

# 稳增长发力依然在投资端 ——兼评三季度经济数据

报告日期: 2022-10-24

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

## 主要观点:

● **事件:** 2022年三季度 GDP 增速 3.9% (预期 3.7%), 工业增加值累计同比 3.9%, 社零累计同比 0.7%, 固定资产投资累计同比 5.9% (预期 6.0%)。其中, 基建投资 11.2%, 制造业投资 10.1%, 房地产投资 -8.0%。

● **一、GDP: 2022年 Q3GDP 同比回升至 3.9%, 符合我们预期 (3.8%); 与去年比, 二产较强、三产较弱。三季度经济-收入增速差、城镇-农村收入增速差仍为负, 表明稳就业保民生政策正在发力以缓解不平衡因素。居民储蓄意愿高企态势有所缓解, 经营净收入收复“疫情失地”。**

单季看: 2022年 Q3 实际 GDP 同比增长 3.9%, 较前值回升 3.5 个百分点; 三年复合增速为 4.5%, 较前值回升 0.4 个百分点; 前三季度累计同比 3.0%, 符合我们 8 月经济数据点评的判断, 即根据 7-8 月的月度和高频数据, 测算三季度 GDP 有望达到 3.8% 左右, 一、二、三产增速分别为 5.8%、5.1% 和 2.6% (详见《如果三季度 GDP 在 4% 以下, 后续靠何发力? ——兼评 8 月经济数据》)。分产业看, 一、二、三产业实际 GDP 同比分别较前值变化 -1.0、4.3、3.6 个百分点至 3.4%、5.2%、3.2%。与去年同期相比, 二产更强、三产更弱。

收入端, 2022年 Q3 人均可支配收入累计实际同比为 3.2%, 高于实际 GDP 增速的 3.0%, 经济与收入增速差为 -0.2% (2022年 Q1-Q2 为 -0.3%、-0.5%), 反映稳就业保民生政策对居民端支撑力度有一定弱化; 城镇和农村人均可支配收入累计实际同比分别为 2.3% 和 4.3%, 延续了 2020 年疫情以来城乡差距持续收窄的趋势。好的方面在于, 2022年 Q3 居民储蓄率为 33.4%, 接近疫情前的平均水平, 或表明二季度居民储蓄意愿高企态势有所缓解, 逐步转为消费倾向。收入结构边际改善, 其中经营净收入收复疫情失地、回升 2.0 个百分点至 5.2%, 财产性收入、工资性收入分别改善了 0.6、0.4 个百分点。

● **二、生产: 9月工业生产和服务业生产走势分化。伴随高温天气退场、各地抢抓三季度开工及去年低基数贡献, 工业生产改善较快; 其中装备制造景气度较高, 汽车制造连续 4 个月改善; 9月疫情制约不减, 服务业生产偏弱。**

1、伴随高温天气退场、各地抢抓三季度开工及去年低基数贡献, 工业生产改善较快, 其中装备制造景气度较高, 汽车制造连续 5 个月改善。

1) 伴随高温天气退场、各地抢抓三季度开工及去年低基数贡献, 工业生产改善较快。9 月工业增加值同比为 6.3%, 较前值回升了 2.1 个百分点, 主要由广东、江苏、山东和浙江以及川渝地区贡献。需要指出的是, 基数效应或为主支撑, 这一点我们曾多次予以提示。2021 年三季度多地就发改委“能耗双控”目标先后推出限电限产措施, 工业生产快速走弱, 由此形成的低基数对今年下半年的经济修复在数值上构成“支撑”。剔除基数效应后, 9 月工业增加值三年复合增速为 6.1%, 仅较上月改善了 1.0 个百分点。基数效应主支撑下, 工业生产内生动能或未恢复至常态水平。好的方面在于去年四季度工业生产基数仍较低, 10 月至 12 月分别为 3.5%、3.8%、4.3%, 我们判断四季度工业生产仍延续复苏态势, 同比有望持续位于 6% 以上。出口方面, 9 月出口交货值累计同比回落了 0.5 个百分点至 5.0%, 连续 3 个月回落, 维持此前“出口呈有韧性回落”的判断, 提示其对工业生产的支持力度进入下行通道。

2) 分行业看, 上游原材料加工业边际改善, 高端制造保持高景气。制造业旺季采购提振上游需求叠加去年高耗能行业限电限产, 9 月黑色金属、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物、有色金属冶炼加工业工业增加值值比较前值改善了 11.9、8.3、5.8、4.2 个百分点。此外, 汽车行业向好势头不减, 9 月工业增加值同比为 23.7%, 较上月下滑但仍属高增速。

2、疫情多发散发下, 9 月服务业生产指数走弱。9 月服务业生产指数同比较前值下滑了 0.5 个百分点至 1.3%。分行业来看, 邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均高于 60.0%, 但接触型聚集型服务行业商务活动指数有所回落, 与 PMI 数据中“零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等行业商务活动指数均低于 45.0%”相互印证。

● **三、固定资产投资: 地产连续 5 个季度回落, 制造业投资平稳, 新增政策性金融工具投放快、杠杆高, 基建投资仍高增。**

1-9 月固定资产投资累计同比较前值回升了 0.1 个百分点至 5.9%, 三年复合平均增速 4.6%, 仍需关注地产分项的拖累。

1) **地产: 筑底信号趋显, 政策发力有轻重, 基本面恢复有冷暖。需求端相关 (销售、竣工、销售回款) 向上, 供给端相关 (拿地、新开工、自筹资金) 向下:**

其一, 基本面上, 地产投资继续下滑但降幅出现收窄, 销售和竣工回暖。1-9 月地产投资累计同比较前值回落 0.6 个百分点至 -8.0%, 降幅为年内首次收窄, 有望于四季度见底回升。前端看, 销售好转, 拿地新开工仍弱, 1-9 月商品房销售面积同比 -22.2% (前值 -23.0%), 土地购置面积同比 -53.0% (前值为 -49.7%), 新开工面积同比 -38.0% (前值 -37.2%); 后端的竣工面积累计同比小幅升至 -21.1% (前值为 -23.3%)。10 月 6 日, 郑州市全市已排查出的 147 个已售停工、半停工商品住宅项目中, 有 145 个实现全面、实质性复工, 9 月郑州市全市商品房销售 106.05 万平方米, 环比增长 25.34%, 表明保交楼的稳步推进有利于提振居民信心、释放购房需求。

其二, 政策发力有轻重, 预计地产改善偏慢偏缓。9 月末中央密集出台宽松政策以及近期地方“因城施策”主要集中于需求端, 而供给端维持“产能出清、竞争格局优化”, 因此地产基本面的变化有所分化, 需求向上、供给向下, 需求改善并未带动供给好转。综合来看, 地产筑底信号趋显, 预计需求端政策放松仍可期, 四季度地产投资见底回升, 但基本

## 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们距离 5.5%, 还有多远的路要走?》2022-05-17
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们与经济“合理区间”的距离》2022-05-31
- 4.《华安证券\_宏观研究\_破局之路, 妙手何方? ——2022 中期宏观展望》2022-6-14
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_雨疏霞光现——5 月经济数据点评》2022-6-15
- 6.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_再问经济合理增速区间》2022-7-15
- 7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_经济承压, 被动降息作用几何? ——7 月经济数据和 815 降息点评》2022-8-15
- 8.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_如果三季度 GDP 在 4% 以下, 后续靠何发力? ——兼评 8 月经济数据》2022-9-16

面的改善可能偏慢偏缓。

2) **制造业：总体增速平稳，预计 Q4 小幅提速但难超预期。**1-9 月制造业投资累计同比增长 10.1%，自 4 月疫情以来持续处于 10% 附近、三季度未有改善，指向“技改支撑制造业超预期”逻辑基本证伪。分行业来看，计算机通信电子、电气机械、医药等高端制造表现较好，三年复合平均增速分别为 18.5%、14.4%、14.0%。政策面，9 月 13 日国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造；9 月 16 日，根据 21 世纪经济报道，近期监管部门组织地方申报中长期贷款项目，投向双碳、传统产业改造升级、电子、生物、航空航天、高端仪器等高端制造业，共涉及 16 大领域 128 个细分领域，指向制造业技改政策支持加大。但鉴于当前民营企业利润仍处于低位，可能会对制造业投资弹性形成压制，制造业投资的增量仍需关注政府加杠杆以及结构性工具的引导落实，预计四季度制造业小幅提速但难有显著抬升。

3) **基建：新增政策性金融工具+5000 亿专项债限额接力，基建高增确定性仍强，全年落在 12.5%-13%。**1-9 月广义基建增速为 11.2%，较前值提升了 0.83 个百分点，符合我们 8 月经济数据点评《如果三季度 GDP 在 4% 以下，后续靠何发力？》中的预测；狭义基建（不含电力）增速 8.6%，前值 8.3%。分行业看，1-9 月电热水、水利管理业、水利环境、公共设施管理业保持超过 10% 的高增速，分别为 17.8%、15.5%、12.8%、12.8%。其中，道路运输、交通运输增速有明显提升，与政策性金融工具在投向上侧重于“交通基础设施”有关。

资金与项目端，两批 3000 亿政策性金融工具分别于 8 月 24 日、9 月 26 日完成投放，用时快、杠杆高，并且向经济大省予以倾斜，呈现“基建资金和基建项目齐头并进”的特征。同时，5000 多亿元的专项债限额额度将于 10 月底前发行完毕。开工端，水泥磨机运转率 9 月全月维持于全年高位、国庆后小幅下行至 48.1%，水泥发运率较前值提升了 4.8 个百分点至 50.5%；石油沥青装置开工率 43.0%、较 9 月末回落了 3.2 个百分点，其中交通道路沥青好于建筑沥青，符合基建分项中“交通运输、道路运输改善较快”的表现；9 月挖掘机开工小时数上行了 6.9 个百分点至 -0.7%。基建高频开工数据较 9 月小幅走弱但高景气料将延续，预计全年在 12.5%-13%。

● **四、消费和就业：9 月疫情散发消费市场整体承压，汽车消费韧性较强；失业率重回 5.5% 全年目标中枢，高校就业延续改善。**

1) **消费方面**，9 月疫情散发消费市场承压较重，社零累计同比为 0.7%、较前值仅小幅改善了 0.2 个百分点；社零当月同比 2.5%、较前值下滑了 2.9 个百分点。分项来看，受益于燃油车购置税减半政策和投资性购房需求转化为消费需求，9 月汽车产销分别完成 267.2 万辆和 261.0 万辆，同比分别增长 28.1% 和 25.7%，拉动汽车社零累计同比提高 1.7 个百分点，此外通讯器材、日用品类较前值改善了 0.7、0.5 个百分点，建筑建材连续 8 个月走弱。疫情未有收束以及常态化防控对消费场景的限制，对消费市场复苏弹性形成压制。10 月 10 日至 12 日，人民日报仲音三连发文聚焦“抗疫”、强调“躺平”不可取，仍需密切关注防疫政策对消费的影响。向后看，国庆消费数据指向 10 月社零仍将承压。全国国内旅游出游人次和收入同比减少 18.2%、26.2%，观影人次和票房收入同比减少 69.1%、65.9%。

2) **就业方面**，9 月城镇调查失业率为 5.5%，重回全年目标中枢。分结构来看，25-59 岁就业人员调查失业率为 4.7%、较前值上行了 0.4 个百分点，16-24 岁就业人员调查失业率下降 0.9 个百分点至 17.9%。用工方面，9 月中型、小型企业的从业人员 PMI 较上月改善了 0.5、1.0 个百分点，伴随工业生产回升以及“降缓返补”一系列助企纾困政策的落实落地，全年 5.5% 的失业率目标中枢和就业目标具备实现基础。

● **五、如何理解三季度经济数据和展望全年？**

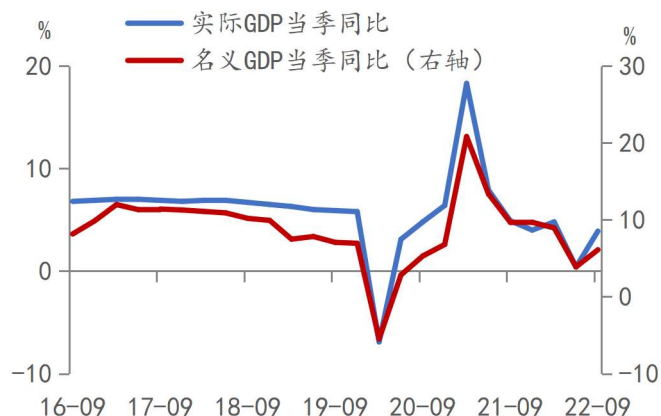
2022 年 Q3 GDP 同比符合我们预期，总体呈现“弱复苏”态势，结构上“工业生产好于服务业生产、基建亮眼、制造业平稳、地产筑底趋显、消费承压”，7 月疫情扰动下经济二次探底、8 月高温天气和限电限产制约工业生产、9 月施工旺季各地抢抓生产而修复斜率开启向上，克服了外需走弱、疫情扩散、价格水平下行诸多不利因素。

三季度经济数据略超市场预期，一方面在于低基数的贡献，另一方面指向一揽子稳增长政策措施落地见效。预计四季度货币政策维持稳健，从总量和结构的角度同时发力，重点是基建、制造业、房地产等方面信贷加大投放。总量方面，可能降准，LPR 也可能进一步调降。在增量政策工具的信贷支持下，四季度经济修复斜率小幅稳步上行，全年 GDP 增速可能落在 3.5% 左右。

● **风险提示**

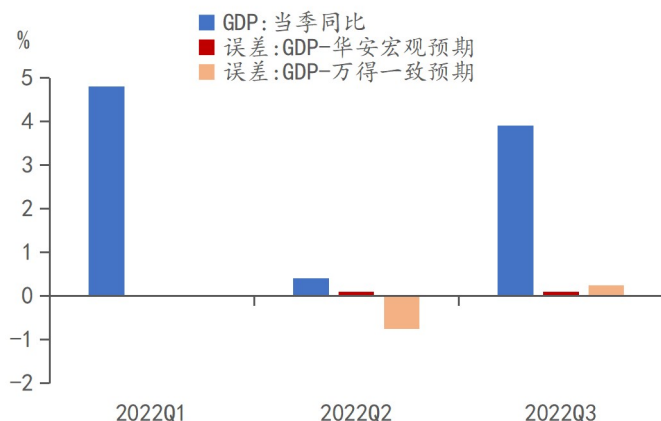
货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 2022 年 Q3 实际 GDP 同比小幅改善



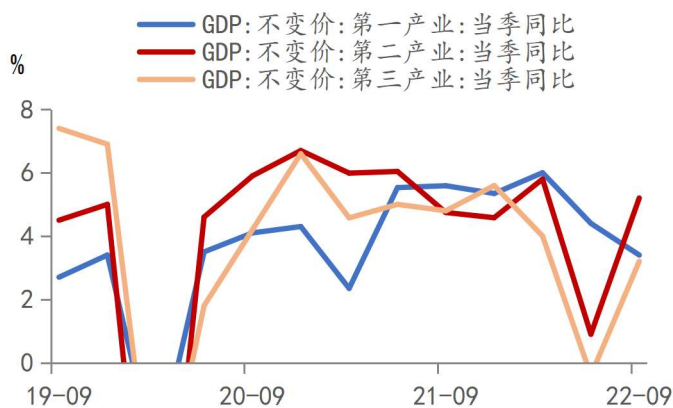
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 GDP 实际值与预测值



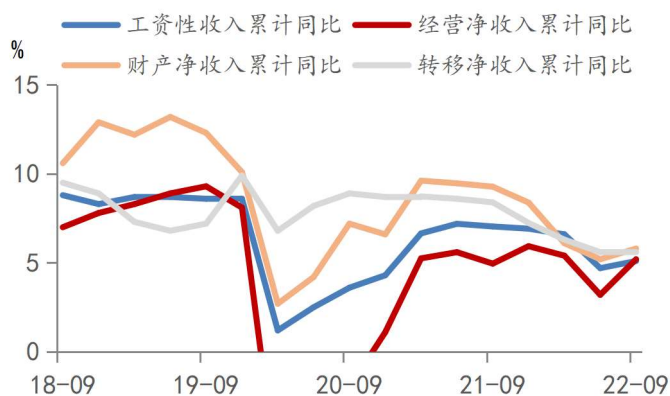
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 二产好于三产



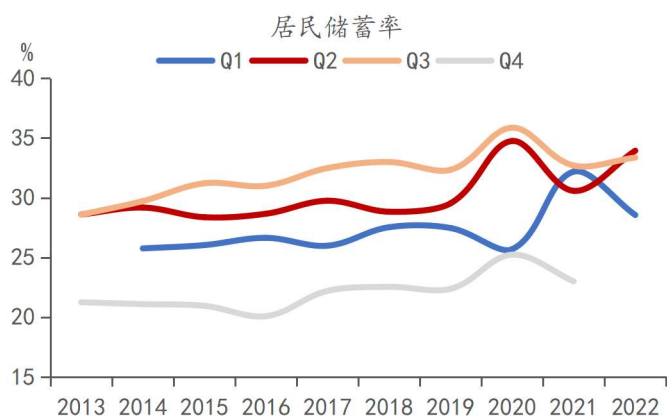
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 居民经营净收入增速收复“疫情失地”



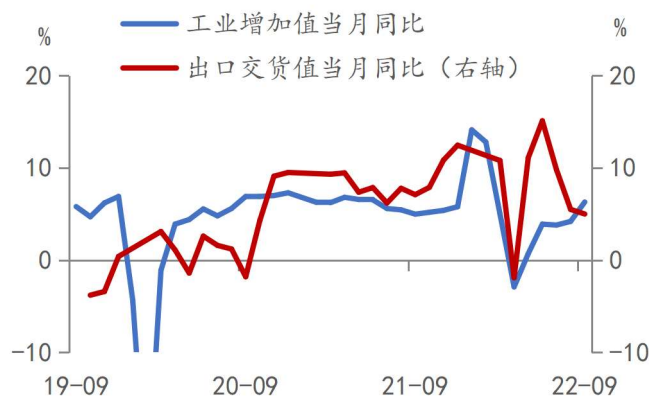
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 5 Q3 居民储蓄率接近疫情前水平



资料来源: wind, 华安证券研究所

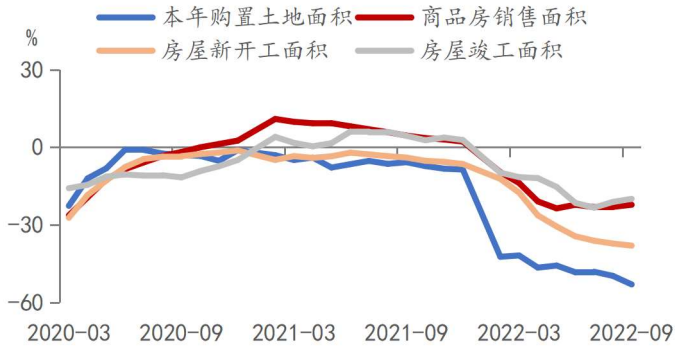
图表 6 工业生产修复斜率向上



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

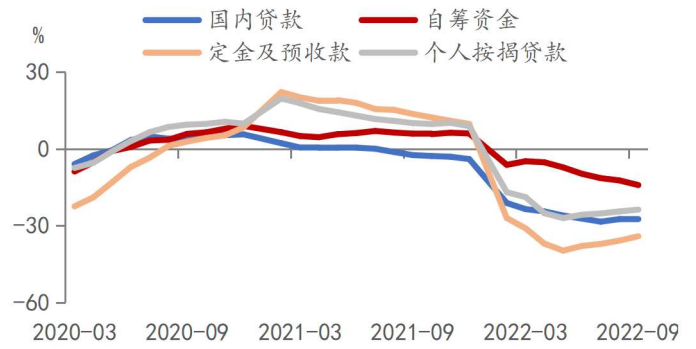


图表 7 地产基本面仍探底、销售竣工回暖



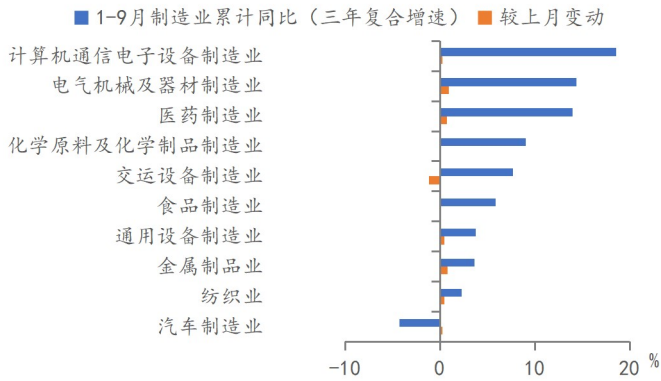
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 8 融资端销售回款和国内信贷边际改善



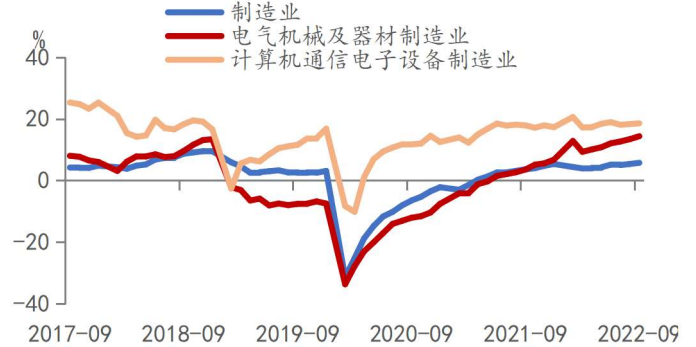
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 9 高端制造景气度仍高



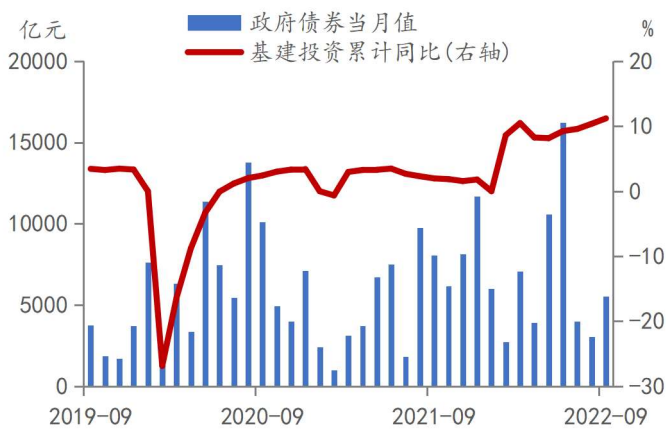
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 制造业投资增速保持平稳



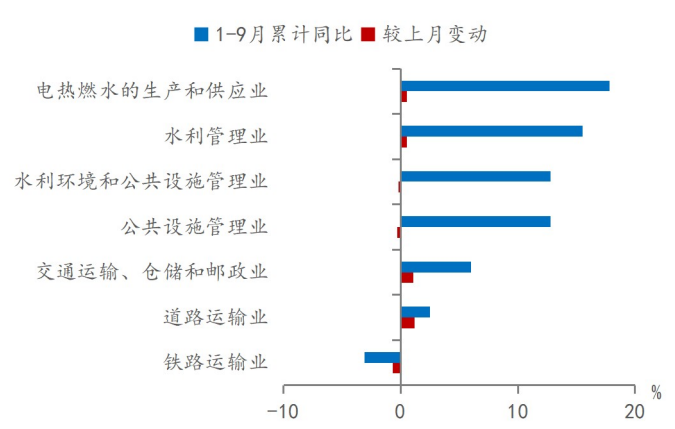
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 11 政策性金融工具与限额空间接力, 基建延续高增



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 12 道路运输、交通运输投资提速



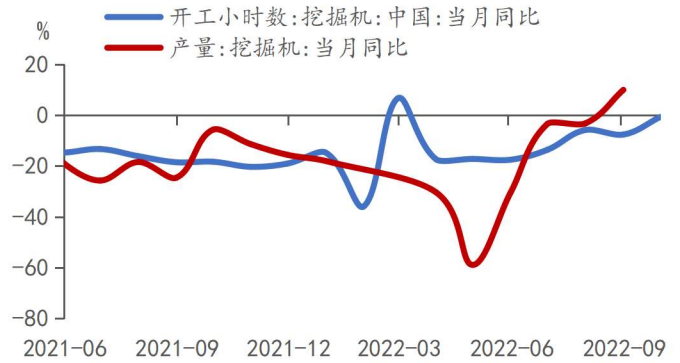
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 高温天气消退，水泥作业开工仍强



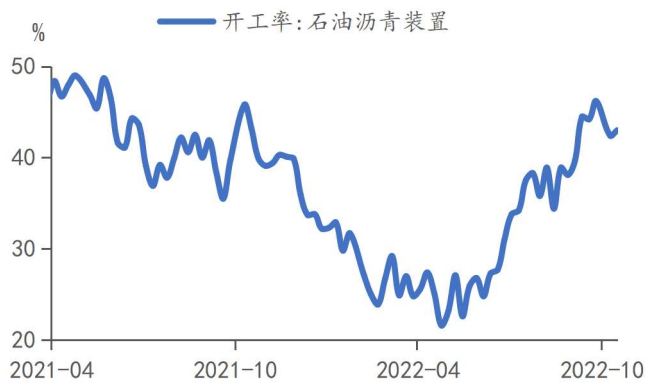
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 高温天气消退，挖掘机指标再次回升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 国庆后，石油沥青开工小幅回落



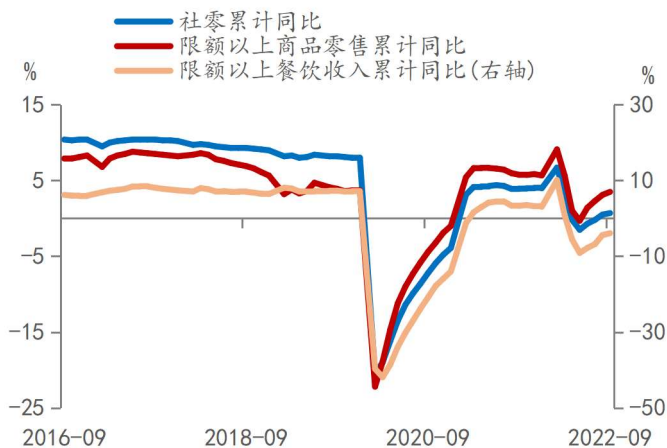
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 交通沥青向好，建筑沥青走弱



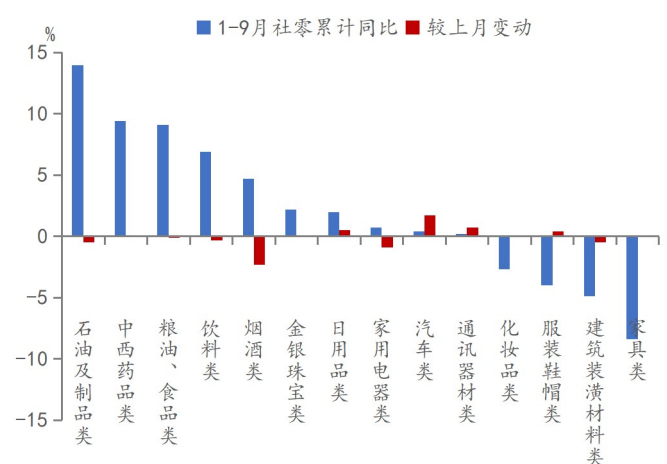
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 消费继续承压



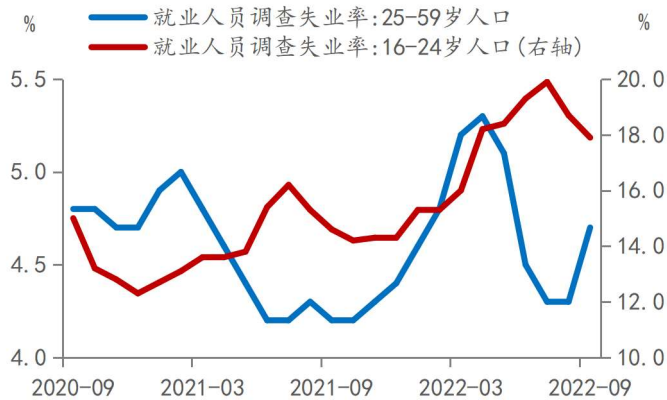
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 18 汽车消费韧性较强



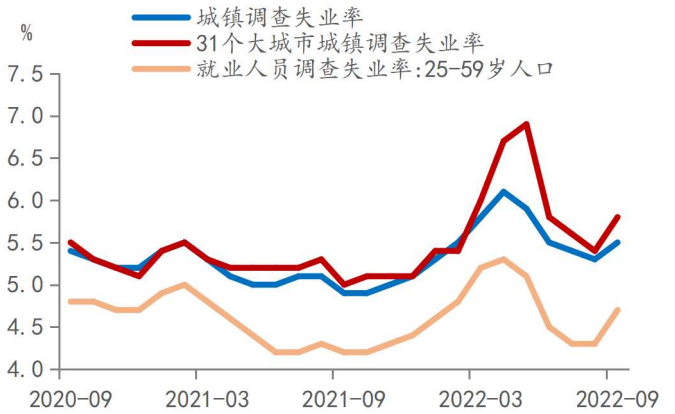
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 青年失业率延续改善



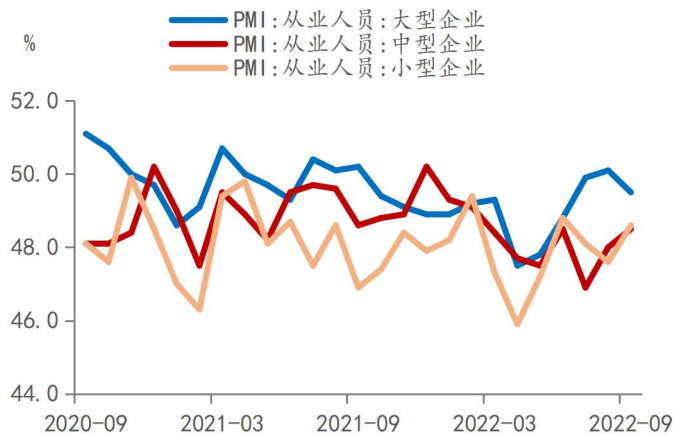
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 失业率重回 5.5% 全年目标中枢



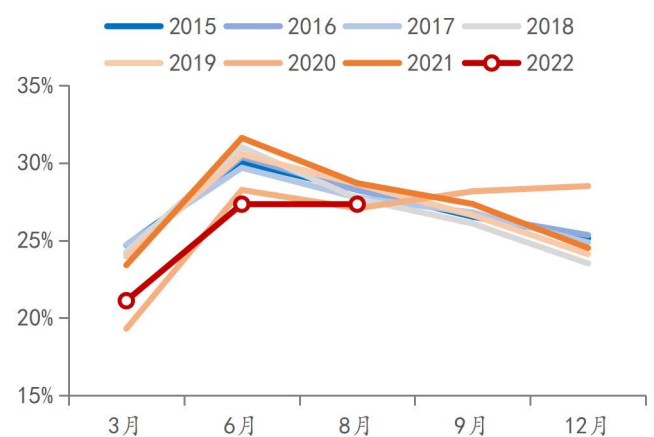
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 中小型企业用工小幅回暖



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 8月就业落实进度赶超 2020 年同期



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 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述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 15%;
- 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。