

“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%。

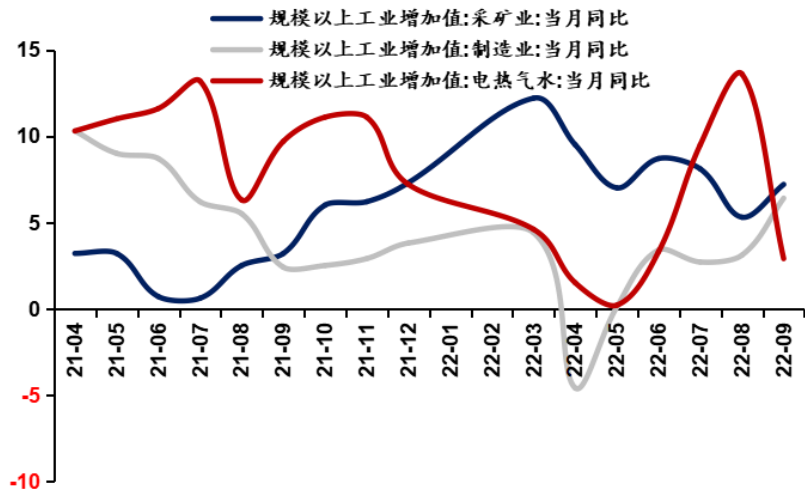
分三大门类看，9月份，采矿业增加值同比增长7.2%，涨幅较上月扩大1.9pct；制造业增加值同比增长6.4%，涨幅较前值扩大3.3pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长2.9%，涨幅较前值回落10.7pct。8月受高温天气影响，电力需求高企，9月电力需求有所回落，故电热气水增加值同比涨幅回落。

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**

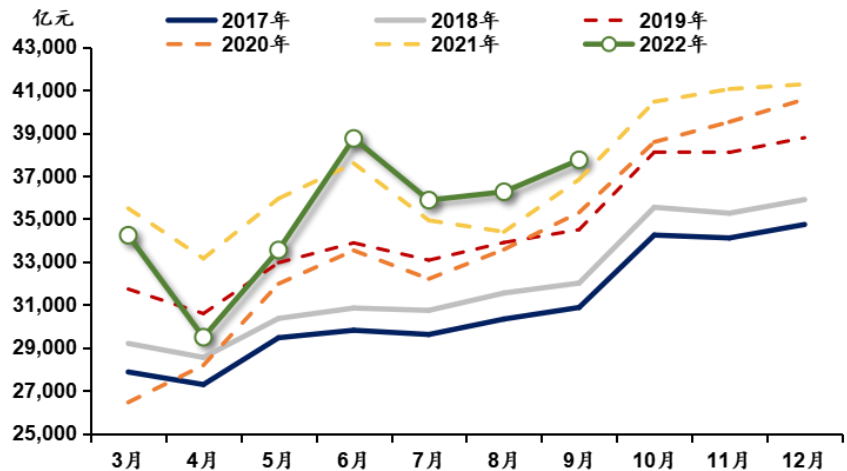
9月份，社零同比增长2.5%，涨幅较前值回落2.9pct。除汽车以外的消费品零售额同比增长1.2%，涨幅较前值回落3.1pct。社零同比涨幅回落一部分受去年同期高基数的影响。

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。

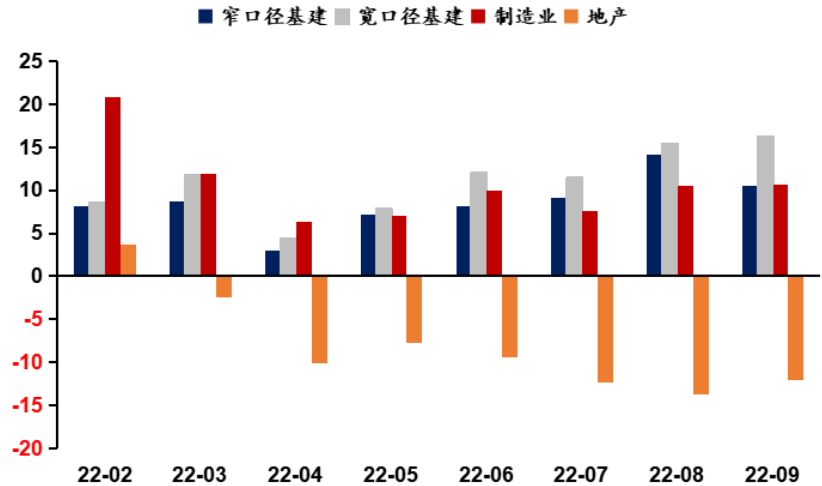
地产方面仍然呈现前后端分化的格局, 前端消费率先出现边际好转趋势, 施工端也出现一定程度的边际好转, 后端拿地方面仍然不理想。保交楼、下调首套个人住房公积金贷款利率等一系列稳地产政策, 在需求端舒缓居民楼市焦虑, 促进刚性需求释放; 在供给端通过专项借款等方式注入资金为房企纾困。

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：%）

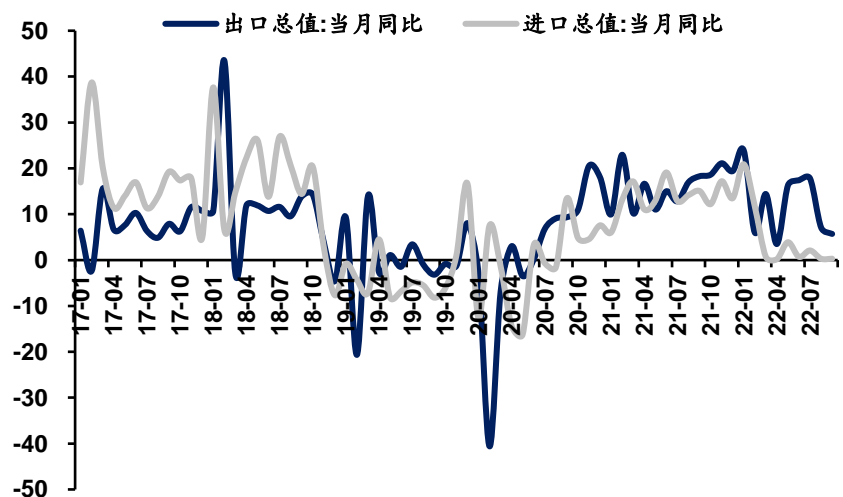


资料来源：Wind，华安证券研究所

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：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所 注：21 年增速为两年复合增速

- **投资策略：反复确认的弱复苏，债市在等待什么？**

8月降息以来，债市对利空敏感、对利多钝化，PMI、社融、经济数据反复确认经济弱复苏的信号，而利率债持续处于震荡行情。经过9月、10月两轮数据的冲击后，债市在等待什么？

我们认为来自基本面的增量信息已边际减少，围绕弱复苏的多空博弈将趋于缓和，债市定价仍在寻找新的主线，建议关注以下三点变化：

1、流动性投放模式转变：今年前三季度，财政贡献了稳定/持续/可预期的流动性，而四季度的资金面将更多取决于货币政策的操作（微操的市场影响将放大），MLF到期/利率债供给等重要节点前夕的流动性博弈将更加激烈，杠杆策略的确定性较前三季度降低。

2、稳增长/宽信用思路的转变：8月以来出台的稳增长/宽信用工具更具针对性和直达性。当前超储率逐步降低、新发存单久期拉长、社融M2剪刀差收窄，市场不得不关注稳增长重心可能从“放水”到“用水”转变。

3、抢跑行为或将影响市场焦点：债市年底存在明显的“抢跑现象”，四季度末的定价逻辑将更多聚焦于对2023年的预期，投资者应当更多关注中长期信号的影响。

综上所述，债市多空博弈区域缓和，但在市场主线不明的情况下，短期难以走出窄幅震荡行情，收益端的波动性偏低，继续推荐“类利率策略”以放大波段、增厚收益；负债端的稳定性或将降低，建议适度降低杠杆，降低对流动性博弈的敞口；中长期来看，10Y国债2.7%附近点位仍然是合理中枢。

- **风险提示**

经济基本面超预期，疫情具有不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。