

三季度经济数据展望：GDP 增速同比估计在 4.1%附近

摘要

9 月内外需皆弱，消费恢复缓慢，日均近 20 省涉疫；出口维持收缩，运价仍下跌。生产强势，制造业 PMI 重回扩张区间，拉动产能、金融周期距年初提高超 0.9 个百分点。地产改善不多、疫情仍有反复，我们下调 GDP 增速预测至 4.1%。

研究员

朱一凡

王耀琦

如疫情没有约束出行，未来四个季度GDP增速能够稳步走高



数据来源: iFind,万物研究院

一、内外需皆弱，出口运价进一步回落

疫情扰动缓解幅度有限，依旧拖累消费向好复苏。本轮疫情的爆发期已过，但涉疫省份依旧较多。9月，本土病例数环比略有下降，日均1072例，9月18日后已经不足千例。同时，主要经济大省受疫情扰动明显降低，西南、东北的省份受疫情影响较大，如贵州、黑龙江，因此经济恢复的动力应略好于8月。线下交流再次受到扰动，人流增速再度转负。9月，十六城地铁日均客流量由8月份的4800万人回落至不足4500万人，同比增速再度转负。由于高基数因素，9月百城延时拥堵指数环比上升，但同比下跌5.8%。前瞻指数显著回落，服务业商务活动再次跌至收缩区间。9月，服务业商务活动指数降至48.9%，环比回落3个百分点，自6月份以来首次低于临界点。其中零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等线下接触型消费行业的PMI指数均低于45.0%，都出现一定幅度回落。考虑到前期基数的上升，高频数据出现回落，我们认为9月社零可能继续回落至2.7%，扣除价格因素后重归负增长。

如疫情没有约束出行，未来四个季度GDP增速能够稳步走高



数据来源: iFind,万物研究院

全球需求受到联储加息打击，出口运价指数加速回落。进出口呈现“冷热不均”的景象。一方面，欧美持续加息，全球需求走弱。全球主要经济体中，欧元区、英国、韩国 PMI 已处于紧缩状态，美国、日本 PMI 也呈现下降趋势。中国出口运价指数高位回落，较 7 月初高点已下降 24%。各个主要出口国家航线全面下降，其中东南亚下降最多，降幅达 40%，美国、欧洲航线其次。另一方面，国内工业生产有所恢复，大宗商品进口运价高增。大宗商品进口运价 9 月内上涨超 20%。原油进口运价指数从 5 月以来就保持上升趋势，9 月中旬以来的两周环比增速保持在 27%、12% 的高增速；干散货运价指数也在最近三周上升超 20%；沿海煤炭和干散货运价指数也从 8 月底出现了明显的上升。据此我们推测，9 月出口可能仍将下跌至 3% 左右，进口增速略扩大到 1%，顺差将继续缩窄。

如疫情没有约束出行，未来四个季度GDP增速能够稳步走高



数据来源: iFind,万物研究院

CPI 上升幅度有限，内需偏弱抑制消费品提价。CPI 上升周期尚未结束，食品价格持续上涨。农产品批发 200 指数同比涨幅扩大至 13.9%，创 2020 年 3 月份以来最高值。具体来看，猪肉批发价时隔 16 个月后再度超过 30 元/公斤，同比涨幅超 54%，蔬菜、水果也分别上涨 17%、22%。核心 CPI 依然保持稳健，原油价格有所下跌。发改委公布的汽油出厂价格环比下降 0.6%，同比涨幅由 22% 下降至 20.5%，部分对冲了食品价格的加速上涨。受到蔬菜、水果超季节性上涨的影响，CPI 应有所提高，但内需不够强、商品提价可能有限，9 月 CPI 应比拟合的 WCPI 略低，在 2.7% 左右。

如疫情没有约束出行，未来四个季度GDP增速能够稳步走高

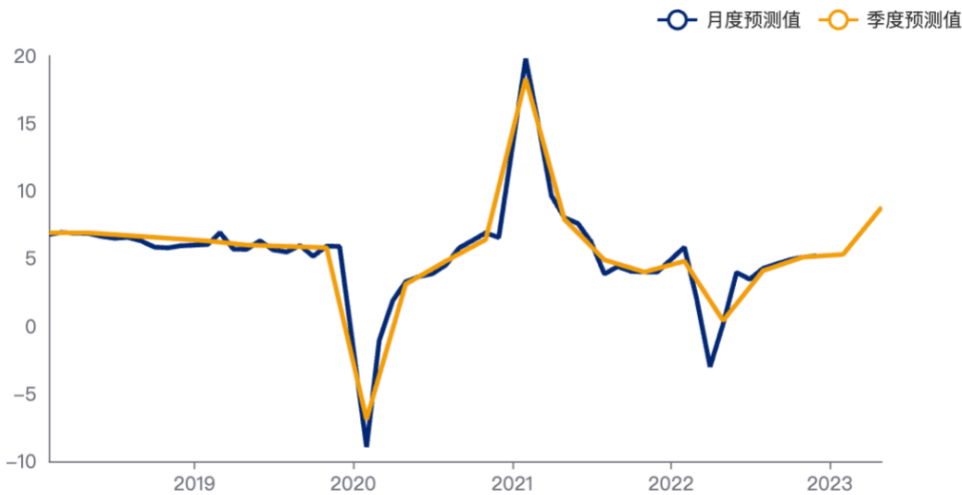


数据来源: iFind,万物研究院

二、生产仍旺盛，工业、基建景气维持高位

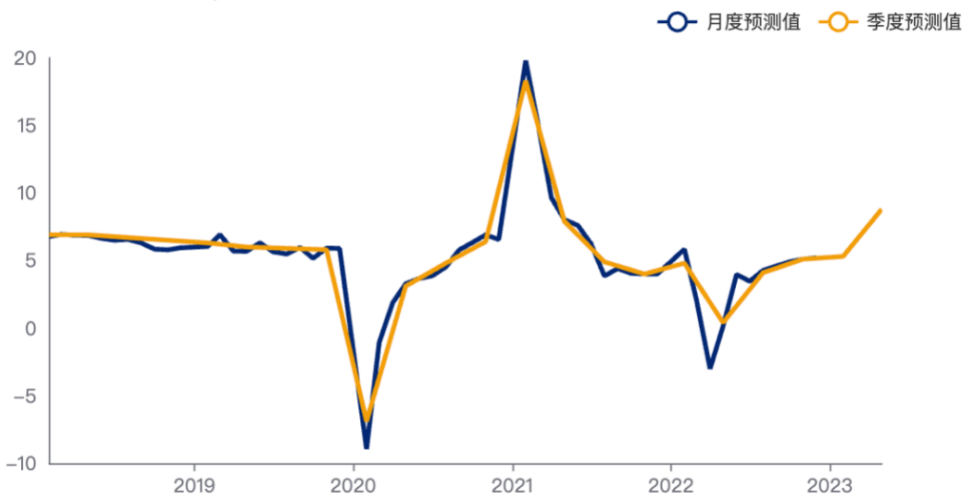
受益于政策落实和气候改善，工业生产进一步加快复苏。从前瞻指数看，9月制造业PMI为50.1%，相对8月明显走高0.7个百分点，继6月后首次回到分水岭以上。高温消退，传统行业开工率普遍提升。石油化工行业，山东地炼常减压开工率、PTA、独立焦化厂开工率环比上升；江浙织机开工率扭转颓势，同比增速由8月份的-34%回升至9月份的2%。钢铁行业继续回暖，唐山高炉生产情况最近三周均环比上升，同比涨幅进一步扩大；9月上旬，粗钢产量重回200万吨/天，限电后迎来一轮反弹。下游汽车行业生产情况持续好转，仍维持极高景气，半钢胎、全钢胎开工率同比增速分别扩大17、14个百分点。电力行业继续高速增长，六大电厂耗煤量在9月仍保持11%的增速。从周期效应看，8月产能周期指数为5.8%，相对年初进一步走高0.9个百分点；金融周期指数也相对7月环比微涨0.29个百分点，说明生产、投资都出现实质性的好转。总的来说，9月生产在上旬赶工潮、中下旬疫情好转带动下，工业增加值有望提高到5.2%左右。

如疫情没有约束出行，未来四个季度GDP增速能够稳步走高



数据来源: iFind,万物研究院

如疫情没有约束出行，未来四个季度GDP增速能够稳步走高



数据来源: iFind,万物研究院

高基数因素逐渐凸显，PPI 将继续向 0 回落。一方面，在生产扩张、进口扩大的基础上，工业品价格应维持上涨。9 月南华工业品指数小幅上涨 1%，能化、金属指数相较月初分别环比上升 0.6%、1.9%。40 个与工业生产相关的南华指数中，共有 23 个在 9 月出现了上涨。9 月企业

前瞻价格指数纷纷走高，PMI 出厂价格指数提高 2.6 个百分点，主要原材料购进价格指数提高 7.0 个百分点。另一方面，去年基数较高，工业品价格同比涨幅有限。2021 年，双限政策导致上游品快速上涨，南华工业品指数一度增加 700 余点，形成较高的基数效应。因此，基于内外需回落、去年高基数的判断，我们预测 9 月的 PPI 可能在 0.8% 左右，与 WPPI 涨幅一致。

如疫情没有约束出行，未来四个季度GDP增速能够稳步走高



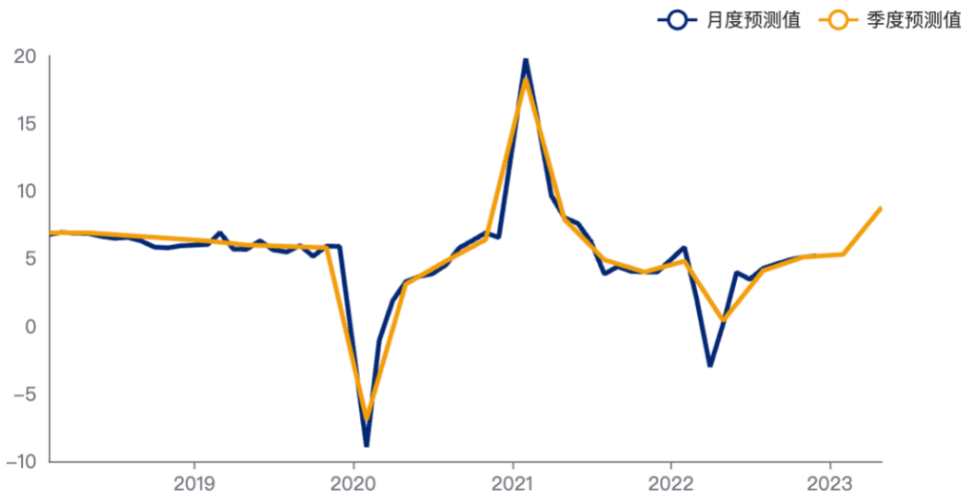
数据来源: iFind,万物研究院

三、增速跌至 4.1%，地产、疫情依旧制约复苏

地产开工、成交依然低迷，对增长的拖累未见缓解。9 月房产土地成交依然低迷，其中二线城市成为主要的拖累项。30 城商品房成交面积降幅由 8 月份的 21% 扩大至 29%；百城土地面积环比下跌 4.5%，同比由正转负。其中二线城市商品房、土地成交面积分别下跌 46%、41%，下跌幅度较 8 月扩大 21、69 个百分点，而一、三线城市均保持正增长。全国城市二手房出售挂牌量指数目前处于 2015 年以来非假期期间的最低水平。上周指数环比上升，一至四线城市均出现上升，且三四线城市上升更多。全国城市二手房出售挂牌价继续回落，已经从 2021 年 8 月

的最高点下跌 4.6%，其中二、三、四线城市的价格持续回落。我们在《“提前还贷”意味地产仍未到底》中认为，首套房贷利率已下跌至 2014 年来最低的 4.39%，仍未扭转居民购房预期，因此地产触底回暖可能仍需一定时间。地产大概率拖累 9 月经济增长，固定投资增速可能在 6% 左右，新增贷款和社融分别为 16000、26000 亿元，投、融资都难出现明显走高。

如疫情没有约束出行，未来四个季度GDP增速能够稳步走高



数据来源: iFind,万物研究院

基于 9 月疫情扰动、外需回落的因素，我们下调三季度 GDP 预测至 4.1%。如果，将三季度的中度疫情作为基准，即常态化防控无法遏制疫情蔓延、地产和消费没有显著反弹，我们推测未来四个季度的增长在 4.1%、4.5%、4.5%、7.2%，即 2022 年 GDP 增速无法实现 4%。为了防止经济运行脱离合理区间，政策可能要继续加大力度稳增长，促使未来三个季度增速有望稳步走高。我们在《三季度 GDP 跟踪和预估》中提到，超常规政策可能是四季度的胜负手，消费和地产销售的政策都有望进一步宽松。李克强总理已经提出“三季度经济总体恢复回稳……四季度经济在全年份量最重，不少政策将在四季度发挥更大效能，要增

强信心”9月29日，人民银行、银监会允许部分城市的首套住房贷款利率下限在四季度下调或取消，已经是一种针对四季度增长的超常规政策，接下来可能有更多的宽松政策出现，托举全年增速到4%、明年上半年经济增长到5.3%、8.8%。

如疫情没有约束出行，未来四个季度GDP增速能够稳步走高



数据来源: iFind,万物研究院

免责声明

本报告仅供上海万研物智信息咨询有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告中的信息是基于我们认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不对该等信息的准确性或完整性负责。本报告所载的评估、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，相关市场的价格、价值和收益可能会发生变动。该等评估、意见及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的评估、意见及预测不一致的报告。

本公司的销售人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

若本公司以外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。