，出口总额增长了 10.2%。从数据中可以看到，房地产投资和消费仍然较弱，基建投资回升，制造业投资相对平稳，出口仍然保持高速增长。4 季度来看，房地产投资低位震荡，消费低迷，基建投资和制造业投资平稳，工业增加值增速上行。

图 1：3 季度 GDP 实际增长 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

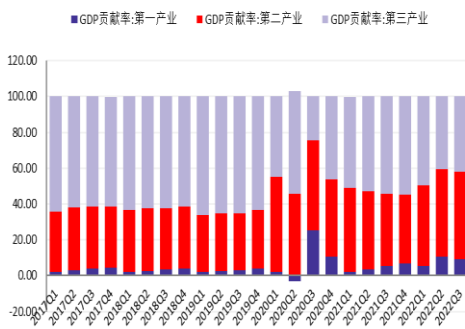
图 2：3 季度 GDP 名义增长率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

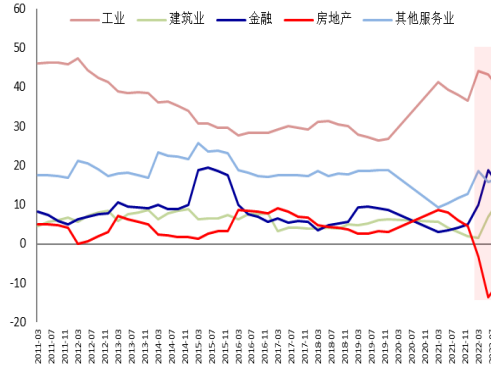
从各部门对 GDP 的贡献来看，第二产业对 GDP 的贡献上行。第二产业的上行可以预计，工业生产仍然保持在较好的位置上，主要是出口拉动，而房地产较为低迷，疫情下交通、旅游、餐饮等较弱，带来了第三产业的低迷。

图 3：三产对 GDP 的贡献 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：各行业对经济贡献 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、生产秋季高峰到来，黑色和出口推动生产上行

9 月份制造业生产快速，工业增加值同比继续恢复，环比上升幅度较大。9 月开启了秋高峰的生产，黑色产业链和出口支撑了工业生产。财政和货币政策持续支持下基建保持稳定，房地产下跌速度减弱，黑色产业链表现较好。9 月份出口产业链也出现回升，计算机整机的生产快速上行。但出口仍然长期承压：第一、持续防疫政策对工业的干扰长期化；第二、房地产受到压制，开工不足影响工业生产增速；第三、出口逐步走低，订单的逐步减少会反馈至工业生产中；第四，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。9 月份开始基数水平较低，利好 4 季度同比增速，预计 4 季度工业生产在 5%-6% 左右。

9 月份规模以上工业增加值同比增长 6.3%，比 8 月份上行 2.1 个百分点，市场预期 4.5%，环比回升 0.84%。工业增加值同比快速上行，环比回升幅度较大。9 月份采矿业增速回升，制造业增长继续上行，水电燃气生产增速回落。

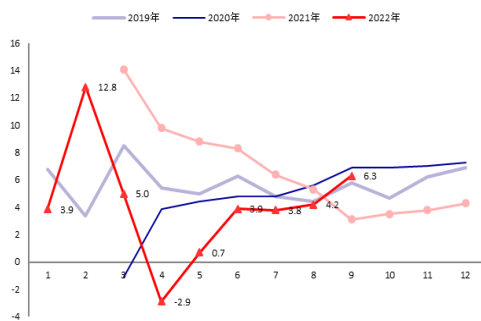
我国工业生产回升，9月份疫情防控对生产的影响属于平稳：（1）采矿业生产回升，冬季到来带来煤炭行业的开工。采矿业生产增速录得7.2%，比8月份上行1.9个百分点；其中煤炭洗选业生产增速7.7%，比上月上行1.9个百分点；（2）天气影响消退，公用事业生产回落；（3）主要行业生产回升；16个制造业行业仅有汽车1个行业9月生产回落，其他15个行业生产上行。9月份汽车生产虽然回落，但仍然处于较高的位置，从8月份的30.5%回落至9月份的23.7%。汽车行业受到稳增长措施支持较多，汽车行业生产处于高位。（4）产业链相关行业生产有起伏。出口行业生产表现分化，计算机制造生产回升5.1个百分点，电气机械生产回升1.0个百分点，通用设备生产回升1.5个百分点；（5）9月受到低库存已经基建建设加速等影响，黑色金属冶炼上行11.9个百分点至10.6%，有色金属冶炼生产上行4.2个百分点至7.8%。

工业生产在9月份小幅回升，生产增速可能在下个月小幅回落。首先，9月份生产环比大幅上行，这有秋季开工的因素，4季度生产环比速度减弱。同时基数效应4季度小幅上行，可能小幅拉低生产增速。其次，9月份的补库存需要后续的订单增加才能持续，这种情况刚好与现阶段订单情况相反，企业在补库后可能仍然谨慎。再次，房地产恢复速度有限，基建的上行暂时不足以弥补房地产的下滑。最后，出口行业在下滑，贡献可能低于上半年。

房地产、汽车、出口是工业生产的保障，现阶段看汽车生产持续性待观察，出口产业回落，房地产仍然在底部运行。海外“衰退”时间不确定，工业生产仍然承压。

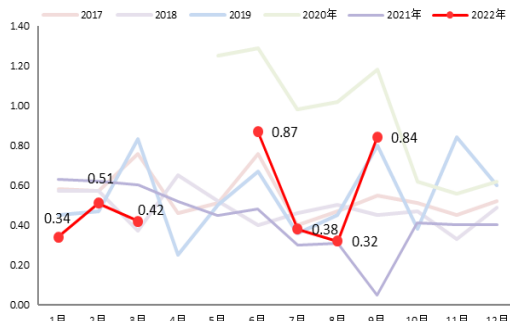
3季度生产恢复至正常水平，稳增长的措施效果在3季度显现，4季度生产保持在5%-6%左右。工业生产4季度可能相对平稳，再次走高的可能性偏弱，货币政策和财政政策仍然需要相互配合。

图 5：工业增加值同比增速回升（%）



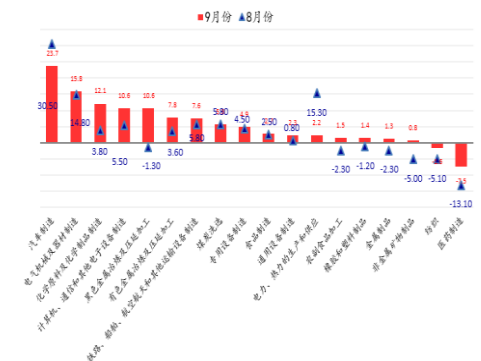
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：工业增加值环比增速（%）



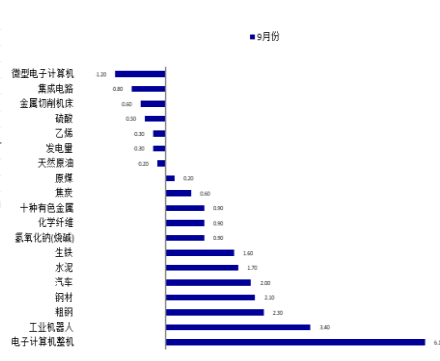
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：主要行业生产当月同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：9月份主要工业品产量变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

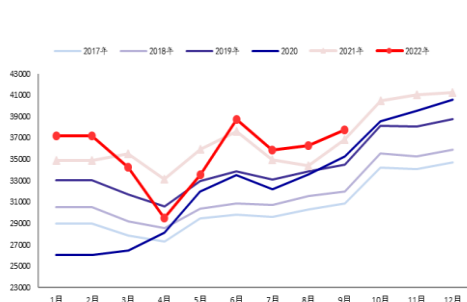
三、消费逐步面临压力

社会零售品消费总额同比再次回落，基数占据一部分因素，9月份再次严格的封控也阻碍了消费的上行。汽车的消费增速高位回落，原油受到价格影响消费回落，生活必需品保持平稳，其他产品消费疲软。新冠防控对社会零售消费影响持续存在，社会零售消费始终受到影响。随着2022年4季度消费基数走高，预计消费增速均衡水平在2.5%左右，全年消费增速预计在0.7%左右。

9月份社会零售总额37,745亿元，增长速度为2.5%，市场预期3.3%。2022年9月份社会消费零售增速再次下滑，新冠封控再次影响全社会消费。1-9社会零售总额320,305亿元，同比增长0.7%。9月份除汽车消费外，社会零售消费增速1.2%。1-9月份除汽车消费外，社会零售消费增速0.7%，与上月持平。

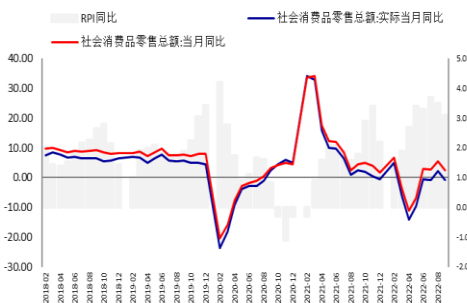
与上个月不同，9月份社会消费零售回落主要两个逻辑：（1）汽车刺激效用回落，汽车消费大幅上行结束；（2）封控强化，直接拉低了整体社会消费水平。9月份后基数大幅上行，4季度消费仍然有较大的困难。

图9：2022年8月消费额回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图10：实际消费再次负增长（%）



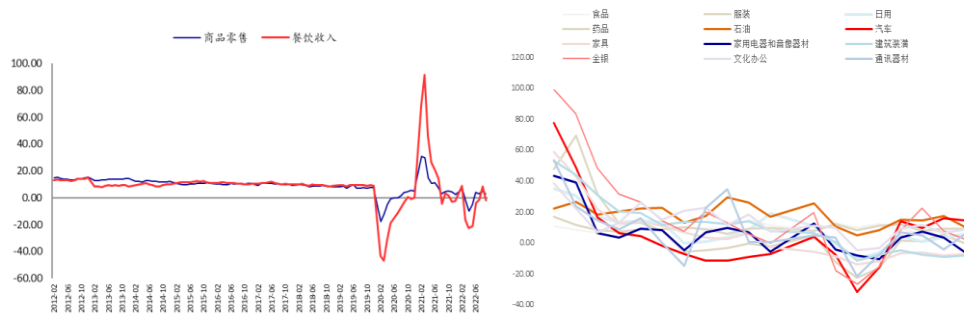
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

9月份商品零售小幅回落，餐饮收入快速下行。新冠疫情控制对餐饮消费压力较强，商品销售也同样受到影响。9月份餐饮消费增速-1.7%，商品消费3.0%。

9月份各行业消费增速分化：（1）汽车和石油制品消费仍然处于首位。汽车消费增速稍有下行，但仍然较为强势，汽车消费刺激效果在逐步耗尽。9月份汽车消费增速录得14.2%，比8月份下行1.7个百分点。石油价格稍有下行，石油和石油制品消费增速10.2%，比上月下行6.9个百分点；（2）居民食品和药品消费增速小幅，增速仍然属于正常水平。（3）消费升级产品分化，金银珠宝和服装鞋帽消费回落，通讯器材消费回升，房地产相关的家具和建筑装饰材料消费仍然负增长。

图11：商品和餐饮零售销售增速（%）

图12：2022年9月份商品消费情况（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

受到居民收入水平下滑和新冠疫情封控的影响,1-9月份社会消费零售总额仅有微弱增长。9月份消费增速再次回落,4季度消费并不乐观。商品消费回落,餐饮消费再次负增长,汽车消费强劲稍有褪色。9月份汽车消费单月达到4213亿元,仍然属于较快的增长。

十一期间消费并不理想,预计4季度消费增速回落至2.5%左右,全年消费增速预计0.7%左右。

四、制造业高位平稳支持投资,房地产下滑速度减缓

2022年1-9月固定资产投资缓慢回升,其中制造业投资增速高位平稳,基建投资高位下滑,房地产投资下滑速度减缓。制造业投资仍然处于高位,10月份央行新增设备更新类便利工具,鼓励工业企业设备更新,预计制造业投资未来1个季度均会维持高位。基建投资受益于政府投资,4季度预计2023年度财政资金提前发放,基建投资仍然能维持高位。房地产投资继续下滑,但下滑速度减缓。房地产销售下滑速度减缓,房地产新开工和施工小幅回升,房地产开放商拿地有小幅恢复。9月-10月对于房地产行业的支持政策继续出台,房地产行业仍然处于出清过程,房地产商资金仍然紧张,房地产行业陷入低谷。但房地产行业再次大幅下行并未出现,整体行业在底部震荡,预计2023年基数影响下房地产行业止跌。

2022年1-9月份,固定资产投资额421,412亿元,同比增长5.9%,略低于市场预期。民间固定资产投资232,043亿元,同比增长2.0%。从环比看,9月份固定资产投资增长0.53%。9月份固定资产投资增速继续小幅回升,房地产投资跌幅稍有减缓,基建投资高位回落,制造业投资上行。

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_47711

