



李奇霖：三季度 GDP 为什么破 5？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖 孙永乐

现在市场比较关心的两个问题，一是在大宗商品持续上涨，PPI 向上突破 10%之后，国内通胀到底能持续多久？二是在房地产销售持续下滑、消费依旧疲软、基建有待发力的情况下，国内经济四季度到明年初的下行压力到底有多大？



对于后续国内经济下行的态势，市场可以说已经形成了一致预期。但是在经济下行压力有多大，三、四季度 GDP 两年复合增速是否会回落到潜在经济增速之下等问题上，市场其实还是有一定分歧的。

比如乐观的认为专项债大规模发行后，基建会发力，谨慎一些的认为在对地方政府隐性债务监管还未放松的时候，基建难堪大任。

这时候发布的三季度经济数据，能够为我们判断后续国内经济走势提供一个参考。

先简单来看一下今天公布的三季度经济数据。总体来说，三季度经济数据并不乐观。三季度 GDP 两年平均同比增速为 4.9%，前值为 5.5%，同比增速下滑了 0.6 个百分点。

分项来看，前三季度第一产业同比两年平均增长 4.8%（上半年两年平均增长为 4.3%），第二产业两年平均增长 5.7%（上半年两年平均增长为 6.1%），第三产业两年平均增长 4.9%（上半年两年平均增长为 4.9%）。

从这里我们也可以看到三季度 GDP 增速下滑可能主要是在第三产业同比修复缓慢的时候，第二产业同比回落导致的。

从分项上来看，第二产业主要是指工业和建筑业，从往年数据上看，工业占第二产业的比重在 80%左右，主导了第二产业的变化。

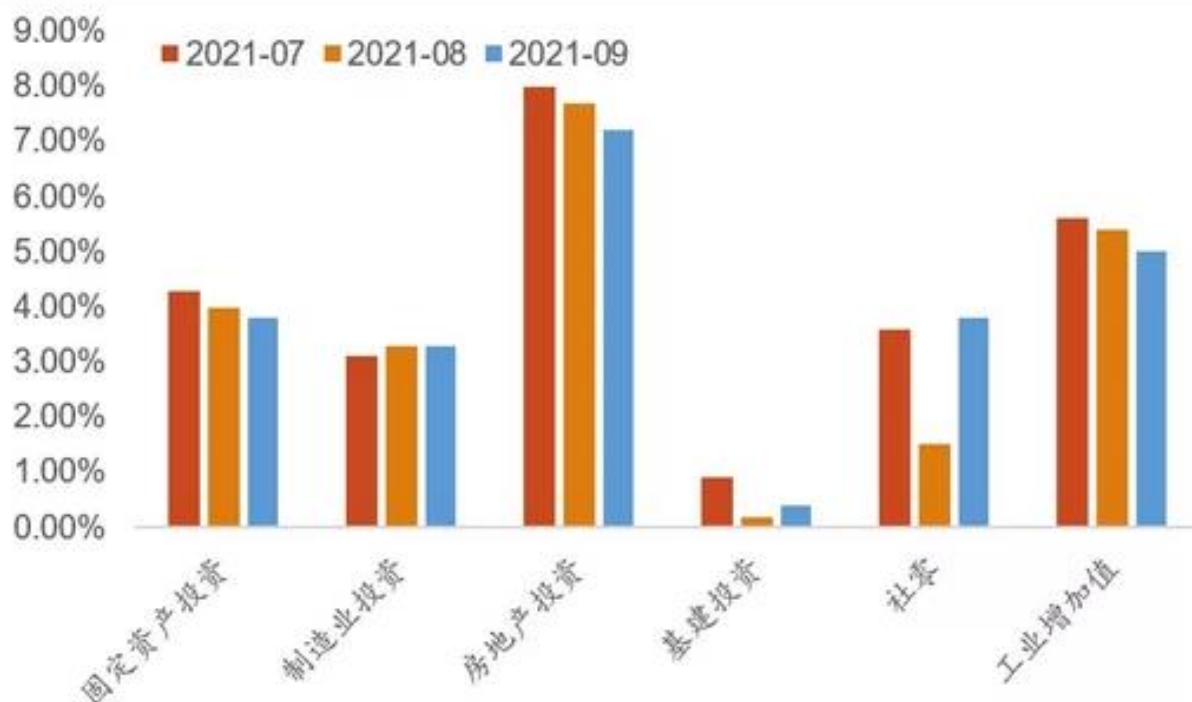
但是在三季度，受国内疫情反复、异常天气（洪涝灾害等）、政策变动（限产限电）等因素的影响，国内三季度工业生产表现一般，工业增加值两年同比增速从 6 月的 6.5%逐渐下滑，7、8、9 月分别为 5.6%、5.4%和 5%。工业增加值的逐渐下行成为了第二产业同比增速下滑的主要拖累项。

另外，因为房地产投资下行，基建投资持续低迷，可以预计的是，建筑业在三季度的表现也比较差。

除了 GDP 数据，我们进一步来分析经济中的几个主要分项数据。9 月

的经济数据值得关注的有这么几个点：

图 1.9 月数据分项概览



资料来源：wind，红塔证券（注，同比增速为两年平均累计同比增速）

第一，受房地产销售和持续下行的影响，固定资产投资同比增速有所回落。

第二，财政支出力度依旧偏弱，基建投资迟迟没有发力，谨慎看待基建后续上行空间。

第三，受益于高技术制造业投资维持高增长等，9月制造业投资同比增速维持韧性，但在原材料价格上涨，中下游企业盈利受冲击的情况下，制造业投资后续走势有待观察。

第四，受益于疫情影响逐渐消散叠加开学和手机消费增加，9月社会

消费品零售总额同比有所回升，但是目前居民边际消费倾向弱、储蓄意愿强、中低收入人群收入尚未完全修复，后续消费的韧性还有待观察。

第五，受限产限电等因素的影响，9月工业增加值同比增速回落。

1-9月固定资产同比增长7.3%（前值为8.9%），两年平均增长3.8%（前值为4%）。受房地产投资下行的影响，9月固定资产投资有所回落。

先来看固定投资项目中的房地产投资。

受监管整体态势不变，居民购房意愿回落等因素的影响，9月房地产投资延续了此前的下行态势。从数据上，我们也可以看到，9月房地产投资累计投资同比增速7.2%（前值为7.7%），房地产销售同比增速4.6%（前值为5.9%）。

近几个月来，房地产投资最大的特点就是房企不断加快竣工，以此回笼资金；同时减少开发和投资（新开工和拿地），压降资金支出。通过开源节流的方式来缓解资金链压力。

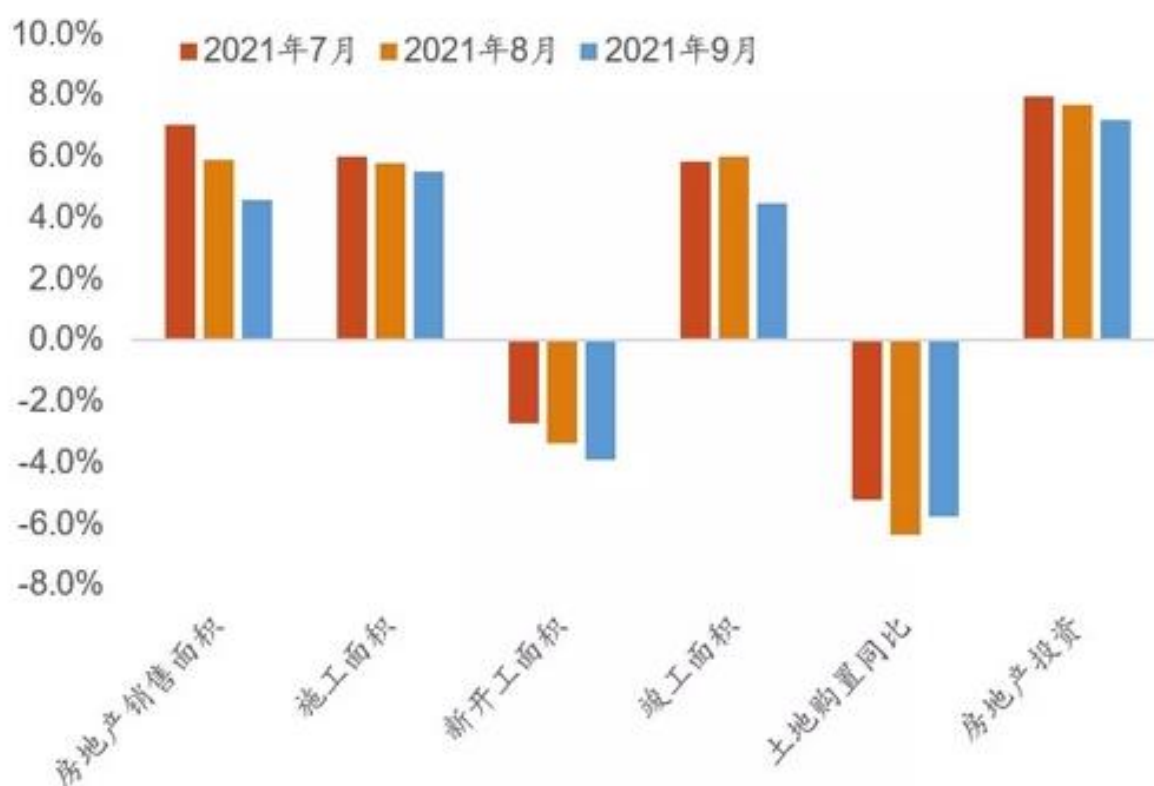
从数据上也可以看到，9月房屋新开工面积两年累计同比增速为-3.9%，土地购置面积两年累计同比增速为-5.7%，两者均位于负增长区间。近期的土地流拍也验证了这一事实。而竣工和施工的累计同比分别为4.5%和5.5%。

但需注意的是，9月当月房地产竣工面积仅有4274万平方米，两年复合同比增速为-8.8%。近几个月来，房企竣工面积两年复合增速首次回落

到负增长区间。

出现这种情况我们认为是房地产销售持续回落，房企内部资金压力不断加剧，房企可能连用于加快竣工的资金都出现了问题。

图 2. 房企收紧开发端而竣工维持韧性



资料来源：wind，红塔证券（注：同比增速为两年平均累计同比增速）

近期房地产市场一个很值得关注的事件是房企信用风险不断。9月以来因为自身经营管理不善、内部财务经营指标恶化等原因，个别房企出现了信用违约危机。

尽管房地产行业整体的经营和财务指标都比较合意（房地产板块资产负债率略有下滑等）加上目前政策回旋余地大，个别房企出现的债务危机

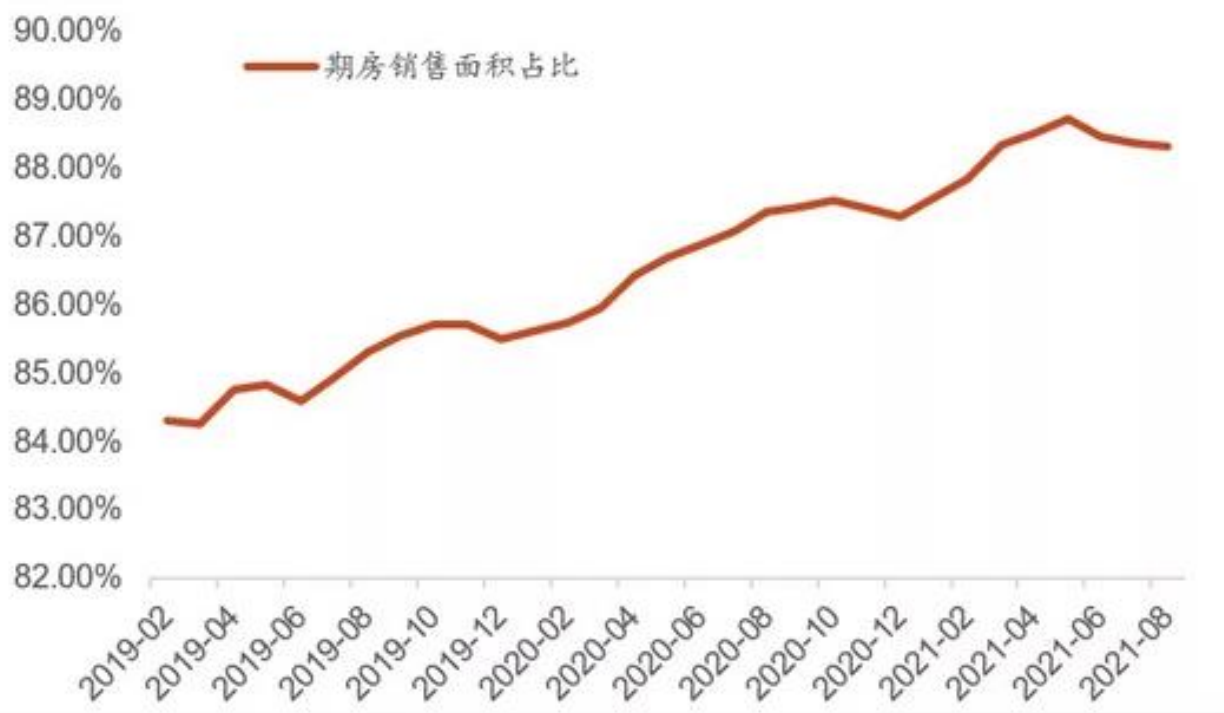
并不会在国内大规模扩散，远不到所谓的雷曼时刻。

但是我们也要看到个别房企的信用风险其实是会对居民的购房意愿、整个行业的融资情况等造成较大影响的。

因为房地产销售预售的比重太高了，预售是建立居民部门对品牌房企的信任之上的，但个别头部房企的信用风险会削弱这一信任，进而导致房地产市场出现一个恶性循环：个别房企资金链紧张（经营环境恶化等）—房企出现交付风险—消费者预期改变—房企回款难度进一步加大—资金链情况进一步恶化。

从数据上我们可以看到，近年来，出于加快周转率等方面的考虑，期房销售面积占总销售面积的占比不断提高。不过从期房购买到交付存在好几年的时滞，这就意味着期房的购买需要消费者对房企和房地产市场走势有很强的信心。

图 3. 期房是房企主要的销售方式



资料来源：wind，红塔证券

但现在个别房企出现了交付危机，这在很大程度上动摇了居民的购房信心。叠加在近几个月，受多地上调房贷利率、房贷额度受限等因素的影响，居民的购房意愿开始下滑。

从央行调查问卷数据上我们也能够看到，三季度居民未来三个月准备增加购房支出的比重仅有 19.2%，相比于二季度 下滑了 0.5 个百分点；同

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_27922

