

3 季度经济温和上行，结构性压力仍然较大

2022年9月和3季度经济数据点评

核心内容：

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

- **3 季度经济温和回升，结构压力仍然较大** 3 季度从整体来说经济温和回升，投资保持平稳、消费快速恢复、出口继续上行，工业生产快速走高，3 季度已经从 2 季度较为严格的全国封控中恢复过来。从 9 月份的情况来看，工业生产仍然上行，投资保持平稳、消费再次下滑、出口小幅回落。总体来看，3 季度整体经济恢复，但结构性的压力仍然比较大。现阶段来看，经济应该仍然是弱势回升的态势，但回升的高度仍然需要观察。下游的疲弱使得信贷处于较弱的状态，资金集中于金融系统中。央行短期内降息较为困难，货币大规模支持经济的可能性较小。我们预计下半年 GDP 增速可能在 4.0%左右运行，全年经济增速在 3.5%左右。
- **生产秋季高峰到来，黑色和出口推动生产上行** 9 月份制造业生产快速，工业增加值同比继续恢复，环比上升幅度较大。9 月开启了秋高峰的生产，黑色产业链和出口支撑了工业生产。财政和货币政策持续支持下基建保持稳定，房地产下跌速度减弱，黑色产业链表现较好。9 月份出口产业链也出现回升，计算机整机的生产快速上行。但出口仍然长期承压：第一、持续防疫政策对工业的干扰长期化；第二、房地产受到压制，开工不足影响工业生产增速；第三、出口逐步走低，订单的逐步减少会反馈至工业生产中；第四，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。9 月份开始基数水平较低，利好 4 季度同比增速，预计 4 季度工业生产在 5%-6%左右。
- **消费逐步面临压力** 社会零售品消费总额同比再次回落，基数占据一部分因素，9 月份再次严格的封控也阻碍了消费的上行。汽车的消费增速高位回落，原油受到价格影响消费回落，生活必需品保持平稳，其他产品消费疲软。新冠防控对社会零售消费影响持续存在，社会零售消费始终受到影响。随着 2022 年 4 季度消费基数走高，预计消费增速均衡水平在 2.5%左右，全年消费增速预计在 0.7%左右。
- **制造业高位平稳支持投资，房地产下滑速度减缓** 2022 年 1-9 月固定资产投资缓慢回升，其中制造业投资增速高位平稳，基建投资高位下滑，房地产投资下滑速度减缓。制造业投资仍然处于高位，10 月份央行新增设备更新类便利工具，鼓励工业企业设备更新，预计制造业投资未来 1 个季度均会维持高位。基建投资受益于政府投资，4 季度预计 2023 年度财政资金提前发放，基建投资仍然能维持高位。房地产投资继续下滑，但下滑速度减缓。房地产销售下滑速度减缓，房地产新开工和施工小幅回升，房地产开发商拿地有小幅恢复。9 月-10 月对于房地产行业的支持政策继续出台，房地产行业仍然处于出清过程，房地产商资金仍然紧张，房地产行业陷入低谷。但房地产行业再次大幅下行并未出现，整体行业在底部震荡，预计 2023 年基数影响下房地产行业止跌。

一、3 季度经济温和回升，结构压力仍然较大

3 季度从整体来说经济温和回升，投资保持平稳、消费快速恢复、出口继续上行，工业生产快速走高，3 季度已经从 2 季度较为严格的全国封控中恢复过来。从 9 月份的情况来看，工业生产仍然上行，投资保持平稳、消费再次下滑、出口小幅回落。总体来看，3 季度整体经济恢复，但结构性的压力仍然比较大。

从供给层面来看，9 月份生产秋高峰到来，9 月份工业生产走高，环比增速也在平均增速之上。PMI 显示订单回升速度有限，产成品库存上行。9 月份的生产受到了黑色产业链和出口的双重支撑。黑色产业链中，钢铁、有色、煤炭等生产量上升较快，在基建平稳以及房地产下滑速度放缓的情况下，黑色产业链的景气度可能仍能维持。出口方面未来仍然有压力，虽然秋高峰表现较好，但出口订单减少给未来带来压力。上海出口集装箱指数快速下滑，我国出口景气度也逐步走低，未来工业要承受一定的压力。鉴于去年出口基数较低，工业生产在 4 季度仍然能维持较好的增速。

从需求方面来看，9 月份社会零售总额再次回落。这是受到了疫情封控的影响，在疫情没有缓解之前，社会零售消费难言好转。固定资产投资方面，制造业投资平稳，基建投资高位回落，房地产投资下滑速度减缓。政策层面已经在支持企业设备更新和基建投资，预计两者仍然能保持增速。房地产虽然仍然弱势，但房地产先行指标卖地弱势好转，商品房销售面积和销售额弱势恢复。房地产风险仍然在资金链条上，现阶段房地产开发商资金较为紧张。

现阶段来看，经济应该仍然是弱势回升的态势，但回升的高度仍然需要观察。下游的疲弱使得信贷处于较弱的状态，资金集中于金融系统中。央行短期内降息较为困难，货币大规模支持经济的可能性较小。我们预计下半年 GDP 增速可能在 4.0% 左右运行，全年经济增速在 3.5% 左右。

3 季度 GDP 增速恢复，但仍然没有恢复到疫情前的水平，疫情仍然影响经济，9 月份成都的大规模封控影响经济运行。2022 年 3 季度 GDP 增长 307,627 亿元，实际同比增长 3.9%，名义增长 6.1%。

表 1: 2022 年经济运行数据

%	GDP	工业增加值	社会消费零售总额	固定资产投资(当季同比)				出口	CPI	PPI
				总投资(累计同比)	制造业	房地产	基建			
2016	6.8	6.0	10.4	8.1	4.2	6.9	15.7	-7.7	2.0	-1.4
2017	6.9	6.6	10.2	7.2	4.8	7.0	14.9	7.9	1.6	6.3
2018	6.7	6.2	9.0	5.9	9.5	9.5	1.8	9.9	2.1	3.5
2019	6.1	5.7	8.0	5.4	3.1	9.9	3.3	0.2	2.9	-0.3
2020	2.2	2.8	-3.9	2.9	-2.2	7.0	3.4	3.6	2.5	-1.8
2021	8.1	9.6	12.5	4.9	13.5	4.4	0.4	29.9	0.9	8.1
2022E	3.5	4.5	0.7	5.8	9.8	-8.5	8.0	10.0	2.1	4.5
2022Q1	4.8	7.2	1.6	9.3	15.6	0.7	8.5	8.1	1.1	8.7
2022Q2	0.4	0.6	-4.9	6.0	10.4	-5.4	7.1	12.9	2.2	6.8
2022Q3	3.9	4.8	3.5	5.9	10.1	-8.0	8.6	10.2	2.7	2.5
2022Q4E	4.5	5.5	2.5	5.8	9.8	-8.5	8.0	8.9	2.5	-0.1

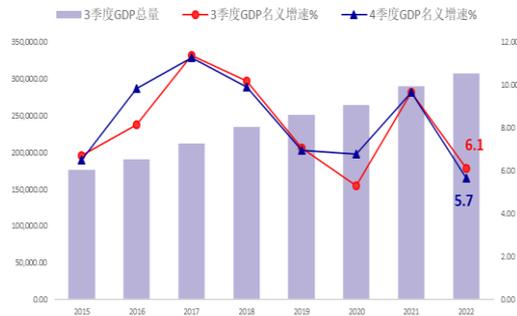
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3 季度，规模以上工业增加值增长 4.8%，房地产投资下行 8.0%，基建投资增长 8.6%，制造业投资增长了 10.1%，全社会消费总额上行 3.5%，出口总额增长了 10.2%。从数据中可以看到，房地产投资和消费仍然较弱，基建投资回升，制造业投资相对平稳，出口仍然保持高速增长。4 季度来看，房地产投资低位震荡，消费低迷，基建投资和制造业投资平稳，工业增加值增速上行。

图 1: 3 季度 GDP 实际增长 (%)



图 2: 3 季度 GDP 名义增长率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从各部门对 GDP 的贡献来看, 第二产业对 GDP 的贡献上行。第二产业的上行可以预计, 工业生产仍然保持在较好的位置上, 主要是出口拉动, 而房地产较为低迷, 疫情下交通、旅游、餐饮等较弱, 带来了第三产业的低迷。

图 3: 三产对 GDP 的贡献 (%)

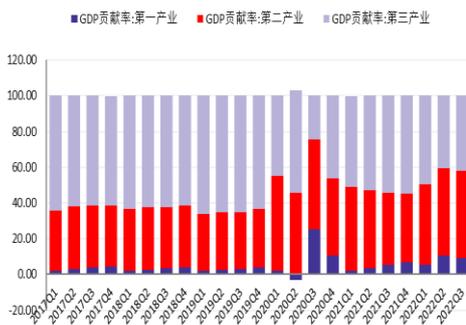
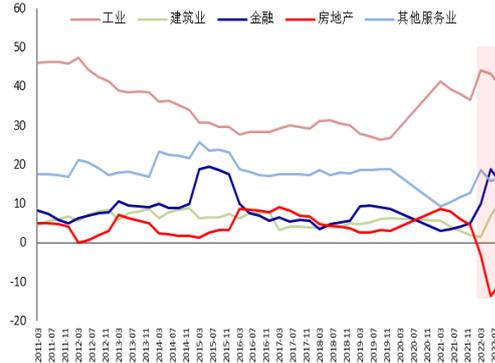


图 4: 各行业对经济贡献 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、生产秋季高峰到来, 黑色和出口推动生产上行

9 月份制造业生产快速, 工业增加值同比继续恢复, 环比上升幅度较大。9 月开启了秋高峰的生产, 黑色产业链和出口支撑了工业生产。财政和货币政策持续支持下基建保持稳定, 房地产下跌速度减弱, 黑色产业链表现较好。9 月份出口产业链也出现回升, 计算机整机的生产快速上行。但出口仍然长期承压: 第一、持续防疫政策对工业的干扰长期化; 第二、房地产受到压制, 开工不足影响工业生产增速; 第三、出口逐步走低, 订单的逐步减少会反馈至工业生产中; 第四, 工业产成品库存仍然走高, 消化库存需要时间。9 月份开始基数水平较低, 利好 4 季度同比增速, 预计 4 季度工业生产在 5%-6% 左右。

9 月份规模以上工业增加值同比增长 6.3%, 比 8 月份上行 2.1 个百分点, 市场预期 4.5%, 环比回升 0.84%。工业增加值同比快速上行, 环比回升幅度较大。9 月份采矿业增速回升, 制造业增长继续上行, 水电燃气生产增速回落。

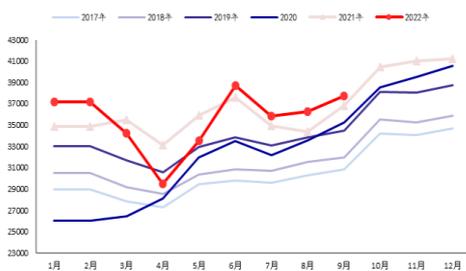
三、消费逐步面临压力

社会零售品消费总额同比再次回落，基数占据一部分因素，9月份再次严格的封控也阻碍了消费的上行。汽车的消费增速高位回落，原油受到价格影响消费回落，生活必需品保持平稳，其他产品消费疲软。新冠防控对社会零售消费影响持续存在，社会零售消费始终受到影响。随着2022年4季度消费基数走高，预计消费增速均衡水平在2.5%左右，全年消费增速预计在0.7%左右。

9月份社会零售总额37,745亿元，增长速度为2.5%，市场预期3.3%。2022年9月份社会消费零售增速再次下滑，新冠封控再次影响全社会消费。1-9社会零售总额320,305亿元，同比增长0.7%。9月份除汽车消费外，社会零售消费增速1.2%。1-9月份除汽车消费外，社会零售消费增速0.7%，与上月持平。

与上个月不同，9月份社会消费零售回落主要两个逻辑：（1）汽车刺激效用回落，汽车消费大幅上行结束；（2）封控强化，直接拉低了整体社会消费水平。9月份后基数大幅上行，4季度消费仍然有较大的困难。

图9：2022年8月消费额回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图10：实际消费再次负增长（%）



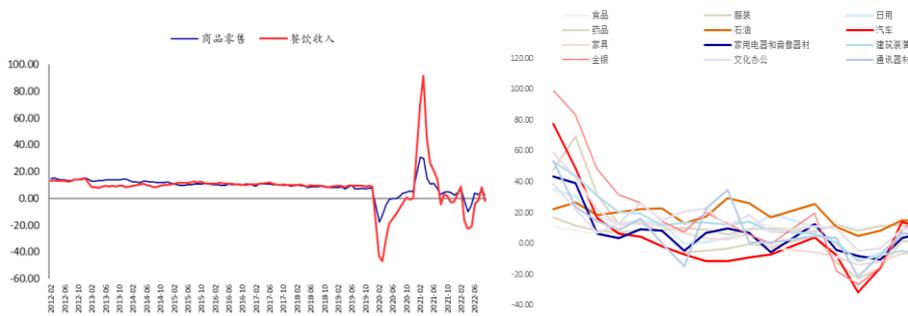
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

9月份商品零售小幅回落，餐饮收入快速下行。新冠疫情控制对餐饮消费压力较强，商品销售也同样受到影响。9月份餐饮消费增速-1.7%，商品消费3.0%。

9月份各行业消费增速分化：（1）汽车和石油制品消费仍然处于首位。汽车消费增速稍有下行，但仍然较为强势，汽车消费刺激效果在逐步耗尽。9月份汽车消费增速录得14.2%，比8月份下行1.7个百分点。石油价格稍有下行，石油和石油制品消费增速10.2%，比上月下行6.9个百分点；（2）居民食品和药品消费增速小幅，增速仍然属于正常水平。（3）消费升级产品分化，金银珠宝和服装鞋帽消费回落，通讯器材消费回升，房地产相关的家具和建筑装饰材料消费仍然负增长。

图11：商品和餐饮零售销售增速（%）

图12：2022年9月份商品消费情况（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

受到居民收入水平下滑和新冠疫情封控的影响,1-9月份社会消费零售总额仅有微弱增长。9月份消费增速再次回落,4季度消费并不乐观。商品消费回落,餐饮消费再次负增长,汽车消费强劲稍有褪色。9月份汽车消费单月达到4213亿元,仍然属于较快的增长。

十一期间消费并不理想,预计4季度消费增速回落至2.5%左右,全年消费增速预计0.7%左右。

四、制造业高位平稳支持投资,房地产下滑速度减缓

2022年1-9月固定资产投资缓慢回升,其中制造业投资增速高位平稳,基建投资高位下滑,房地产投资下滑速度减缓。制造业投资仍然处于高位,10月份央行新增设备更新类便利工具,鼓励工业企业设备更新,预计制造业投资未来1个季度均会维持高位。基建投资受益于政府投资,4季度预计2023年度财政资金提前发放,基建投资仍然能维持高位。房地产投资继续下滑,但下滑速度减缓。房地产销售下滑速度减缓,房地产新开工和施工小幅回升,房地产开放商拿地有小幅恢复。9月-10月对于房地产行业的支持政策继续出台,房地产行业仍然处于出清过程,房地产商资金仍然紧张,房地产行业陷入低谷。但房地产行业再次大幅下行并未出现,整体行业在底部震荡,预计2023年基数影响下房地产行业止跌。

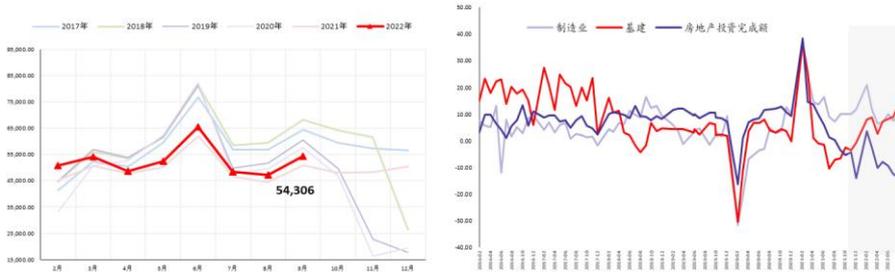
2022年1-9月份,固定资产投资额421,412亿元,同比增长5.9%,略低于市场预期。民间固定资产投资232,043亿元,同比增长2.0%。从环比看,9月份固定资产投资增长0.53%。9月份固定资产投资增速继续小幅回升,房地产投资跌幅稍有减缓,基建投资高位回落,制造业投资上行。

制造业投资处于高位,9月份单月制造业投资额2.84万亿,增速10.6%,制造业投资与上月基本持平。基建投资稍有回落,9月份基建投资增加额1.65万亿,单月基建投资增速录得10.5%,基建投资增速持续上行。房地产投资下滑速度减缓,9月投资额1.27万亿,当月投资增速-12.1%,比8月份的-13.8%下滑速度减缓。

1-9月份固定资产投资中制造业投资贡献最大,制造业投资额占总投资额的44.0%,比例处于较高的水平。房地产占比小幅回落,占总投资额的24.6%。基建投资占总投资额的28.2%,基建下半年会保持平稳。

图 13: 固定资产投资增速 (%)

图 14: 三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1、房地产继续回落，拐点仍然需要等待

2022年1-9月房地产总体投资增速继续负增长。房地产市场持续低迷，消费者商品房贷款利率继续下行。从3季度的房地产资金情况来说，房地产到位资金仍然较为紧张，2022年对房地产商资金打击最重要的仍然是定金、预付款和个人按揭贷款的下降，9月份我国商品房销售稍有回升，但仍然没有恢复至往年水平。我国居民长期信贷仍然较弱，一方面消费者对未来信心不足，另一方面疫情影响下消费者减少外出减少签约。9月份房地产开工低位回升，并没有太多改善。

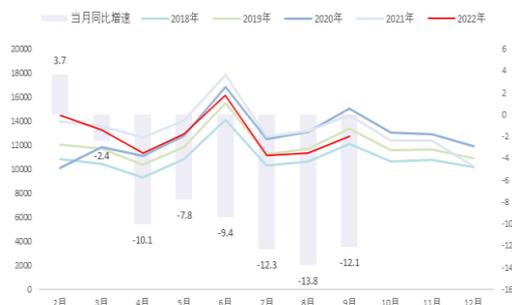
2022年1-9月份房地产投资额103,559亿元，比去年同期下降了8.0%。房地产单月投资负增长，9月商品房销售低位回升，房地产投资继续下滑。房地产行业仍然处于风险出清中，房地产放松针对需求端，也有政策资金对于停工项目的推动，整体房地产弱势中稍有回稳。金融系统对于房地产供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 15: 100 大中城市土地成交 (%)

图 16: 房地产单月开发投资面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

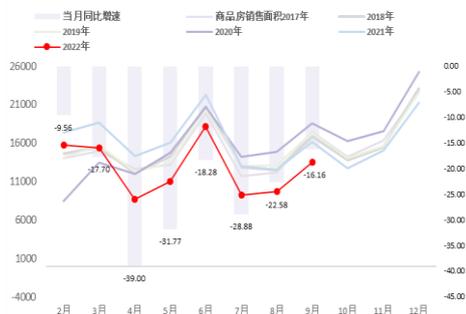


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看，新屋开工、施工和竣工1-9月份仍然负增长，新开工、施工稍有回升，竣工回升小幅下滑。9月份，新增房地产新开工面积0.97亿平方米，比去年同期的1.74亿平方米下滑45.1%；竣工面积4,017万平方米，下滑5.9%；施工面积比去年同期回落43.3%至1.02亿平方米。房地产新开工仍然负增长，开发商更需要资金予以支持。新开工和施工9月份单月稍有回升。从土地流转来看，9月份100大中城市土地成交面积增速下行10.3%，比上月上行2.9个百分点，房地产开发商拿地稍有回升，但房地产一级市场情况仍然不乐观。

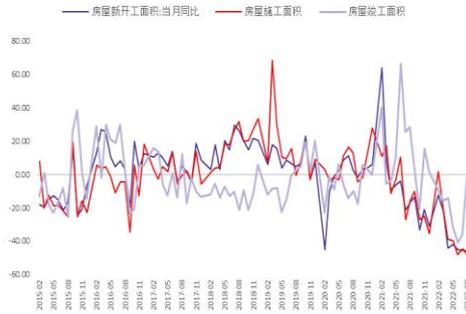
从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度减弱。9月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-16.2%和-14.2%，商品房销售仍然处于负增长，消费者对未来的悲观预期没有扭转，整体房地产销售因为疫情防控 and 收入减少的原因处于低迷状态。

图 17: 商品房单月销售面积跌幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 房屋竣工面积回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

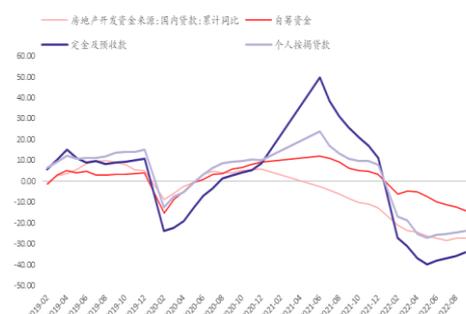
房地产行业到位资金情况稍有改善,主要是房地产销售好转后个人按揭贷款和定金预付款上行。2022年1-9月份房地产到位资金增速-24.5%,其中来自国内贷款的资金增速为-27.2%,来自定金及预收款资金增长-34.1%,来自个人按揭贷款资金增长-23.7%。9月份定金预付款占到位资金的32.7%,比例继续上行。开发商自筹资金难度加大,9月份自筹资金增速再次下降。应付账款额度仍然较大,开发商资金较为紧绷。

房地产行业压力仍然较大,政策在9、10月份继续放松,央行对于公积金贷款放松、财政部对商品房改善性需求减税、证监会允许少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资。但是房地产商的红三条限制仍然存在,房地产自身的金融监管限制仍然存在,房地产政策的全局性的变化并没有出现。疫情防控的冲击仍然存在,使得物流和人员流动困难,房地产销售处于困境,更加剧了房地产行业的下滑。现阶段房地产政策多集中在需求侧,见效较为缓慢而且需要时间。

9月份房地产投资完成额负增长,商品房销售好转有限,开发商拿地稍有回升,新房开工下滑止步,仍然处于较弱的位置。对房地产的放松政策仍然本着因城施策、小步慢走的态势。

2022年预计房地产投资完成额14万亿左右,房地产开发面积在12亿平方米,投资增速负增长。

图 19: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 房地产资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

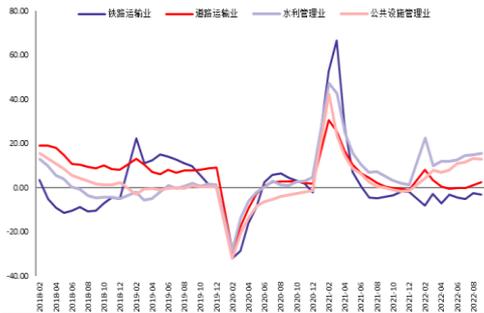
2、基础设施投资上行

基础设施投资速度小幅回落,1-9月份投资增速达到8.6%。基础设施投资额增长缓步上行,地方政府专项债下发完毕,3季度基础设施投资稳步推进。预计进入11月份,2023年额度可以提前下发,基建投资增速可以保持。

2022 年度地方政府专项债额度为 3.65 万亿。中央经济工作会议明确我国要保持积极的财政政策，要求财政资金下放提前，财政至今下放速度加快、力度要加强。1-9 月份政府债券净融资额达到 5.9 万亿，速度较快。

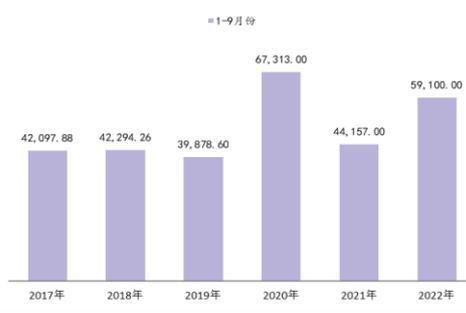
鉴于地方政府投资动作加快，公共设施、水利管理建设动作加快，这两项投资在 4 季度持续。下半年基建投资预计稳定在 8% 左右。

图 21: 基础设施投资各行业增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: 政府债券融资进度 (亿)

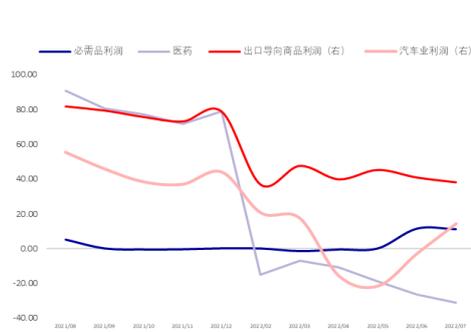


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、制造业投资高位平稳

制造业投资高位平稳，对于工业企业设备更新的刺激政策出台，未来 1 个季度制造业投资可能平稳。PPI 逐步回落，行业利润增速随之走低。制造业受到利润驱动、对未来的经济的信心、新订单等因素影响回落，但央行对于设备类更新的资金支持会带动制造业投资的增长。1-9 月份制造业投资增速 10.1%，比 1-8 月份上行 0.1 个百分点。1-9 月份电气机械及器材制造业、计算机通讯和其他电子设备、化学原料及化学制品、农副产品投资上行更快。9 月份投资回落的行业与上行行业基本持平，制造业投资高位需要政策的支持。

图 23: 企业利润持续回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 24: 制造业各行业累计投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn