

疫情影响减弱叠加稳增长政策全面发力，三季度 GDP 增速明显回升

——2022 年 9 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局公布的数据，三季度 GDP 同比增长 3.9%，二季度增速为 0.4%，前三季度 GDP 累计同比增速为 3.0%；9 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.3%，前值为 4.2%；9 月社会消费品零售总额同比增长 2.5%，前值为 5.4%；1-9 月全国固定资产投资同比增长 5.9%，前值为 5.8%。

基本观点：三季度疫情影响减弱、稳增长政策发力显效，宏观经济转入回稳向上过程，GDP 增速略超市场预期。受需求回升、疫情制约消退等因素影响，三季度工业生产较二季度明显改善，9 月工业增加值增速大幅上行。三季度社零同比由负转正，但当前消费偏弱特征依然明显。三季度固定资产投资增速进一步加快，其中，基建投资保持两位数高增，制造业投资韧性较强，有效对冲了房地产投资下滑带来的影响。

整体上看，三季度经济回升明显，但距离常态增长水平还有一定差距。四季度宏观政策将保持稳增长取向，但会更加注重内外平衡，货币政策降息降准的可能性下降，以支持基建投资提速为代表的财政政策在引领经济回升过程中将发挥更加重要的作用。我们预计四季度 GDP 增速有望达到 4.5%至 5.0%，将进一步向常态增长水平靠拢，重点关注房地产政策调整下楼市能否在年底前后实现趋势性回暖，以及外需走弱可能对宏观经济运行带来的影响。

具体解读如下：

一、GDP 增速：三季度 GDP 同比增速达到 3.9%，较上季度大幅回升 3.5 个百分点，略高于市场普遍预期，主要源于当季疫情影响减弱，稳定经济大盘一揽子政策及接续政策发力显效，带动经济转入较为稳定的回升过程。

三季度 GDP 同比增速达到 3.9%，较上季度大幅回升 3.5 个百分点，高于市场普遍预期。主要源于当季疫情影响减弱，稳定经济大盘一揽子政策及接续政策发力显效，带动经济转入较为稳定的回升过程。

从三驾马车来看，据我们测算，三季度消费对 GDP 的拉动力达到 1.2 个百分点，较上季度加快 2 个百分点。这主要与疫情对居民商品和服务消费的场景限制减弱，三季度就业形势好转增强居民消费信心，以及以汽车购置税减半为代表的促消费政策效应逐步显现有关。

三季度投资对 GDP 增长的拉动力为 0.9 个百分点，较上季度加快 0.6 个百分点。扩投资是三季度稳住经济大盘政策的主要发力点，其中基建投资持续提速，制造业和社会领域投资保持两位数高增，有效抵消了房地产投资下滑的影响，三季度固定资产投资对经济增长的拉动力增强。

三季度净出口对 GDP 增长的拉动力达到 1.8 个百分点，较上季度加快 0.8 个百分点，拉动力在较高水平基础上进一步提升。这主要与三季度我国出口持续保持较快增长势头，贸易顺差创历史新高有关，意味着疫情后期“中国制造”优势依然明显，汽车出口等正在成为新的增长点。

需要指出的是，三季度 GDP 同比增长 3.9%，这一增速距 5.5% 左右的正常增长水平还有一段距离，加之四季度美欧经济衰退阴影渐浓，外需对国内经济增长的拉动力趋于弱化，因此，短期内宏观政策仍将保持稳增长取向，其中提振内需是关键。

我们判断，四季度消费将进一步修复，并逐步向拉动经济增长的主动力回归，基建投资将保持两位数高增，房地产投资拖累效应趋于缓和。综合以上，预计四季度宏观经济有望延续回升势头，GDP 同比增速将升至 4.5% 至 5.0% 左右，进一步向常态增长水平靠拢。这也有助于继续夯实稳就业基础。

二、受基数下沉、疫情和高温限电影响减退，以及稳增长政策发力带动基建投资提速等因素影响，9 月工业增加值增速录得超预期表现。整体看，今年以来工业生产表现出较强韧性，三季度工业生产较二季度明显改善。

9 月工业增加值同比增长 6.3%，增速较上月加快 2.1 个百分点，表现超出预期。这与 9 月官方制造业 PMI 生产指数环比上扬 1.7 个百分点至 51.5%，带动制造业 PMI 指数重回扩张区间，以及当月高炉开工率、生铁日均产量、PTA 产业链负荷率等均边际上行，与上年同期读数间的缺口收敛等高频数据表现相一致。我们认为，9 月工业生产加速主要受到三方面因素提振：一是国内疫情好转，高温限电影响退去，工业生产受到的干扰减弱；二是稳增长政策加码发力带动基建投资提速，有效对冲了房地产投资下滑对固定资产投资的下拉作用，提振相关工业品需求；三是去年同期基数下沉对 9 月工业生产同比表现也起到推升作用。

今年以来，除 4-5 月份因上海、吉林等汽车重镇疫情封控而导致工业生产受挫外，其他月份工业生产表现韧性较强。自 6 月疫情好转、封控措施撤回后，工业生产增速即现明显反弹。7-8 月份，受疫情反复、局部地区高温限电影响，工业生产修复斜率放缓，但修复的大方向并未发生改变，9 月随扰动因素减弱，工业增加值增速录得超预期表现。整体上看，三季度工业生产较二季度有明显改善。

在地产投资下行、消费修复缓慢背景下，哪些因素支撑工业生产韧性？我们认为，主要有以下四个方面：一是我国较强的工业基础和相对完备的产业链，使得工业生产具备在经历短期扰动后可以快速恢

复的能力，这在汽车生产方面体现的尤为明显；二是稳增长政策从供需两端发力，供给端在财税、金融等方面不断加大对工业企业扶持力度，在帮助企业维持经营的同时，也有利于稳定企业预期，需求端政策支持下，基建投资不断提速、制造业投资保持高增、汽车消费明显发力等，对工业生产也有提振；三是尽管近两个月，在全球经济放缓拖累外需影响下，我国出口有所减速，但整体上继续保持较快增长，对工业生产仍有拉动；四是工业增加值统计的是规模以上工业企业，而受终端消费修复偏缓影响较大的多为处于产业链中下游的中小企业，从PMI分项数据表现来看，当前大中企业经营状况要明显好于小型企业，因此，偏强的工业增加值数据可能存在对整体工业生产强度的高估。

展望四季度，在疫情不发生大规模反弹的预期下，基建投资高增带动相关工业品需求，国内消费继续恢复，以及去年同期基数整体下沉等因素，将对工业生产起到积极的提振作用。不过，近期出口减速势头显现，且随全球经济增速放缓，四季度出口增速可能再下一个台阶，加之房地产投资仍难以摆脱负增，将压制工业生产提速空间。我们判断，四季度工业增加值将维持在6.0%左右的同比增长水平，虽较9月份边际提速的空间有限，但整体上要强于三季度，这将对四季度我国GDP增速继续向潜在增长水平回归发挥积极作用。

三、9月社零同比增速回落符合预期，但回落幅度要超出预期，折射消费修复仍然偏缓。今年以来，社零增速所反映的消费修复过程较为波折，修复力度持续弱于预期，凸显出当前我国宏观经济“生产强、消费弱”的特征。

9月社零同比增长2.5%，增速较上月放缓2.9个百分点。在上年同期基数抬升背景下，9月社零同比增速回落符合预期，但回落幅度要超出预期，折射消费修复仍然偏缓。我们注意到，尽管从确诊病例数来看，9月疫情要明显好于8月，但因疫情防控更加灵活，8月消费活动受到疫情的干扰并不大，因而疫情好转对9月社零的边际拉动作用也较为有限。这一点可体现于9月餐饮收入同比再度转负，从上月的增长8.4%大幅下滑至下降1.7%，尽管高基数提供了主要解释，但从绝对规模来看，9月餐饮收入总额与8月几乎持平，并未因疫情好转而出现较为明显的环比增长。

从限额以上不同商品零售额增速来看，9月烟酒、服装鞋帽、家电、石油制品等类别零售额同比增速下滑幅度较大。其中，家电零售额同比下降6.1%，增速较上月大幅下滑9.5个百分点，虽很大程度上受去年同期基数抬升下拉，但从绝对规模来看，9月家电零售额环比下降1.9%，显示家电消费边际确有走弱。我们认为，这一方面与前期促家电消费政策的提振效应减弱有关，另一方面也因商品房销售仍处同比负增状态，这也反映于9月家具和建筑装饰材料零售额同比分别下降7.3%和8.1%。9月石油制品类零售额同比增速较上月放缓6.9个百分点至10.2%，这主要受当月成品油价格调降影响。另外，9月汽车销

售保持高增，汽车零售额同比增长 14.2%，增速仅较上月小幅放缓 1.7 个百分点，对整体社零增速仍起到较强支撑作用。

今年以来，社零增速所反映的消费修复过程较为波折。3-5 月份，受疫情扰动影响，社零当月同比连续负增，6 月起，随疫情好转，加之汽车、家电等领域促消费政策发力见效，社零增速明显反弹。由此，三季度社零恢复同比正增，较二季度的同比负增大幅改善，这也带动消费对当季 GDP 增长的拉动作用回正，对三季度 GDP 增速回升起到正向拉动作用。不过，当前社零同比增速仍徘徊于 5% 以下的较低水平，较疫情前 8% 左右的增速还有较大差距，消费修复力度持续弱于预期，这与工业生产的较强韧性形成对比，凸显出当前我国宏观经济“生产强、消费弱”的特征。背后的主要原因在于，疫情不断反复背景下，经济基本面承压、居民收入增速下滑和居民资产负债表恶化，对居民消费能力和消费意愿造成侵蚀。这也意味着，接下来为促进消费修复，政策面需要在适度扩大消费券、消费补贴发放范围和力度，填补居民购买力缺口，刺激消费需求方面继续发力。

展望四季度，消费有望延续修复势头，这一方面源于疫情影响的减弱和促消费政策的持续加码发力，另一方面也因就业状况有望好转，这有利于稳定居民收入预期、提振居民消费信心。同时，去年同期基数下行也将对社零同比增速产生正向拉动作用。我们判断，10 月起，社零同比增速将逐级抬升，年底有望回升至 5% 以上的增长水平。这样整体来看，四季度社零同比增速有望达到 4.5%，较三季度当季 3.5% 的增速进一步回升，从而为四季度宏观经济继续向上修复夯实基础。

四、投资：三季度固定资产投资增速加快，9 月增速保持上扬势头。其中，9 月基建投资进一步提速，制造业投资展现较高韧性，受上年同期基数下行影响，9 月房地产投资降幅收窄。

1-9 月固定资产投资累计增速为 5.9%，较前值小幅加快 0.1 个百分点。其中，三季度累计增速为 5.7%，较二季度加快 1.5 个百分点。这意味着投资不仅在经济遭受疫情严重冲击时发挥了稳定经济大盘的中流砥柱作用，而且在经济回升过程中持续发力，引领作用也较为明显。据我们测算，伴随疫情对施工的扰动进一步消退、各项稳投资政策逐步发力显效，9 月当月固定资产投资同比增长 6.6%，较前值加快 0.2 个百分点，增速连续两个月回升。

从投资的三大板块来看，剧烈分化态势依然持续。首先，1-9 月基建投资（不含电力）同比为 8.6%，增速较前值加快 0.3 个百分点，连续 5 个月保持上扬势头，增速明显高于去年全年 0.4% 的增长水平；按照全口径计算，前三季度基建投资同比增速达到 11.2%，较前值加快 0.8 个百分点，增速连续 4 个月加快。据我们测算，在近期政策性开发性金融工具快速落地，银行基建配套贷款发放力度加大，以及各地重大项目开工、施工节奏加快带动下，9 月当月基建投资（不含电力）同比增速达到 10.5%，连续两个月保持

两位数增长；按照全口径计算，9月当月基建投资同比增速更是高达16.1%，连续4个月保持两位数高增。

我们预测，考虑到加发的5000多亿元专项债在10月开闸并将于月底发行完毕，以及近期监管层继续强调“央行将为实体经济提供更有力的支持，重点发力支持基建”，我们判断四季度两个口径的基建投资都将保持两位数高增状态，全年基建投资（不含电力）同比增速有望达到10%左右，宽口径基建投资增速则将达到12.0%左右（上年全年为0.2%）。这意味着今年基建投资对GDP增长的拉动作用将在1.2个百分点左右。

1-9月制造业投资同比增长10.1%，增速较前值加快0.1个百分点；据我们测算，9月当月制造业投资同比增长10.7%，增速也较前值加快0.1个百分点。应当说，在全球经济下行压力加大背景下，制造业投资增速不降反升，超出市场普遍预期。我们认为，近期央行推出设备更新改造再贷款工具，以及监管层表态“支持金融机构发放制造业等重点领域设备更新改造贷款”，或对增强制造业投资保持较强韧性发挥了重要作用。更重要的是，一段时期以来，为推动经济转型升级、着力缓解关键技术领域“卡脖子”问题，政策面对制造业投资的支持力度较强，制造业中长期贷款近两年多来持续高增。另外，疫情期间海外对“中国制造”需求较强，也对以民间投资为主的制造业投资起到了推动作用。我们预计，四季度制造业投资增速或有小幅回落，但仍将保持较高水平。

尽管受上年同期基数走低，以及9月楼市边际回暖等影响，9月商品房销售面积、销售额同比降幅均有所收窄，但当前房地产行业仍处于筑底阶段，尚未出现趋势性回升势头，加之当前部分房企信用风险还在暴露，1-9月房地产投资同比降幅有所扩大，录得-8.0%，前值为-7.4%。据我们测算，9月当月房地产投资同比为-12.1%，因上年同期基数下沉，同比降幅较前值收窄1.7个百分点，难言出现上行拐点。结合上年基数走势、近期楼市及房企施工作业情况，我们判断短期内房地产投资降幅或不会进一步扩大，但仍将处于两位数下滑局面。这意味着地产低迷仍是四季度宏观经济下行压力的主要来源。下一步以引导房贷利率下行为核心，房地产调控政策还有放松空间。我们判断，若政策调整到位，预计楼市趋势性回暖迹象最早可能在年底前后出现；2023年年中前后，房地产投资有望恢复同比正增长。

需要指出的是，今年以来社会领域投资持续保持两位数高增，1-9月同比增长13.2%，其中卫生、教育投资分别增长31.2%、8.1%，体现了弥补民生短板的政策取向。近期支持设备更新改造再贷款工具推出，也将惠及社会领域投资。我们预计，四季度社会领域投资将继续保持两位数高增局面，进而为扩投资继续发挥积极作用。

整体上看，四季度基建投资、社会领域投资将保持两位数高增，制造业投资韧性较强，将充分对冲房地产投资下滑带来的影响，我们预计四季度固定资产投资增速将进一步升8.0%左右，较上季度加快约2.3个百分点；这将带动全年固定资产投资累计增速升至7.0%，较上年加快约2个百分点。结构方面，

四季度高技术制造业、高技术服务业及新基建投资增速将继续保持明显领先水平，电力、热力及社会服务领域等民生补短板投资也将实现两位数增长。

五、就业：9月城镇调查失业率触及5.5%的控制目标水平，青年失业率有所回落但仍然较高。

9月城镇调查失业率为5.5%，较上月回升0.2个百分点，扭转了此前两个月的连续下行势头，触及年初制定的5.5%的控制目标水平。其中，9月16-24岁青年失业率升至17.9%，较前值回落0.8个百分点，毕业季后连续两个月下行，但仍处于明显偏高水平。当前失业率整体偏高，一方面表明经济运行与常态增长水平还有一定差距，另一方面显示结构性失业现象较为严重，后期就业支持政策将保持较高的连续性，其中与青年就业关联度较高的产业政策和财税政策有望成为主要发力点。

整体上看，在疫情影响减弱、稳增长政策发力显效带动下，三季度经济回升明显，但距离常态增长水平还有一定差距。四季度宏观政策将保持稳增长取向，但会更加注重内外平衡，货币政策降息降准的可能性下降，以支持基建投资提速为代表的财政政策在引领经济回升过程中将发挥更加重要的作用。我们预计四季度GDP增速有望达到4.5%至5.0%，会进一步向常态增长水平靠拢，重点关注房地产政策调整下楼市能否在年底前后实现趋势性回暖，以及外需走弱可能对宏观经济运行带来的影响。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。