

9月经济数据终于面世，各项经济读数有升有降。

9月出口同比录得5.7%，读数较上月小幅回落1.4pct；工业增加值同比录得6.3%，较上月上行2.1pct；固投同比录得6.6%，较上月回升0.1pct；社零同比录得2.5%，较上月下降2.9pct。

细拆结构之后我们发现，9月经济动能相较之前没有发生太大变化，不论是外需还是内需，整体维持平稳态势。

➤ 9月出口同比读数看似较8月下，然而出口的实际动能相对平稳

市场期待9月出口同比有所企稳，然而9月出口同比读数最终录得5.7%，较8月进一步下滑。该做何理解？

控制掉基数效应之后，9月出口同比基本持平于8月。

去年9月出口同比高于8月，2020年8月和9月出口同比基本持平，以2020年为基期，观察连续两年的复合同比，9月出口两年复合同比16.3%，甚至略高于8月（15.9%）。从这一点看，9月出口动能较8月未有显著下降。

出口产品结构显示9月出口动能没有太大变化。

9月出口中，下降较快的是耐用消费品，家具家电和消费电子尤甚。年初地产后周期商品（家具家电、陶瓷制品）出口同比处在0附近，目前已经下降至9月的-12.4%，拖累总出口同比1个百分点。手机出口数量同比较上月继续走弱2.7个百分点；电脑出口同比-12.6%，跌至疫后最低值。

与之相对应的是9月中国对欧美出口下降较快，毕竟欧美经济体是中国耐用消费品出口的主要承接国。耐用消费品出口下降，逻辑延续了8月出口趋势，**在市场预期之内，预计出口同比下降不会给市场带来太大扰动。**

二季度以来支撑中国出口的工业用品与汽车产业链，9月表现依然强劲。

成品油出口继续高景气，同比增长131.4%。汽车与零部件出口同比42.1%，攀升至今年最高点。2年复合同口径下，9月通用机械出口同比基本持平8月。国别层面出口结构可做同步印证，9月中国对东盟出口同比增长至29.5%，是疫情以来仅次于今年7月的次高值。

➤ 三季度国内总需求仍处于偏平稳状态，尤其消费目前偏稳健

三季度GDP增速读数为3.9%，较二季度的0.4%有明显修复，毕竟二季度受到华东疫情扰动较大。

三季度国内需求的逻辑依然非常清晰，主线是基建强劲，地产磨底，消费大体平稳；扰动项主要来自于高温限电。8月高温导致局部限电，经济运行因此受到负向冲击，好在9月限电影响逐步消退。

这样的经济组合之下，我们首先看到了固定资产投资数据变化不大，9月改善明显的经济数据是工业增加值。9月工增同比6.3%，较8月提高2.1pct。去年9月能耗双控影响较大，客观上也为今年9月工增改善贡献了部分基数效应。展望四季度，生产低基数效应仍将存在，工增同比不会太差。

9月社零同比看似下降较多，实则消费动能仍在。8月社零同比高增主因去年同期基数较高，因此9月社零同比看似下滑较快。剔除8月基数效应之后，今年7-9月份社零增速基本围绕2.5%这一位置波动，可以说三季度消费相对平稳。

➤ 当下宏观环境中重要的是流动性变量

首先我们估测四季度出口同比或仍在5%，经济增长动能整体偏韧性。增长动能整体偏韧性情况下，当下重要的是流动性环境。流动性的第一个关键变量看社融，取决于地产能否企稳回升；第二关键变量看汇率，取决于美元指数、出口数据以及扩内需政策。

➤ **风险提示：**地产政策不及预期；疫情发展超预期；海外地缘政治风险超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谢文迪

执业证书：S0100522060001

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

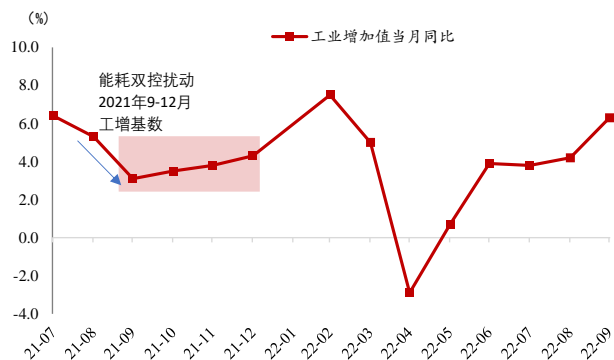
电话：17342022779

邮箱：youyong@mszq.com

相关研究

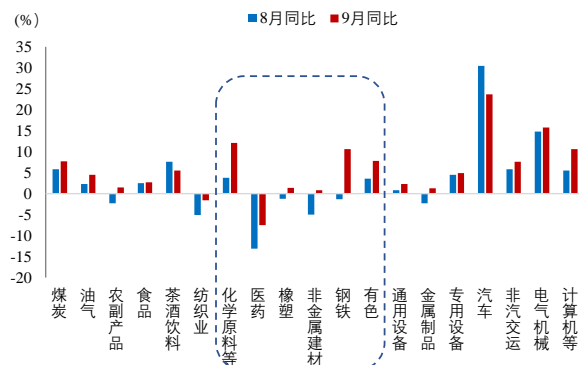
- 1.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23
- 2.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20
- 3.宏观专题研究：专项债提前下达的五问五答-2022/10/19
- 4.二十大报告点评：二十大报告的五个关键词-2022/10/16
- 5.全球大类资产跟踪周报：国内资产止跌回升-2022/10/16

图1：工增同比抬升受益于去年9-12月低基数



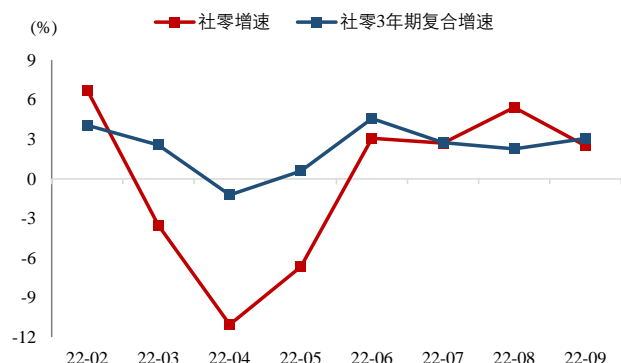
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：原材料工业生产恢复贡献8成工增同比增长



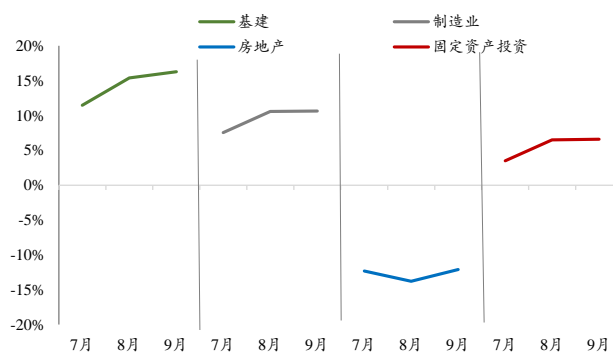
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：居民消费弱平稳运行



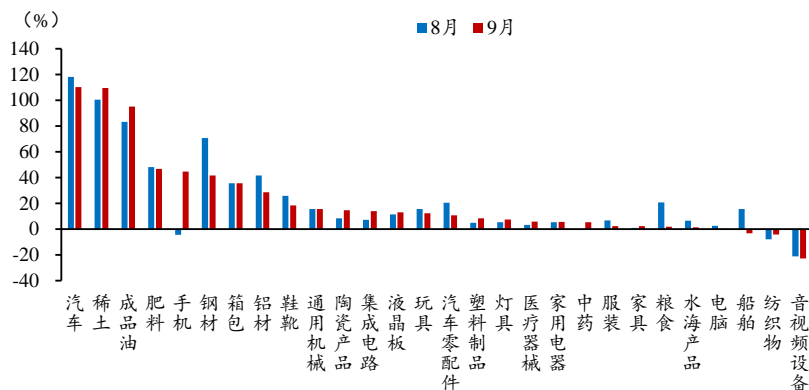
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：9月投资增速总量和结构与8月相差无几



资料来源：wind，民生证券研究院；注：均指同比增速。

图5：8月和9月重点商品出口同比（单位：%）



资料来源：海关总署，民生证券研究院。注：读数为两年复合同比

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026