

## 国内当前经济形势分析

### 核心观点:

三季度 GDP 增速当季同比 3.9%，好于预期，也高于上半年 2.5% 的增速，经济依然处于缓慢复苏通道。分产业来看，一产下行，但略高于疫情前水平，二产迅速回升也已达达到疫情前水平，最大的拖累依然来自于三产，尽管三季度已由负转正，但增速整体依然疲软。

供应端来看，9 月工业生产强劲。当月工业增加值同比增速为 6.3%，较 8 月上升 2.1 个百分点。疫情前（2019 年）月均工业增加值同比增速为 5.68%，2021 年两年月均复合同比增速为 6.2%，也就说至 2021 年，生产端总体并没有受到严重影响，疫情期间甚至还有明显的回升。今年以来，以上海为代表的静态管理涉及面较大，生产端也确实受到了影响，但是在各地保生产、稳运行政策推动下，9 月工业增加值回升明显。

需求端分化严重。消费、地产继续低迷，但基建和制造业则保持高速增长。在外围经济持续走弱大背景下，出口逐步回落。

国庆前，政策三箭齐发下，地产需求端发力迹象依然明显，表现为 10 月首、二套房贷利率继续下行，但纯需求端的政策边际效力已逐步递减，当前的问题集中在供给端，供给端未有改善下，地产依然难看到转机。近期，证监会明确在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许存在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，算是一定程度放松了涉房企业的融资，但力度依然有限。本周部分民企的传闻也表明民营房企流动性依然非常紧张，甚至有恶化趋势。

风险提示：疫情及政策不确定性

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

戴朝盛

[daichaosheng@nawaa.com](mailto:daichaosheng@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0014822

## 目录

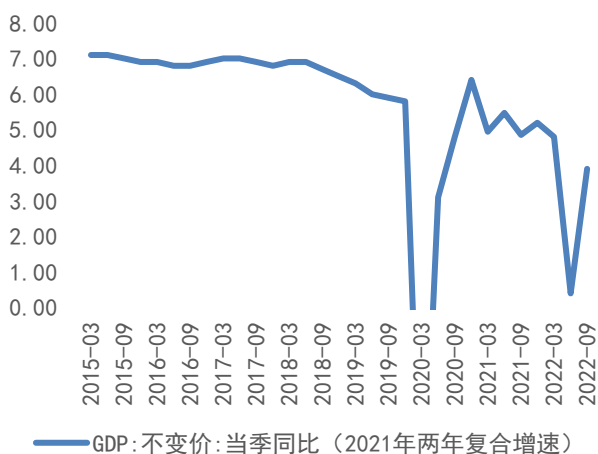
第 1 章	国内经济形势分析 .....	3
1.1.	延续弱复苏态势，供需分化 .....	3
	免责声明 .....	9

## 第1章 国内经济形势分析

### 1.1. 延续弱复苏态势，供需分化

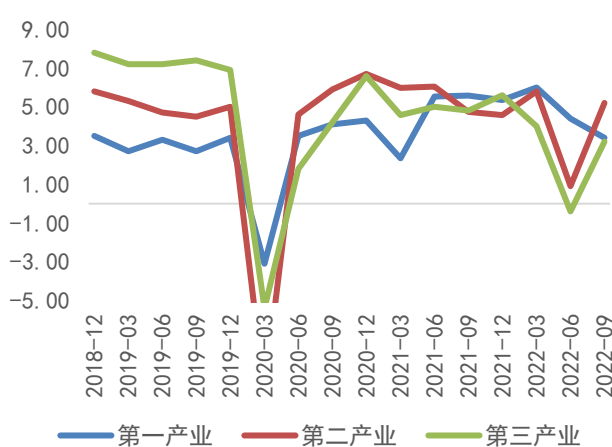
三季度 GDP 增速当季同比 3.9%，好于预期，也高于上半年 2.5% 的增速，经济依然处于缓慢复苏通道。分产业来看，一产下行，但略高于疫情前水平，二产迅速回升也已达到疫情前水平，最大的拖累依然来自于三产，尽管三季度已由负转正，但增速整体依然疲软。从数据来看，疫情前（2019 年）第三产业 GDP 增速季度均值约为 7.2%，而 2021 年的复合增速则回落至 5%。但今年以来，第三产业 GDP 季度同比增速分别为 4%，-0.4% 和 3.2%，相当于再下台阶。

图 1.1.1: GDP 同比增速回升 (%)



数据来源: Wind 南华研究

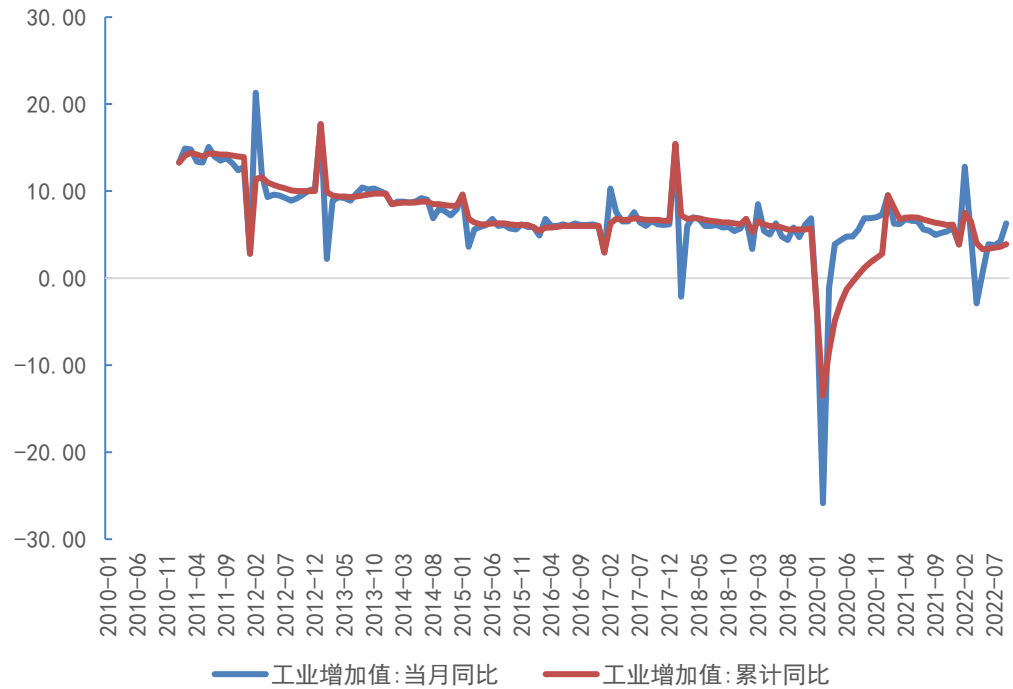
图 1.1.2: 第三产业恢复缓慢 (%)



数据来源: Wind 南华研究

供应端来看，9 月工业生产强劲。当月工业增加值同比增速为 6.3%，较 8 月上升 2.1 个百分点。疫情前（2019 年）月均工业增加值同比增速为 5.68%，2021 年两年月均复合同比增速为 6.2%，也就说至 2021 年，生产端总体并没有受到疫情严重影响，疫情期间甚至还有明显的回升。今年以来，以上海为代表的静态管理涉及面较大，生产端也确实受到了影响，但是在各地保生产、稳运行行政策推动下，9 月工业增加值回升明显。

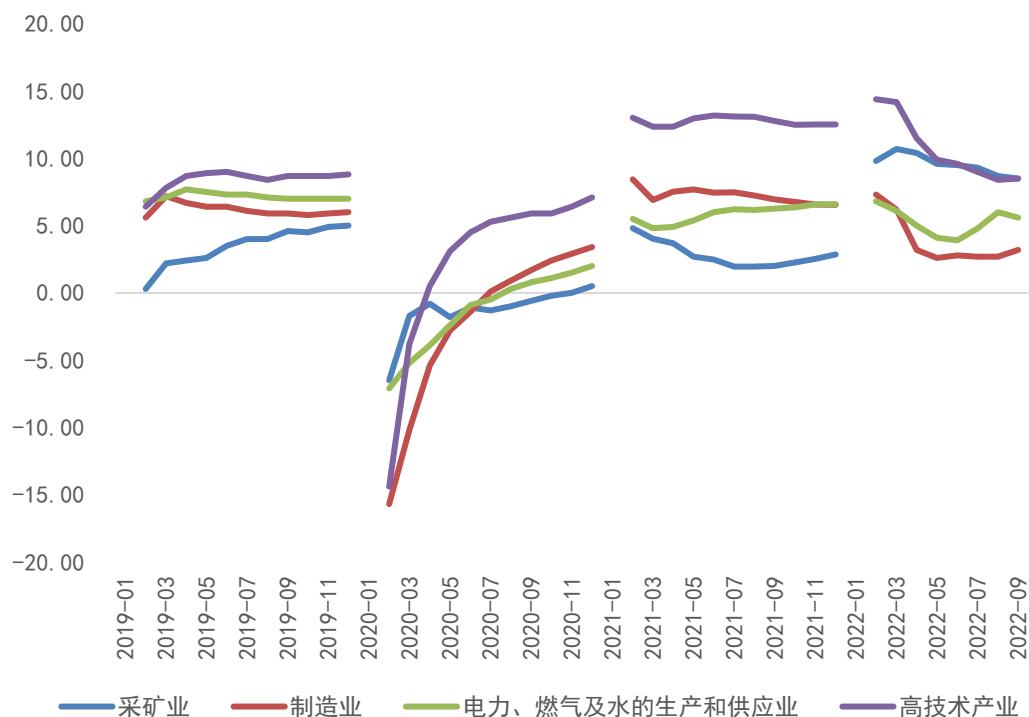
图 1.1.3: 9 月工业增加值同比回升明显 (%)



资料来源: Wind 南华研究

分大类行业来看,受上游原材料大幅上涨影响,2022 年采矿业增速大幅上行,虽然近期伴随着商品价格下降,增速有所下滑,但累计 8%的增速依然明显高于疫情前。在出口和地产带动下,2021 年制造业两年复合增速为 6.55%,高于疫情年前(2019 年)6%。进入 2022 年,受到部分时期疫情限制,以及地产低位运行、出口开始下滑等因素影响,9 月制造业累计同比增速下降至 3.2%,低于疫情前和 2021 年复合水平。但从当月数据来看,9 月制造业工业增加值同比增长 6.4%,较 8 月增长 3.3 个百分点,增速回升非常快。其实疫情后,尽管部分行业受损严重,但高技术行业一直表现亮眼。2021 年两年复合增速高达 12.5%,远高于疫情前的 8.8%。今年以来,高技术行业增速虽有所回落,但整体依然维持较高增速,特别是 9 月当月同比增速为 9.3%,较 8 月提升了 4.7 个百分点,凸显经济结构转型特点。

图 1.1.4：分行业工业增加值累计同比增速（%）

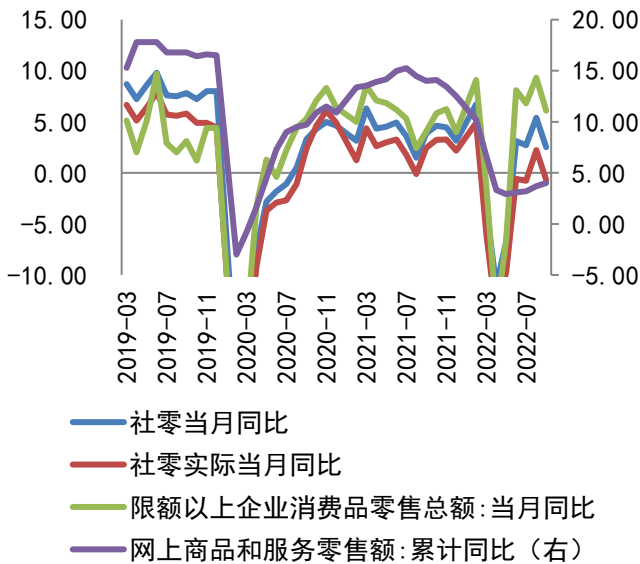


资料来源：Wind 南华研究

需求端分化严重。消费、地产继续低迷，但基建和制造业则保持高速增长。在外围经济持续走弱大背景下，出口逐步回落。

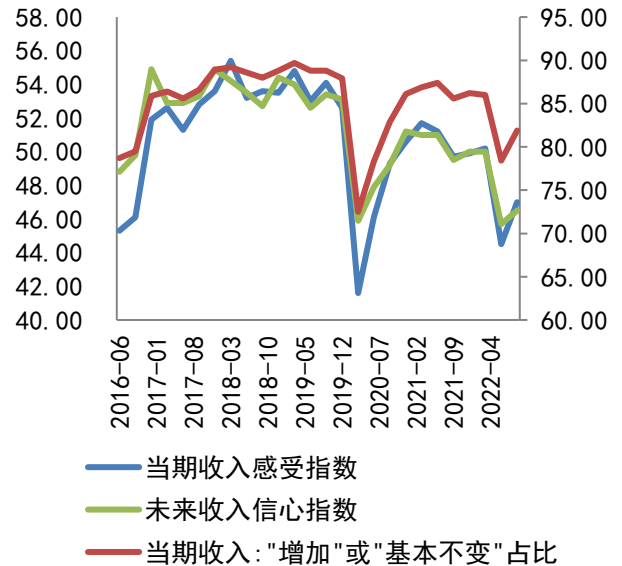
具体来看，9月，社零同比增速仅为2.5%，较8月回落2.9个百分点，远不及预期。尽管收入预期在回升，但失业率再次攀升，9月城镇调查失业率为5.5%，较8月回升0.2个百分点。加之，疫情影响下，消费场景受限，消费不见起色。但同时也说明，假如政策端有一定调整，消费具备增长潜力。

图 1.1.5: 消费增速再次回落 (%)



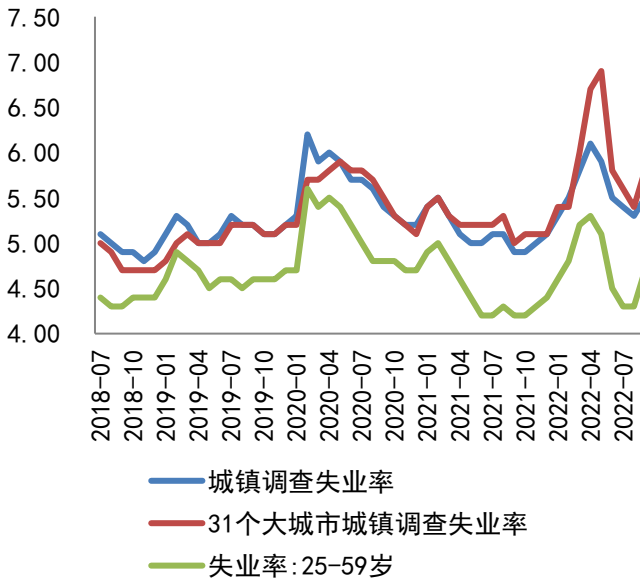
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.6: 收入预期回升 (%)



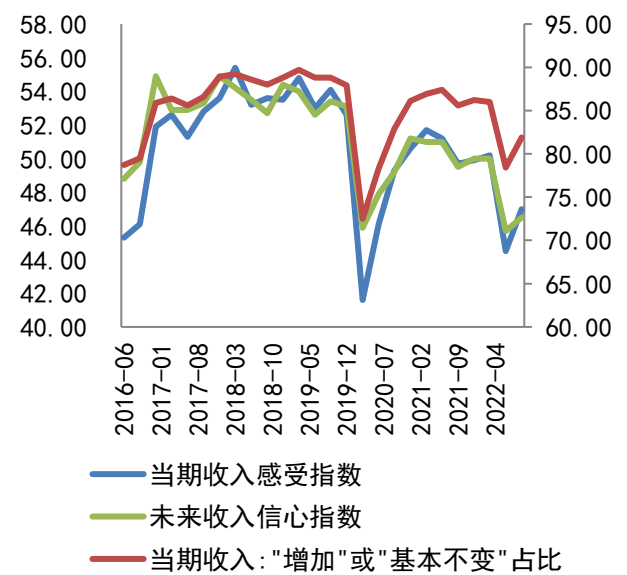
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.7: 失业率再次攀升 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.8: 收入预期回升 (%)



数据来源: Wind 南华研究

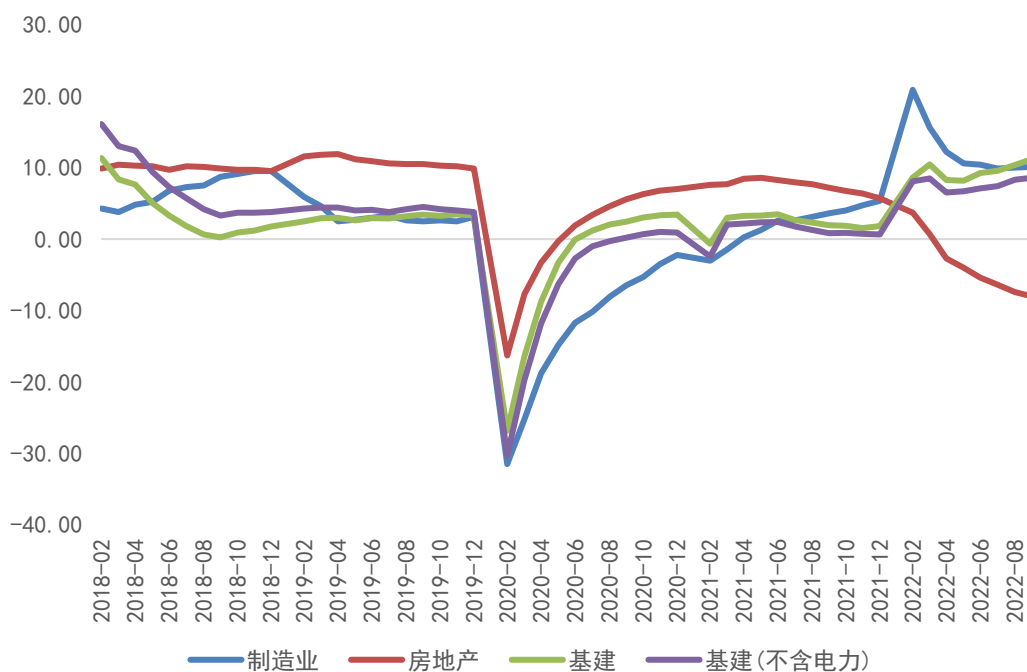
投资端继续分化, 地产与基建、制造业走出了完全不一样的感觉。广义基建在政策性金融工具、专项债等各项政策推动下, 持续表现优异, 9 月累计同比增速为 11.2%, 较 8 月提升 0.83 个百分点, 继续保持增长势头, 而制造业 9 月累计同比增速为 10.1%, 较 8 月提升 0.1 个百分点, 保持高位。

地产则继续低位运行。9月国房景气指数为94.86%，较8月下降0.21个百分点。房地产开发投资完成额累计同比增速也继续恶化，9月为-8%，较8月下降0.6个百分点，当月同比增速则为-12.1%，持续底部徘徊。

国庆前，政策三箭齐发下，需求端发力迹象依然明显。根据贝壳研究院统计数据显示，截至10月19日，贝壳研究院监测范围内已有10城首套房贷利率降至“3”字头，包括石家庄、贵阳、天津、武汉、宜昌、清远、江门、昆明、襄阳、济宁。2022年10月首、二套房贷主流利率指数环比继续下行。10月首套主流利率平均为4.12%，二套平均为4.91%，首套利率环比下行3BP，二套利率与上月持平，较去年最高点分别回落162BP和109BP。

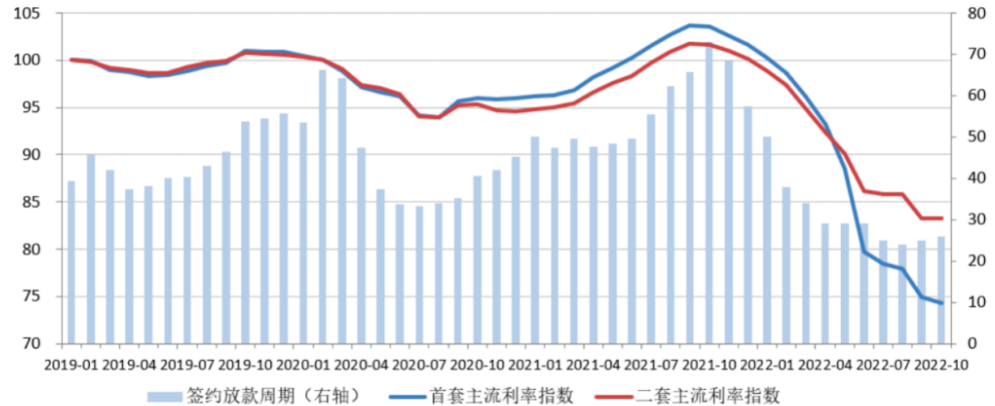
但与我们之前的观点一致，纯需求端的政策边际效力已逐步递减，当前的问题集中在供给端，供给端未有改善下，地产依然难看到转机。近期，证监会明确在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资，算是一定程度放松了涉房企业的融资，但力度依然有限。本周部分民企的传闻也表明民营房企流动性依然非常紧张，甚至有恶化趋势。

图 1.1.9：分行业工业增加值累计同比增速（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.1.10: 百城银行房贷利率指数及签约放款周期



注：(1) 主流利率指数统计期内房贷成交最集中的利率点位。  
(2) 放款周期指签订贷款合同到最终放款的自然日数，单位：天。  
(3) 利率指数基期为2019年1月。

资料来源：贝壳研究院 南华研究

出口继续佐证下行趋势。8月出口相对7月断崖式下滑,9月出口当月同比录得5.7%,较8月下降1.4个百分点,确认下行趋势。对美出口大幅下降,9月为-11.6%,较8月下滑7.8个百分点。全球经济下滑,甚至即将陷入衰退背景下,出口下行仍将持续。

图 1.1.11: 出口下滑 (%)



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.12: 全球 PMI 持续下行 (%)



数据来源：Wind 南华研究



## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点