

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 二季度增长低于预期 6月反弹或难持续

—6月及二季度宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2019年7月16日

### 内容提要:

6月工业增加值同比增长6.3%，前值5.0%，预期5.3%；1-6月固定资产投资同比增长5.8%，前值5.6%，预期5.5%；6月社会消费品零售总额同比增长8.6%，前值8.3%，预期8.3%；二季度GDP同比增长6.2%，前值6.4%，预期6.3%。

**供给增速意外走高。**2018年同期基数走弱提供一定支撑，但环比（季调）增长0.68%，达到近2年的次高，表明工业生产的修复存有一定的内在动力。不过，从工业产销率、出口交货值、发电周耗煤量等数据看，工业生产的情况则没有那么乐观，预计7月工业增加值或将回落。

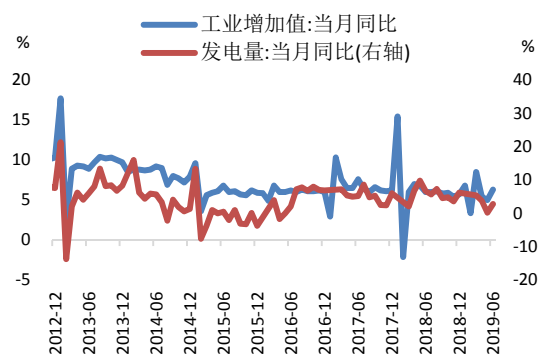
**固定资产投资反弹好于预期，其中基建投资微升，房地产投资下行，制造业投资小幅反弹。**6月专项债发行再度放量，专项债新政或在一定程度上提振基建投资与整体投资。制造业投资增速反弹，但企业融资需求指数下降，PPI未来或进入通缩区间，反弹的持续性仍存疑。房地产投资增速累计回落但单月增速反弹，销售面积降幅有所收窄，预计未来地产投资或将继续温和回落。

**消费大幅反弹但受短期扰动较多。**6月仅汽车一项比5月额外拉动社会消费品零售总额1.5个百分点，若剔除此项影响，则6月社会消费品零售总额同比增速或在8.3%左右，与年初以来8.0-8.5%的增速区间相匹配，未来仍需观察汽车销售是否见底。此外，居民收入增长放缓、就业压力增大、加杠杆空间有限将制约整体消费增速。

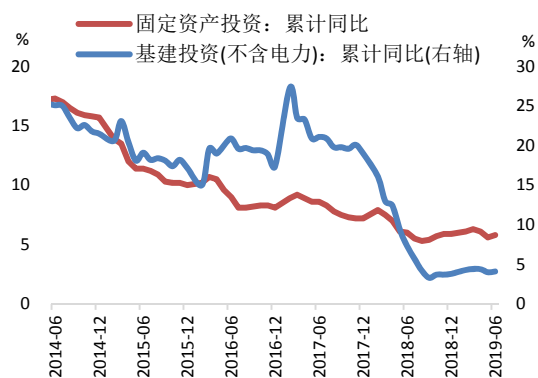
尽管6月经济数据好于预期，但二季度GDP弱于市场预期，经济稳中趋缓的方向并未发生根本性变化。三季度面临内外诸多不确定性，前期政策效应递减，下行压力尚存，但如果未来政策出台得当、传导机制疏通较好，三季度企稳与四季度回升还是有可能的。

**风险提示：**供给侧改革调整加大，贸易摩擦升温，央行超预期调控，经济下行压力增大，海外市场黑天鹅事件等。

### 工业增加值与发电量



### 固定资产投资与基建投资



### 相关报告

- 《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
- 《通胀总体温和，利润分配转移—2019年通胀形势展望》
- 《经济下行压力尚存，稳增长亟需基建托底—5月宏观经济数据点评》
- 《经济下行压力尚存 疏通机制基于放水—2019年中期国内宏观经济展望》

**事件：**国家统计局 7 月 15 日公布的数据显示，6 月工业增加值同比增长 6.3%，前值 5.0%，预期 5.3%；1-6 月固定资产投资同比增长 5.8%，前值 5.6%，预期 5.5%；6 月社会消费品零售总额同比增长 8.6%，前值 8.3%，预期 8.3%；二季度 GDP 同比增长 6.2%，前值 6.4%，预期 6.3%。

**点评：**6 月宏观经济数据好于预期，部分受短期因素扰动影响，持续性仍待观察。二季度 GDP 低于市场预期，三季度内外因素共振，经济仍存下行风险。在不发生超预期回落的情况下，预计政策总体保持定力去平衡好稳增长与防风险的关系。

### 1、二季度 GDP 低于预期

尽管 6 月经济数据好于预期，但二季度 GDP 同比增长 6.2%，弱于市场预期的 6.3%。近年来单月数据受政策、基数、突发事件等扰动因素影响较频繁，2019 年 4 月受 3 月提前透支影响，6 月则受汽车促销刺激影响，因此二季度 GDP 更能全面反映当前经济增长现状，经济稳中趋缓的方向并未发生根本性变化。三季度面临内外诸多不确定性，前期政策效应递减，下行压力尚存，6 月如此力度的反弹很难持续。但如果未来政策出台得当、传导机制疏通较好，三季度企稳与四季度回升还是有可能的。

名义 GDP 同比从一季度的 7.8 升至 8.1%，平减指数则从 1.35% 升至 1.68%。根据我们的预测，2 季度或是全年通胀的高点，下半年 CPI 趋于回落，7-11 月 PPI 或负增长，全年名义 GDP 增速或在 8% 左右（2018 年为 9.7%）。由于企业业绩增速与名义 GDP 关系紧密，叠加工业企业利润低位徘徊，未来要更重视两者的变化情况。

### 2、工业增加值强于市场预期

供给增速意外走高，采矿业增长较快。6 月工业增加值同比增速较 5 月大幅上升 1.3 个百分点，2018 年同期基数走弱提供一定支撑，但环比（季调）增长 0.68%，达到近 2 年的次高（2019 年 3 月的 0.96% 受多重因素影响），表明工业生产的修复存有一定的内在动力。其中，采矿业增加值同比增长 7.3%，较好地拉动了整体增速；制造业增长 6.2%，低于整体水平。分行业看，黑色金属冶炼和压延加工业增长 13.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长 12.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 10.4% 电气机械和器材制造业增长 11.3%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 14.5%，或与基建提速相关。

不过，从其他几个数据看，工业生产的情况则没有那么乐观。第一，6月工业产销率下滑0.6个百分点至97.7%，为近23个月以来新低，下游需求增长有限。第二，6月出口交货值同比增速反弹1.2个百分点至1.9%，但仍旧是2016年12月以来的低位（仅高于2019年5月的0.7%），出口产业链条并未明显改善。第三，6月发电量反弹2.6个百分点至2.8%，但较工业增加值的大幅回升仍显得有限（2018年同期则是发电量6.7%与工业增加值6.0%的搭配），这一情况与2015-2016年相似（2015年是0.5%与6.8%搭配，2016年则是2.1%与6.2%的搭配）。第四，中观高频数据验证供给端出现边际改善但并未根本性转好。6月6大发电集团日均耗煤量环比增长6.7%，同比减少10.1%，后者较5月（-18.8%）收窄，但7月前半个月再度同比下滑17.8%。综上所述，6月工业增加值大幅反弹更多的是边际改善，叠加2018年7月基数持平，低基数效应消退，7月工业增加值或将回落。

## 2、固定资产投资反弹好于预期，其中基建投资微升，房地产投资下行，制造业投资小幅反弹。

**基建投资增速微幅回升。**1-6月基建投资（不含电力）同比增长4.1%，较前值回升0.1个百分点；基建投资（不含电力）同比增速回升0.35个百分点至2.95%，2018年同期基数效应对其有一定的提振。我们此前提出近期基建投资增速回升缓慢甚至回落，制约的主要因素或不完全在于后端资金，可能是匹配项目减少，也可能是项目资本金受到地方政府收入下降的影响。展望未来，6月专项债发行再度放量，专项债新政或在一定程度上提振基建投资与整体投资，此外市场预期下半年新增政策（提高专项债额度、降低资本金比例等）仍将陆续出台，但当前仍在持续规范治理地方隐性债务中，前端融资偏紧，综合而言基建投资或将保持温和回升态势。

**制造业投资增速反弹。**1-6月制造业投资同比增长3.0%，较1-5月回升0.3个百分点，5-6月连续反弹。其中，高技术产业投资、制造业技术改造投资均增长10%以上，较好地拉动了整体制造业投资回升。此外，6月中美贸易争端情绪有所缓和也有助于企业情绪的边际修复。若剔除上述因素，则剩余制造业投资名义增速在1%左右，叠加企业家信心指数总体回落，企业融资需求指数下降，PPI在7月后或进入通缩区间，制造业反弹的持续性仍存疑。

**房地产投资增速累计回落但单月增速反弹，销售面积降幅有所收窄。**1-6月房地产投资同比增长10.9%，较前值回落0.3个百分点，连续第2个月下降；6月当月同比增长10.1%，较前值反弹0.6个百分点。1-6月新开工面积同比增速较前值回落0.4个百分点至10.1%；施工面积再度与前值（8.8%）持平。从土地市场情况看，2019年初以来100个大中城市土地溢价率较2018年下半年有所恢复，地产企业拿地策略转向一、二线城市，6月100个大中城市土地成交总价同比增长33.4%，较5月有所降温；全部土地购置面积1-6月同比下降27.5%，较前值收窄5.7个百分点。此外，销售面积持续降温但降幅有所收窄，6月地产销售金额同比增长4.2%，较前值反弹3.6个百分点；6月销售面积同比下降2.2%，较前值回升3.3个百分点。近期地产调控升级，尤其是前端融资，包括信托、海外发债等等，将拖累房地产投资；但当前部分城市房地产交易回暖，5-6月住宅待售面积增速持续回落，短期内销售仍存在一定韧性，综合来看地产投资或将继续温和回落。

#### 4、消费大幅反弹但受短期扰动较多

**消费增速反弹。**6月社会消费品零售总额同比名义增长8.6%，大幅好于市场预期，为2018年4月以来最高；实际增长7.9%，较4月反弹1.5个百分点。大幅反弹主要受短期因素扰动：一是汽车销售受国五清库促销影响同比大幅增长17.2%，较前值提高15.1个百分点，考虑到汽车在社会消费品零售总额10%左右的占比来看，6月仅汽车一项比5月额外拉动社会消费品零售总额1.5个百分点，若剔除此项影响，则6月社会消费品零售总额同比增速或在8.3%左右，与年初以来8.0-8.5%的增速区间相匹配。二是今年电商618促销活动提前且持续时间较长，以京东为例，据多家媒体报道，活动预热期为5月24日至5月31日，正式活动时间为6月1日至6月20日，从6月1日0点到6月18日24点，京东累计下单金额同比增长约26.6%。

分类来看，地产相关类商品销售增速有所反弹，建筑及装潢材料类商品销售结束了此前2个月的负增长；统计局口径的汽车销售转正与中汽协公布的汽车销售仍然负增长较多形成一定背离，其自2018年5月起连续12个月负增长，基数效应有利于提振未来增速，但6月透支了部分行情，未来仍需观察汽车销售是否见底。

此外，居民收入增长放缓、就业压力增大、加杠杆空间有限将制约整体消费增速。首先，一季度城镇居民可支配收入同比增长7.8%，结束了此

前连续 9 个季度低于名义 GDP 增速，但二季度再度走低。其次，制造业 PMI 从业人员指数持续回落，调查失业率有所反弹，毕业季学生数量持续增加，多项数据显示就业压力仍然较大。此外，中国社科院国家资产负债表研究中心(CNBS)数据显示国内居民部门已连续 29 个季度加杠杆，未来空间有限将制约消费增速持续回升。

**风险提示：**供给侧改革调整加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，经济下行压力增大，海外市场黑天鹅事件等。

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\\_11151](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11151)

