

2022年三季度中国经济数据点评

更多稳地产政策值得期待

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

2022年10月24日，国家统计局公布2022年3季度GDP和2022年9月主要经济数据。

平安观点：

- 三季度中国实际GDP同比3.9%，略高于市场预期值3.7%。主要行业中，除农林牧渔业和金融业外，其它行业的三季度GDP同比均较前值回升。其中，建筑业和房地产业的GDP同比差距大，可能源于三季度基建实物工作量加快形成，但房地产行业仍处缓慢恢复中。预计四季度中国实际GDP同比在4.0%左右，全年实际GDP同比在3.3%左右。
- 工业生产较快回升，但产销率反季节性下降。在低基数、极端高温天气和部分地区工业企业限电影响减弱、主要经济大省形成有力支撑等多重因素的推动下，9月工业增加值上升至同比6.3%，创2022年3月以来新高。不过因终端需求放缓，工业产销率从前值97.4%反季节性回落至96.9%，9月工业企业产成品库存同比或将上升。
- 固定资产投资当月同比，从前值6.4%小幅回升到9月的6.5%。全口径基建投资增速高位回升，受第二批政策性开发性金融工具和配套融资的影响较大。展望四季度基建投资同比走势如何，取决于政策性开发性金融工具补充资本金后，配套融资能否得到满足。房地产相关数据多数好转，但房地产行业企稳，还需要更多的政策支持：第一，房地产企业资金来源并未趋势性好转；第二，保交楼仍需付出艰苦卓绝的努力；第三，商品房销售能否持续改善还有待观察。制造业投资当月同比小幅回升，我们认为四季度制造业投资有望维持高景气，不过2023年或面临出口下行和产能利用率较低的压制。值得关注的是，占固定资产投资1/4的其它投资，投资当月同比从8月的8.7%下滑至5.3%，拖累整体的固定资产投资。
- 疫情拖累消费恢复。2022年9月社会消费品零售总额同比2.5%，较8月的5.4%明显走弱，疫情是主要抑制因素。分行业看，多数行业9月的限额以上企业零售总额同比，较8月的出现回落。其中，因交房延期，建筑及装潢材料类、家具类和电器音像器材类等地产后周期消费9月的限额以上企业零售同比靠后。
- 更多稳地产政策值得期待。我们四季度认为出台大规模经济刺激政策的概率不大，更多是推动已出台政策落地实施。不过更多稳地产政策或许值得期待。房地产业尽快形成良性循环，对实现高质量发展、增进民生福祉都具有积极意义，也是实现“中国式现代化”应有之义。

一、多数行业三季度 GDP 同比回升

2022年三季度中国实际 GDP 同比 3.9%，略高于 Wind 统计的市场预期值 3.7%。分三大产业看，第一产业 GDP 同比从二季度的 4.4% 降至 3.4%，第二、三产业 GDP 同比分别从二季度的 0.9%、-0.4% 回升至 5.2% 和 3.2%。主要行业中，除农林牧渔业和金融业内，其它行业的三季度 GDP 同比均较前值回升。

值得注意的是，建筑业 GDP 同比从二季度的 3.6% 提高至 7.8%，三季度增速在主要行业中仅次于信息传输、软件和信息技术服务业的 7.9%；房地产业 GDP 同比从二季度的 -7.0% 回升至 -4.2%，虽有回升但在主要行业中仍是最低的。建筑业和房地产业的 GDP 同比差距大，可能源于三季度基建实物工作量加快形成，但房地产行业仍处缓慢恢复中。

图表1 除金融业内和房地产业外，其它行业的三季度 GDP 同比均较二季度回升

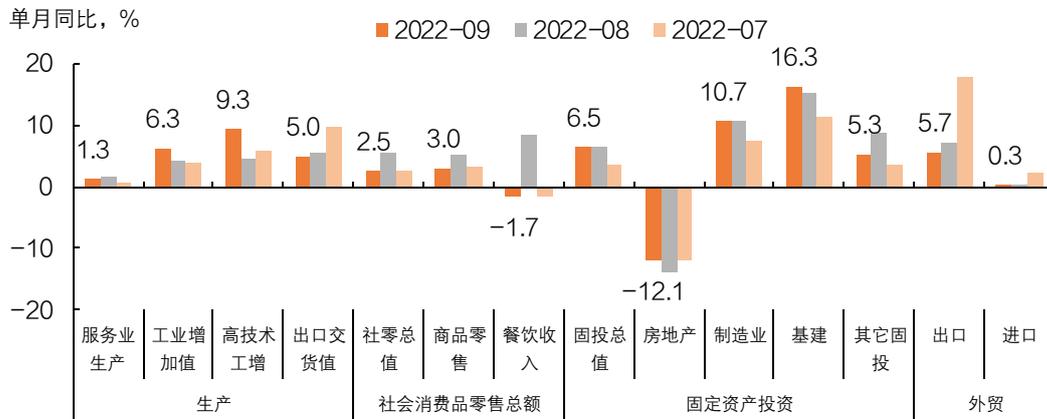


资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们预计四季度中国实际 GDP 同比在 4.0% 左右，全年实际 GDP 同比在 3.3% 左右。四季度拖累中国经济的因素主要有两个：一是高基数拖累 GDP 同比读数。2021 年四季度能耗双控、房地产调控等政策陆续纠偏，GDP 环比高于季节性均值 1.1 个百分点，这或将拖累今年四季度的 GDP 同比；二是四季度中国出口放缓的压力可能突显，对经济的支撑减弱，这从 9 月外贸数据中即可窥见一斑。有望推动四季度 GDP 同比和三季度持平的因素：一是尽管房地产行业修复缓慢，但对经济拖累最大的时候或已过去；二是基建实物工作量和消费都有恢复的动力。不过，冬季来临疫情散发可能对基建施工和消费恢复形成扰动。

从 9 月主要经济指标的同比看，疫情对中国经济仍有明显拖累。服务业和消费受疫情的冲击相对较大，9 月服务业生产指数当月同比从前值 1.8% 下降至 1.3%，社会消费品零售总额当月同比从前值 5.4% 下降至 2.5%。9 月出口延续回落趋势，固定资产投资是当前中国经济的最主要支撑，加快基建实物工作量形成、推动房地产行业企稳、释放制造业设备更新需求，对稳定四季度中国经济具有重要意义。

图2 和上月相比，2022年9月主要经济指标走势分化，服务业生产指数和社会消费品同比受疫情冲击而回落



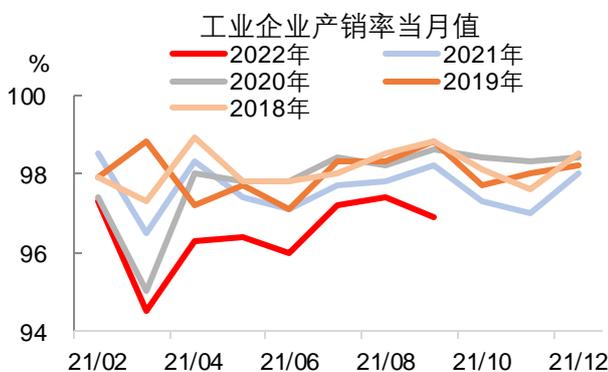
资料来源: Wind,平安证券研究所

二、工业生产较快回升，但产销率反季节性下降

9月工业增加值同比6.3%，前值为4.2%，创2022年3月以来新高。季调后的9月工业增加值环比0.84%，高于2018年、2019年和2021年同期的均值0.43%。不过因9月终端需求放缓（出口和消费同比走弱，固定资产投资同比小幅回升0.1个百分点），9月工业产销率从前值97.4%反季节性回落至96.9%，而过去四年同期均环比回升。**据此推断，9月工业企业成品库存同比或将上升。**

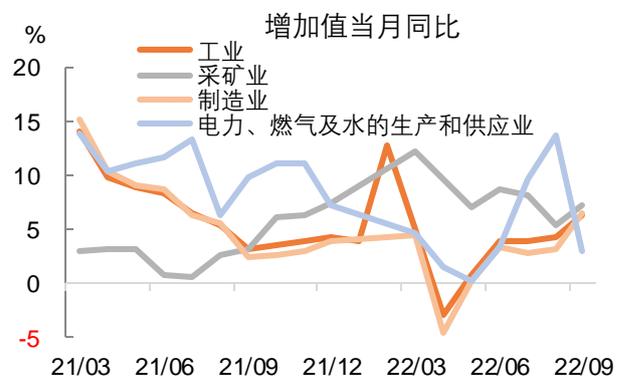
多因素推动9月工业生产较快回升：一是，去年同期低基数推升今年9月的同比读数。2021年9月工业增加值环比（非季调）为8.3%，低于前三年同期的均值0.9个百分点；二是，极端高温天气和部分地区高温限电对工业生产的影响减弱。如四川和重庆的工业增加值同比从8月的-11.0%、-18.2%快速回升至5.6%、13.1%。这也体现在工业三大门类增加值同比走势的分化上，采矿业和制造业的增加值当月同比分别从8月的5.3%和3.1%，提高至9月的7.2%和6.4%，而电力、燃气及水的生产和供应业增加值当月同比从13.6%大幅回落至2.9%；三是，经济大省形成有力支撑。今年8月中旬召开经济大省主要负责人经济形势座谈会，要求在经济稳定恢复中承担经济大省应有责任。国家统计局数据显示，在全国较上月加快的2.1个百分点中，主要经济大省广东、江苏、山东和浙江，以及四川和重庆这六个省市，合计贡献1.9个百分点。

图3 今年9月工业产销率出现反季节性回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

图4 2022年9月三大门类工业增加值同比走势分化



资料来源: Wind,平安证券研究所

三、基建投资增速高位回升，更多稳地产政策值得期待

固定资产投资当月同比，从前值 6.4% 小幅回升到 9 月的 6.5%。全口径基建、制造业和房地产这三大分项，投资当月同比分别从 8 月的 15.4%、10.6% 和 -13.8%，回升到 9 月的 16.3%、10.7% 和 -12.1%。总体的固定资产投资当月同比仅回升 0.1 个百分点，主要是因固定资产投资中占比约为 1/4 的其它分项（包括卫生和社会工作，信息传输、软件和信息技术服务业，公共管理、社会保障和社会组织等 12 个行业），投资当月同比从 8 月的 8.7% 下滑至 5.3%。其中，社会领域的三大行业，即卫生和社会工作、教育、文体娱乐业的投资当月同比 9 月均回落。

全口径基建投资增速高位回升。三大分项中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资当月同比从前值 14.4% 提高至 34.2%，交通运输、仓储和邮政业投资当月同比从前值 9.3% 提高至 13.2%，水利、环境和公共设施管理业投资当月同比从 21.2% 下滑至 11.6%。目前基建投资采用财务支出法核算，9 月基建投资高增长同第二批政策性开发性金融工具和配套贷款的发放相关（体现为 9 月委托贷款和企业中长期贷款同比高增）。

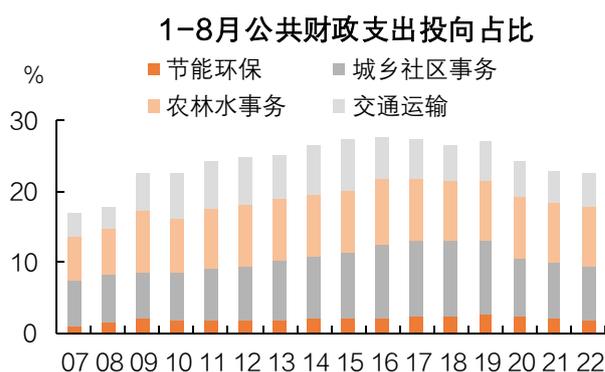
展望四季度，我们认为基建投资同比走势如何，取决于政策性开发性金融工具补充资本金后，配套融资能否得到满足。今年一般公共财政支出对基建的支持力度有限，导致部分基建项目资本金不足，专项债贡献主要增量资金来源。两批政策性开发性金融工具投放后（实际投放规模已达 7300 亿），将对基建项目资本金形成有效补充。不过，由于前期拨付较快，四季度专项债对基建的支持力度或将减弱，配套融资尤其是银行贷款将决定基建投资同比的走势。

图表5 2022年9月全口径基建投资同比高位回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

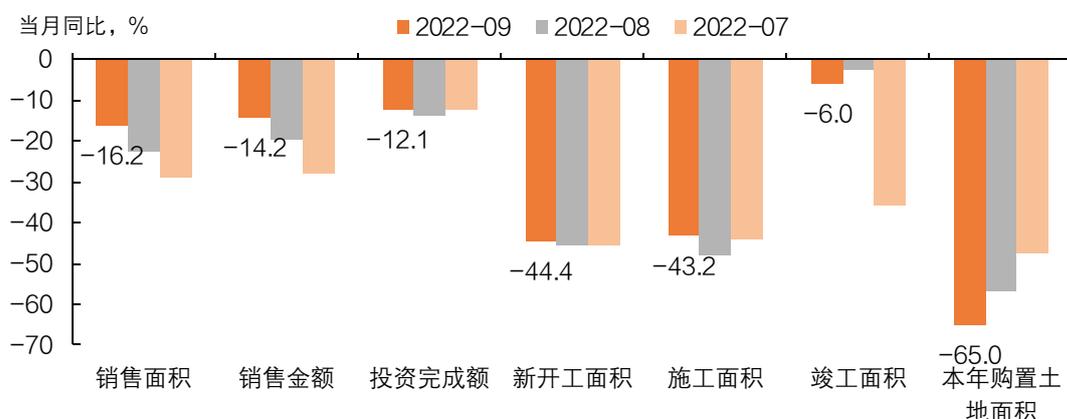
图表6 今年前8个月公共财政对基建的支持力度有限



资料来源: Wind, 平安证券研究所

房地产相关数据多数好转。销售方面，商品房销售面积和金额的当月同比分别从 8 月的 -22.6% 和 -19.9%，提高至 9 月的 -16.2% 和 -14.2%。投资方面，房地产投资完成额、新开工面积、施工面积的当月同比分别从 8 月的 -13.8%、-45.7% 和 -47.8%，回升至 -12.1%、-44.4% 和 -43.2%。不过，竣工面积和本年购置土地面积的当月同比，分别从 8 月的 -2.5% 和 -56.6%，下滑至 -6.0% 和 -65.0%。9 月房地产相关数据多数好转，一是因去年的低基数，二是和各项促销售、保交楼等政策有关。

图7 和上月相比，2022年9月房地产相关指标的当月同比出现改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

不过展望未来，我们认为房地产行业企稳，还需要更多的政策支持：

第一，房地产企业资金来源并未趋势性好转。9月房地产开发资金来源同比-21.3%，较前值-21.7%仅小幅回升，且主要由定金及预收款带动（当月同比从-26.0%回升到-18.7%）。国内贷款和自筹资金的当月同比分别从上月的-17.6%和-18.4%，下滑至9月的-25.4%和-25.5%。这表明尽管政策多举措推动保交楼，但房企融资仍较为困难。

第二，保交楼仍需付出艰苦卓绝的努力。历史经验显示，12个月移动平均的房屋新开工面积同比，领先做相同处理后的房屋竣工面积同比三年左右。但2021年三季度开始，这种领先性减弱甚至消失，且两个同比的增速差最近几个月仍在走阔。这或意味着，已进入竣工交付期但实际并未完工的商品房面积仍在累积。保交楼是推动房地产行业走向良性循环的重要一环，未来可能需要出台更大力度的政策。

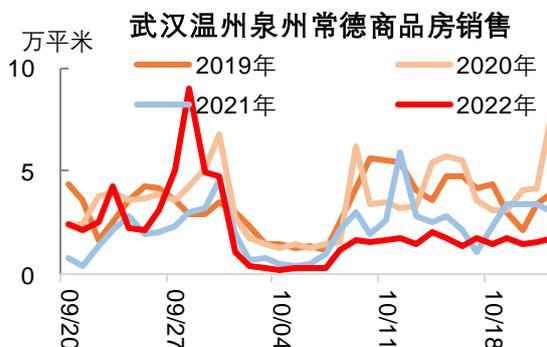
第三，商品房销售能否持续改善还有待观察。30大中城市商品房销售面积当月同比从8月的-18.7%回升至9月的-13.5%，但10月前20日销售面积同比又降至-19.1%。符合2022年年底阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限的23个城市中，武汉、温州、泉州和常德4个城市公布了每日的商品房销售面积，9月同比为-18.0%，而10月前20日同比降至-42.9%。因此，促进商品房销售恢复，或需要更多政策支持。

图8 从新开工面积对竣工面积的领先性看，保交楼还需更多政策支持



资料来源: Wind, 平安证券研究所

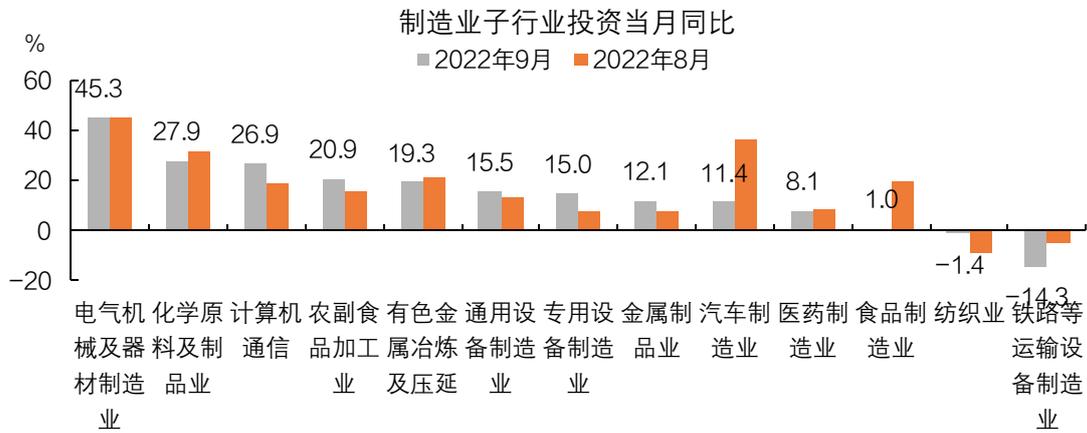
图9 武汉温州泉州常德四个城市国庆前后商品房销售面积



资料来源: Wind, 平安证券研究所

制造业投资当月同比小幅回升，延续高景气趋势。从已公布增速的 13 个子行业数据看，电气机械及器材制造业、化学原料及制品业、计算机通信设备制造业的 9 月同比增速较高。和 8 月增速相比，纺织业、计算机通信设备制造业、专用设备制造业 9 月的投资增速回升幅度较大。

图表10 已公布数据的 13 个制造业子行业，2022 年 8 月和 9 月的投资当月同比



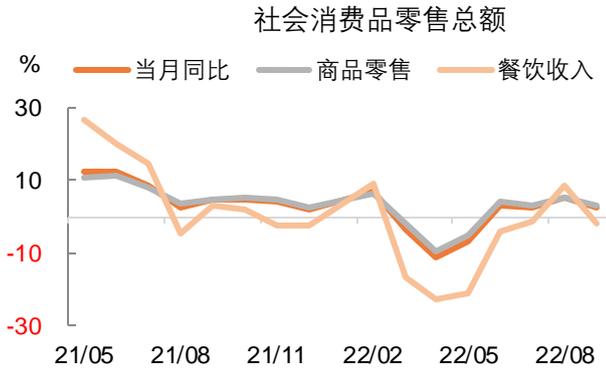
资料来源：Wind, 平安证券研究所

四季度制造业投资有望维持高景气，2023 年或面临出口下行和产能利用率较低的压制。四季度制造业投资或将受到 2000 亿元以上设备更新再贷款的支撑，低利率有望推动一部分设备更新需求提前在今年四季度释放。不过 2023 年制造业投资可能面临一定压力：一是出口大概率将走弱。今年前 8 个月（9 月制造业子行业投资增速尚未全部公布），出口高依赖度行业贡献了制造业投资增量的一半以上，出口放缓或将向相关行业的投资传导；二是当前制造业产能利用率已降至低位。今年 3 季度为 75.9%，是近年同期低点，也低于 2020 年第三季度的 77.2%。近两年制造业投资的韧性持续超预期，这会逐步形成产能，而出口放缓后，2023 年产能利用率或将进一步下移，进而抑制制造业投资。

四、疫情拖累消费恢复

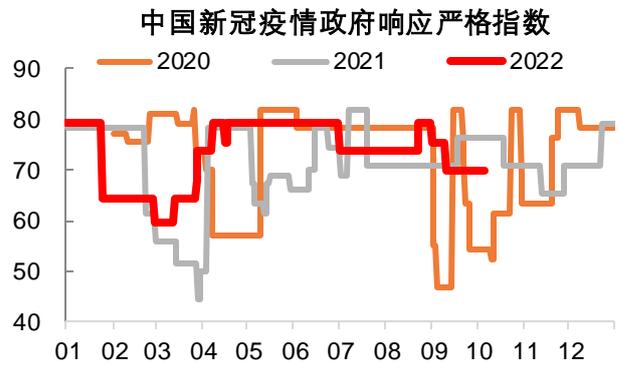
2022 年 9 月社会消费品零售总额同比 2.5%，较 8 月的 5.4% 明显走弱。分消费类型看，商品零售和餐饮收入的当月同比分别从 8 月的 5.1% 和 8.4%，下滑至 3.0% 和 -1.7%。疫情是制约 9 月国内消费恢复的重要因素，尽管 9 月新增本土确诊病例数从 8 月的 1.2 万例降至 5500 例，牛津大学公布的中国新冠肺炎政府响应严格指数月度均值也从 8 月的 75.2 降至 71.6，但因疫情持续多点扩散，以及防疫政策在执行过程中或存在层层加码，仍在拖累国内消费复苏。

图表11 9月商品零售和餐饮收入同比均回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

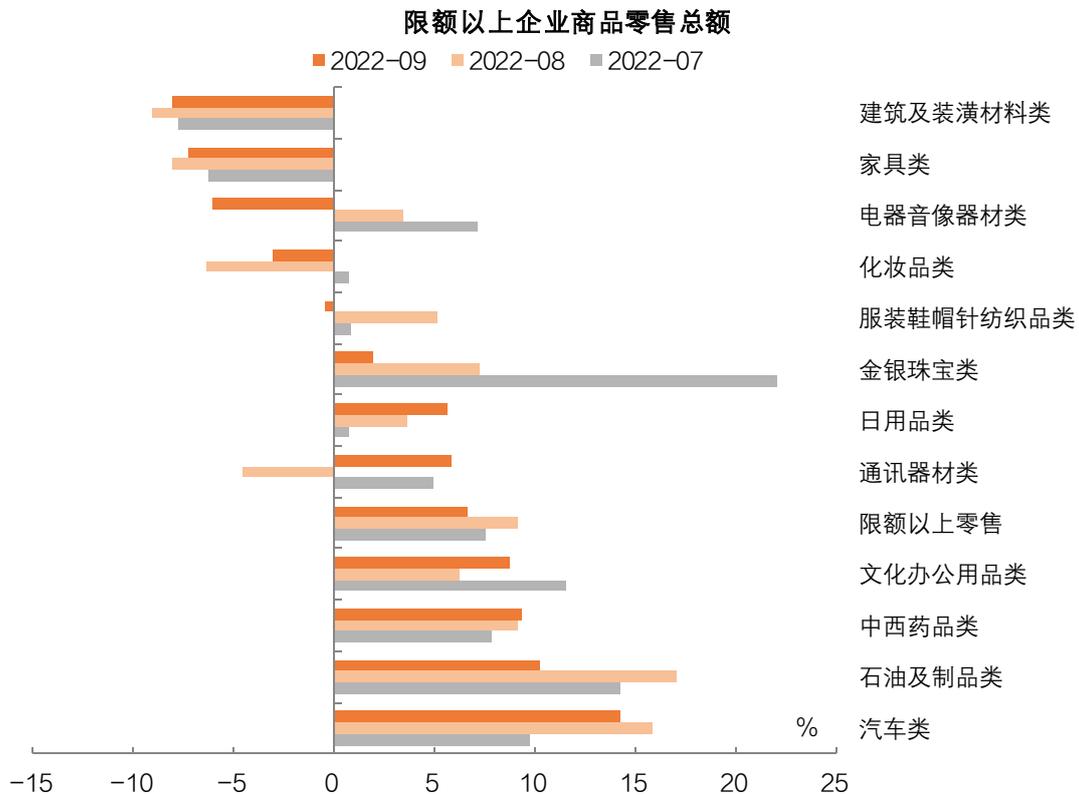
图表12 中国新冠疫情政府响应严格指数



资料来源: Wind,平安证券研究所

分行业看,多数行业9月的限额以上企业零售总额同比较8月的出现回落。9月汽车类、石油及制品类的限额以上零售总额同比靠前,汽车促消费政策的效应仍在释放。受交房延期的拖累,建筑及装潢材料类、家具类和电器音像器材类等地产后周期消费9月的限额以上企业零售同比靠后。

图表13 分行业看,汽车类、石油及制品类、中西药品类9月的限额以上零售总额同比靠前



资料来源: Wind,平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033