

# 经济非线性下滑暂被证伪

## ——6月中国经济增长数据点评

### 报告摘要

- 6月增长数据再度凸中国经济的“韧性”，此前市场担心的经济非线性下滑暂时得到证伪。中国经济放缓不容置疑，但放缓节奏或许可控。房地产调控的因城施策、地方政府隐性债务的严控、金融供给侧改革的适时推进，这些着眼中国中长期增长潜力的政策，都将因此具有更强的定力。
- 6月经济数据要点如下：
  - 工业增加值大幅反弹，主要受采矿业拉动。工业产销率进一步下滑至2017年9月以来新低，反映产品需求的增长相对有限。这是否是工业补库存周期的开启，有待进一步验证。
  - 基建投资增长依然温和，但后继仍有继续回升的动能。房地产投资累计同比虽继续回落，但当月同比有所回升。但考虑到目前房地产销售存在韧性（二季度央行调查问卷中“预期房价上涨的比例”再度回升），房地产库存仍处低位（6月住宅商品房待售面积再度显著下降），大型房企资金来源依然畅通，预计房地产投资能够稳步回落。
  - 制造业投资小幅回升，或与年初工业资产的温和扩张相联系。5月中美贸易冲突反复后，工业企业资产扩张再度放缓，企业家信心快速下挫，对后续制造业投资依然存在压制。制造业投资的稳定甚至回升，有赖于政策在高技术制造业上的加码，及对民营企业信心的进一步呵护。
  - 社零销售总额同比大幅反弹，创2018年4月以来新高。汽车产生极大拉动，主要得益于“国五”清库带来的一次性拉动。我们调研了解，部分经销商还采取提前开票、上牌等办法，汽车消费有一定“虚火”，预计难以持续。此外，收入增长和就业状况也不支持消费反弹的持续。
  - 从支出法GDP来看，2季度净出口的贡献仍处于1.4%的高位，远超往年同期，这可能在很大程度上得益于“衰退式贸易顺差”；主要拖累项是最终消费支出，指向消费动能有所衰减。二季度名义GDP当季同比则回升0.45个百分点至8.3%。考虑到名义GDP对于资本市场的影响更为直接，也较少受到平减指数可能平滑的影响，从中也释放出有关中国经济的另一层积极信号。

### 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

张璐

[lzhang@cebm.com.cn](mailto: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。

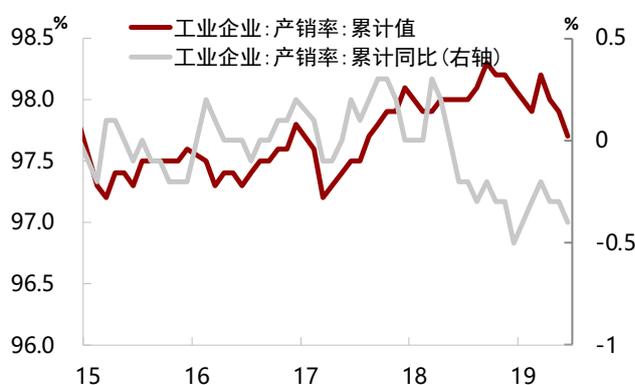
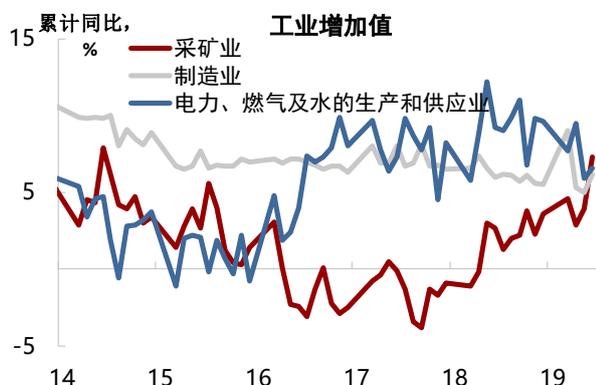


## 1、工业增加值大幅反弹

工业增加值大幅反弹主要受采矿业拉动，产销率进一步下滑意味着需求反弹有限。6月工业增加值同比从上月的历史新低大幅反弹至6.3%。尽管去年同期基数较低，但考虑到季调环比也大幅反弹至0.68%，因而并不全是基数的贡献。6月发电量同比从上月的0.2%小幅反弹至2.8%，所体现的工业生产反弹没有工业增加值明显。1-6月工业产销率进一步下滑至97.7%，为2017年9月以来新低，反映产品需求的增长相对有限（图表1）。这是否工业补库存周期的开启，需要进一步验证。分大类行业看，尽管制造业和电热水行业增加值也有所反弹，但更大的拉动力来自采矿业（图表2）。从主要工业品产量来看，煤炭和黑色、有色金属采选可能做出了主要贡献。6月出口交货值同比仅从0.7%小幅回升至1.9%，出口产业链并未明显回升。

图表 1：6月采矿业工业增加值大幅反弹

图表 2：6月工业产销率进一步下滑



来源：Wind，莫尼塔研究

## 2、固定资产投资小幅回升

1-6月固定资产投资累计同比增长5.8%，较上月回升0.2个百分点（图表3）。其中：

基建投资累计同比小幅回升0.35个百分点至2.95%。6月地方专项债发行井喷，但基建投资增长依然温和。这一方面体现地方政府债务严监管的环境下，“正门”开得依然不够大；另一方面，或许也是基建进入到不搞大干快上的“新常态”的体现。根据近期媒体报道，7月之后地方政府隐性债务处置或将提速，部分隐性债务的借新还旧和展期，有助于存量基建项目的平稳过渡（尽管符合要求的项目可能占比并不高）。此外，提高地方专项债发行额度、降低投资项目资本金比例、甚至适时提高预算赤字率等也在下半年政策工具箱当中。预计基建投资能够保持温和回升的态势。

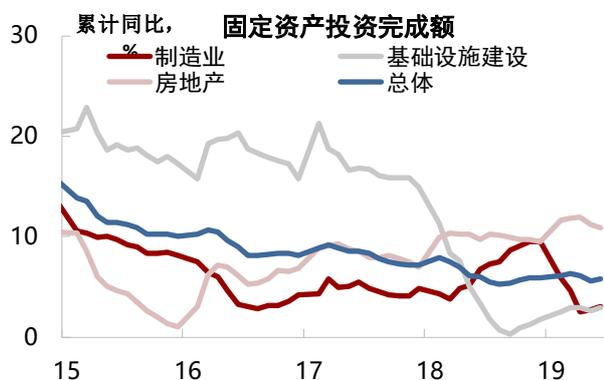
房地产投资累计同比继续回落0.3个百分点至10.9%，但当月同比增速较上月有所回升。1-6月房地产销售面积同比从-1.6%继续小幅下降至-1.8%，销售额同比从6.1%降至5.6%，房地产销售继续温和回落。1-6月房地产开发投资资金来源中，除了“定金及预收款”（与房地产销售相联系）一项有所减速外，利用外资、国内贷款增速均有所回升，合计增速从1-5月的7.6%温和下降至7.2%。不过，近期政策上收紧了对房地产信托和贷款、对房企海外融资也施加了只能借新还旧的限制，对于后续房地产投资的资金来源将造成压力。6月土地购置面积、房屋新开工面积、竣工面积同比增速均有所回升，房屋施工面积增速持平上月，从这些指标来看，房地产投资的表现仍然可圈可点（图表4）。尽管随着房企融资端收紧，房地产投资将面临减速压力，但考虑到目前房地产销售存在自身韧性（二季度央行调查问卷中“预期房价上涨的比例”再度回升），房地产库存仍处低位（6月住

宅商品房待售面积增速再度显著下降)，大型房企资金来源依然畅通，我们认为，房地产投资将稳步回落。

制造业投资累计同比从2.7%的低位小幅回升至3%。民间投资累计同比也从5.3%小幅回升至5.7%。从工业企业资产增速对制造业投资的领先关系来看，这可能主要与年初工业资产的温和扩张相联系（图表5）。5月中美贸易冲突反复之后，工业企业资产扩张再度放缓，企业家信心也快速下挫，对于后续制造业投资依然存在压制（图表6）。制造业投资的稳定甚至回升，有赖于政策在高技术制造业上的加码，以及对民营企业信心的更进一步呵护。

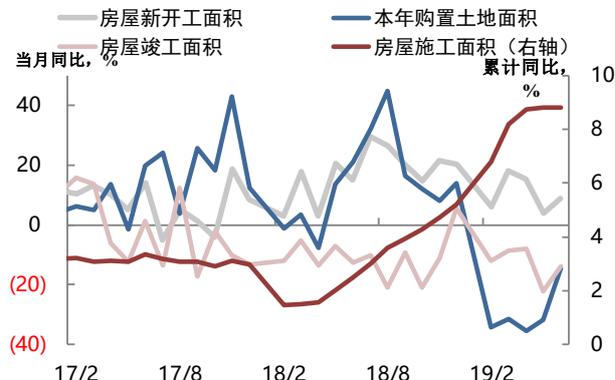
此外，1-6月第一产业固定资产投资累计同比从-2.7%反弹至-0.8%，也对固定资产投资增速回升做出了贡献。

图表 3：6 月基建和制造业投资增速回升



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：6 月房地产开发投资增长可圈可点



图表 5：工业企业资产增速对制造业投资有领先性



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：财新 PMI 分项反映企业家信心快速下滑



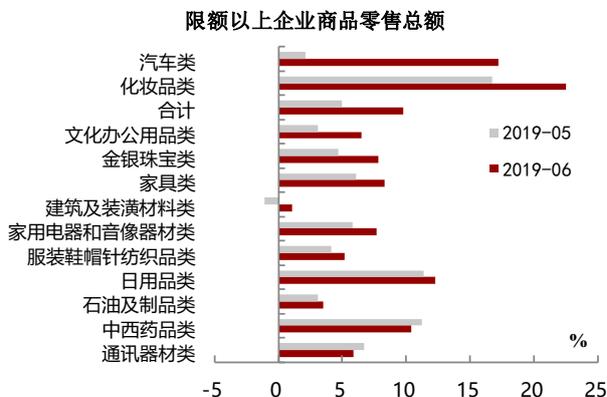
### 3、消费反弹持续性存疑

6月社会消费品零售总额同比大幅反弹至9.8%，创2018年4月以来新高。其中，汽车产生了极大的拉动，6月汽车类消费从2.1%一跃升至17.2%（图表7），这主要得益于“国五”清库带来的一次性拉动。我们草根调研了解到，部分经销商还采取了提前开票、上牌的办法，导致汽车消费有一定“虚火”，预计难以持续。此外，6月消费各分项增速普遍较上月回升，包括房地产相关消费，这与房地产销售回落的状况有一定背离（图表8）。二季度城镇居民人均可支配收入累计同比略微上

行0.1个百分点至8%，但实际累计同比下降0.2个百分点至5.7%，未来收入信心指数也出现明显回落。6月城镇调查失业率上升0.1个百分点至5.1%。收入增长和就业状况也不支持消费反弹的持续。

图表 7：6 月汽车消费大幅反弹

图表 8：6 月各消费分项普遍增速回升



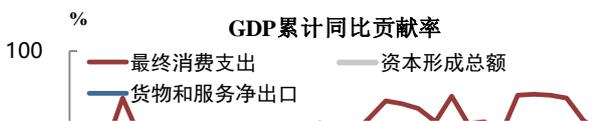
来源：Wind，莫尼塔研究

## 4、实际GDP下滑而名义GDP回升

二季度实际GDP当季同比回落0.2个百分点至6.2%，累计同比回落0.1个百分点至6.3%。从支出法GDP来看，净出口的贡献仍处1.4%的高位，远超往年同期，这可能在很大程度上得益于“衰退式贸易顺差”；而主要拖累项是最终消费支出，指向消费动能有所衰减（图表9）。生产法GDP显示，二季度第二产业和第三产业GDP分别下降0.1个百分点，第一产业GDP回升0.1个百分点。二季度名义GDP当季同比回升0.45个百分点至8.3%（图表10），考虑名义GDP对于资本市场的影响也许更为直接，也较少受到平减指数可能的平滑，从中也释放出有关中国经济的另一层积极信号。

图表 9：二季度支出法 GDP 中消费分项降幅较大

图表 10：二季度名义 GDP 有所回升



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\\_11327](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11327)

