

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

经济仍在修复中，供给强于需求

——2022 年 9 月经济数据点评兼论利率影响

2022 年 10 月 24 日

宏观利率/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

主要观点

➤ **工业增加值同比增速高于预期，投资、消费增速低于预期。**9 月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额增速的 wind 一致预期分别为 4.8%、6.0%、2.9%，而实际增速分别为 6.3%、5.9%、2.5%。2022 年三季度 GDP 不变价同比 3.9%，略高于预期。

➤ **9 月社零同比在高基数下反复，环比止跌，恢复偏弱但空间较大。**分项看，餐饮收入当月同比-1.7%，环比 0.52%，好于 2018 和 2019 年同期的环比增速，未来修复空间较大；汽车零售当月同比增长 14.2%，产销率仅为 99.17%，和快速增长的产量相比，销量恢复偏慢。不包括汽车在内的其他商品零售恢复速度偏慢，同比仅增长 1.2%（前值 4.3%）。房地产相关消费增速没有明显改观。

➤ **制造业和基建是当月拉动投资的主力。**9 月基建及制造业累计增速分别为 8.6%（前值 8.3%）和 10.1%（前值 10.0%），基建边际趋缓，制造业边际仍较强。基建投资增长一方面仍归因基数效应，另一方面受益于资金到位、项目加快落实。10 月及 11 月基建基数回升，边际或有所放缓。制造业投资增速和相关产业链表现关系紧密，工业增加值边际表现较好的领域如黑色金属、汽车制造、电气机械及器材等行业固定资产投资表现比较好。9 月民间投资增速回落至 2.0%（前值 2.3%）。房地产开发投资增速持续负向扩大，销售跌幅略微收窄，房企面临的融资环境仍需改善。

➤ **工业增加值同比回升主要源于基数效应，环比恢复力度较强。**9 月工业增加值同比增长 6.3%，但主要源于基数效应，9 月工业增加值环比增长 0.84%（2021 年同期为 0.05%）。和 2016 年以来同期相比，9 月工业增加值环比恢复速度仅次 2020 年 9 月，和 2022 年 6 月环比恢复水平一样，这和极端高温天气消退、部分地区高温限电对工业生产影响减弱及部分行业需求回暖具有较大关系。四季度基数效应对工业增加值数据的支撑或减弱。

➤ **市场启示：经济内生动力仍需恢复，收益率反弹但不足以反转。**随着四季度基数效应支撑性减弱，经济数据可能反复，尤其是基建边际继续放缓和制造业投资难以进一步推升的担忧。9 月失业率有所回升叠加疫情担忧，消费短期内可能低位徘徊。三季度城镇居民收入有所恢复，支出收入比提升。整体看，政策持续落地，经济仍在修复中。10 月以来债券市场围绕短端和价值洼地寻找机会，基本面对债市指示作用不明朗，政策面和疫情进展是关键。美联储加息和人民币汇率形势影响货币政策运用的节奏，但偏松基调不改。判断四季度债券收益率不存在大幅上行基础，更多以震荡为主。

➤ **风险提示：**稳增长增量政策超预期推出；疫情形势边际好转。





目录

1. 事件回顾.....	3
2. 数据分析.....	3
3. 市场启示.....	6
4. 风险提示.....	6

图表目录

图 1： 工业增加值当月增速（%）	3
图 2： 投资及消费增速（%）	3
表 1： 分行业工业增加值当月增速（%）	4
表 2： 分行业社会消费品零售总额增速（%）	5
表 3： 分行业制造业投资增速（%）	5

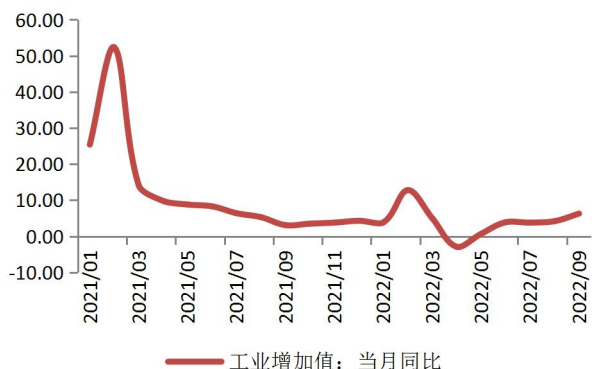
1. 事件回顾

2022 年 9 月，规模以上工业增加值同比 6.3%（前值 4.2%），环比 0.84%（前值 0.32%）；1-9 月全国固定资产投资同比 5.9%（前值 5.8%），其中制造业投资同比 10.1%（前值 10.0%），基础设施投资同比 8.6%（前值 8.3%），全国房地产开发投资同比-8.0%（前值-7.4%）；社会消费品零售总额当月同比 2.5%（前值 5.4%）。2022 年三季度 GDP 不变价同比增速 3.9%（二季度为 0.4%）。

2. 数据分析

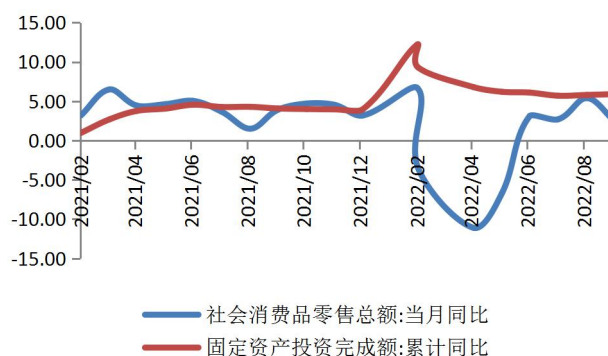
9 月工业增加值同比增速高于预期，投资、消费增速低于预期，三季度 GDP 增速高于预期。9 月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额增速的 wind 一致预期分别为 4.8%、6.0%、2.9%，而实际增速分别为 6.3%、5.9%、2.5%。2022 年三季度 GDP 不变价同比 3.9%，略高于预期。

图 1：工业增加值当月增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：投资及消费增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

工业增加值同比增速回升主要源于基数效应，环比恢复力度较强。9 月工业增加值同比增长 6.3%，但主要源于基数效应，9 月工业增加值环比增长 0.84%（2021 年同期为 0.05%）。四季度基数效应对工业增加值的支撑或减弱。和 2016 年以来同期相比，9 月工业增加值环比恢复速度仅次于 2020 年 9 月，和 2022 年 6 月环比恢复水平一样，整体上恢复较强，这和极端高温天气消退、部分地区高温限电对工业生产影响减弱及部分行业需求回暖具有较大关系。分行业看，9 月份，电子类产品需求回暖，带动电子行业增加值同比增长 10.6%，较上月明显加快 5.1 个百分点。在政策引领基建投资增加背景下，叠加部分行业去年同期基数较低，化工、钢铁等行业增加值分别增长 12.1%、10.6%，较上月大幅加快 8.3、11.9 个百分点；建材行业增长 0.8%，增速自 4 月份以来首次由负转正。

表 1：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2022 年					2021 年				
	9 月	8 月	7 月	6 月	5 月	9 月	8 月	7 月	6 月	5 月
煤炭开采和洗选业	7.70	5.80	11.00	11.20	8.20	2.84	2.58	-1.86	-0.80	1.55
石油和天然气开采业	4.50	2.30	4.50	3.60	6.60	6.51	5.05	2.30	6.81	3.35
黑色金属冶炼及压延加工业	10.60	-1.30	-4.30	0.60	-2.70	-0.79	1.71	2.55	5.33	7.13
有色金属冶炼及压延加工业	7.80	3.60	2.30	4.90	3.40	2.37	3.87	2.48	2.63	3.51
金属制品业	1.30	-2.30	-2.30	0.10	-2.30	10.13	11.43	10.75	11.41	11.75
专用设备制造业	4.90	4.50	4.00	6.00	1.10	8.75	8.70	8.02	10.55	11.63
通用设备制造业	2.30	0.80	-0.40	1.10	-6.80	7.94	9.17	8.96	11.16	11.05
汽车制造业	23.70	30.50	22.50	16.20	-7.00	3.43	0.17	5.63	4.26	6.38
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.60	5.80	7.60	6.70	-0.10	6.05	0.50	1.57	2.76	5.09
电气机械及器材制造业	15.80	14.80	12.50	12.90	7.30	11.89	13.48	13.75	12.50	13.39
计算机、通信和其他电子设备制造业	10.60	5.50	7.30	11.00	7.30	9.13	11.58	13.17	13.84	12.44
农副食品加工业	1.50	-2.30	-0.80	-0.30	1.60	2.63	2.26	1.79	3.48	3.38
食品制造业	2.70	2.50	2.80	3.00	3.50	4.74	3.47	3.45	3.99	5.06
酒、饮料和精制茶制造业	5.50	7.60	10.80	7.10	7.00	2.84	1.82	2.35	1.97	2.97
纺织业	-1.60	-5.10	-4.80	-3.90	-3.50	-0.26	0.36	-0.15	0.93	0.59
医药制造业	-7.50	-13.10	-10.30	-8.50	-12.30	17.93	19.31	14.72	18.83	18.34
橡胶和塑料制品业	1.40	-1.20	-1.50	1.00	-2.70	2.09	2.56	2.47	3.35	4.39
化学原料及化学制品制造业	12.10	3.80	4.70	5.40	5.00	3.75	6.39	5.81	7.10	6.42
化学纤维制造业	0.00	-3.30	-3.60	2.50	-0.10	1.68	6.00	7.13	6.18	6.37
非金属矿物制品业	0.80	-5.00	-3.80	-3.70	-5.40	3.90	4.81	4.59	6.96	6.76
电力、热力的生产和供应业	2.20	15.30	10.40	3.20	-0.80	6.74	5.60	7.31	8.89	7.41

数据来源：Wind，山西证券研究所

9 月社零在高基数下反复，但环比止跌。9 月社零同比 2.5%，累计同比 0.7%，2021 年 9-10 月社零基数较高，对同比带来较大影响。社零季调后环比 0.43%，环比虽然止跌但和 2016 年以来同期相比明显偏弱。分项看，餐饮收入当月同比-1.7%，累计增速跌幅放缓至-3.9%，当月环比为 0.52%，好于 2018 和 2019 年同期的环比增速；汽车零售当月同比增长 14.2%，环比增速恢复至 5.99%，累计同比自 2022 年 3 月以来首次转正。9 月汽车产销率仅为 99.17%，和快速增长的产量相比，销量恢复偏慢。新能源汽车销售呈快速上升态势。据汽车流通协会统计，前三季度新能源乘用车零售 387 万辆，同比增长 113.2%。不包括汽车在内的其他商品零售恢复速度偏慢，同比仅增长 1.2%（前值 4.3%）。房地产相关消费增速没有明显改观，家电类当月同比-6.1%（前值 3.4%），带动累计同比下跌至 0.7%（前值 1.6%），家具类同比-7.3%（前值-8.1%），累计同比-8.4%（前值-8.5%），建筑及装潢类同比-8.1%，前值（-9.1%），但累计同比下滑至-4.9%。

表 2：分行业社会消费品零售总额增速 (%)

指标名称	2022 年					2021 年				
	9 月	8 月	7 月	6 月	5 月	9 月	8 月	7 月	6 月	5 月
粮油、食品类	8.50	8.10	6.20	9.00	12.30	8.86	7.05	9.49	13.87	11.60
饮料类	4.90	5.80	3.00	1.90	7.70	17.16	13.11	16.86	26.94	19.44
烟酒类	-8.80	8.00	7.70	5.10	3.80	18.21	8.97	10.43	16.96	13.81
服装鞋帽针纺织品类	-0.50	5.10	0.80	1.20	-16.20	1.55	-1.03	2.41	6.34	5.81
化妆品类	-3.10	-6.40	0.70	8.10	-11.00	9.07	9.50	6.13	18.38	14.69
金银珠宝类	1.90	7.20	22.10	8.10	-15.50	17.92	11.92	11.44	8.72	13.19
日用品类	5.60	3.60	0.70	4.30	-6.70	5.63	5.59	10.45	16.63	16.27
家用电器和音像器材类	-6.10	3.40	7.10	3.20	-10.60	3.03	-0.46	2.91	9.79	3.77
中西药品类	9.30	9.10	7.80	11.90	10.80	9.51	8.52	7.18	9.51	7.57
文化办公用品类	8.70	6.20	11.50	8.90	-3.30	18.78	15.86	7.69	18.05	7.62
家具类	-7.30	-8.10	-6.30	-6.60	-12.20	1.39	1.11	3.34	5.91	7.99
通讯器材类	5.80	-4.60	4.90	6.60	-7.70	8.58	3.23	5.71	18.84	10.60
石油及制品类	10.20	17.10	14.20	14.70	8.30	1.73	-1.65	2.82	3.03	1.73
建筑及装潢材料类	-8.10	-9.10	-7.80	-4.90	-7.80	6.93	5.10	4.41	10.86	11.29
汽车类	14.20	15.90	9.70	13.90	-16.00	-0.96	1.76	5.14	-2.03	5.01

数据来源：Wind，山西证券研究所

房地产开发投资增速持续负向扩大，销售跌幅略微收窄，房企面临的融资环境仍需改善。9月房地产开发投资完成额累计增速-8.0%（前值-7.4%），测算当月增速-11.7%（前值-13.3%）。“保交楼”下房企竣工加快，9月房屋竣工面积累计同比跌幅持续收窄至-19.9%（前值-21.1%），但新开工累计跌幅扩大至-38.0%（前值-37.2%），商品房销售面积累计增速为-22.2%（前值-23.0%），跌幅有所遏制。从资金来源看，9月房地产开发资金来源累计跌幅从8月的-25.0%收窄至-24.5%，其中随着销售跌幅趋缓，个人按揭贷款累计同比跌幅收窄至-23.7%（前值-24.4%），但自筹资金降幅扩大至-14.1%（前值-12.3%），国内贷款降幅略微放缓至-27.2%（前值-27.4%），房企面临的融资环境仍需改善。9月土地购置面积累计同比-53.0%（前值-49.7%）。

制造业和基建是当月拉动投资的主力。9月基建及制造业累计增速分别为8.6%（前值8.3%）和10.1%

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=147677>

