

乌云背后的金丝线

——3季度中国经济增长数据点评

报告摘要

- 三季度中国GDP当季同比超预期下降至6%，超预期的不在于下行的幅度（事实上，从7、8月工业增加值的创新低中，即可预期到本季度GDP增速会继续较快下滑），而在于GDP数据有些“云淡风轻”地触及了6%这个心理关口。像人民币汇率“破7”、CPI“破3”一样，GDP“破6”行将发生，但其对资本市场和社会预期的影响，似乎已不再那么“耸人听闻”。相反，对高质量发展、行业层面效率提升、经济转型升级战略机遇的关注在增加。
- 就三季度经济来看，中国经济还是呈现了可圈可点的边际改善。1) 工业增加值环比大幅反弹，超越了所谓“季末效应”的幅度，出口交货值增速也从底部有所回升。2) 房地产销售增速达到年内最高，房地产开发资金来源也呈现改善，土地购置增速持续回升。这些都意味着，对房地产融资收紧的过度担忧可再审视。“地方政府增加土地供应-房企加速推盘-房价上涨压力减轻-房地产周期被平滑”的正向循环倘若成型，将有利于中国平稳的“去房地产化”。3) 中国经济转型升级的趋势不容小觑。1-9月，工业战略性新兴产业增加值同比增长8.4%，快于整体2.8个百分点；高技术制造业增加值同比增长8.7%，快于整体3.1个百分点；高技术制造业投资同比增长12.6%，快于整体10.1个百分点；限额以上单位智能家用电器和音像器材、可穿戴智能设备零售额同比分别增长41.6%、11.1%；人均服务性消费支出增长10.2%，快于居民人均消费支出1.9个百分点。4) 25岁以下的青年和大学生就业压力相对较大，就业问题的结构特征凸显。
- 目前来看，中国经济增长的负面因素进一步恶化的风险可能已经不大。一方面，中美贸易摩擦对制造业投资的冲击已经先行暴露（详见我们的报告《制造业投资的“短”与“长”》），而中美贸易谈判正朝着缓和方向发展；另一方面，年初社融企稳、大规模减税降费的正面影响逐步显现，库存周期见底、制造业转型升级逐渐可期。尽管中国GDP增速行将“破6”，但放眼全球，中国仍是全球经济增长的主要贡献者，人民币资产的收益优势亦愈发明显，“增速换挡、效率提升、活力修复”的新常态可期待。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

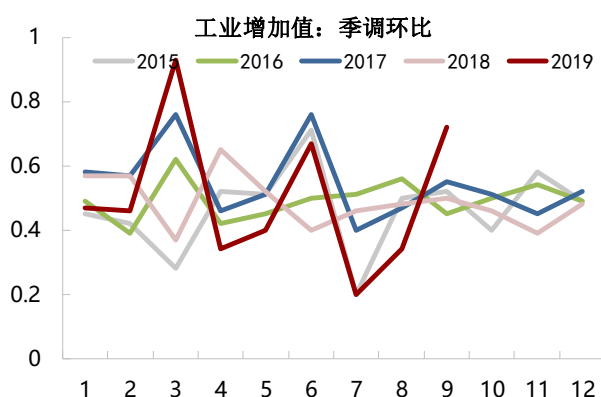
2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



1、工业生产呈显著的边际好转

工业增加值显著反弹，高技术产业占比提升。9月工业增加值同比从4.4%的历史低位，显著回升至5.8%，季调环比从0.34%大幅反弹至0.72%。工业增加值季末反弹的状况再度呈现，反弹幅度明显大于2017年同期，体现9月工业生产状况有切实好转（图表1）。1-9月产销率持平于98，反映工业品需求有切实回升；出口交货值同比从-4.3%回升至-0.7%，体现出口有边际好转（图表2）。1-9月，工业战略性新兴产业增加值同比增长8.4%，增速快于整体2.8个百分点；高技术制造业增加值同比增长8.7%，增速快于整体3.1个百分点，占全部规模以上工业比重为14.1%，比上半年提高0.3个百分点。

图表1：9月工业增加值环比大幅回升



图表2：9月出口交货值增速有所反弹



来源：Wind，莫尼塔研究

2、房地产投资的韧性可再审视

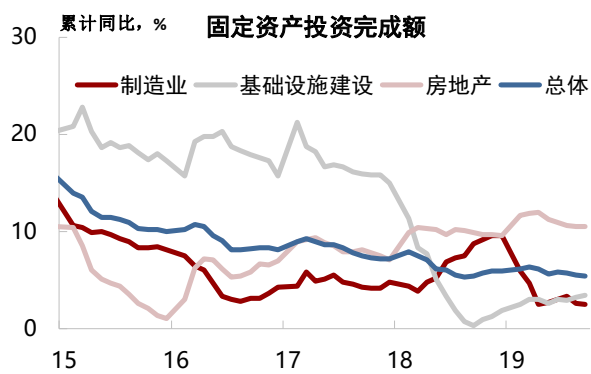
1-9月固定资产投资增长5.4%，较上月进一步回落0.1个百分点（图表3）。其中：

基建投资继续温和回升至3.44%。截至9月，今年的地方专项债基本发行完毕，后续基建投资增长主要取决于项目的落实情况。从9月财政支出情况来看，基建类支出增速保持在10.5%不变，但基建投资的结构出现了边际变化：交通运输类支出减速，而与地方财政配套更相关的城乡社区和农林水务增速明显回升。9月基建投资的各行业数据印证了这一点：交通运输和仓储业增速有所下降（从上月5.5%降至4.7%）、水利环境和公共设施管理业增速有所上扬（从上月2.4%升至3.5%）。基建投资继续温和回升可能与9月地方财政收入压力有所缓解有关：9月地方本级财政收入同比从0.6%上升至6.1%，而中央财政收入从6.3%降至3.8%，其增长主要来自非税收入的贡献，包括盘活国有资源资产和国企上缴利润（1-9月，国有资本经营收入同比增长3.9倍，拉高全国非税收入增幅21个百分点；国有资源（资产）有偿使用收入增长19.6%，拉高全国非税收入增幅5个百分点）。**四季度财政收入基数较低、去年10月提高个税起征点带来翘尾减收因素，可能使财政收入压力进一步减轻，加上地方专项债提前发行的催化，有利于基建投资继续温和回升。**

房地产投资保持在10.5%的较高水平。房地产销售呈现改善势头，1-9月销售面积累计同比回升至-0.1%，是年内最高水平；销售额同比升至7.1%，为年内次高（图表4）。房地产开放资金来源并未减速，累计同比从上月6.6%上升至7.1%。分项来看，除国内贷款增速温和回落外，销售回款、

表外融资及发债等均有提速，房地产融资政策收紧对开发商资金面的实质冲击并没有预想中强烈（图表5）。1-9月土地购置面积累计同比继续回升，与政府土地出让收入增速的回升相呼应，在财政收入压力加大的情况下，地方政府或在被动增加土地供应；房屋新开工和施工面积皆未有减速，竣工面积增速小幅回升（图表6）。9月房地产投资呈现边际好转，房地产销售、资金来源、拿地及新开工的总体稳定，能够有力地平抑经济失速下行的压力。

图表 3：9月基建投资继续温和回升

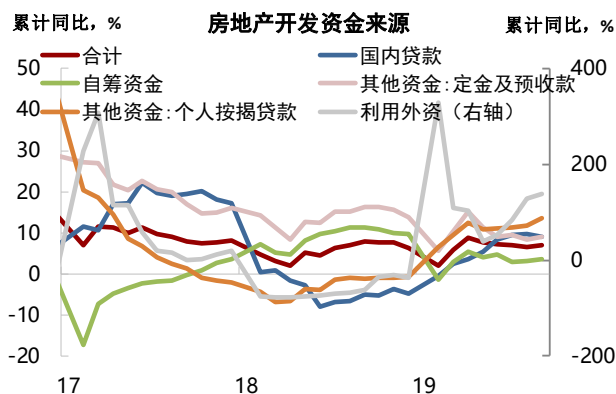


图表 4：9月房地产销售呈现边际改善



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：9月房地产资金来源有所加速



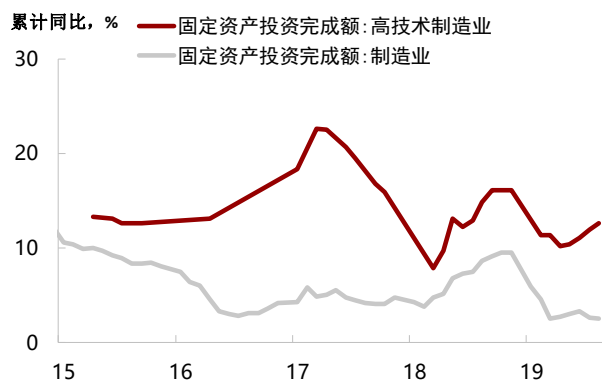
图表 6：9月土地购置面积继续较快回升



来源：Wind，莫尼塔研究

制造业投资小幅回落0.1个百分点至2.5%。就已公布的行业数据来看，专用设备、运输设备、有色金属、计算机通信等装备制造业投资增速有所回升；而纺织业、食品加工制造等传统制造业投资增速明显下滑。高技术制造业投资同比增长12.6%，增速比全部制造业快10.1个百分点（图表7）。制造业投资的结构有优化，但从我们跟踪的工业企业资产增速这一领先指标来看，年内制造业投资仍有进一步下行空间（图表8）。

图表 7：高技术制造业继续加快增长



图表 8：制造业投资仍有下行空间



来源: Wind, 莫尼塔研究

3、汽车消费拖累明显收窄

9月社会消费品零售总额同比回升0.3个百分点, 至7.8% (图表9)。其贡献主要来自汽车, 9月汽车类零售额增速从上月的-8.1%回升至-2.2%, 扣除汽车的限额以上企业零售总额增速只有略微回升 (图表10)。而文化办公用品类零售增速大幅回落, 对整体消费产生了拖累 (图表11)。根据国家统计局给出的数据, 消费升级势头较为明显。一方面, 消费升级类商品销售增长较快: 1-9月, 限额以上单位智能家用电器和音像器材、可穿戴智能设备零售额同比分别增长41.6%、11.1%; 另一方面, 服务消费增长较快: 1-9月, 人均服务性消费支出增长10.2%, 增速快于居民人均消费支出1.9个百分点。

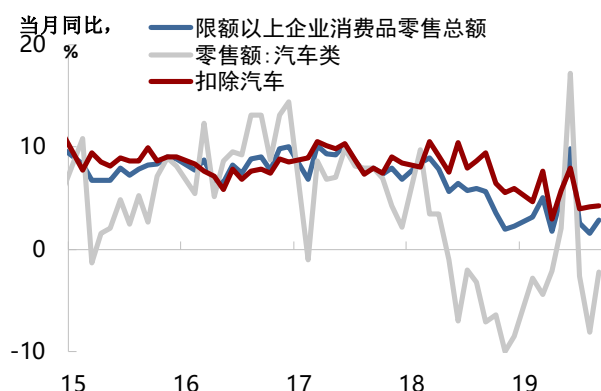
9月城镇调查失业率保持在5.2%不变, 其中25-59岁人口调查失业率较低为4.6%, 主要是25岁以下的青年人和大学生就业相对困难, 背后可能是岗位供求的结构性矛盾, 就业压力总体可控。

三季度中国GDP当季同比仅为6%, 累计同比从6.3%降至6.2%, 从需求来看, 归因为净出口的贡献减弱了0.1个百分点, 这与工业增加值所体现的三季度出口产业链拖累较大相一致 (图表12)。

图表 9：9月社零增速小幅回升

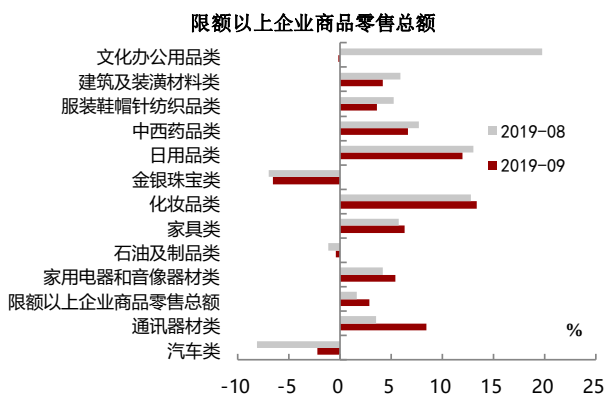


图表 10：9月扣除汽车的限额以上零售保持平稳

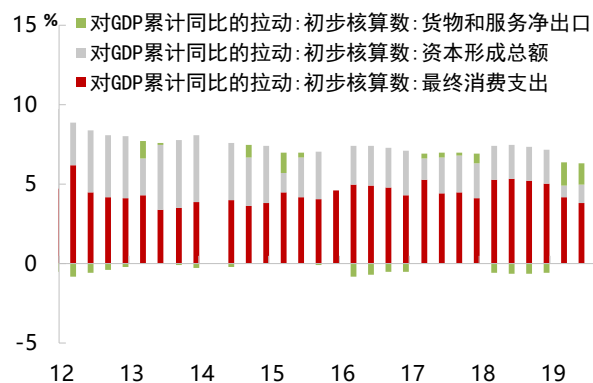


来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 11：9 月汽车类消费边际好转较为明显



图表 12：三季度净出口拉动下降 0.1 个百分点



来源：Wind，莫尼塔研究

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_11401

