

## 总量研究

## 经济恢复速度有所加快，进一步恢复可期

——2022年三季度和9月经济数据点评兼债市观点

## 要点

## 事件：

2022年10月24日，国家统计局公布2022年三季度和9月经济数据：1) 三季度国内生产总值30.76万亿元，实际增长3.9%（一、二季度增速为4.8%、0.4%），前三季度经济增速为3%（上半年经济增速为2.5%）；2) 9月规模以上工业增加值同比增长6.3%，前值为4.2%；3) 1-9月固定资产投资同比增长5.9%，前值为5.8%；4) 9月社会消费品零售总额同比增长2.5%，前值为5.4%。

## 点评：

**经济恢复加速，后续进一步恢复可期。**2022年三季度GDP实际增长3.9%（Q1、Q2实际经济增速为4.8%、0.4%），高于市场预期值。回溯来看，二季度经济在疫情冲击下复苏较慢，三季度则重新进入加速恢复通道。另外，三季度GDP环比增速为3.9%（前值为-2.7%），为2020年3季度以来最高值，同样反映了经济加速恢复。从结构来看，当前经济大致呈现以下特点：生产基本已经恢复至一季度水平；需求相对分化；通胀环境持续改善。

**工业生产处在快速回升阶段，目前基本恢复至一季度水平。**9月规模以上工业增加值同比增长6.3%（前值为4.2%），高于预期，9月工业生产已经基本恢复至一季度水平。从结构来看，采矿业、制造业生产明显回升，其中制造业生产同比增速创下年内第二高。后续生产受到的约束进一步减弱，四季度继续恢复并维持在高水平的可能性较高。

**固定资产投资继续恢复，地产投资降幅收窄，后续投资有望延续持续向好态势。**9月固定资产投资同比增速为6.7%（前值为6.6%，上升0.1个百分点），地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-12.1%、10.7%和16.1%（前值分别为-13.8%、10.6%和15.6%），分别变动1.7、0.1和0.5个百分点，均有一定程度的提升（或降幅收窄）。后续随着系列举措持续推进，四季度投资有望继续延续持续向好态势。

**9月社消同比下降但环比提升明显。**9月当月社消增速同比增长2.5%，前值为增长5.4%，连续4个月录得正增长。另外，从环比来看，9月社消环比增速为0.43%（前值为-0.05%）。9月社消同比增速有所下降但环比明显提升。从消费品维度来看，9月必选消费品增速仍维持在较高水平，服务类消费增速有所下降，后续恢复空间很大。

## 债市观点

今年以来，利率债二级市场大致可以分为两个不同的阶段，而在不同的阶段，10年期国债收益率波动中枢不同。后续，我们认为，对债市要有均值回复的思维，但也要意识到这种均值回复的曲折，并非一蹴而就。

## 风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

## 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001  
010-56513035  
zhang\_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001  
010-56513081  
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004  
010-56513038  
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071  
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030  
maozhenqiang@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513032  
dongnr@ebsecn.com

## 相关研报

经济恢复进行时——2022年8月经济数据点评兼债市观点（2022-09-15）

经济恢复虽有所放缓，债市仍需持均值回复思维——2022年7月经济数据点评兼债市观点（2022-08-15）

结构有亮点，后续政策需适当加码——2022年二季度和6月经济数据点评兼债市观点（2022-07-15）

## 1、事件

2022年10月24日，国家统计局公布2022年三季度和9月经济数据：

- 1) 三季度国内生产总值30.76万亿元，实际增长3.9%（一、二季度增速为4.8%、0.4%），前三季度经济增速为3%（上半年经济增速为2.5%）；
- 2) 9月规模以上工业增加值同比增长6.3%，前值为4.2%；
- 3) 1-9月固定资产投资同比增长5.9%，前值为5.8%；
- 4) 9月社会消费品零售总额同比增长2.5%，前值为5.4%。

## 2、点评

### 2.1、经济恢复加速，后续进一步恢复可期

初步核算，2022年三季度我国国内生产总值实际增长3.9%（Q1、Q2实际经济增速为4.8%、0.4%），高于市场预期值（Wind统计的市场预期均值为3.7%）。回溯来看，二季度经济在疫情冲击下复苏较慢，三季度则重新进入加速恢复通道。另外，三季度GDP环比增速为3.9%（前值为-2.7%），为2020年3季度以来最高值，同样反映了经济加速恢复。

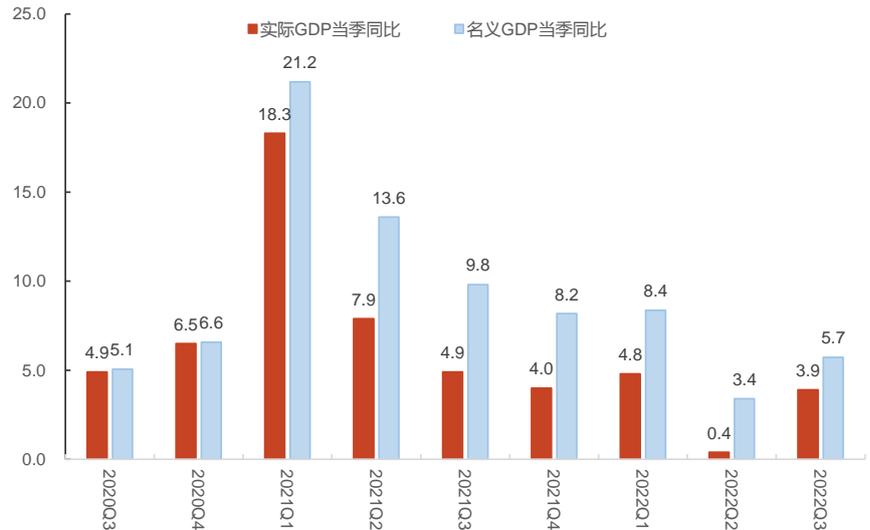
**从结构来看，当前经济大致呈现以下特点：**

**生产基本已经恢复至一季度水平。**一季度规模以上工业增加值同比增长6.5%，4月工业生产增速触底（当月增速为-2.9%）后，二季度末大致恢复至2021年四季度水平，但低于一季度水平。今年3季度，7-9月规模以上工业增加值当月同比增速分别为3.8%、4.2%和6.3%，9月规模以上工业增加值同比增速已经基本恢复至一季度水平。

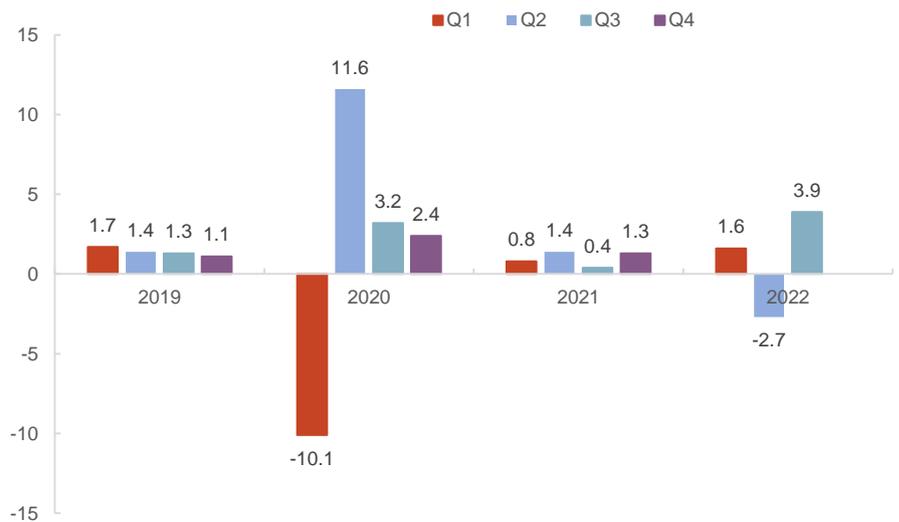
**需求相对分化。**外生性需求方面，8、9月出口（以人民币计价）同比增长11.8%、10.7%，仍维持在高增速水平；投资领域，与外需紧密联系的制造业投资增速基本恢复到去年4季度的较高水平，后续有望继续维持在高增速；而财政政策集中发力，推动基建投资增速创年内新高，成为稳增长的重要抓手。内需的其他领域，目前仍处在恢复过程中，地产投资相对疲弱但9月降幅收窄；9月消费同比增速下降但环比提升。

**通胀环境持续改善，**三季度名义GDP增速为5.7%（Q1、Q2为8.4%、3.4%），GDP平减指数为1.8%（Q1、Q2为3.6%、3%），从去年2季度以来，平减指数呈持续改善态势，说明通胀环境整体正在持续改善。

整体来看，当前基本面正从疫情冲击中走出，呈加速恢复态势。展望后续，尽管经济演变仍面临不少不确定性，但经济内生动力逐步加强，后续经济复苏可期。

**图表 1：2022Q3 实际 GDP 当季同比增长 3.9%，较前值明显提升**


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

**图表 2：2019 年以来实际 GDP 当季环比情况**


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2.2、 工业生产处在快速回升阶段，目前基本恢复至一季度水平

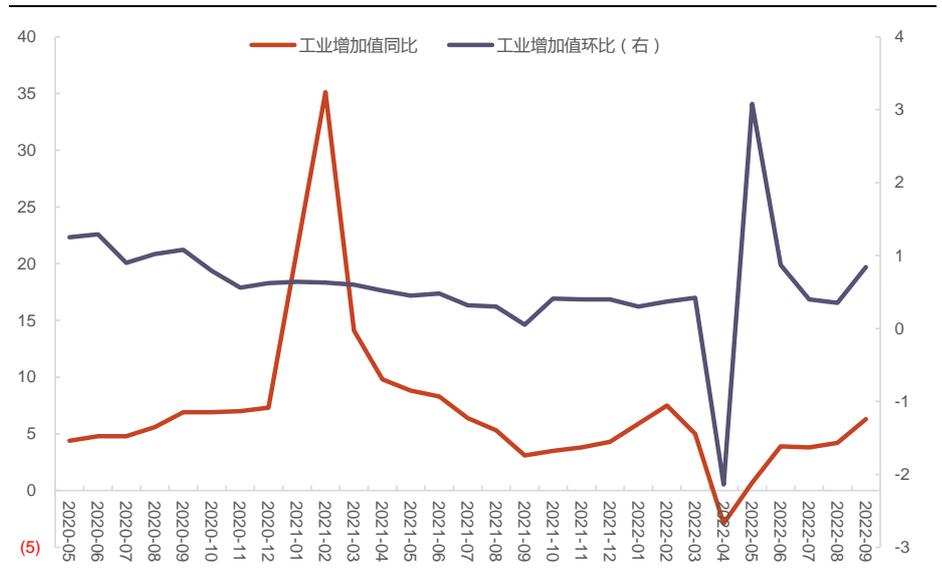
2022 年 9 月规模以上工业增加值同比增长 6.3%（前值为 4.2%），高于 wind 一致预期 4.8%）。回溯来看，一季度规模以上工业增加值同比增长 6.5%，4 月工业生产增速触底（当月增速为-2.9%）后，二季度末大致恢复至 2021 年四季度水平，但低于一季度。今年 3 季度，7-9 月规模以上工业增加值当月同比增速分别为 3.8%、4.2%和 6.3%，9 月规模以上工业增加值同比增速已经基本恢复

至一季度水平。另外，9月份规模以上工业增加值环比增速为0.84%（前值为0.35%）。

整体来看，工业生产处在快速回升阶段。另外，**从结构来看**，9月采矿业增加值增长7.2%，比8月加快1.9个百分点；制造业增长6.4%，比8月加快3.3个百分点；电力热力燃气及水生产和供应业增长2.9%，比8月回落10.7个百分点。电力热力燃气及水生产和供应业增速下降，主要是由于极端高温天气消退、部分地区高温限电对工业生产影响减弱所致。而采矿业、制造业生产明显回升，其中制造业生产同比增速创下年内第二高。

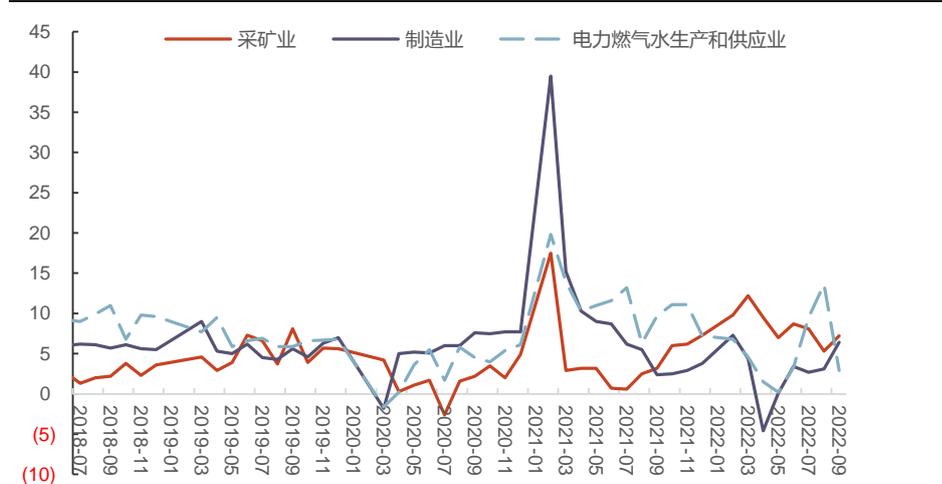
综合上述分析，**各项稳经济一揽子政策和接续政策措施落地显效，三季度特别是9月份工业经济恢复加快，后续生产受到的约束进一步减弱，四季度继续恢复并维持在高水平的可能性较高。**

图表 3：9月规模以上工业生产同比增速提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 4：9月制造业生产同比增速为6.4%，比8月明显提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2.3、 固定资产投资继续恢复，地产投资降幅收窄，后续投资有望延续持续向好态势

1-9月全国固定资产投资42.14万亿元，同比增长5.9%（前值为5.8%），增速大体与7月、8月持平。**从环比增速来观察**，9月固定资产投资环比增长0.53%（前值为0.39%），环比增速进一步提升。

**从当月增速来看**，9月固定资产投资同比增速为6.7%（前值为6.6%，上升0.1个百分点），地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-12.1%、10.7%和16.1%（前值分别为-13.8%、10.6%和15.6%），分别变动1.7、0.1和0.5个百分点，均有一定程度的提升（或降幅收窄）。

**结合来看，对于固定资产投资，大致结论如下：**

**整体来看**，一季度固定资产投资增速录得较高水平，4月投资受疫情冲击明显，二季度后两个月投资有所恢复，三季度整体处于加快恢复通道中。

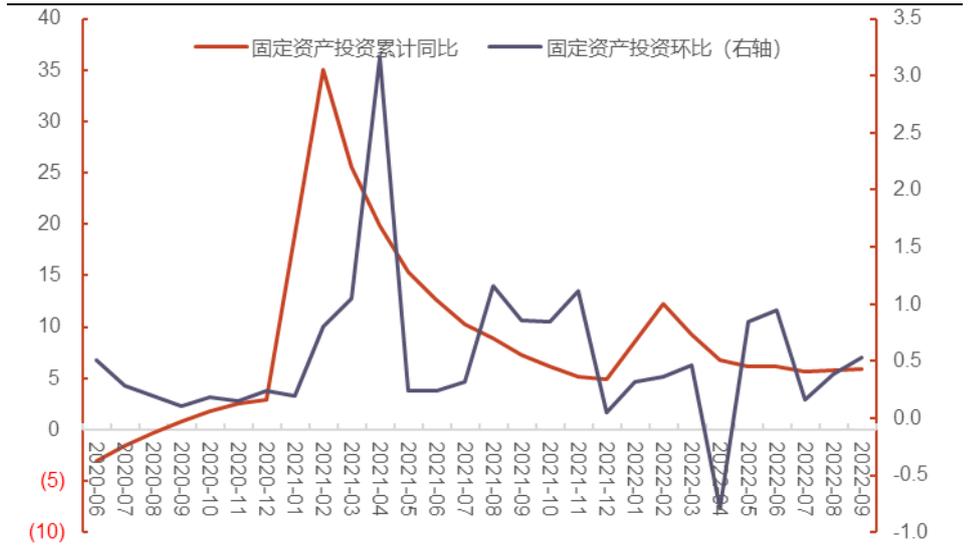
**地产投资降幅有所收窄**。2021年起房地产开发投资累计同比增速逐月下降（今年3月累计增速较去年同期下降了近25个百分点）。当月增速中，今年1-2月同比增速回升，超出市场预期，但3月再次下降，4月受疫情影响降幅扩大，5月降幅稍有收窄，6-8月投资增速降幅扩大，9月投资增速降幅收窄。当然也要看到，当前地产市场景气较弱（9月份房地产开发景气指数为94.86，较8月进一步下降），投资修复仍遇到较大阻力。

**制造业投资继续维持在高水平**。经过连续5个季度去杠杆之后，工业企业资产负债表已经达到一定程度的修复，工业企业有一定的扩张能力，制造业投资对经济的支撑值得期待。受疫情影响，4月制造业投资同比增速降至6.4%（相较3月下降5.5个百分点），5月回升至7.1%，6月则进一步提升至9.9%。7月制造业投资增速则降至7.6%，大致是5月水平。8月、9月增速则提升至10%以上，但这一水平低于今年一季度的15.6%，也低于去年4季度水平（2021Q4制造业投资平均增速为10.7%），后续仍可能继续维持在相对较高水平。

**基建投资增速维持在高位，四季度仍有望维持在高水平**。地产投资外，基建投资也是拖累2021年固定资产投资增速下降的重要原因，随着稳增长成为后续经济工作主要目标和宏观政策的着力点，市场对基建投资期望较高。今年一季度基建投资增速为10.5%，水平与市场预期基本一致。受疫情影响，4月基建投资同比增速仅为4.5%（较3月下降7.3个百分点），5月同比增速则回升至7.9%。6月、7月、8月广义基建投资增速分别为12%、11.5%、15.6%。9月广义基建投资增速继续提升至16.1%，继续维持在高位，基建投资仍是稳增长的重要支撑。

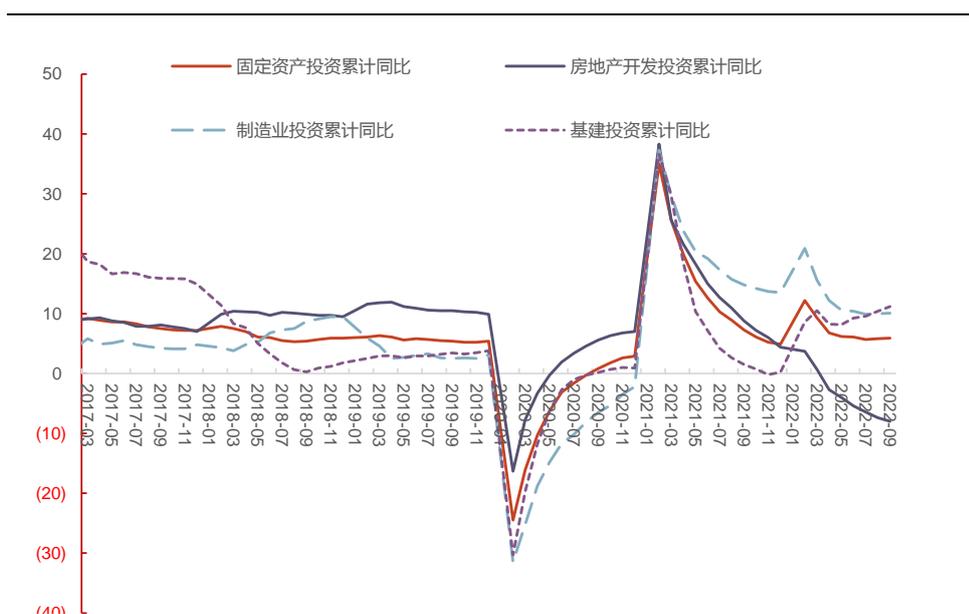
后续随着地方专项债结存限额、专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造、加快农业农村基础设施建设等系列举措持续推进，四季度投资有望继续延续持续向好态势。

图表 5: 9月固定资产投资环比增速进一步提升至 0.53%



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 6: 固定资产投资及三大项累计增速情况



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\\_47683](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47683)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn