

GDP “二连跌”，这次有何不同？

——2019 年三季度经济数据点评

宏观简报

三季度 GDP 增速同比 6.0%，出现两个季度连续下滑的现象，弱于市场预期。金融危机以来，GDP 增速“二连跌”并不鲜见，但股市对此反应不同。之前数次 GDP 增速“二连跌”期间股市累计均下跌，但今年相同阶段股市累计却在上行。本轮“二连跌”市场并没那么担忧，一方面可能反映市场已经意识到金融周期已经转入下半场，“挤泡沫”必然导致经济增速下行，但结果是经济增长质量改善，未来增长可持续增强，资本市场会更健康，期间经济结构的变化带动高科技（电子、计算机）等板块增长；另一方面是前几次经济下行一般都伴随就业市场压力上升（除主动抑制经济过热年份），市场风险偏好也因此受到影响。而今年虽然 GDP 增速“二连跌”，但就业总体仍然比较稳健。

年内经济增长或稳中趋弱，宽松政策在路上。虽然就业问题还不大，但是金融风险不得不防。经济增速持续下行会增加金融风险，货币政策保持宽松态势，财政政策继续扩张，应该是大概率事件，不过不是大幅刺激。

分析师

张文朗 （执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静 （执业证书编号：S0930516110004）
010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

郭永斌 （执业证书编号：S0930518060002）
010-56513153
guoyb@ebcn.com

邓巧锋 （执业证书编号：S0930517100005）
021-52523805
dengqiaofeng@ebcn.com

联系人

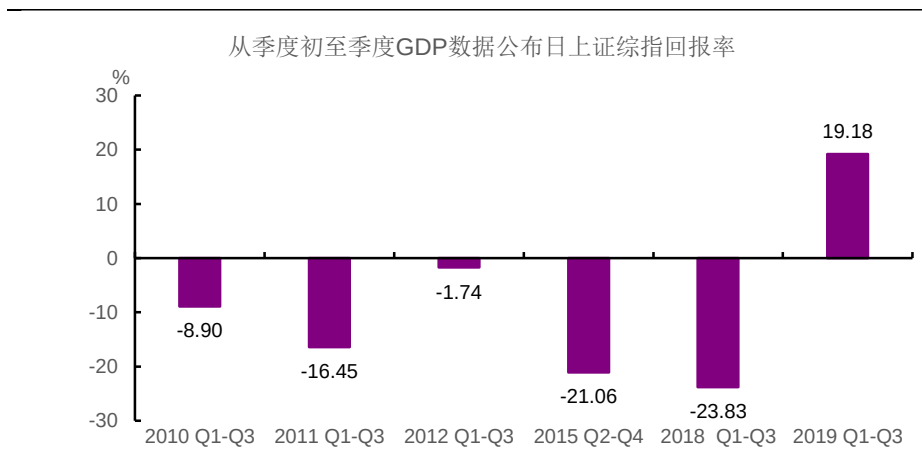
郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebcn.com

GDP 增速“二连跌”，这次有些不同

三季度 GDP 增速同比 6.0%，出现两个季度连续下滑的现象（首季同比 6.4%，二季度同比 6.2%），弱于市场预期。自全球金融危机以来，GDP 增速出现连续两个季度同比下跌的年份为 2008 年，2010 年，2011 年，2012 年，2015 年和 2018 年。¹ 其中 2008 年是全球金融危机冲击的结果，而 2010-2012 主要是政策使然，四万亿刺激后出现经济过热风险，政策收紧导致经济增速下行。2015 年“二连跌”是前期地产过度刺激后，地产投资快速下滑所致，而 2018 年“二连跌”则反映了抑制隐性债务导致基建投资超预期下滑和外需走弱拖累经济的情况。

虽然上述年份 GDP 增速出现“二连跌”，但是股市表现却不尽相同。在之前几次 GDP 增速连续下滑 2 个季度的阶段，上证综指表现疲弱，指数下滑（图 1）。然而进入 2019 年，尽管 GDP 增速“二连跌”，但是从 2019 年初到 3 季度 GDP 公布当天，上证综指依然上升了 19.2%（虽然周五收盘股市有所下行）。

图 1：今年 GDP 增速“二连跌”，市场却比较平静



资料来源：Wind

那么，今年 GDP 增速“二连跌”，市场并没有像之前那样担忧，原因何在？首先，这可能反映市场已经意识到金融周期已经转入下半场，经济增速下滑不可避免，金融周期上半场是加杠杆为主，而金融周期下半场以去杠杆为主。“挤泡沫”必然导致经济增速下行，但伴随这个下行的是经济增长质量的改善，未来经济增长可持续更好，资本市场也会更加健康。金融周期下半场经济结构的变化带动高科技（电子、计算机）等板块增长。

第二，早前几年 GDP 增速下行一般都伴随就业市场压力上升（排除主动抑制经济过热的年份），市场风险偏好也受到影响。而今年虽然 GDP 增速“二连跌”，但就业总体仍然比较稳健。今年初在市场比较担心就业问题的情况下，我们在 2019 年 2 月 26 日《抽丝剥茧，就业压力并不大》的深度报告中就指出，中国劳动市场正在经历“大变局”，今年就业不需要担忧，这个观点已经得到印证。经济同比增速 2 个季度共下行 0.4 个百分点，但是就业没有出现明显问题，一定程度可能也反映经济潜在增速下行。

¹ 2008 年和 2011 年其实是三连跌。

9月全国城镇调查失业率为5.2%，与上月持平；城镇新增就业人数113万（历史均值115万）；平均工作时间46.7小时，环比上升0.1小时，同比上升0.6小时。**目前的就业市场有三点不同于2008年：**一是中国劳动年龄人口由“新增”变“新减”，2019、2020年分别下降约180、300万；二是进出口依赖程度下降，由2008年的56.4%下降到了2018年的33.9%，2008年外部冲击带来的农民工失业潮难再现；三是中国经济结构调整，服务业，尤其是新兴行业，成为吸纳就业的重要部门，90后蓝领第一份工作从事服务业的比重为30%，较80后上升了17个百分点。

什么数据超预期？

9月工业生产超预期反弹略超预期，9月消费和投资数据符合预期。

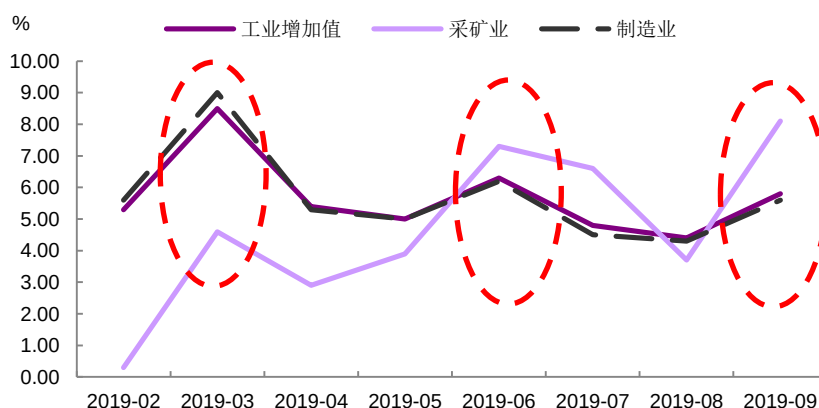
从生产法来看，第二产和第三产业的拉动率分别为2.3%和3.6%（前值分别为2.2%和3.7%），第一产业拉动率与二季度持平（前值0.3%）。从支出法来看，初步核算数据显示，二季度最终消费对GDP的拉动为3.3%（前值3.4%），资本形成额对GDP的拉动为1.7%（前值1.6%），货物和服务净出口对GDP的拉动率为1.0%（前值1.2%）。

9月工业增加值同比增长5.8%（前值4.4%，去年同期为5.8%），工业增加值增速反弹符合预期，但反弹幅度超预期，部分反映季末效应再现。发电量同比增长4.7%（前值1.7%），采矿业和制造业均反弹。

9月份采矿业增加值同比增长8.1%（前值3.7%，去年同期2.2%），出现快速反弹，超出市场预期，主要是去年同期的低基数和季末效应所致，与此同时基建投资预期也部分拉动采矿业生产。9月份制造业工业增加值同比增长5.6%（前值4.3%），出现反弹，从细分行业来看，增长较快的包括化学原料和制品、橡胶制品、通用设备、专用设备、电器机械、计算通信等行业，其主要原因在于一方面是基建投资预期反弹拉动部分生产，另一方面也有季节性效应（开学季拉动计算机通信行业）。公用事业工业增加值同比增长5.9%，与上个月持平。

实际上，从2019年以来，采矿业、制造业均表现出工业生产反弹的季末效应（图2），但往前看，尽管中美贸易摩擦有缓和迹象，但前期加征关税的影响或逐步显现，加之地产融资收紧影响地产投资，但预计“宽财政”加大基建投入，部分利好工业生产，短期来看，工业生产或稳中趋弱。

图2：2019年以来工业生产季末效应明显



资料来源：Wind

1-9 月制造业投资放缓，地产投资持平，基建投资反弹，总体固定资产投资放缓至 5.4%（前值 5.5%），符合预期。

1-9 月广义基建投资同比增长 3.4%（前值 3.2%），符合预期。分行业来看，公用事业投资同比增长 0.4%，与前八个月持平，交通运输行业同比增长 4.7%（前值 5.5%），主要是铁路投资放缓的拖累，水利、环境和公共基础设施行业同比增长 3.5%（前值 2.4%），增长加快，主要是水利投资和公共设施投资增长所致。往前看，预计专项债在四季度会提前发行支撑基建投资，同时 9 月份金融数据显示基建类贷款同比增长加快，但需要注意去年四季度基数较高，预计四季基建投资增速会继续缓慢上行。

拿地谨慎，施工随开工放缓，销售仍低迷，但受季末效应和基数降低影响，部分指标略有反弹，房地产开发投资累计同比与上月持平于 10.5%。开发商融资全面收紧，拿地继续谨慎，但受基数回落影响，土地成交面积和价款累计同比降幅分别小幅收窄至-20%和-18%，但百城土地成交面积累计同比转负，溢价率进一步下降。受“金九银十”和基数降低影响，9 月全国房地产销售面积累计同比降幅小幅收窄至-0.1%，但单月同比仍放缓。随着拿地手软，新开工累计同比继续回落。施工增速跟随开工继续回落，竣工有所恢复。往前看，随着房住不炒继续深化，稳房价之下，销售或仍低迷，开发商趋于谨慎，拿地、开工等领先指标的回落，施工和建安或仍有放缓压力，房地产开发投资增速或仍将趋势回落。

前 9 月制造业投资小幅回落至 2.5%（前值 2.6%），符合预期。分项来看，9 月单月通用和专用设备、计算机通信和其他电子投资增速反弹，纺织业等受贸易摩擦影响较大的行业增速继续回落。前 9 月房地产建安投资增速和基建增速持续小幅改善，一定程度上支撑通用和专用设备制造业投资（9 月挖掘机和重卡销量增速均反弹）。向前展望，4 季度制造业投资基数较高，加之内外需弱化，预计年内制造业投资或继续小幅回落。

社消同比反弹至 7.8%，符合预期（前值 7.5%）。前置消费透支逐渐消化，双节促销略有提振，汽车零售额同比降幅由-8.1%收窄至-2.2%。节日促销、季末效应、以及竣工恢复对家电、家具、通讯器材、化妆品有所提振。但食品饮料、服装、医药等消费仍在放缓。随着基数和国五清库的拖累消退，汽车或继续带动社消增速恢复，但收入放缓的压力之下，消费总体仍不乐观。

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_9524

