

昙花一现的反弹

——三季度经济数据点评

核心观点：

国家统计局10月24日公布三季度经济数据。GDP同比增长3.9%，环比增长3.9%，略超市场一致预期。从需求端看，固定资产投资受地产投资拖累，剔除基数后增速整体下行，出口、消费与上月大体相当，处于偏弱水平。从生产端看，9月工业生产有所企稳但出口交货值持续下滑。就业数据则明显恶化。总体而言，负产出缺口扩大的压力并未根本缓解，地产与货币政策放松仍然可期。

点评要点：

► 三季度经济反弹略超预期，但仍偏弱

三季度GDP同比增长3.9%，季调后环比增长3.9%，虽然这一增速在疫情反复的背景下略超市场一致预期，但其三年平均增速为4.5%，仍低于一季度水平（4.9%）。第二、三产业增加值的三年平均同比皆低于一季度及疫情前水平。负产出缺口受益于二季度华东疫情后经济修复带来的反弹而有所缩窄，但负产出缺口仍然较大。

► 需求端：需求整体疲弱，有待地产政策进一步放松

从需求端来看，受到基数效应影响，固定资产投资有所回升。但是如果从剔除基数效应的三年同比增速来看，投资增速整体下行，主要受到地产投资疲软的拖累，制造业、基建投资略有上升；出口、消费增速与上月大体相当，处于偏低水平，结构进一步分化。

► 生产端：9月工业生产企稳，但可持续性仍需观察

9月工业生产企稳回升，但主要受到基数效应以及库存的短期支撑，其可持续性仍有待观察。值得注意的是，9月出口交货值三年同比增速4.7%，延续了自7月以来的持续下滑。从高频数据来看，发电耗煤、粗钢产量同比均有所改善，出口相关指标较为低迷，与工业增加值的企稳回升以及出口交货值的下滑保持一致。

► 就业形势恶化，降准降息仍可期

9月公布的就业数据明显恶化。城镇调查失业率上升至5.5%，31大中城市调查失业率上升至5.8%，其中25-29岁人口的调查失业率有明显上升，与偏低的居民收入增速相一致。

稳定就业与居民收入的关键在于让实际经济增速回到潜在经济增速的水平。这意味着GDP环比的折年增长需要超过潜在增速水平，才能使得当前存在的负产出缺口逐步弥合。考虑到当前工业生产的“反弹”主要受基数效应与库存因素的支撑，在未来或不可持续，叠加地产投资、出口以及消费的拖累，我们预计四季度中国经济环比增速会较三季度明显放缓，且造成负产出缺口持续扩大，这也意味着更大力度的政策调整仍然需要推出，地产与货币政策或有进一步放松。在汇率的压力减小之后，我们预计进一步的降准降息仍然可期。

风险提示：经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：方诗超
 执业证书编号：S0590122100031
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

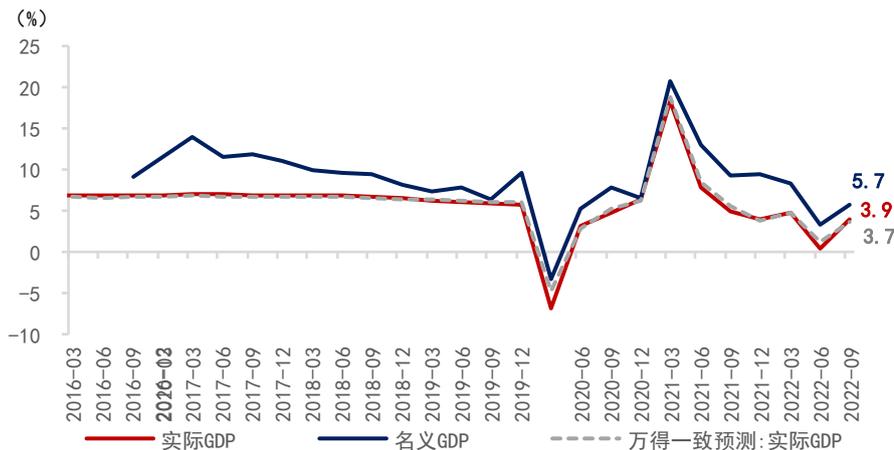
相关报告

- 1、《如期加息 75 基点：null》2022.07.28
- 2、《保交楼的代价：null》2022.07.27
- 3、《美联储在担心什么？：null》2022.07.21

1 三季度经济反弹略超预期，但仍偏弱

国家统计局 10 月 24 日公布三季度经济数据。实际 GDP 同比增长 3.9%，季调后环比增长 3.9%，在疫情反复的背景下，这一增速略超市场一致预期；GDP 三年平均增速为 4.5%，仍低于一季度水平（4.9%）。

图表 1: GDP 增速略超市场预期

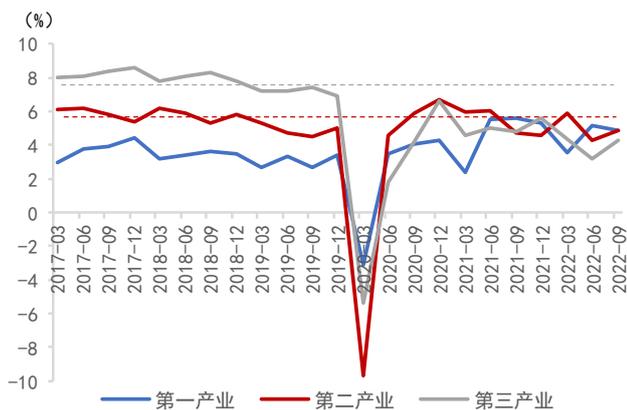


来源: Wind, 国联证券研究所

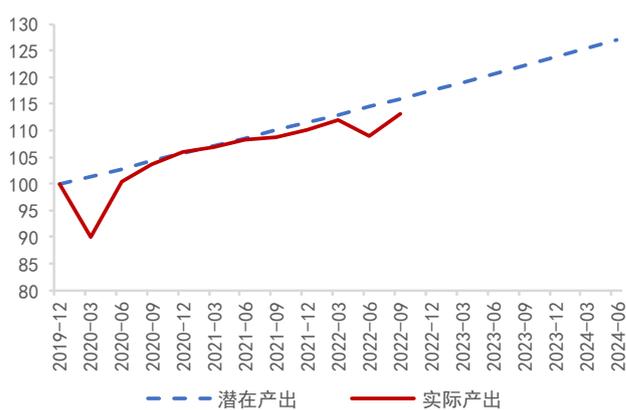
具体而言，第二、三产业增加值同比较二季度有明显反弹，但仍低于一季度以及疫情前水平。虽然基数效应有影响，但是三年平均增速的结果和简单同比的结果在方向上保持一致。总体而言，第二产业三年平均增速为 4.9%，低于一季度（5.9%）以及疫情前水平，而第三产业三年平均增速 4.3%，显著低于疫情前水平。

对比潜在经济增速，继二季度负产出缺口受华东疫情影响明显恶化后，三季度疫情好转，经济有所恢复，自然出现了一定的反弹，负产出缺口随之缩窄。但需要注意的是，当前仍留有较大的负产出缺口，且其扩大的压力并未从根本上得到缓解。

图表 2: 一二三产业增加值同比增速



图表 3: 中国 GDP 潜在水平与实际水平(4Q19=100)



来源：Wind，国联证券研究所；注：2021、2022 为两年、三年平均

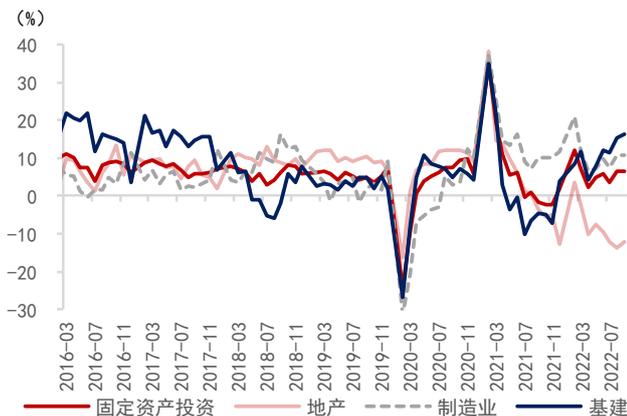
来源：Wind，国联证券研究所

2 需求端：需求整体疲弱，有待地产政策进一步放松

投资方面，受基数效应支撑，固定资产投资增长保持较高读数。但是从剔除基数效应的三年同比增速来看，9月投资增速整体有所下行，其中地产投资的持续下滑是主要拖累因素。

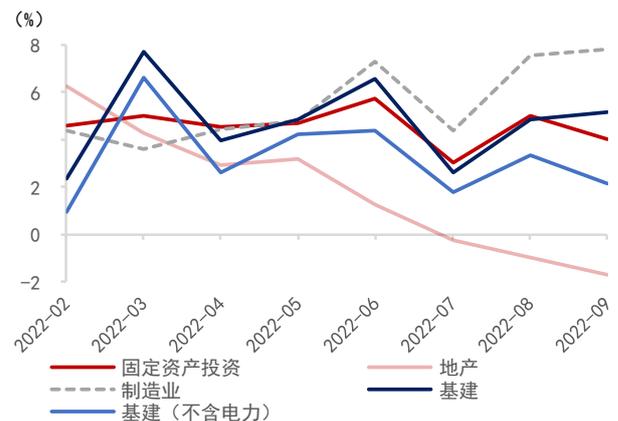
具体而言，9月地产投资同比-12.1%，三年同比增速-1.7%，较8月(-1.0%)进一步下滑；制造业、基建投资三年同比增速分别为7.8%、5.2%，较上月略有上升（前值7.6%、4.9%），但值得注意的是，除电力以外的基建投资三年平均同比2.1%（前值3.4%），存在明显下滑。

图表 4：9 月固定资产投资保持较高读数



来源：Wind，国联证券研究所

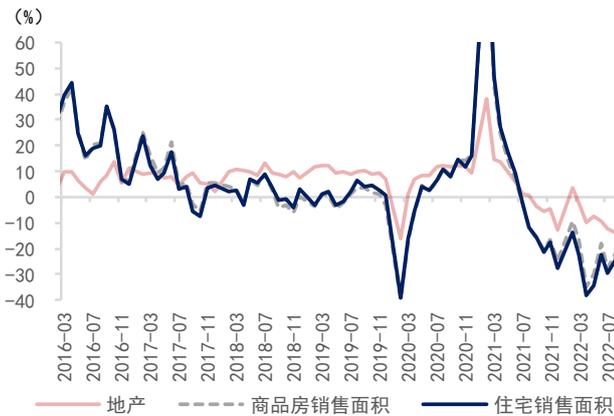
增速



来源：Wind，国联证券研究所

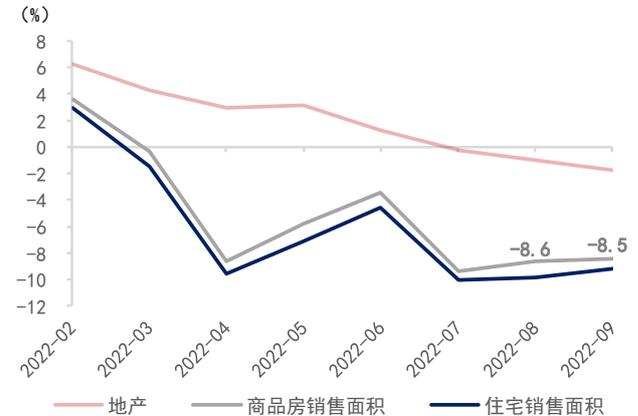
从销售端看，尽管地产需求有所企稳，但仍然疲软的地产需求尚无法支撑投资的改善。9月商品房销售面积同比增长-15.7%（前值-22.3%），降幅缩窄，但剔除基数效应看，其三年平均增速仅有0.1个百分点的回升。地产销售仍有待政策的进一步提振。

图表 6：地产投资销售单月增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：地产投资销售三年同比增速

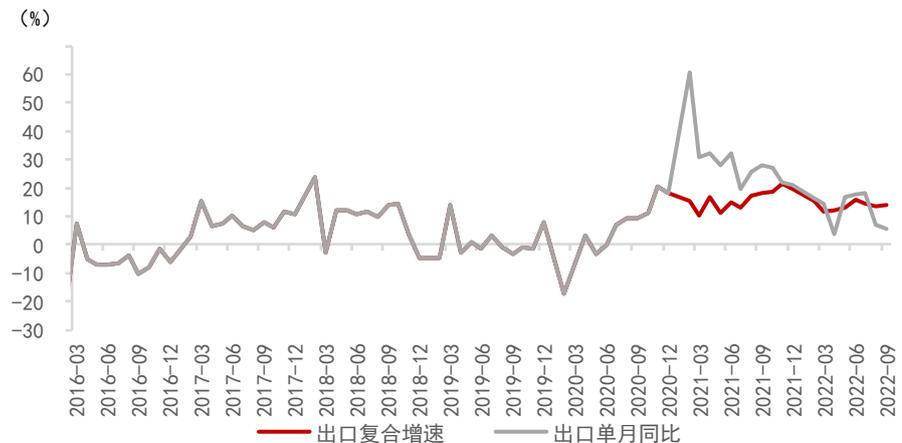


来源：Wind，国联证券研究所

出口方面，9月出口同比读数持续下滑，但部分原因在于基数效应。从季节调整后的环比数据看，9月出口环比正增长2.5%，此外其三年平均增速为13.9%，略高于在基本面偏弱的背景下13.6%的短期刺激支撑了9月出口。

具体来看，就出口品类而言，纺织品、地产后周期耐用品与农产品出口下滑明显，防疫物资增速也进一步下行，但汽车产业链出口仍保持高增，消费电子出口边际好转，主要受手机出口反弹影响；就出口国别而言，我国对美国、欧洲的出口增速明显下行，对东盟、印度、韩国的出口仍保持较高水平。

图表 8：出口增速

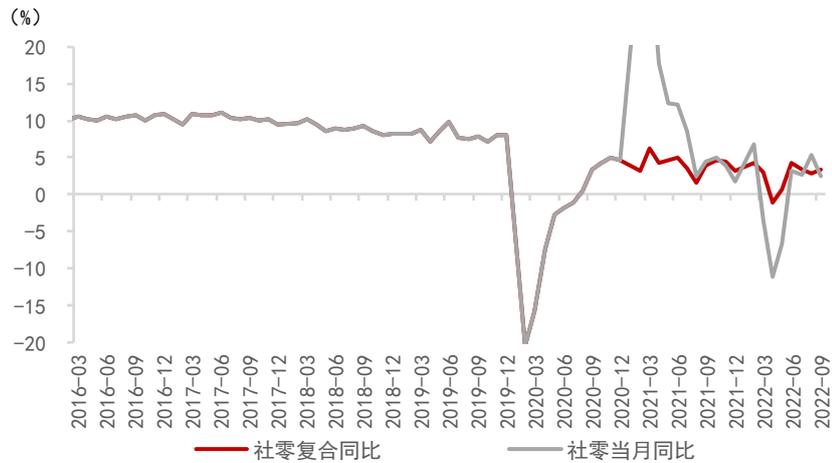


来源：Wind，国联证券研究所；注：2021、2022 出口复合增速分别为两年、三年平均增速

9月消费偏弱，社会消费品零售同比增长2.5%（前值5.4%），部分受到基数影响。从不受基数影响的季调环比增速来看，9月社零环比增长0%，其三年平均同比增速3.4%，仍远低于疫情前水平。9月消费的疲弱主要受地产后周期消费低迷拖累，

此外受多地疫情反复影响，与消费场景相关的餐饮、鞋服、化妆品消费表现也偏弱。

图表 9：社零同比增速



来源：Wind，国联证券研究所；注：2021、2022 社零复合同比分别为两年、三年平均增速

3 生产端：9 月工业生产企稳，但可持续性仍需观察

9 月工业增加值同比读数为 6.3%，较 8 月（4.2%）明显反弹，部分受到去年同期低基数影响，当然也与 9 月工业生产偏强有关。剔除基数后，其三年复合同比增速 5.4%，与 8 月（5.0%）稍有上升。此前 9 月 PMI 数据也显示，生产的回升主要受到库存支撑，可能难以持续（详见《制造业环比反弹或见顶》）。

此外，值得注意的是，工业企业的出口交货值同比增速持续下滑。9 月出口交货值同比增长 5.0%，三年同比增速 4.7%，明显低于 5 月以来的出口增长水平。

图表 10：工业增加值同比增速

12%

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_47794



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn