

经济数据延期公布。当下进入短暂的数据真空期。9月经济究竟如何，四季度经济如何把握，我们可透过高频数据来做出有效观测。

分析9月宏观经济重要的是解读三大板块：地产、消费和工业生产。借助高频指标，有助于我们清晰地把握9月这三大板块表现。

➤ 地产风波以来政策持续推进，当前各项读数显示地产仍在筑底

地产对今年国内经济拖累明显。随着地产政策不断推出，我们发现地产可能正在筑底。

首先，政策层面相关利好不断：9月29日，央行和银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策；9月30日，财政部和税务总局宣布自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内市场重新购买住房的纳税人，可申请退税；同时，央行决定自今年10月1日起，首套公积金贷款利率下调15bp。

其次，商品房成交同比增速和居民信贷有所改善。当前商品房成交的绝对量仍然处于低位，但是同比增速没有更差。截至10月中旬，商品房成交面积与去年同期基本一致，居民中长期贷款下滑幅度较8月也有所收敛。

➤ 疫情压制出行消费，高温退却，商品消费好转，9月消费呈现结构分化

今年9-10月消费和疫情时有波动，且消费呈现结构板块分化。

各地加大疫情防控力度，人员出行受到一定限制，出行相关消费表现疲软。然而另一方面，8月高温缓解后，部分商品消费数据出现修复迹象。

分月看，今年9月居民消费整体环比改善，但商旅等出行相关需求拖累整体消费。10月份随着全国疫情再次升温，预计10月终端消费可能再次转弱。

➤ 9月降温，电力资源对工业生产约束缓解，下游装备制造业生产恢复

8月份全国迎来罕见高温，降雨稀少，部分地区限电，工业生产受挫。9月天气转凉，电力资源对工业生产的约束明显缓解，下游装备制造业生产恢复。

微观上，我们发现板材消费量明显反弹，铁水产量、织机开工等多重数据也同步印证中下游制造业生产修复。

➤ 9月至今经济其实没有太大波动，整体处在窄幅震荡区间

我们先来理解8月，当月经济数据整体表现不佳，与8月高温天气有关。

随着高温缓解，9月高频数据所捕捉到的生产、投资、消费等经济板块，均较前期有一定修复。然而国庆期间，局部地区疫情升温，部分出行消费相关高频数据再次转弱。

总言之，8月以来经济波动更多来自局部因素扰动，例如疫情、高温。截至目前，经济主线尚未出现大的变化，宏观基本面也谈不上趋势性的复苏或者衰退。

➤ 当下重要的不是实体经济指标细节读数多少，关键矛盾在于流动性

当下真正主导经济的关键变量是出口和地产，这两个经济变量对资本市场的重要性也非同寻常。

地产和出口，这两大经济变量不仅关系到宏观经济大趋势是否迎来实质性拐点，同时还深刻影响着资本市场流动性。

地产关系社融回升的弹性和持续性，出口决定了人民币汇率坚挺程度。而这才是未来我们需要密切跟踪的宏观动向。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谢文迪

执业证书：S0100522060001

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：专项债提前下达的五问五答-2022/10/19
- 2.二十大报告点评：二十大报告的五个关键词-2022/10/16
- 3.全球大类资产跟踪周报：国内资产止跌回升-2022/10/16
- 4.美国9月CPI数据点评：美国通胀难驯-2022/10/14
- 5.宏观事件点评：人民币汇率的下一个关键时刻-2022/10/13

目录

1 地产仍在筑底.....	3
2 消费结构分化.....	4
3 工业生产修复.....	6
4 风险提示	7
插图目录	8

1 地产仍在筑底

地产对今年国内经济拖累明显。今年地产政策一直在推进，目前尚未见到地产反弹，当前地产仍在筑底过程中。

9月以来，地产政策再度加码。

9月29日，央行和银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策；

9月30日，财政部和税务总局发布《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》，宣布自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，可申请退税；

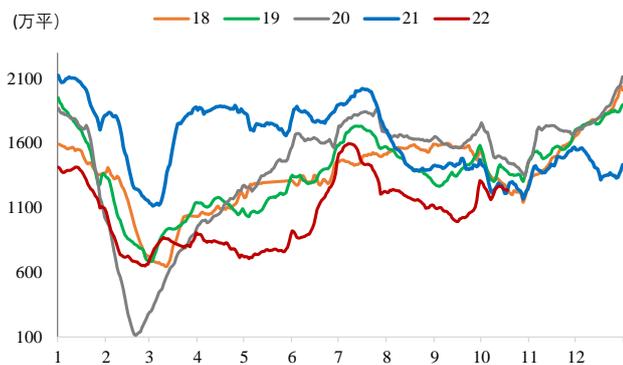
9月30日，央行发布公告，自今年10月1日起，首套公积金贷款利率下调15bp。

商品房成交和居民信贷指向当前地产仍在筑底。

当前商品房成交绝对量仍处历史低位，同比增速有所企稳。截至10月中旬，商品房成交面积与去年同期基本一致，并未如7月那样同比快速下滑。另一方面，9月居民中长期贷款同比也有所企稳。

然需注意，去年下半年以来商品房成交面积已经下了一个台阶，因而今年下半年地产销售及信贷相关数据同比改善，有去年低基数原因。此外，30大中城市的样本侧重于一二线城市，三四线城市样本较少。

图1：30城市商品房成交面积同比下滑幅度收敛



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：30城商品房成交面积增速有筑底迹象



资料来源：wind，民生证券研究院

2 消费结构分化

9 月以来出行数据显著走弱，出行相关消费同步走弱。

今年 9-10 月，地方加大疫情防控力度，人员出行受到一定限制，典型指标是往返北京客流量明显下滑。

(一) 商旅等出行需求显著走弱。今年 9 月-10 月中旬，全国执行航班数量同比下滑 5 成左右。

(二) 城市内部出行环比走强，同比偏弱。根据高德延时指数，全国各城市内部出行仍持平于季节性表现。相较之下，一、二线城市改善程度好于三、四线城市。

(三) 出行需求的走弱延续到了国庆假期。今年国庆旅游收入较去年同期下滑 26%，仅恢复至 2019 年同期的一半左右。

9 月天气降温，受 8 月高温约束的商品消费在 9 月迎来边际改善。

例如汽车、商品房销售成交同比回暖，与消费品相关的上游化工品开工率企稳。10 月份随着全国疫情再次升温，终端消费可能再次转弱。

(一) 纺服链条全产业链产销走高。上游织机开工率上升超预期，下游布匹成交环比抬升，乙二醇等链条上的工业品库存下滑明显。除了中下游补库外，可能也与海外圣诞备货带来的订单增加有关。

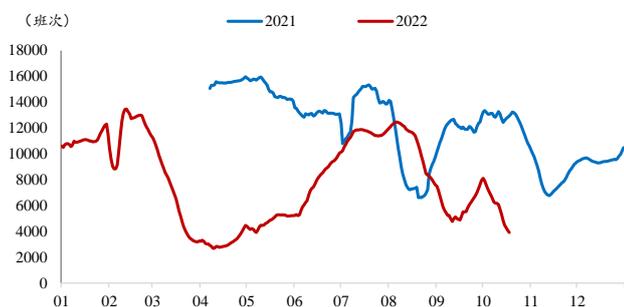
(二) 多项高频数据指向家电产量恢复。ABS 开工率走高、空调排产同比上行等，均指向近期家电生产走强，背后可能有两点原因，一是电力恢复后下游生产走强，二是高温缓解后，终端消费走强。

(三) 汽车链条高景气度延续。以乘联会的口径观测，9 月乘用车零售增速预计在 15%左右，10 月上半月这一增速在 16%左右，延续了 6 月以来的高增态势。

过去两年中，出行情况往往与商品消费同步，但是 9 月这一范式发生变化，两者出现分化，这里可能产生预期差。

根据过去三年经验，疫情对服务业的脉冲往往不会超过 1 个月，按以往规律疫情后期可能阶段性缓解，这或对 11-12 月的消费带来支撑。

图3：9月以来执飞航班数量同比明显下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：全国拥堵延时指数表征出行季节性改善



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：一二线城市服务业改善好于三四线城市



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：九城地铁客运量(周均值)



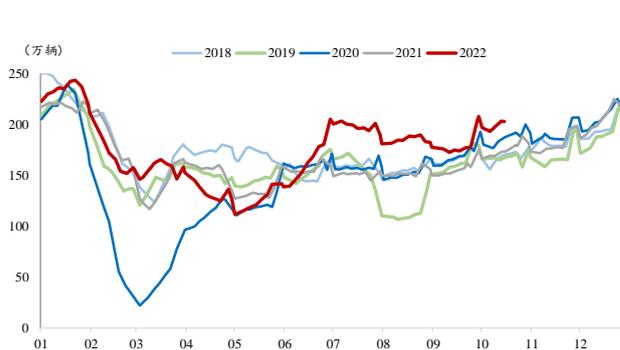
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：国庆期间旅游收入有较大恢复空间



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：汽车零售高景气度维持



资料来源：wind，民生证券研究院

3 工业生产修复

今年8月份全国遭遇罕见高温，降雨稀少，全国部分地区被迫限电，在一定程度上对工业生产带来负面影响。

9月以来高温天气缓解，电厂日耗环比季节性下滑，电力资源对工业生产的约束明显缓解，下游装备制造业等生产恢复。

微观上，板材消费量明显反弹，主要产区的热卷开平量超季节性增长，印证近期下游生产的恢复。此外，铁水产量、织机开工等多重数据也可印证。

需要注意的是，2021年9月，全国各省能耗双控加剧，当季调后的工增环比较正常情况下低0.5%左右，这意味着在今年9月生产环比走强的背景下，工增同比读数可能超预期。

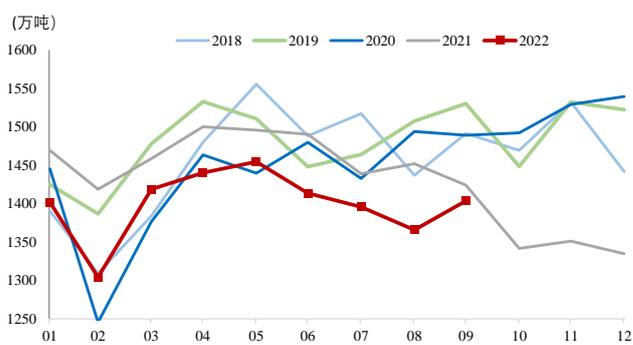
进入10月后，工业生产仍然高位维持，但较之9月末有所走弱。

图9：六大电厂日耗同比高速增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：限电约束接触，板材消费明显反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：日均铁水产量进一步攀升

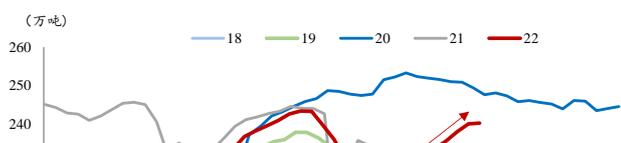
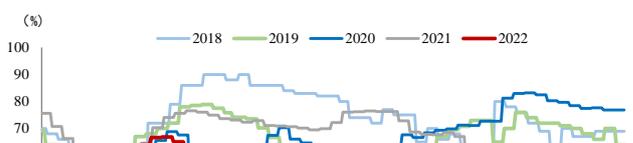


图12：织机开工率增加



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47472

