

宏观

证券研究报告

2022年10月25日

迟到的经济数据

三季度国内 GDP 同比增长 3.9%。从结果来看，6 月以来中国经济“环比意义”上逐月修复，但受疫情反复的影响修复程度偏弱，整体位于正常运行区间的下沿位置，刚刚达到“同比意义”上的复苏。

从生产端的三大行业来看，三季度经济修复主要有三个特征：

一是疫情扰动以及地产下行导致服务业疲软。二是在疫情、高温限电等短期冲击过去之后，工业生产快速修复。三是稳增长政策形成实物工作量，基建带动建筑业持续走高。

从需求端来看，9 月经济数据主要有三个变化：

一是随着融资端压力逐渐缓解，地产风险最大的时候或已经过去。同时经济继续去“地产化”，基建反弹和制造业高增独立于地产下滑，固定资产投资同比连续两个月回升。

二是出口份额和产能转移给中国制造业带来的相对优势还在继续。

三是居民收入持续改善，储蓄超额增长，消费受制于场景表现偏弱，但存在修复空间。

风险提示：国内疫情形势演变，海外地缘政治冲突加剧，政策超预期

作者

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐

联系人

sunyongle@tfzq.com

相关报告

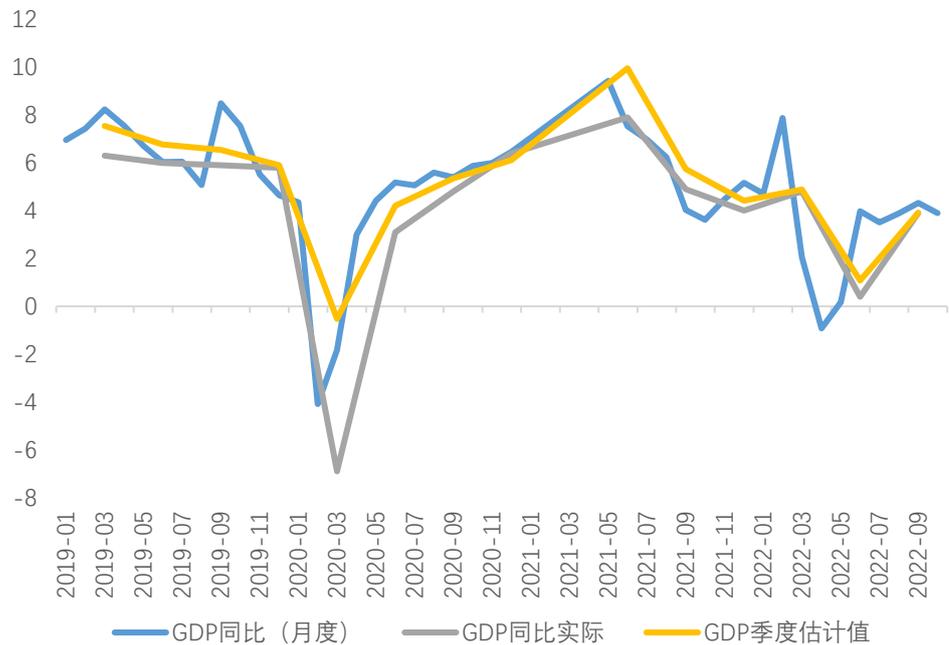
- 1 《宏观报告：地产下行的尽头：多少亿平是终点？-中国房地产市场的长期需求测算》2022-10-22
- 2 《宏观报告：风险定价-美股空头拥挤，更可能是熊市技术反弹-10月第3周资产配置报告》2022-10-20
- 3 《宏观报告：二十大报告的九个关注点》2022-10-17

根据我们构建的月度 GDP 模型，7 月和 8 月受国内疫情反复、高温限电等外部因素扰动，月度 GDP 增速为 3.5%和 3.9%，略低于 6 月的 4%；9 月工业生产修复，推动月度 GDP 增速回升至 4.3%。三季度 GDP 同比增长 3.9%（wind 一致预期 3.7%），和模型拟合结果相同。（详见《经济是复苏还是衰退？》，2022.10.03）

在 2022 年 6 月 17 日的报告《下半年经济同比增速的意义》中，我们曾预测 3 季度经济增速在保守情形下将反弹至 4.0%，保守情形对应的是存在疫情但整体相对稳定的情况，对应了经济正常运行区间的增长下限。因此从结果来看，6 月以来中国经济“环比意义”上逐月修复，但受疫情反复的影响修复程度偏弱，整体位于正常运行区间的下沿位置，刚刚达到“同比意义”上的复苏。

往后来看，我们预计受益于基数效应回落，四季度经济增速中枢与 9 月（4.3%）接近，同比增速在 4.5%左右，对应全年 GDP 增速在 3.3%-3.4%左右。

图 1：月度 GDP 能够较好拟合 GDP 同比增速走势（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

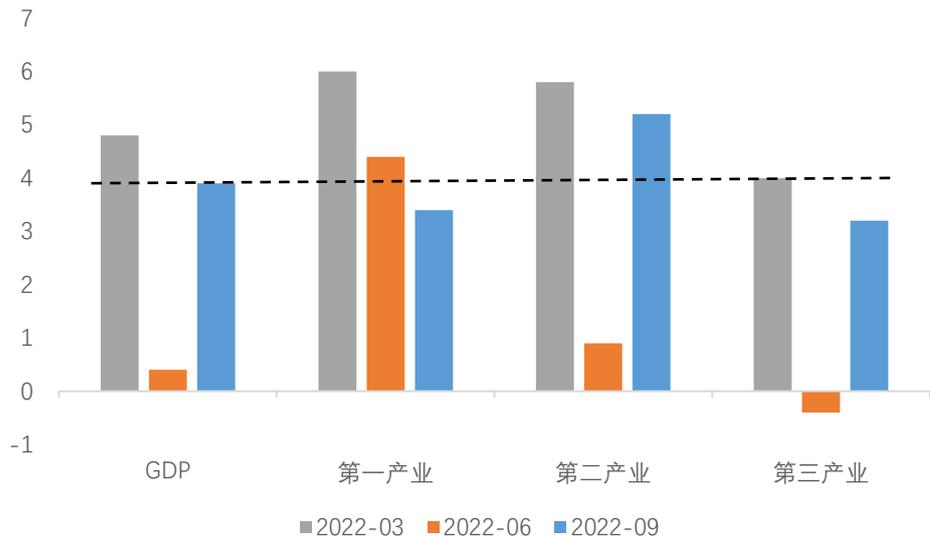
从生产端的三大行业来看，三季度经济修复主要有三个特征：

一是疫情扰动以及地产下行导致服务业疲软。第三产业同比增长 3.2%，低于 GDP 增速 0.7 个百分点。其中房地产业同比增长 -4.2%，对经济的拖累最为明显；批发零售业、交运仓储邮政业、住宿餐饮业的同比增长分别为 1.6%、2.6%和 2.8%，也低于第三产业的行业均值。我们此前也指出在实际情况中，线下消费场景受损、居民收入预期走弱等会对经济造成额外拖累，根据测算，额外因素对下半年 GDP 增速的拖累在 0.6%-1.0%左右。（详见《下半年经济同比增速的意义》，2022.06.17）

二是稳增长政策形成实物工作量，基建带动建筑业持续走高。三季度建筑业产出同比增长 7.8%，大幅高于一季度和二季度的 1.4%和 3.6%，表明基建正在加快形成实物工作量，对生产端的拉动越发明显。这也符合我们在 7 月的判断，随着制约稳增长发力的三大约束逐一扫除，三季度稳增长力度可能超预期。（详见《3 季度稳增长可能会超预期》，2022.07.12）

三是在国内疫情和夏季高温限电等短期冲击过去之后，工业生产快速修复。9 月工业增加值同比升至 6.3%（前值 4.2%），三季度 GDP 工业当季同比增长 4.6%（前值 0.4%）。

图 2：三季度各产业增速情况（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

从需求端来看, 9月经济数据主要有三个变化:

一是随着融资端压力逐渐缓解, 地产风险最大的时候或已经过去。同时经济继续去“地产化”, 基建反弹和制造业高增独立于地产下滑, 固定资产投资同比连续两个月回升。

二是出口份额和产能转移给中国制造业带来的相对优势还在继续。

三是居民收入持续改善, 储蓄超额增长, 消费受制于场景表现偏弱, 但汽车消费的韧性表明居民部门的潜在消费动力并不弱, 后续存在修复空间(详见下文)。

图3: 经济分项累计同比增速(单位: %)

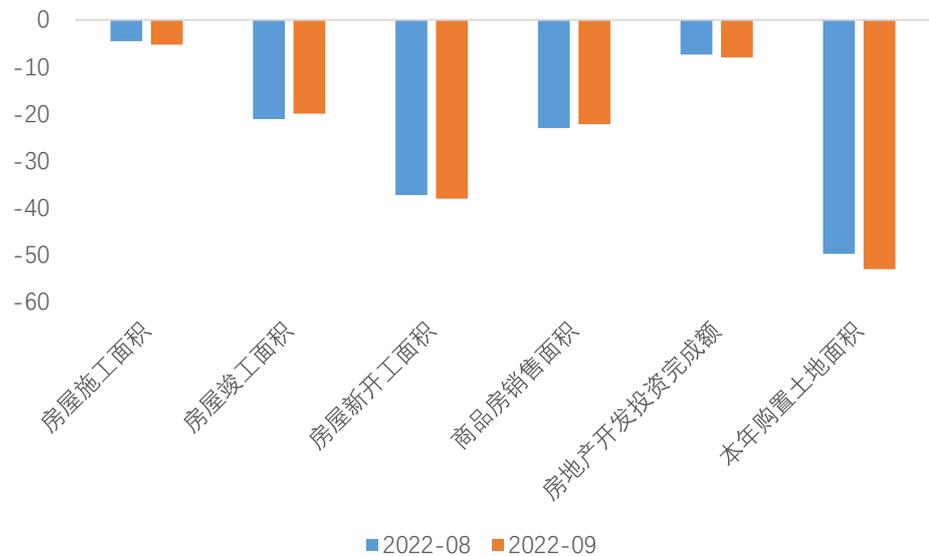


资料来源: wind, 天风证券研究所

第一, 房企融资端连续两个月改善, 地产投资四季度或将迎来拐点。

今年地产的核心问题在融资端, 在外部融资渠道和销售回款渠道均面临较大压力时, 房地产开发投资也随之回落。不过近两个月房企销售回款和外部融资渠道均出现持续性改善。

图 4：房地产投资分项数据（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

一方面，在“保交楼”的政策导向下，房企加快施工和竣工，叠加居民现房购置需求旺盛，房地产的销售和销售回款均开始改善。1-9 月房地产竣工面积同比-19.9%，降幅连续两个月收窄；施工面积同比-5.3%，明显高于-8%的投资同比增速。但前端投资依旧疲软，1-9 月新开工面积同比-38%（前值为-37.2%），土地购置面积同比-53%（前值-49.7%）。

在房企加快施工和竣工时，竣工-销售正在形成一个良性循环，房企销售回款压力也在逐渐缓解。期房销售占商品房销售比重在 80%以上，对期房销售的不信任是地产销售疲软的重要原因，1-8 月商品房期房销售面积同比下滑 27.8%。但居民对现房的需求依旧旺盛，1-8 月现房销售面积同比增长 13.2%。随着房企加快竣工，居民信心好转，房地产销售也开始回暖，1-9 月商品房销售面积同比-22%（前值-23%），资金来源中定金及预收款、个人按揭贷款同比分别为-34.1%和-23.7%，降幅相比 8 月收窄 1.7 个百分点和 0.7 个百分点。

另一方面，房企外部融资渠道在政策引导下逐渐修复。1-9 月房地产贷款同比下行 27.2%，相比 7 月低点（-28.4%）回升 1.2 个百分点。9 月末监管部门要求每家大行年内对房地产融资至少增加 1000 亿元¹，即仅 6 大国有行就需要新增 6000 亿元房地产相关贷款。这意味着后续房地产外部融资条件将继续改善。同时，随着销售好转，潜在信用风险降低，房企的融资能力也会随之提高。

资金端拐点的到来意味着地产投资端拐点将近。从历史经验看，在地产周期中，房地产开发到位资金领先于房地产投资 5 个月左右。本轮地产融资好转开始于 5 月（房地产资金来源端同比-25.8%），且 8 月以来回升速度加快，预计年末地产投资累计同比增速将出现拐点，地产对经济的下行拖累会进一步减弱。另外，9 月房地产开发投资当月同比为-12%（前值-13.8%），地产投资当月同比增速拐点或已经出现。

图 5：地产资金领先于投资 5 个月左右（单位：%）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/xJGSXESQgyXIVGcy9E3omA>

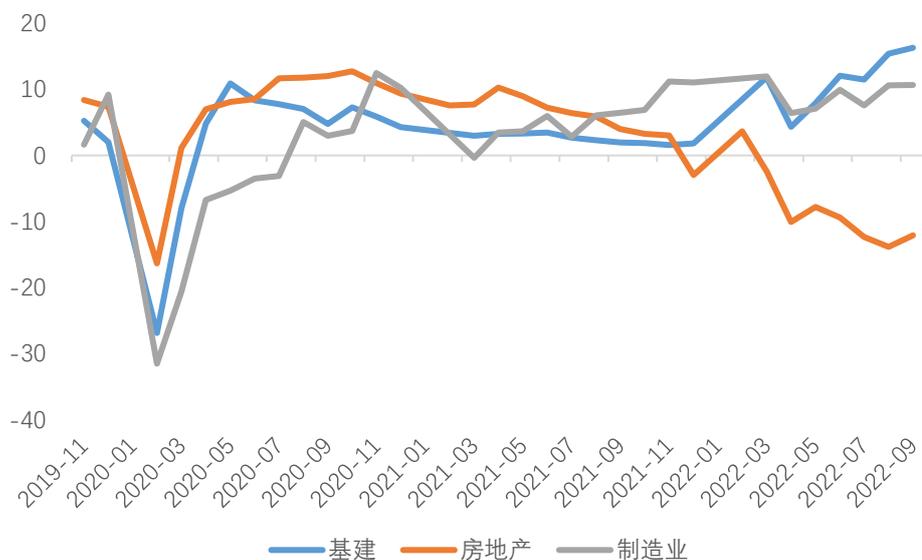


资料来源: wind, 天风证券研究所

第二, 经济正在加速“去地产化”, 出口-制造业投资正在成为经济中更具持续性的动能。

9月基建投资累计同比 11.2% (前值 10.4%), 制造业投资累计同比 10.1% (前值 10%), 在制造业和基建的带动下, 固定资产投资同比增速连续两个月反弹, 9月同比 5.9% (前值 5.8%), 固定资产投资正在逐渐走出地产的拖累。

图 6: 固定资产投资分项走势分化 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (当月同比)

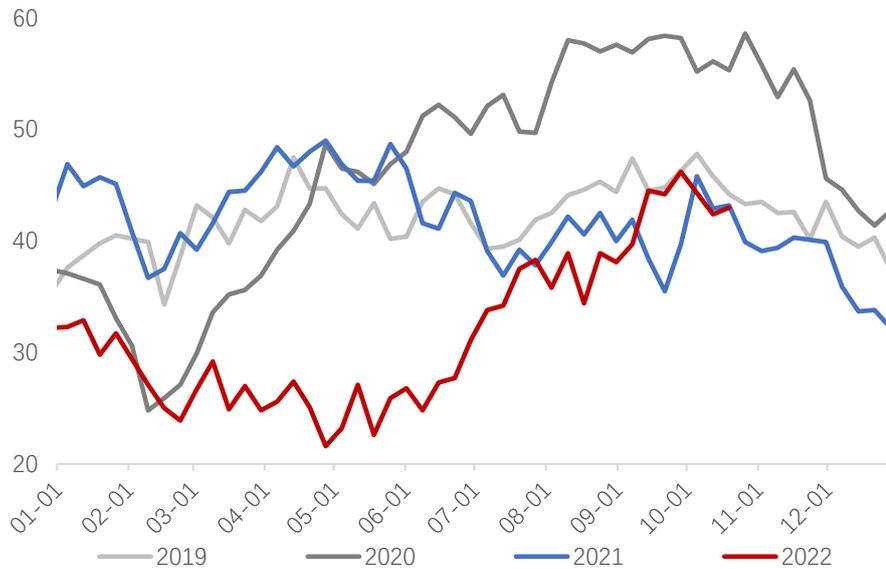
9月基建投资进入了投资与施工共振走强的阶段, 按累计同比倒推, 广义基建当月同比增速上行至 16.3%。预计基建投资增速高增有望在四季度继续, 并可能延续到明年初。

后续基建项目将有两个特征。一是预计后续基建发力会偏向南方省份。今年政策的发力重点在经济大省, 7月中央政治局会议提出经济大省勇挑大梁。8月经济大省政府主要负责人座谈会参会的6个大省中广东、江苏、浙江、四川均是南方省份。且相比于北方, 进入冬季后, 南方省份的施工条件更好, 也更容易满足政策加快形成实物工作量的要求。

二是在投放领域上更广。2023年提前批专项债投放领域原来的交通基础设施、能源、农林水利等9个领域扩大到11个领域, 新增新能源项目和新型基础设施项目两个领域, 可用作项目资本金的领域从原先的10个扩大到13个, 增加新能源项目、煤炭储备设施、国家

级产业园区基础设施 3 个领域²。

图 7：石油沥青装置开工率在 9 月明显回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

9 月制造业投资上行和出口韧性验证了我们此前强调的“出口和制造业投资正在形成正向循环”的逻辑。

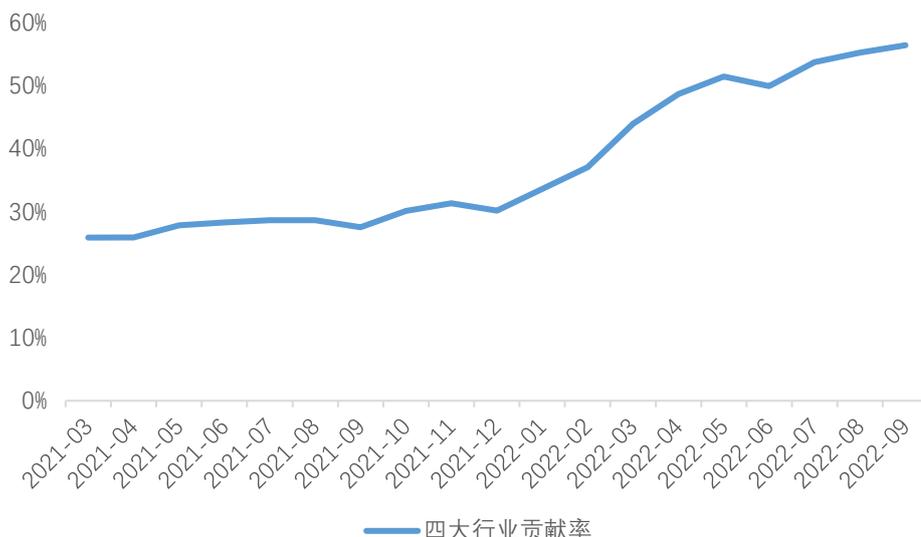
9 月美元计价出口同比增长 5.7%（前值 7.1%）。受外需回落影响，中国对欧美出口增速明显下滑。9 月对美出口同比-11.6%，连续两个月同比负增长，对欧盟出口同比 5.6%（前值 11.1%）。出口增速回落较大的商品主要是可选消费品，比如家电同比-19.8%、服装同比-4.4%、玩具同比-9.7%。机电等资本品的出口增速上升，9 月机电产品出口同比增长 5.8%（前值 4.3%），汽车（包括底盘）出口同比增长 128.9%（前值为 65%）。

汽车出口高增反映了中国制造产业升级和欧洲制造大转移带来的发展机遇。未来出口份额提高能够有效对冲海外需求下行带来的压力。我们以环比均值法估算，四季度出口同比增速有望维持在 5%左右，即出口增速在前期下台阶后将逐渐企稳。

9 月制造业投资同比增速反弹至 10.1%，出口韧性和制造业投资韧性正在相互强化。制造业中与出口相关性高的四大行业（电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业、汽车制造业和专用设备制造业）投资同比增速依旧位居前列，其对制造业投资的贡献率进一步上行至 56.4%。此外，考虑到 2000 亿的设备更新再贷款政策进入实质落地阶段叠加制造业利润格局逐渐改善，四季度制造业投资有望维持高位。

图 8：四大行业对制造业投资贡献率

² https://mp.weixin.qq.com/s/2wjN_1rAvB1k8xDsFtj9sQ



资料来源: wind, 天风证券研究所

第三，居民收入持续改善，消费受制于场景，但存在修复空间。

9月社零同比再度回落至2.5%（前值5.4%），餐饮收入同比转负至-1.7%（前值8.4%）。

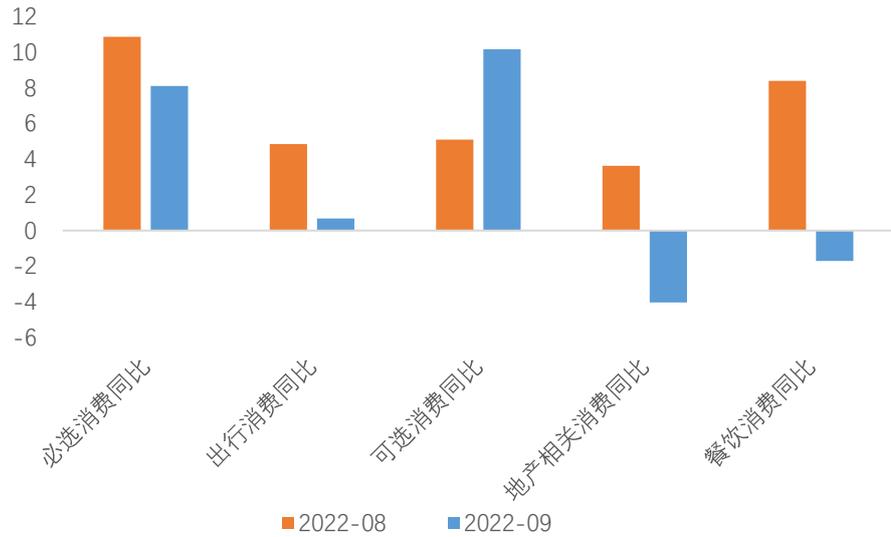
主要原因是9月国内疫情反复，居民线下消费场景受限，以餐饮为代表的线下消费明显回落。地产相关消费继续偏弱，9月家具类、建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类同比分别回落7.3、8.1和6.1个百分点。但以粮油为代表的必需消费和以汽车为代表的耐用消费在9月继续高增，其中汽车销售同比增长14.2%。

图9：每日新增确诊和无症状病例（单位：例）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10：社零分项同比变化（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

汽车消费的韧性表明居民部门的潜在消费动力并不弱。三季度全国居民人均可支配收入同比增长 6.5%，相比于 2 季度回升 3.9 个百分点；1-9 月居民部门存款增加 13.2 万亿，高于去年同期 4.7 万亿。在收入好转、储蓄高增的情况下，未来消费复苏的希望来自于消费场景的修复。（详情参考《消费是不是被低估了》，2022.09.24）

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