



宏观研究

【粤开宏观】三季度经济增长超预期的三大原因

2022年10月24日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】从财税视角看贵州：茅台的“酒”能否解债务的“愁”》2022-09-26

《【粤开宏观】当前及下阶段财政经济形势、风险与建议》2022-10-11

《【粤开宏观】总量显著好转，结构尚待改善：9月金融数据点评》2022-10-12

《【粤开宏观】二十大报告解读：新时代新征程新使命》2022-10-16

《【粤开宏观】财政十年（2012-2022）：从账房先生到国家治理》2022-10-19

摘要

如何认识三季度的经济，取决于比较基准：如果与二季度比，三季度增长3.9%明显好于二季度的0.4%，经济持续恢复；如果与预期比，三季度增长超预期，9月工业增加值、投资等均好于8月；如果与潜在增长率比，则经济还有较大潜力空间。

总体上，我们认为可以从三个角度把握三季度和9月经济：一是今年经济走势呈“W”型，当前处于上行恢复期，反映出中国经济的韧性，而且物价温和并没有陷入高通胀，政策空间大于其他经济体；二是结构上，疫情以来经济的两大支撑基建和出口转变为主要依靠基建，出口受全球经济下行影响将逐步下行，基建和财政发挥至关重要的作用，不仅要稳住自身，而且要承担对冲消费下行、房地产投资负增长的任务；三是总体有下行压力的同时，高技术制造投资、生产仍表现较好，新能源和汽车等出口增速较高。

一、三季度经济增长超预期，源于基数效应扰动、生产约束缓解、政策发力生效

1、三季度GDP同比增长3.9%，高于二季度的0.4%和市场预期的3.7%。一季度开门红，4月至暗时刻，5月走出谷底，6月恢复，7月恢复受阻，8月在基数效应下恢复超预期，但下行压力仍大，9月总体延续8月的复苏态势。

2、8月和9月的数据受基数效应明显扰动。其一，受疫情影响，去年8月是全年服务业和消费增速的低谷，这就导致：尽管今年8月消费环比为历史同期罕见的负增长，同比仍大幅上升5.4%，而9月消费环比正增长，同比增速却回落至2.5%。其二，受去年9月拉闸限电和今年8月高温限电影响，9月工业生产同比和环比均明显改善，同比增速由4.2%加快至6.3%，环比增速由0.35%加快至0.84%。其三，房地产销售和投资当月同比分别自去年7月和9月转负并持续下行，今年8月和9月同比降幅分别开始收窄，预计未来将延续这一趋势。

3、限电等生产约束缓解。随着极端高温天气消退、部分地区高温限电对工业生产影响减弱及部分行业需求回暖，工业生产加快。

4、稳增长政策发力生效。车辆购置税减免等消费刺激政策持续生效，9月汽车销售额同比仍维持14.2%的高增速。财政金融协同发力，基建投资持续高增，并带动钢铁、水泥等生产的加快。9月底稳地产政策密集出台，对于稳定居民购房信心、刺激地产销售、缓解房企债务压力等有积极作用，但政策效果仍有待观察。



二、疾风知劲草，重新审视中国经济增长动能

1、2020 年疫情冲击之前，中国经济发展的重心是结构优化和转型升级。对比欧美等发达经济体的经济结构，我国存在明显的内需占比、消费占比和服务业占比偏低特征。十八点报告明确提出：“使经济发展更多依靠内需特别是消费需求拉动，更多依靠现代服务业和战略性新兴产业带动。”

2、疫情爆发以来，中国经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，却仍能平稳增长，离不开传统增长动能的支撑，体现为外需好于内需、投资好于消费、工业好于服务业。外需方面，疫后欧美进行大规模财政货币政策刺激、海外居民由服务消费转向商品消费、中国生产率先恢复从而实现出口份额替代，2020 年下半年至 2022 年上半年，出口长期保持两位数的高增速。投资方面，2020 年下半年至 2021 年上半年，房地产销售投资高增，随后地产走弱，基建投资开始接力，稳投资稳增长。生产方面，服务业受疫情反弹严重影响，工业生产相对稳定，且受出口和基建投资等需求拉动。

3、经济下行压力增大背景下，出口、投资、工业等传统增长动能不仅有力托底经济，而且仍有巨大发展空间。出口方面，新发展格局要求国内国际双循环相互促进，更好利用国际国内两个市场、两种资源，以高水平对外开放打造国际合作和竞争新优势。投资方面，我国人均资本存量仍低于发达经济体，且在基础设施、高新产业等领域还有许多短板，扩大有效投资能够短期刺激总需求，中长期改善供给结构。生产方面，完善的工业体系和强大的生产能力是中国的巨大竞争优势，不应过早去工业化，而应推进新型工业化，建设现代化产业体系。

三、财政货币政策协调配合，扩内需、稳增长、防通胀

当前中国经济的主要矛盾是总需求不足：消费低迷，房地产风险仍未根本化解，出口将伴随全球经济衰退而下行，基建投资是支撑经济的主要力量。此外，经济还面临一定的结构性通胀压力，猪肉等食品价格走高，中低收入人群受到较大冲击。

二十大报告提出：“加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用。”

风险提示：经济下行压力超预期、外部冲击超预期



目 录

一、三季度经济增长超预期，源于基数效应扰动、生产约束缓解、政策发力生效.....	4
1、8月和9月的数据受基数效应明显扰动.....	4
2、限电等生产约束缓解，稳增长政策发力生效.....	5
二、疾风知劲草，重新审视中国经济增长动能.....	7
三、财政货币政策协调配合，扩内需、稳增长、防通胀.....	8

图表目录

图表 1：今年主要经济指标表现.....	4
图表 2：基数效应对经济指标同比增速存在扰动.....	5
图表 3：9月工业增加值环比增速上升.....	5
图表 4：国庆假期，旅游人次和旅游收入恢复程度持续回落.....	6
图表 5：今年以来基建投资持续高增.....	6
图表 6：10月30城商品房销售低于去年同期.....	7
图表 7：疫情以来，房地产投资和基建投资接力支撑固定资产投资.....	8
图表 8：疫情前第三产业增速高于第二产业，疫情后第二产业高于第三产业.....	8

一、三季度经济增长超预期，源于基数效应扰动、生产约束缓解、政策发力生效

今年经济走势呈“W”型，当前处于上行恢复期。一季度开门红，4月至暗时刻，5月走出谷底，6月恢复，7月恢复受阻，8月在基数效应下恢复超预期，但下行压力仍大，9月总体延续8月的复苏态势。

三季度 GDP 同比增长 3.9%，高于市场预期的 3.7%；9 月工业增加值当月同比增长 6.3%，创 3 月以来新高；基建投资累计同比亦进一步攀升至 11.2%，房地产销售投资当月同比降幅收窄。但与此同时，消费、房地产投资仍较低迷，出口增速明显回落。

图表1：今年主要经济指标表现

类别	指标	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
GDP (当季同比)	实际 GDP	4.8	/	/	0.4	/	/	3.9
生产 (当月同比)	工业增加值	5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3
	服务业生产指数	-0.9	-6.1	-5.1	1.3	0.6	1.8	1.3
消费 (当月同比)	社会消费品零售总额	-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5
	商品零售	-2.1	-9.7	-5.0	3.9	3.2	5.1	3.0
	餐饮收入	-16.4	-22.7	-21.1	-4.0	-1.5	8.4	-1.7
投资 (累计同比)	固定资产投资	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9
	房地产投资	0.7	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0
	制造业投资	15.6	12.2	10.6	10.4	9.9	10.0	10.1
	基建投资	10.5	8.3	8.2	9.3	9.6	10.4	11.2
出口 (当月同比)	出口	14.4	3.5	16.3	17.4	17.9	7.1	5.7
房地产 (当月同比)	房地产投资	-2.4	-10.1	-7.8	-9.4	-12.3	-13.8	-12.1
	商品房销售面积	-17.7	-39.0	-31.8	-18.3	-28.9	-22.6	-16.2
	商品房销售额	-26.2	-46.6	-37.7	-20.8	-28.2	-19.9	-14.2

资料来源：Wind、粤开证券研究院

1、8月和9月的数据受基数效应明显扰动

其一，受疫情影响，去年8月是全年服务业和消费增速的低谷，这就导致：尽管今年8月消费环比为历史同期罕见的负增长，同比仍大幅上升5.4%，而9月消费环比正增长，同比增速却回落至2.5%。

其二，受去年9月拉闸限电和今年8月高温限电影响，9月工业生产同比和环比均明显改善，同比增速由4.2%加快至6.3%，环比增速由0.35%加快至0.84%。

其三，房地产销售和投资当月同比分别自去年7月和9月转负并持续下行，今年8月和9月同比降幅分别开始收窄，预计未来将延续这一趋势。



图表2：基数效应对经济指标同比增速存在扰动

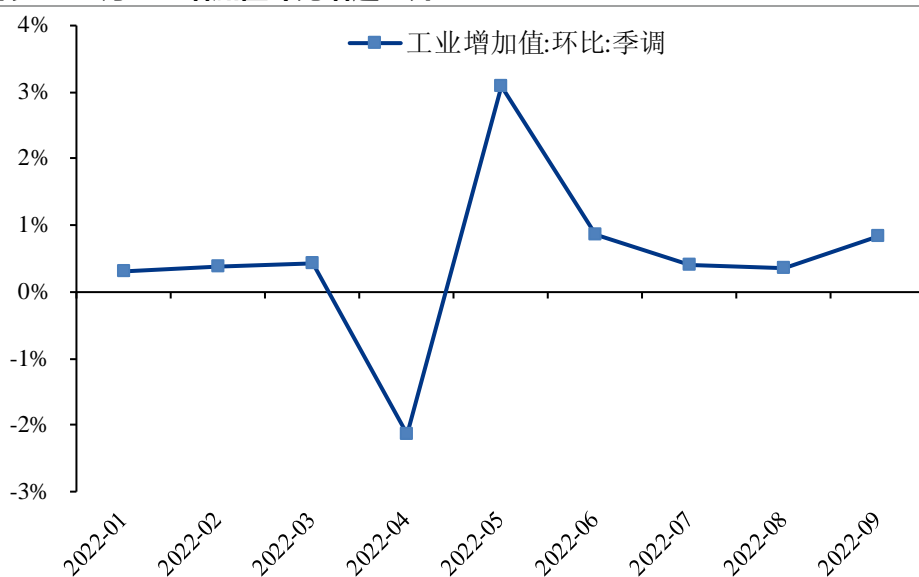
指标	去年7月	去年8月	去年9月	今年7月	今年8月	今年9月
工业增加值	5.6	5.4	5.0	3.8	4.2	6.3
服务业生产指数	5.6	4.4	5.3	0.6	1.8	1.3
社会消费品零售总额	3.6	1.5	3.8	2.7	5.4	2.5
商品零售	3.9	2.3	4.3	3.2	5.1	3.0
餐饮收入	0.9	-5.8	0.1	-1.5	8.4	-1.7

资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

2、限电等生产约束缓解，稳增长政策发力生效

工业生产明显改善。随着极端高温天气消退、部分地区高温限电对工业生产影响减弱及部分行业需求回暖，工业生产加快。**从地区来看**，川渝地区工业企业加快弥补上月限电损失，增加值同比分别由上月下降11.0%、18.2%转为增长5.6%和13.1%；**从行业来看**，电子类产品需求回暖，带动电子行业增加值同比增长10.6%；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%；建材行业增长0.8%，增速自4月份以来首次由负转正。

图表3：9月工业增加值环比增速上升

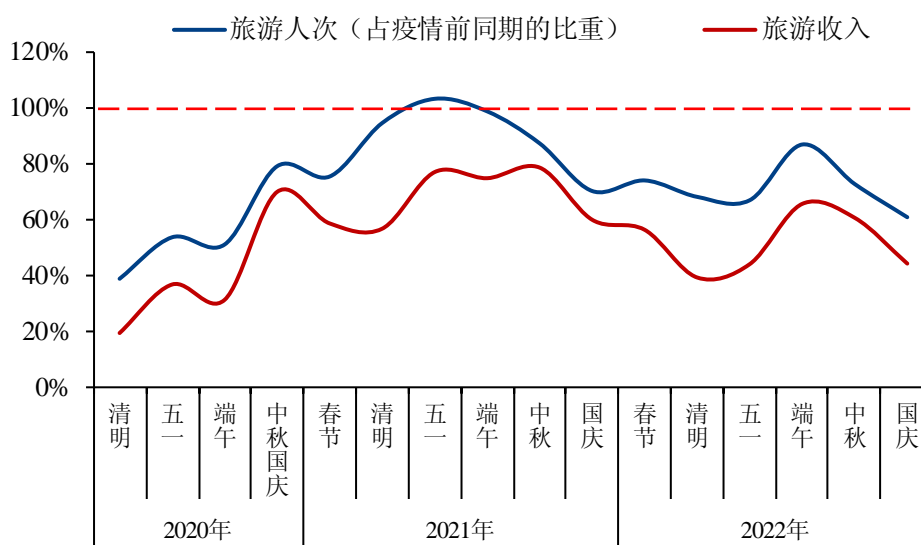


资料来源：Wind、粤开证券研究院

消费环比改善，但仍较低迷。9月消费环比增速由-0.05%加快至0.43%；车辆购置税减免等消费刺激政策持续生效，汽车销售额同比仍维持14.2%的高增速。**但当前居民仍在消费能力、消费意愿和消费场景三方面受到一定抑制**：一是经济下行压力增大背景下，居民收入增速明显放缓，削弱了消费能力；二是未来不确定性增大，居民避险情绪上升，增加预防性储蓄，平均消费倾向下降；三是疫情反弹和防控措施限制了居民的消费场景。受疫情影响，人员跨区域流动和聚集仍受到一定约束，线下服务业受到较大冲击。例如今年国庆假期，旅游人次和旅游收入分别仅恢复至2019年同期的60.7%和44.2%。



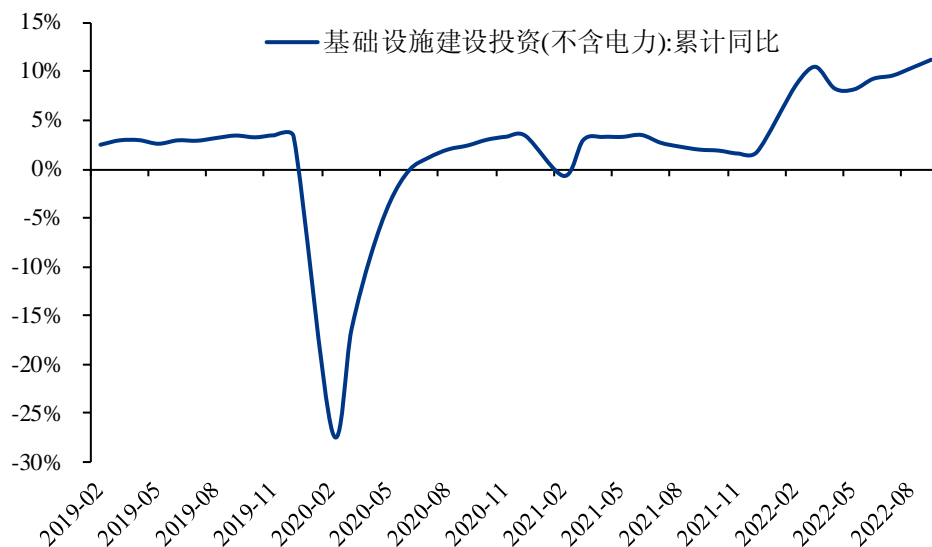
图表4：国庆假期，旅游人次和旅游收入恢复程度持续回落



资料来源：文化和旅游部、粤开证券研究院

基建投资持续高增，财政金融协同发力。1-9月广义基建投资同比增长11.2%，较1-8月加快0.8个百分点，政策效果明显。截止9月底，国开行、农发行、进出口银行已分别投放3600、1900、500亿元，两批6000亿基础设施投资基金全部投放完毕，叠加央行创设的2000亿元以上设备更新改造专项再贷款，与之配套的基建相关企业中长期贷款也受到提振。基建投资也带动钢铁、水泥等生产的加快。

图表5：今年以来基建投资持续高增



资料来源：Wind、粤开证券研究院 (注：2021年为两年平均增速)

房地产投资降幅收窄，政策效果仍有待观察。9月房地产销售面积、销售额和投资的同比增速分别为-16.2%、-14.2%和-12.1%，降幅分别较上月收窄6.4、5.7和1.7个百分点。9月底稳地产政策密集出台，对于稳定居民购房信心、刺激地产销售、缓解房企



债务压力等有积极作用。从 30 大中城市商品房销售面积来看，10 月地产销售仍低于去年同期，一方面或受疫情防控影响，另一方面也表明政策生效尚需时日。

图表6：10月30城商品房销售低于去年同期



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、疾风知劲草，重新审视中国经济增长动能

2020 年疫情冲击之前，中国经济发展的重心是结构优化和转型升级。一是此前粗放型的要素驱动和债务驱动发展模式，虽然实现了经济的高速增长，但也引发了产能过剩、地方政府债务、金融风险积聚等一系列问题，于是转向效率驱动和创新驱动，谋求高质量发展。二是对比欧美等发达经济体的经济结构，我国存在明显的内需占比、消费占比和服务业占比偏低特征。例如，十八点报告明确提出：“使经济发展更多依靠内需特别是消费需求拉动，更多依靠现代服务业和战略性新兴产业带动。”

疫情爆发以来，中国经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，却仍能平稳增长，离不开传统增长动能的支撑，体现为外需好于内需、投资好于消费、工业好于服务业。外需方面，疫后欧美进行大规模财政货币政策刺激、海外居民由服务消费转向商品消费、中国生产率先恢复从而实现出口份额替代，2020 年下半年至 2022 年上半年，出口长期保持两位数的高增速。投资方面，2020 年下半年至 2021 年上半年，房地产销售投资高增，随后地产走弱，基建投资开始接力，稳投资稳增长。生产方面，服务业受疫情反弹严重影响，工业生产相对稳定，且受出口和基建投资等需求拉动。

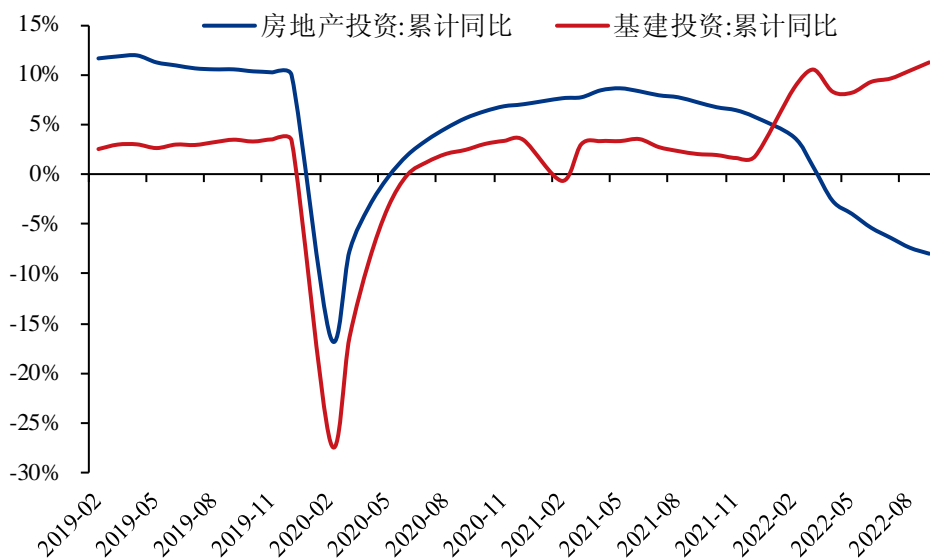
经济下行压力增大背景下，出口、投资、工业等传统增长动能不仅有力托底经济，而且仍有巨大发展空间。出口方面，新发展格局要求国内国际双循环相互促进，更好利用国际国内两个市场、两种资源，以高水平对外开放打造国际合作和竞争新优势。投资方面，我国人均资本存量仍低于发达经济体，且在基础设施、高新产业等领域还有许多短板，扩大有效投资能够短期刺激总需求，中长期改善供给结构。生产方面，完善的工业体系和强大的生产能力是中国的巨大竞争优势，不应过早去工业化，而应推进新型工业化，建设现代化产业体系。

二十大报告提出：“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增



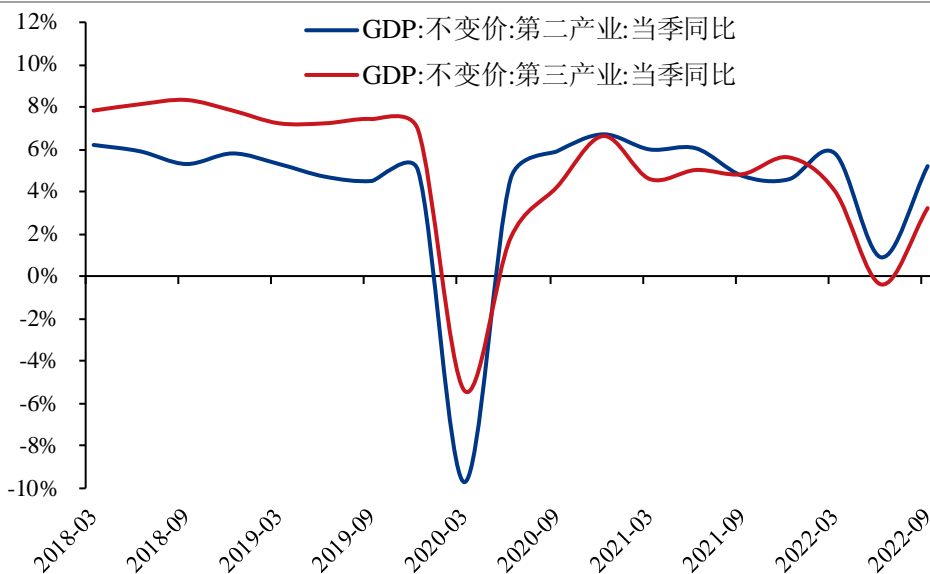
强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平，加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。”

图表7：疫情以来，房地产投资和基建投资接力支撑固定资产投资



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

图表8：疫情前第三产业增速高于第二产业，疫情后第二产业高于第三产业



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

三、财政货币政策协调配合，扩内需、稳增长、防通胀

当前中国经济的主要矛盾是总需求不足：消费低迷，房地产风险仍未根本化解，出口将伴随全球经济衰退而下行，基建投资是支撑经济的主要力量。此外，经济还面临一定的结构性通胀压力，猪肉等食品价格走高，中低收入人群受到较大冲击。



二十大报告提出：“加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用。”

未来财政政策的发力重点包括：一是进一步加大基建投资力度，短期扩大总需求，中长期改善供给结构；二是继续减税降费，支持市场主体纾困和发展，改善企业现金流；三是协助房企纾困、保交楼稳民生，提振居民和市场信心；四是消费刺激政策和中低收入人群生活补助，提振消费、改善民生。

货币政策的发力重点包括：一是适度降准降息，降低实体经济融资成本，刺激居民消费和企业投资；二是结构性货币政策工具要继续做好“加法”，重点发力支持基础设施建设，支持金融机构发放制造业等重点领域设备更新改造贷款；三是支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。

财政政策和货币政策还应加强协调配合。例如，货币政策保持流动性合理充裕，为专项债顺利发行融资提供良好的资金环境；提高政策性开发性金融工具额度，支持基础设施建设等。财政政策加大基建投资力度，促进信贷总量增长；与央行加强沟通，减轻财政收支起落对流动性造成的波动等。此外，要统筹好财政政策和货币政策的刺激力度，避免总量政策刺激过度而加剧通胀压力。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com