

经济数据超预期，关注持续性和结构修复情况

证券研究报告

2022年10月24日

2022年9月经济数据点评

摘要

2022年9月经济数据要点：

- (1) 工增大超预期，经济大省发力、重点行业发挥带头作用；
- (2) 政策支持基建和制造业高增；
- (3) 季末冲量和政府购房提振销售，新开工和拿地维持颓势；
- (4) 失业反季节性上行，社零回落、收入低迷；
- (5) 经济数据超预期，关注持续性和结构修复情况；

债市最新观点：

9月数据落地，全面超预期，政策支持起决定性作用。第一，工增、基建、制造业投资是政策稳增长最重要抓手；第二，工增、地产、消费和就业结构变化亦体现政策支持。

微观主体内生动能偏弱，经济难言高枕无忧。疫情反复和地产颓势仍然是经济的最大困扰，疫情影响下就业和微观主体收入难言回暖，终端需求受到抑制；商品房销售增速虽然上行，但季末效应和政府采购是主导，居民购买力不足，企业现金流压力较大，且预期保持悲观，地产投资修复长路漫漫。

对于未来，增量政策仍然是经济和社融修复的核心决定因素。10月增量政策落地后，关注接续情况，直接决定了未来基本面走势和结构修复状况。我们预计利率走势还不会完全脱离区间震荡的格局，按照现有政策行为和内外因素评估，1年期MLF仍然是目前十年国债较为有效的一个上限参考，区间下限预计高于前期低点。

风险提示：疫情扩散超预期，财政退坡超预期，经济复苏不及预期

作者

孙彬彬 分析师
SAC执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 联系人
suixiuping@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：巴塞尔协议将落地，银行二永债怎么看？ - 信用市场周报（2022-10-23）》 2022-10-23
- 2 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报（2022-10-23）》 2022-10-23
- 3 《固定收益：城投债：各等级利差整体下行 - 城投债利差动态跟踪（2022-10-21）》 2022-10-23

内容目录

1. 工增大超预期，经济大省发力、重点行业发挥带头作用	3
2. 政策支持基建和制造业高增	3
3. 季末冲量和政府购房提振销售，新开工和拿地维持颓势	3
4. 失业反季节性上行，社零回落、收入低迷	3
5. 经济数据超预期，关注持续性和结构修复情况.....	4

1. 工增大超预期，经济大省发力、重点行业发挥带头作用

三季度 GDP 同比 3.9%，9 月规模以上工业增加值同比 6.3%，非季调环比 10.5%，大超市场预期和季节性平均水平。具体来看，采矿业同比 7.2%（上升 1.9%），制造业增长 6.4%（上升 3.3%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 2.9%（回落 10.7%）。

分行业观察，8 月份 41 个大类行业中有 32 个行业增加值保持同比增长（上月 24 个）。公布数据的 20 个行业中，仅电热供应、汽车制造和饮品制造业下行；此外，黑色加工、化工制造、医药、非金属、计算机和通信制造等行业上升较多。

9 月主要经济大省发力明显，重点行业起带头作用。9 月份，主要经济大省广东、江苏、山东和浙江、以及前期受限电影响的川渝地区工增明显加快；电子需求和基建投资带动相关产业工增快速提升。

2. 政策支持基建和制造业高增

9 月固定资产投资、基建、房地产、制造业投资累计同比分别为 5.9%、11.2%、-8.0%、10.1%，当月同比为 6.7%、16.3%、-12.1%、10.7%，分别比上月变化 0.1、0.9、1.7、0.1 个百分点。

具体来看，9 月基建和制造业投资继续维持高增长，地产投资小幅回升，但依旧不容乐观。8 月下旬 3000 亿元以上政策性金融工具追加¹、政策狠抓落实，基建投资增速进一步上行；9 月 2000 亿元设备更新改造再贷款²和前期出台的结构性货币政策发力³、叠加税费缓缴⁴和补贴政策落实，支撑制造业投资增速高增。

3. 季末冲量和政府购房提振销售，新开工和拿地维持颓势

9 月地产投资累计同比-8.0%，当月同比-12.1%（上月-13.8%），环比继续低于季节性。

具体来看，销售、新开工、施工、竣工面积累计同比分别-22.2%、-38%、-5.3%、-19.9%，当月同比-16.2%、-44.4%、-43.2%、-6%，相对 8 月分别变化 6.4、1.3、4.6、-3.5 个百分点。

季末冲量和政府购房提振销售，新开工和拿地维持颓势。又到季末月，房企冲业绩、以价换量，叠加地方政府回购住房支撑 9 月销售回升；保交楼政策对施工和竣工支撑效果依旧有限；新开工小幅回升、但拿地增速继续下探，地产走势难言回升。展望未来，一方面保交楼亟待落实，另一方面地产政策存在进一步调整的可能，以支撑居民购房、房企融资。当然，地产走势的核心仍然是微观主体的现金流和信心约束，关注货币化支持工具落地情况。

4. 失业反季节性上行，社零回落、收入低迷

9 月城镇调查失业率上行 0.2 个百分点至 5.5%，31 个大城市城镇调查失业率上行 0.4 个百分点至 5.8%，就业形势反季节性恶化。观察结构，16-24 岁人口失业率下行 0.8 个百分点至 17.9%，25-59 岁人口失业率上行 0.4 个百分点至 4.7%。

失业率上升主要受疫情影响，重点群体就业得到有力保障。根据统计局解释⁵，多地疫情散发多发对就业产生一定影响，尤其是外来农业户籍人员就业稳定性相对较低，受疫情影响更为明显。国常会多次针对青年就业难问题进行部署，青年失业率持续回落。

9 月社零当月同比 2.5%，比上月回落 2.9 个百分点，略低于市场预期。具体而言，商品零售增速回落 2.1 个百分点至 3.0%，餐饮收入增速回落 10.1 个百分点至 -1.7%。今年以来消费数据波动明显加大，主要与疫情有关，2020 年以来疫情反复导致消费季节性被打乱。

观察限额以上社零环比，与季节性水平相比，通讯器材和文化办公用品修复最为明显，烟

¹ http://www.gov.cn/xinwen/2022-08/24/content_5706689.htm

² http://www.gov.cn/xinwen/2022-09/28/content_5713466.htm

³ http://www.gov.cn/xinwen/2022-08/22/content_5706301.htm

⁴ http://www.gov.cn/xinwen/2022-09/19/content_5710558.htm

⁵ http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjzd/202210/t20221024_1889474.html

酒类和家电、服装鞋帽回落幅度较大。观察同比，分化依旧明显，背后体现政策重点支持方向，如汽车、通讯器材、办公用品等。

居民可支配收入回升，但依旧低于疫情前水平，拖累终端需求。三季度全国居民人均可支配收入回升 0.6 个百分点至 5.3%，但与疫情前水平相比依旧有较大差距。

5. 经济数据超预期，关注持续性和结构修复情况

9 月数据落地，全面超预期，政策支持起决定性作用。第一，工增、基建、制造业投资是政策稳增长最重要抓手；第二，工增、地产、消费和就业结构变化亦体现政策支持。

微观主体内生动能偏弱，经济难言高枕无忧。疫情反复和地产颓势仍然是经济的最大困扰，疫情影响下就业和微观主体收入难言回暖，终端需求受到抑制；商品房销售增速虽然上行，但季末效应和政府采购是主导，居民购买力不足，企业现金流压力较大，且预期保持悲观，地产投资修复长路漫漫。

对于未来，增量政策仍然是经济和社融修复的核心决定因素。10 月增量政策落地后，关注接续情况，直接决定了未来基本面走势和结构修复状况。我们预计利率走势还不会完全脱离区间震荡的格局，按照现有政策行为和内外因素评估，1 年期 MLF 仍然是目前十年国债较为有效的一个上限参考，区间下限预计高于前期低点。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com