

## 宏观点评报告

2019年7月16日

# 经济指标反弹，下半年 GDP 探底

## 6 月经济数据点评

### 核心内容：

#### 1、制造业疲软拉低 GDP，下半年探底

2 季度 GDP 回落至 6.2%，主要是制造业的疲软拉低了经济。从三大需求来看，资本形成今年对 GDP 的贡献持续处于低位，居民消费虽然 2 季度回升，但政府消费下行造成最终消费贡献下降，两大需求的下降使得净出口对 GDP 的贡献被动上行。6 月份经济指标虽有所回升，但出口回落、制造业探底和政府消费提升方面，未来仍然有压力。预计 3、4 季度 GDP 回落至 6.1%，全年 GDP 增速在 6.2% 左右。

#### 2、6 月工业生产反弹，未来仍有隐忧

6 月全国规模以上工业增加值增速回升属于 4、5 月份低生产后的反弹，上中下游产业生产均有回升。国企生产回升，行业方面采矿业走高，大企业回升速度仍然快于小企业。房地产、工程项目带来的订单仍然利好黑色产业，居民对汽车消费的回暖利好工业，但外部需求仍然较弱，未来订单并不理想。工业生产年内可能保持低位运行，预计在 5.8% 左右。

从行业来看，铁路、有色金属、电器机械、汽车和黑色制品生产均出现回升。上中下游行业生产均有所回升，经过 2 个月的生产低迷，工业有所恢复。

#### 3、汽车带动消费走高，汽车景气度仍能延续

6 月份消费回升，基本生活消费平稳，可选消费上行，家电消费回升，汽车消费走高。居民 6 月份相关支出受到季节性变化和促销影响。汽车消费上行有厂家促销和政策放缓的双重作用，对汽车的刺激政策 7 月份仍然延续。减税会在一定程度上带动居民消费，预计全年消费在 8.5% 左右震荡。

从结构上来看，6 月份我国社会消费品零售出现分化：（1）第一大消费品行业汽车消费迅速上行，汽车消费 6 月份达到 3669 亿元，各大厂家推出汽车优惠，同时部分城市对汽车限购略有放开，带动汽车消费上行，同时 7 月 1 日新的汽车购置税方案施行，有利于汽车消费释放。目前乘用车联合会调查仍然下行，汽车消费下半年可能回升。（2）石油消费小幅回升，价格上行是石油消费起落的关键。（3）房地产相关消费回升，家具和家用电器类消费回升较大，白色家电夏季消费增速上行。（4）居民生活消费基本平稳，升级消费回升。6 月份生活消费属于正常波动，金银珠宝和文化用品消费增速有所回升。

#### 4、投资未来仍有忧虑，下半年可能探底

固定资产投资小幅回升，制造业和基建小幅回升，房地产投资继续回落。今年固定资产投资稳定是托底的基建和韧性较强的房地产带动。基建投资保持稳定器作用，但在地方政府债务暂时没有化解的情况下，今年可能不会出现大幅上行。房地产投资在上半年都能有较好的增长，但土地购置并不热情，100 城土地出售已经下滑，房地产下半年面临下行。制造业投资 6 月份虽然有所回暖，但仍然在探底过程，预计 3、4 季度可能稳定。预计固定资产投资随房地产投资下行，下半年回落至 4%~5% 左右。

从结构上来看，1~6 月份，三产的投资增速回升，二产增速回落。二产投资仍在低谷，原因有三：（1）制造业投资仍然低位运行，探底并未结束；（2）制造业固定资产投资计税可加速折旧，其他费用增加；（3）中美贸易摩擦的影响仍在扩散，制造业企稳仍需等待。

三产投资本月小幅上行，基建和房地产变化并不大，其他投资回升：（1）基建投资稍有回升，仍然托底了整个投资增速；（2）房地产行业增速稍有回落，但投资增速增长仍然较快。房地产行业单月投资增速回升至 10%，100 城出售土地面积已经回落，房地产投资未来面对下行。基建的单月增速 5 月份回落至 3.07%，基建的投资增速并没有快速增长。在没有融资平台和银行信托的配合，地方政府投资难以启动，基建中铁路和道路增速较高，但公共设施和水利投资仍然负增长，基建投资增速年内可能就是位数增长，而房地产投资增速可能在下半年拉低整个投资增速。

### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

## 一、制造业疲软拉低 GDP，下半年探底

2 季度 GDP 回落至 6.2%，主要是制造业的疲软拉低了经济。从三大需求来看，资本形成今年对 GDP 的贡献持续处于低位，居民消费虽然 2 季度回升，但政府消费下行造成最终消费贡献下降，两大需求的下降使得净出口对 GDP 的贡献被动上行。6 月份经济指标虽有所回升，但出口回落、制造业探底和政府消费提升方面，未来仍然有压力。预计 3、4 季度 GDP 回落至 6.1%，全年 GDP 增速在 6.2% 左右。

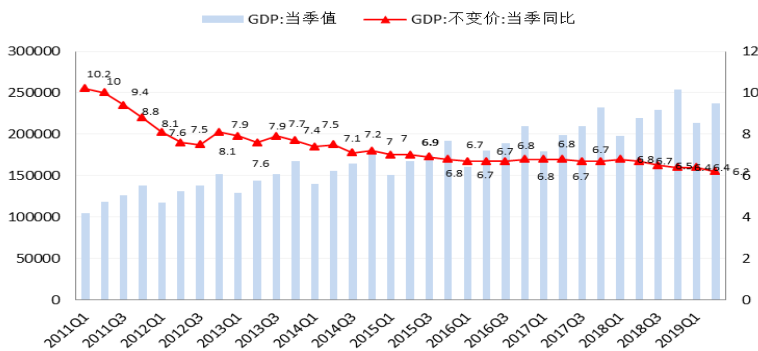
2019 年 2 季度 GDP 当季值 237,500 亿元人民币，GDP 名义同比增长 6.2%，比上一个季度回落 0.2 个百分点，名义 GDP 同比增速 8.3%，比上一季度增加 0.46 个百分点。

2 季度第一、二、三产中，三产增速平稳，二产增速下滑 0.5 个百分点至 5.6%。2 季度 GDP 下滑的主要原因仍然是制造业的下滑带来的。

从三大需求来看，净出口 2 季度对 GDP 的贡献度为 20.7%，比上个季度减少 2.1 个百分点，2 季度出口比 1 季度回落，但进口小幅回升，2 季度顺差 1064 亿美元，进出口表现较为平常。最终消费对 GDP 的贡献度 60.1%，比上个季度下行 5 个百分点，社会消费品零售总额 2 季度比 1 季度上行 0.25 个百分点。资本形成对 GDP 累计同比的拉动回升 7.1 个百分点至 19.2%，仍然处于较低水平，2 季度固定资产投资总额达到 19 万亿，比 1 季度上行近一倍，带动了资本形成对 GDP 的贡献。

进出口对 GDP 的高贡献率源于资本形成贡献的下降，是被动的上行。最终消费对 GDP 的贡献下行，但是社会消费品零售总额 2 季度有所提升，政府消费相应下行。资本形成对 GDP 的贡献回升，但总体仍然较为疲软，投资受到约束。

图 1：GDP 当季值和当季同比 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：三大需求对 GDP 累计同比拉动 (%)

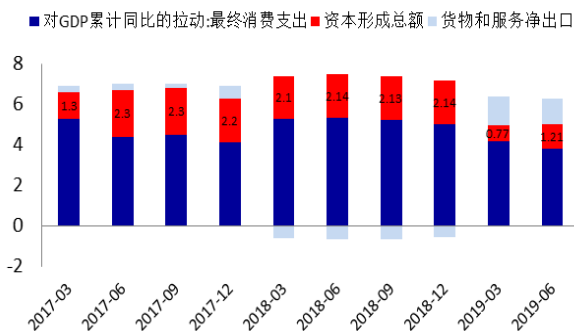
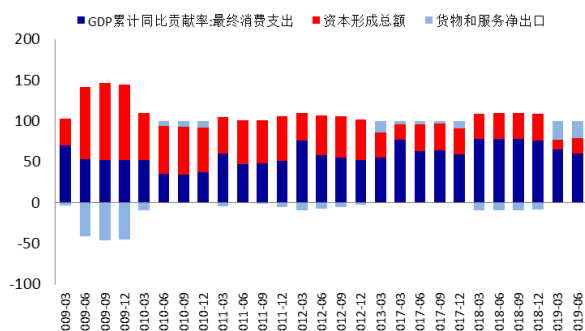


图 3：三大需求累计同比贡献率 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

## 二、工业生产反弹，未来仍有隐忧

6月全国规模以上工业增加值增速回升属于4、5月份低生产后的反弹，上中下游产业生产均有回升。国企生产回升，行业方面采矿业走高，大企业回升速度仍然快于小企业。房地产、工程项目带来的订单仍然利好黑色产业，居民对汽车消费的回暖利好工业，但外部需求仍然较弱，未来订单并不理想。工业生产年内可能保持低位运行，预计在5.8%左右。

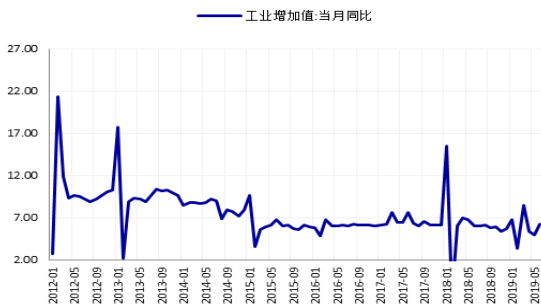
1-6月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.0%，增速比一季度回落0.5个百分点。6月份，工业增加值反弹，同比增长6.3%，比5月份5.0%回升1.3个百分点。6月份工业增加值回升超过预期，国企反弹力度较大，回升2.5个百分点至6.2%。铁矿石价格的上行带动了采矿业的回升，采矿业生产回升较快。

从行业来看，铁路、有色金属、电器机械、汽车和黑色制品生产均出现回升。上中下游行业生产均有所回升，经过2个月的生产低迷，工业有所恢复。

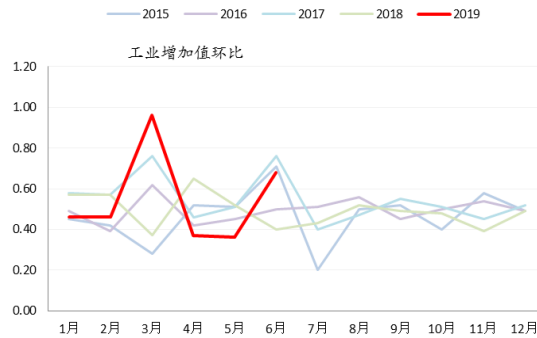
6月份的生产属于连续两个月低迷后的反弹，建筑业需求较好，民用需求偏弱，但居民如果保持对汽车等产品的消费，那么生产有望平稳。PMI新订单显示未来生产回升仍然有压力，外部需求并未好转，工业生产预计下个月回落。

图4：工业增加值同比回升（%）

图5：工业增加值环比回升（%）



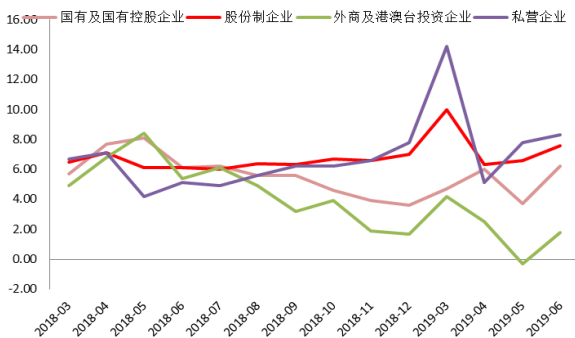
数据来源：WIND 中国银河证券研究院



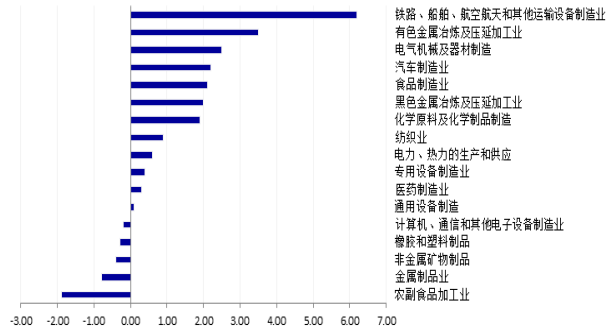
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：国企生产大幅回升（%）

图 7：6 月份比 5 月份回落幅度（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表 1：各年度工业增加值比较

累计同比%	6月	2018年	2017年	2016年	2015年
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	10.60	5.30	6.20	3.20	6.80
有色金属冶炼及压延加工业	10.40	7.80	1.50	6.20	11.30
非金属矿物制品	10.40	4.60	3.70	6.50	6.50
黑色金属冶炼及压延加工业	10.30	7.00	0.30	-1.70	5.40
电气机械及器材制造	10.00	7.30	10.60	8.50	7.30
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.60	13.10	13.80	10.00	10.50
专用设备制造业	8.30	10.90	11.80	6.70	3.40
金属制品业	7.90	3.80	6.60	8.20	7.40
电力、热力的生产和供应	6.60	9.60	7.80	4.80	0.50
医药制造业	6.60	9.70	12.40	10.80	9.90
食品制造业	5.50	6.70	9.10	8.80	7.50
通用设备制造	5.10	7.20	10.50	5.90	2.90
化学原料及化学制品制造	4.80	3.60	3.80	7.70	9.50
农副食品加工业	4.70	5.90	6.80	6.10	5.50
橡胶和塑料制品	4.70	3.20	6.30	7.60	7.90
纺织业	1.90	1.00	4.00	5.50	7.00
汽车制造业	-1.40	4.90	12.20	15.50	6.70

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

### 三、汽车带动消费走高，汽车景气度仍能延续

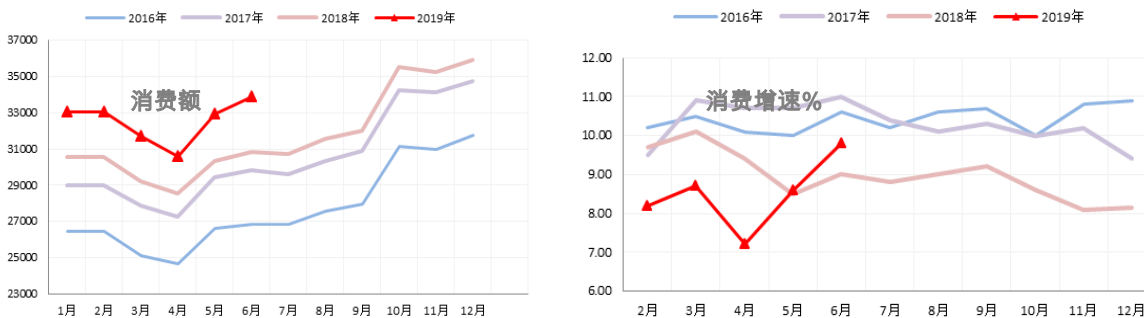
6月份消费回升，基本生活消费平稳，可选消费上行，家电消费回升，汽车消费走高。居民6月份相关支出受到季节性变化和促销影响。汽车消费上行有厂家促销和政策放缓的双重作用，对汽车的刺激政策7月份仍然延续。减税会在一定程度上带动居民消费，预计全年消费在8.5%左右震荡。

2019年6月份社会消费总额33,878亿元，同比增长9.8%。1~6月份社会消费品零售总额195,210亿元，同比增长8.4%。消费增速6月份快速回升，预计3季度消费稍显强势，4季度保持平稳。从实际消费来看，6月RPI同比从2.0%下行至1.8%，物价回落，实际消费增速上行至7.8%，回升1.46个百分点。名义消费和实际消费增速自4月起低位回升，6月份出现大幅上行。2019年1月起个人所得税改革，减税的效应缓慢的速度影响居民消费。

从结构上来看，6月份我国社会消费品零售出现分化：（1）第一大消费品行业汽车消费迅速上行，汽车消费6月份达到3669亿元，各大厂家推出汽车优惠，同时部分城市对汽车限购略有放开，带动汽车消费上行，同时7月1日新的汽车购置税方案施行，有利于汽车消费释放。目前乘用车联合会调查仍然下行，汽车消费下半年可能回升。（2）石油消费小幅回升，价格上行是石油消费起落的关键。（3）房地产相关消费回升，家具和家用电器类消费回升较大，白色家电夏季消费增速上行。（4）居民生活消费基本平稳，升级消费回升。6月份生活消费属于正常波动，金银珠宝和文化用品消费增速有所回升。

在投资稳定的情况下，消费很难大幅增长，19年上半年居民非必要性消费起色不大，但6月份消费出现好转态势，主要是汽车消费回升。我国主要消费品均进入了平稳期，下半年消费主要看汽车消费变化，预计2019年全年消费水平在8.5%左右。

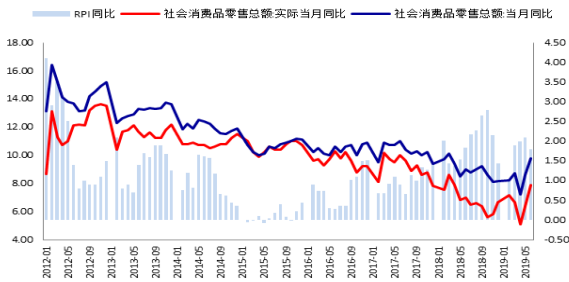
图8：各年度全社会消费额和消费增速变化（单位：亿元，%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

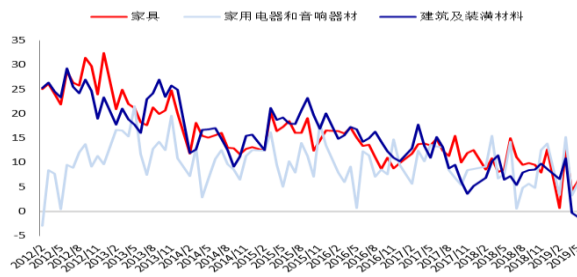
图9：社会消费品零售总额名义和实际增速走势（%）

图10：房地产相关消费回升（%）



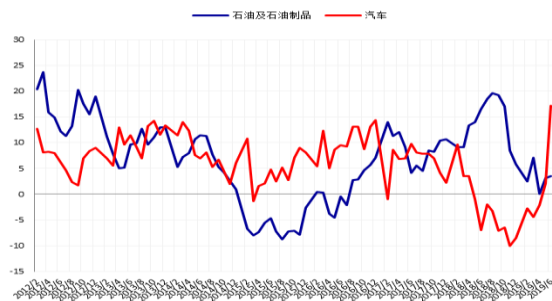
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 11：汽车消费快速上行（%）

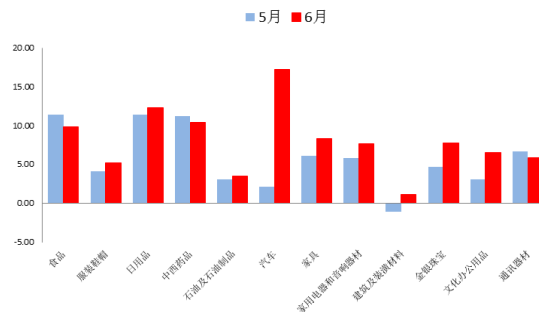


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 12：6月份各行业消费（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

## 四、投资未来仍有忧虑，下半年可能探底

固定资产投资小幅回升，制造业和基建小幅回升，房地产投资继续回落。今年固定资产投资稳定是托底的基建和韧性较强的房地产带动。基建投资保持稳定器作用，但在地方政府债务暂时没有化解的情况下，今年可能不会出现大幅上行。房地产投资在上半年都能有较好的增长，但土地购置并不热情，100城土地出售已经下滑，房地产下半年面临下行。制造业投资6月份虽然有所回暖，但仍然在探底过程，预计3、4季度可能稳定。预计固定资产投资随房地产投资下行，下半年回落至4%~5%左右。

2019年1~6月份，固定资产投资增速5.8%，比1~5月份回升0.2个百分点。从历史数据可看到，固定资产投资额是有季节特征，但固定资产投资增速并无季节变化，自2015年起，固定资产投资增速

均处于前高后低的走势。制造业稍有回升，房地产投资继续回落，基建投资小幅上行。由于 2018 年 12 月统计局调整了固定资产投资额度，所以单月投资额计算失真。

从结构上来看，1~6 月份，三产的投资增速回升，二产增速回落。二产投资仍在低谷，原因有三：

(1) 制造业投资仍然低位运行，探底并未结束；(2) 制造业固定资产投资计税可加速折旧，其他费用增加；(3) 中美贸易摩擦的影响仍在扩散，制造业企稳仍需等待。

三产投资本月小幅上行，基建和房地产变化并不大，其他投资回升：(1) 基建投资稍有回升，仍然托底了整个投资增速；(2) 房地产行业增速稍有回落，但投资增速增长仍然较快。房地产行业单月投资增速回升至 10%，100 城出售土地面积已经回落，房地产投资未来面对下行。基建的单月增速 5 月份回落至 3.07%，基建的投资增速并没有快速增长。在没有融资平台和银行信托的配合，地方政府投资难以启动，基建中铁路和道路增速较高，但公共设施和水利投资仍然负增长，基建投资增速年内可能就是位数增长，而房地产投资增速可能在下半年拉低整个投资增速。

基建的投资今年可能起到稳定器的作用，大幅增长的可能性在降低，年内预计基建增速保持在 6% 左右。房地产先行指标已经走低，下半年预计房地产增速下滑。制造业投资 6 月份有所回暖，但前景仍有忧虑。全年预计固定资产投资下滑至 4%~5%。

图 13：固定资产投资增速小幅回落（%）

图 14：月度固定资产投资额平稳（亿）

**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\\_11358](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11358)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>