



外需让位于内需

——9月经济及贸易数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

生产改善超预期。9月规模以上工业增加值同比超预期，其支撑力量一方面来自去年同期的低基数效应，去年同期由于能耗双控的影响，工业生产处于低谷。另一方面此前高温限电的短期扰动减弱，采矿业及制造业同比增长提速。具体来看，9月工业生产有以下结构性特征：一是汽车制造业同比虽有回落但依然处于高位。这主要源于购置税等优惠政策支持刺激了相关消费需求，进而带动供给扩张。二是以电子为代表的新技术制造业表现不俗。国内产业链升级的趋势较为明显。三是基建提速推动相关工业行业生产加快。值得注意的是，下游制造业整体表现还是逊于中上游。这表明居民消费意愿整体还是偏弱，对下游相关的工业企业生产的拉动力不足。

消费再度回落。9月社会消费品零售总额同比增长2.5%，较上月增速回落1.9个百分点。具体来看，9月社零数据存在以下特点：一是餐饮消费因疫情散发而受到较大冲击。二是汽车消费持续发挥拉动作用。三是可选消费及地产后周期相关消费仍待提振。总体来看，国内消费恢复的节奏仍取决于疫情的发展状况。每个月社零季调后的环比增速与新增病例数呈现非常明显的反向关系。一方面，疫情增加了居民对未来经济和收入预期的不确定性，使得居民更倾向于“存钱”而非“花钱”，储蓄率和储蓄意愿不断攀升。另一方面，持续存在的防控措施也增加了居民外出活动的成本，降低了消费意愿。我们认为在短期内“动态清零”的总方针不会改变的情况下，年内消费复苏的天花板仍将较低。

房地产投资持续拖累，基建及制造业仍为支撑。1-9月固定资产投资（不含农户）累计同比5.9%，略低于市场预期。房地产市场仍处于困境之中。1-9月房地产开发投资累计同比减少8%，当月同比降幅为12.1%，景气度依旧处于低位水平。9月末房地产刺激政策再度加码，但10月高频数据表明地产销售表现仍然偏弱，未来房地产市场能否持续改善仍有待观察。制造业投资较为坚挺，可能是受到宽松的信贷环境的支撑。基建投资同比增速虽有回落但贡献仍强。后续基建仍是稳增长的重要动力，并且随着施工的推进也将拉动相关链条行业的需求。

外需温和下降。9月出口同比增速较8月下降1.4个百分点至5.7%，

符合市场预期。出口增速连续两个月下滑，反映出全球经济下行压力加大，外需走弱的趋势已经形成。对发达国家出口下降较为明显。但对东盟的出口不降反增，提升至 29.49%。我们认为其原因可能有三点：一是中国对外贸易重心正在从发达国家转向东盟等有更紧密的贸易协议的国家。二是相比于发达国家经济的快速下行，东盟国家经济未有明显回落，越南、马来西亚、印尼、泰国等主要东盟国家的制造业 PMI 稳居景气区间之上，甚至边际上升，其外需也较为稳定。三是随着中国部分生产链转移到东南亚国家，其对于中国原料及中间品的需求也在增加。

城镇失业率小幅上升。9 月城镇失业率有所上升，由上月的 5.3% 扩大到 5.5%，失业率的短期波动或受多地疫情散发的影响。不同年龄段就业人员的失业率呈分化变动，一方面，随着应届生毕业的季节性效应进一步减弱，16-24 岁人口调查失业率持续下降至 17.9%，而 25-59 岁人口则因疫情多点散发增至 4.7%。9 月外来农业户籍人员（农民工）失业率较 8 月上升了 0.5 个百分点至 5.5%，这部分人群受疫情防控的影响较大，是导致失业率上升的重要原因。

外需让位于内需。随着海外需求的逐步走弱，外需下行的大趋势难以避免，以基建投资为主要驱动力的内需则在抬升。当前内需复苏速度较为缓慢，因为疫情的不断反复及房地产市场缺乏信心是制约经济上限的两大主要因素，而这两个因素目前还没有见到向好的信号。不过乐观之处在于出口下降的速度也不快，韧性仍存，所以整体经济状况仍是趋于改善的。未来经济整体逻辑即为外需让位于内需，政策上刺激内需的导向也不会很快转向。

风险提示：1. 国内疫情不确定性。2. 国内需求仍待修复。

目录

1. 数据	5
2. 生产改善超预期	5
3. 消费再度回落	6
4. 房地产投资持续拖累，基建及制造业仍为支撑	7
5. 外需温和下降	9
6. 城镇失业率小幅上升	9
7. 外需让位于内需	10

图表目录

图表 1: 9月规模以上工业增加值同比超预期.....	5
图表 2: 社会消费品零售总额同比增速有所回落.....	6
图表 3: 消费与疫情呈现明显的反向关系.....	7
图表 4: 固定资产投资的单月同比增速略有扩张.....	8
图表 5: 出口增速继续下行.....	9
图表 6: 9月城镇失业率有所上升.....	10

1. 数据

9月工业增加值同比增长6.3%，预期4.8%，前值4.2%。

9月社会消费品零售总额同比增长2.5%，预期2.9%，前值5.4%。

1-9月固定资产投资累计同比增长5.9%，预期6.0%，前值5.8%。

9月出口（以美元计）同比增长5.7%，预期5.7%，前值7.1%。

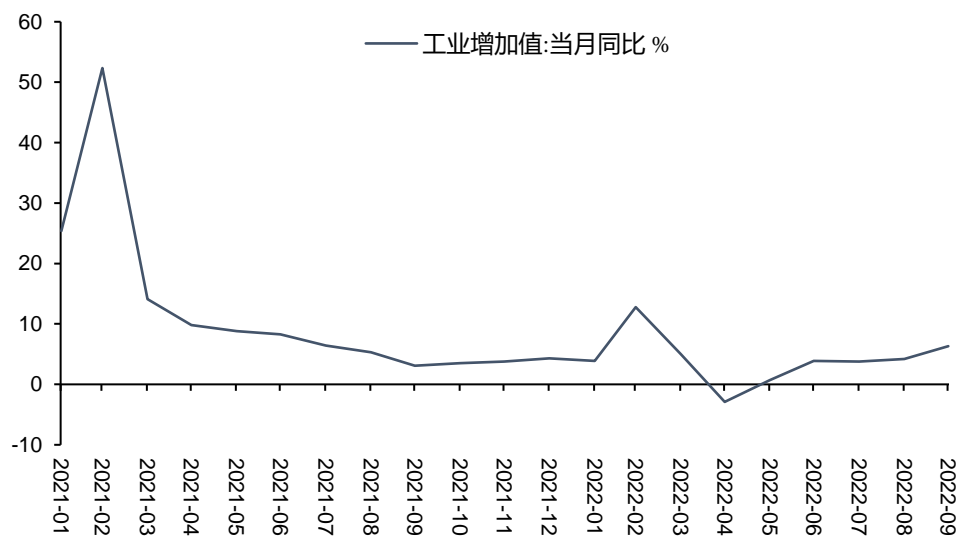
9月进口（以美元计）同比增长0.3%，预期1.1%，前值0.3%。

9月城镇调查失业率为5.5%，预期5.2%，前值5.3%。

2. 生产改善超预期

9月规模以上工业增加值同比超预期，增速较上月进一步提升2.1个百分点，达到今年以来的次高水平，环比增速为0.84%。本月同比高增的支撑力量一方面来自去年同期的低基数效应，去年同期由于能耗双控的影响，工业生产处于低谷。另一方面此前高温限电的短期扰动减弱，采矿业及制造业同比增长提速，这也是工业企业表现超预期的主要驱动。而电力、热力燃气及水的生产和供应业则因高温及限电拉动作用削弱，同比增速较上月出现大幅回落，对整体工业行业增加值形成拖累。

图表 1：9月规模以上工业增加值同比超预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体来看，9月工业生产有以下结构性特征：

一是汽车制造业同比虽有回落但依然处于高位。9月汽车制造业增加值同比达23.7%（前值30.5%），尽管受基数影响本月同比增速较上月有所放缓，但还是实现了超20%的增长，高于

同期制造业 17.3 个百分点，为今年以来的第二高位。从产量上来看，本月汽车产量同比增长 25.4%，其中新能源汽车增幅尤为明显，本月产量与去年同期相比，增长了 1.1 倍。这主要源于购置税等优惠政策支持刺激了相关消费需求，进而带动供给扩张。

二是以电子为代表的高技术制造业表现不俗。9 月高技术制造业同比增长 9.3%，与上月 4.6% 的增速相比提升了 4.7 个百分点。计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比实现 10.6% 的增长（前值 5.5%）。这反映出国内产业链升级的趋势较为明显。

三是基建提速推动相关工业行业生产加快。9 月国内基建投资提速叠加前期项目陆续落地，市场对原材料的需求有所提升，这刺激了原材料相关的工业生产加快改善。首先上游采矿业方面，9 月采矿业工业增加值同比增长 7.2%，高于整体工业增加值的同比增速，具体来看，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业在本月分别实现了 7.7%、4.5% 的同比增长，前值分别为 5.8%、2.3%。其次上游原材料开采的生产加快也传导至中下游，叠加低基数效应带动化工及金属冶炼加工的同比增速提升。化学原料及化学制品制造业、黑色/有色金属冶炼及压延加工业在 9 月各自实现 12.1%、10.6%、7.8% 的同比增长，均高于上月同比增幅。

值得注意的是，下游制造业整体表现还是逊于中上游。与中上游的同比加快改善相对，下游制造业（如农副食品加工业、纺织业等）的表现则不及前者，这表明居民消费意愿整体还是偏弱，对下游相关的工业企业生产的拉动力不足。

3. 消费再度回落

9 月社会消费品零售总额同比增长 2.5%，较上月增速回落 1.9 个百分点且低于市场预期，1-9 月社会消费品零售总额累计增速小幅涨至 0.7%。随着低基数效应减弱，8 月消费的回暖在本月并未持续。

图表 2：社会消费品零售总额同比增速有所回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体来看，9 月社零数据存在以下特点：

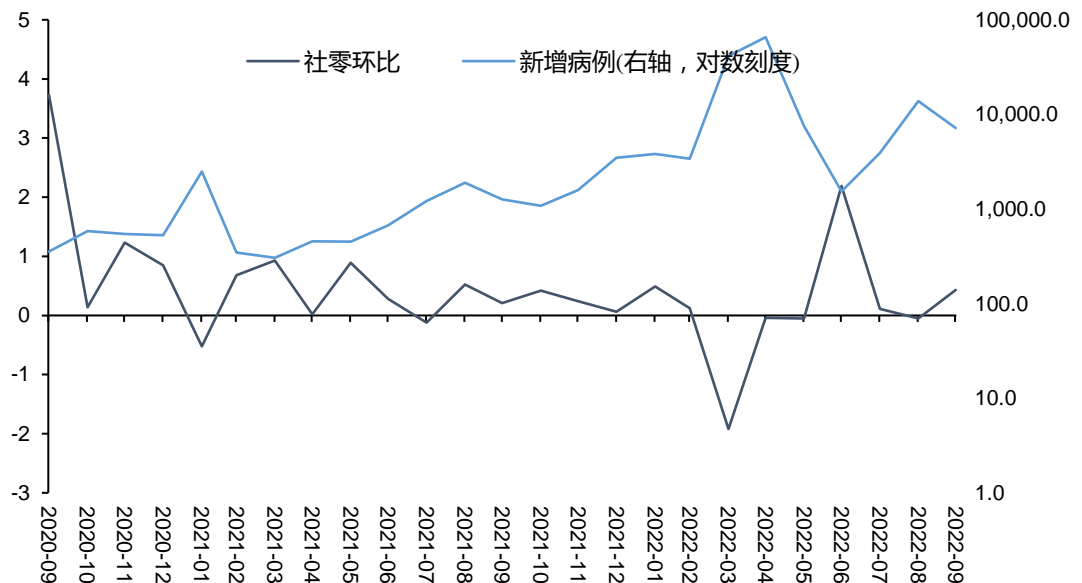
一是餐饮消费因疫情散发而受到较大冲击。9月餐饮收入同比负增，由8月份8.4%的同比增幅降至-1.7%，同比增速的下降一方面是因为8月份的低基数效应在本月有所削弱，另一方面，9月份多地疫情散发，这对线下餐饮消费造成了直接冲击，拖累整体社零数据表现。

二是汽车消费持续发挥拉动作用。本月汽车类商品零售额同比增长14.2%，维持在10%以上的高位，除汽车以外的消费品零售额则仅实现1.2%的同比增长（前值4.3%），促消费等优惠政策对汽车需求拉动明显，成为居民消费的最重要支撑。

三是可选消费及地产后周期相关消费仍待提振。本月粮油、食品类必选品的零售额同比增长8.5%（前值8.1%），韧性较强。但烟酒、服装鞋帽、化妆品类等可选类商品同比均为负增，当月同比分别为-8.8%、-0.5%、-3.1%，其中前两者的同比增速均由负转正，居民消费意愿未出现明显修复；地产后周期相关商品表现也不算亮眼，家用电器和音像器材、家具、建筑及装潢材料类商品同比分别减少6.1%、7.3%、8.1%（8月同比分别为3.4%、-8.1%、-9.1%），主要还是受地产市场的低景气度影响。

总体来看，国内消费恢复的节奏仍取决于疫情的发展状况。每个月社零季调后的环比增速与新增病例数呈现非常明显的反向关系。一方面，疫情增加了居民对未来经济和收入预期的不确定性，使得居民更倾向于“存钱”而非“花钱”，储蓄率和储蓄意愿不断攀升。另一方面，持续存在的防控措施也增加了居民外出活动的成本，降低了消费意愿。在大会之后，疫情防控的严格程度或有缓和，但我们认为对于居民消费的刺激作用也有限，因为以往经验来看，疫情防控的放松往往会伴随着新一波疫情的反弹，而在“动态清零”的总方针不变的前提下，疫情反弹又必然会导致防控政策重新趋严。所以我们认为在短期内“动态清零”的总方针不会改变的情况下，年内消费复苏的天花板仍将较低。

图表3：消费与疫情呈现明显的反向关系



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 房地产投资持续拖累，基建及制造业仍为支撑

1-9月固定资产投资（不含农户）累计同比5.9%，略低于市场预期。就单月增速而言，我们

测算 9 月当月固定资产投资的同比增速为 6.5%，略高于 8 月 6.4% 的单月同比。其中房地产开发投资拖累明显，基建与制造业则继续支撑整体投资。

图表 4：固定资产投资的单月同比增速略有扩张



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

房地产市场仍处于困境之中。1-9 月房地产开发投资累计同比减少 8%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点；根据我们的测算，其当月同比降幅则收窄至 12.1%，景气度依旧处于低位水平。后端销售面积及开工面积当月同比降幅均有所收窄，竣工面积同比降幅则有所扩大，由同比-2.5% 降至-6.0%。销售及开工方面的改善主要源于放松调控政策的效果逐步显现。9 月末房地产刺激政策再度加码，放宽部分城市首套住房贷款利率下限、退税、下调住房公积金贷款利率等政策出台，但 10 月高频数据表明地产销售表现仍然偏弱，未来房地产市场能否持续改善仍有待观察。

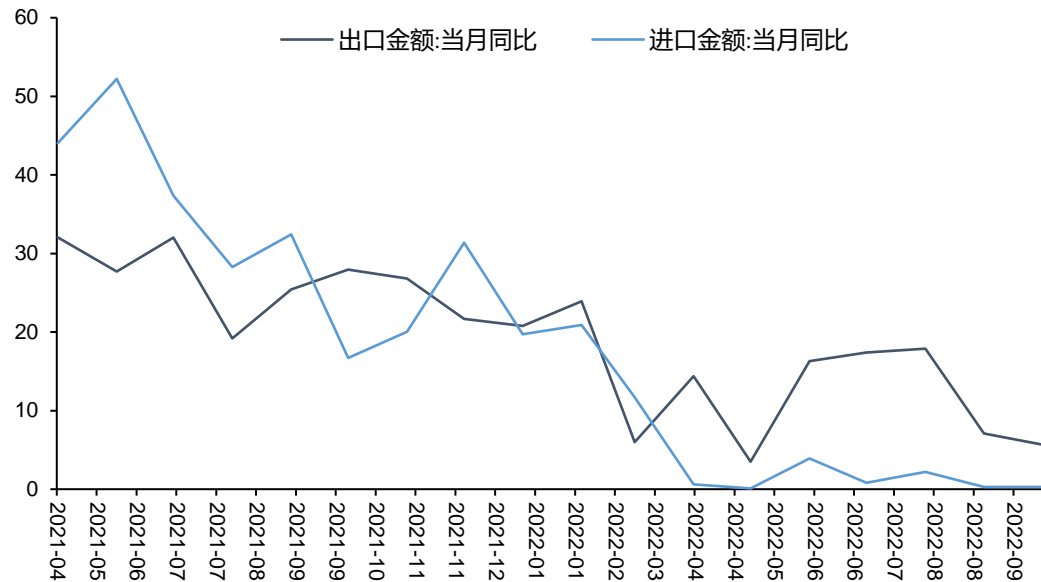
制造业投资较为坚挺。1-9 月制造业投资累计同比达 10.1%，比上月小幅提高 0.1 个百分点。我们测算的单月增速来看，9 月当月制造业投资同比由 8 月份的 10.6% 升至 10.7%，在去年同期的高基数下，本月制造业投资同比增幅依然略有扩大，可能是受到宽松的信贷环境的支撑。分行业来看，前三季度累计同比靠前的主要为电气机械和器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业等工业行业，这与国内产业结构持续优化的方向相符。

基建投资同比增速虽有回落但贡献仍强。前三季度基建投资同比实现 8.6% 的增速，水利管理及公共设施管理业为主要支撑，两者累计同比分别为 15.5%、12.8%，交通运输累计同比增速则低于整体基建投资。单月而言，9 月在去年同期基数走高的影响下，当月基建投资同比由 8 月份的 14.2% 降至 10.5%，依然维持在 10% 以上水平。现在基建项目正在加快形成实物工作量，我们认为后续基建仍是稳增长的重要动力，并且随着施工的推进也将拉动相关链条行业的需求。

5. 外需温和下降

9月出口同比增速较8月下降1.4个百分点至5.7%，符合市场预期。出口增速连续两个月下滑，反映出全球经济下行压力加大，外需走弱的趋势已经形成。

图表 5: 出口增速继续下行



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

分国别看，9月中国对发达国家出口下降较为明显，对美欧日出口增速分别为-11.56%、5.6%和5.9%。当前经济下行的压力主要在于发达国家，其需求走弱拖累了中国的出口。其中对美国出口下降尤其明显，可能与近期中美关系趋于紧张有关。对东盟的出口不降反增，提升至29.49%。我们认为其原因可能有三点：一是中国对外贸易重心正在从发达国家转向东盟等有更紧密的贸易协议的国家。二是相比于发达国家经济的快速下行，东盟国家经济未有明显回落，越南、马来西亚、印尼、泰国等主要东盟国家的制造业PMI稳居景气区间之上，甚至边际上升，其外需也较为稳定。三是随着中国部分产业链转移到东南亚国家，其对于中国原料及中间品的需求也在增加。

具体商品来看，出口结构显示出以下特点：一是服装、鞋靴、玩具等劳动密集型产品出口增速大幅下滑，反映出海外终端消费需求开始走弱。二是家具、家电、灯具等房地产后周期类商品出口持续低迷。随着海外房地产周期快速下行，相关商品的出口还将进一步下降。三是手机、集成电路出口增速有所回升，反映出电子产业链上中国保持了优势地位。

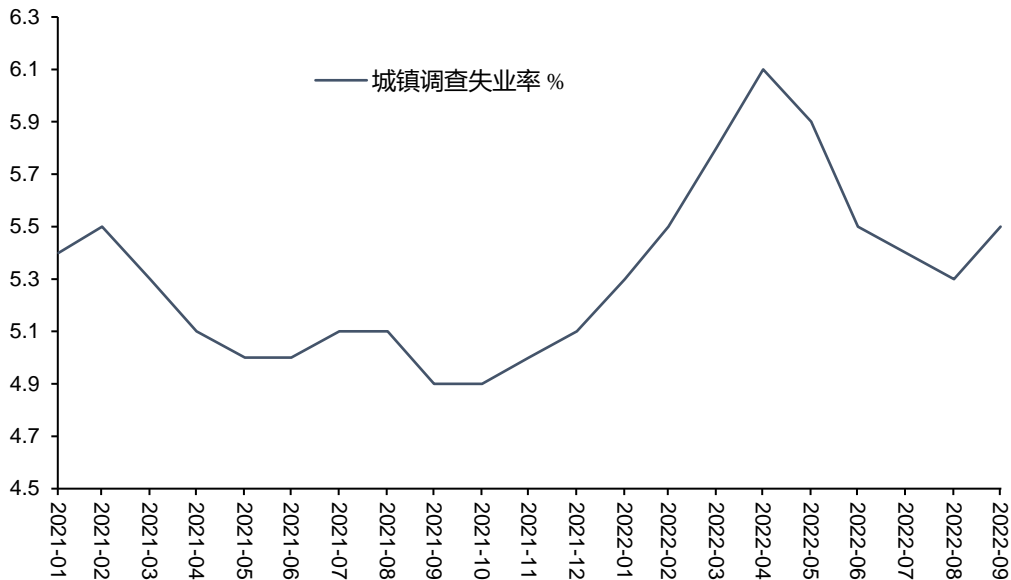
9月进口同比增速维持在0.3%，与8月相同。其正向拉动主要在于农产品，包括粮食、大豆等，可能是为了应对气候变化而提前增加储备。负面拖累主要在于各项工业品，反映出内需整体依然偏弱。

6. 城镇失业率小幅上升

9月城镇失业率有所上升，由上月的5.3%扩大到5.5%，失业率的短期波动或受多地疫情散发的影响。不同年龄段就业人员的失业率呈分化变动，一方面，随着应届生毕业的季节性效应

进一步减弱，16-24 岁人口调查失业率持续下降至 17.9%，而 25-59 岁人口则因疫情多点散发增至 4.7%。9 月外来农业户籍人员（农民工）失业率较 8 月上升了 0.5 个百分点至 5.5%，这部分人群受疫情防控的影响较大，是导致失业率上升的重要原因。

图表 6：9 月城镇失业率有所上升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

7. 外需让位于内需

随着海外需求的逐步走弱，外需下行的大趋势难以避免，持续了两年的“出口红利”即将结束。以基建投资为主要驱动力的内需则在抬升。当前内需复苏速度较为缓慢，因为疫情的不断反复及房地产市场缺乏信心是制约经济上限的两大主要因素，而这两个因素目前还没有见到向好的信号。不过乐观之处在于出口下降的速度也不快，韧性仍存，所以整体经济状况仍是趋于改善的。我们认为外需的回落和内需的回升都将是趋势性的。未来经济整体逻辑即为外需让位于内需，政策上刺激内需的导向也不会很快转向。

风险提示：1.国内疫情不确定性。2.国内需求仍待修复。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许弈	13611858673	zhouxy@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国峰	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。