

宏观观点评

下半年下行压力仍大，继续关注政策组合拳——6月经济数据点评

事件：中国二季度GDP同比增长6.2%，预期6.3%；上半年GDP同比增长6.3%，预期6.3%；6月规上工业增加值同比6.3%（预期5.2%，前值5.0%）；6月社会消费品零售总额同比9.8%（预期8.5%，前值8.6%）；1-6月固定资产投资同比5.8%（预期5.5%，前值5.6%），其中：房地产投资累计同比10.9%，前值11.2%；制造业投资累计同比3.0%，前值2.7%；基建投资累计同比4.1%，前值4.0%。

核心结论：

1、总体看，6月经济数据超预期好转、季末反弹再现，GDP增速也如期稳中缓降。然而，“向好”的背后，更需要关注的是可持续性。一方面，H-P滤波法分解发现，今年二季度产出负缺口进一步扩大，表明市场需求不足；另一方面，二季度企业中长期贷款仍然疲弱，企业投资意愿依旧低迷；此外，关税加征至25%对GDP增速、出口、产业转移和就业的冲击尚未全面显现。

2、投资微升，基建和制造业小幅回暖，地产投资韧性仍强。

地产投资增速再降但仍处高位，预计全年降至6-8%。6月地产投资累计同比回落0.3个百分点至10.9%。新开工面积与施工面积增速走势分化，表明房地产开发继续降温，预计随着土地购置费递延消退、房地产销售降温以及房企融资收紧等显现，未来地产投资趋于放缓。需注意的是，今年地产投资增速虽下滑，但核心的建安投资增速提升，因此对经济的拉动作用有所增强。

基建投资小幅回升，专项债新规刺激效果仍待观察，预计全年升至6%-10%。基建回暖主因交通运输和水利、环境和公共设施投资好转。6月新增轨交投资970亿元，但二季度整体发改委审批节奏较缓。往后看，专项债新规落地和非制造业PMI新订单指数走高均预示基建投资有望切实回升。

制造业投资小幅回升，主因有色金属行业阶段性好转，可持续待观察。6月制造业和民间投资双双回升，同时M1-M2负的剪刀差缩窄，企业现金流有所改善。不过，我们认为6月制造业投资增速回升主因有色金属冶炼分项降幅大幅收窄，大概率是在稀土行情提振下的短期行为，持续性预计有限。后续企业盈利尚未企稳、PPI通缩、高基数显现等因素将继续制约制造业投资。

3、工业生产小幅回升，上半年整体趋弱。6月工业增加值较上月提升1.3个百分点，超市场预期，主要受基建扩张和“抢出口”提振。合并看，上半年工业增加值累计同比为近10年最低，反映生产仍弱。

4、消费全面走高，主因汽车国五清库和618大促。6月名义和实际社零增速均反弹，汽车、化妆品、金银珠宝、地产链消费增速悉数走高。其中汽车销售连续回升主因大部分城市将在7月1日实行国六排放标准，经销商在前期加速清库；化妆品销售超季节性回升主因今年618大促时间延长。仍需警惕短期利好因素消失和通胀压力缓解后实际消费的回落。

5、经济下行压力仍大，稳增长仍是硬要求，政策将延续宽松，更多组合拳可期。维持此前判断，预计全年经济将先下后平，Q3、Q4有可能连续走平至6.2%。往后看，政策将延续宽松，继续“做好自己的事情”，主基调是对内改革和对外开放并举，可能打出“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”的组合拳，地方政府积极性回升和财政发力是亮点，下半年降准“降息”可期，也会进一步平滑地方隐性债务；同时，建议继续关注国企改革、土地改革、区域政策等制度性红利（具体政策分析，请见此前报告《经济再下，政策组合拳有哪些？》）

风险提示：中美贸易冲突升级，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：

相关研究：

- 1、《关注下半年进出口链条的五大变量——兼评6月贸易数据》2019-07-14
- 2、《测算：中小银行负债萎缩如何影响流动性？——兼评6月金融数据》2019-07-13
- 3、《CPI 难挡降准降息，PPI 下半年仍有韧性——兼评6月通胀》2019-07-10
- 4、《6月PMI 仍低和G20峰会的政策信号》2019-06-30
- 5、《经济再下，政策组合拳有哪些？》2019-06-16



内容目录

6 月经济超预期好转，二季度 GDP 增速稳中缓降	3
GDP 增速如期回落，产出负缺口进一步扩大	3
6 月工业生产小幅回升，上半年整体趋弱	4
总投资微升，基建和制造业小幅回暖，地产韧性仍强	5
地产投资回落但仍处高位，关注融资收紧的负冲击，预计全年缓降至 6-8%	5
基建投资小幅回升，专项债新规刺激效果仍待观察，全年预计 6-10%	6
制造业投资小幅回升，盈利未稳下持续性有待观察	7
6 月消费全面走高，主因汽车国五清库和 618 大促	7
稳增长仍是硬要求，政策将延续宽松，更多组合拳可期	9
风险提示	10

图表目录

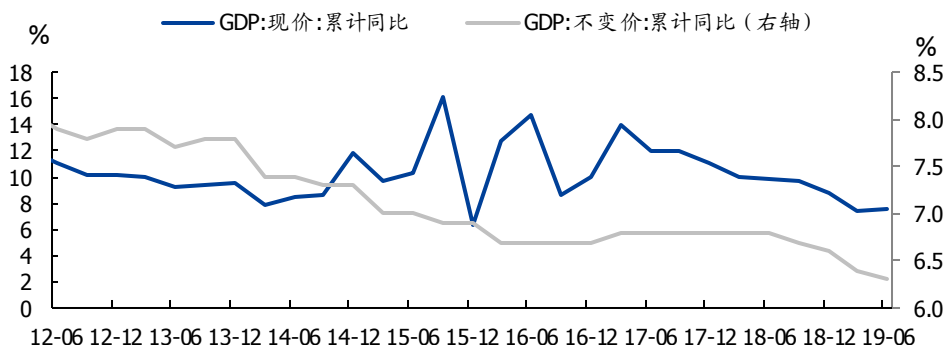
图表 1: 二季度名义和实际 GDP 增速走势背离	3
图表 2: 2018 年三季度以来，我国产出缺口持续为负	3
图表 3: 产出缺口领先 CPI 同比约一个季度	4
图表 4: 6 月工业生产有所改善	5
图表 5: 6 月出口交货值同比抬升	5
图表 6: 地产新开工有所降温	6
图表 7: 建安投资增速高于去年	6
图表 8: 6 月新增轨道交通投资 970 亿元	6
图表 9: 6 月 PMI 建筑业新订单指数大幅回升	6
图表 10: 多重数据表明 6 月有色金属行业阶段性好转	7
图表 11: 盈利增速将继续制约制造业投资	7
图表 12: 今年 6 月化妆品零售额同比增速季节性走高	8
图表 13: 6 月汽车消费大幅提升	8
图表 14: 二季度名义和实际消费增速走势分化	8
图表 15: 下半年地方政府积极性有望回升	9

6 月经济超预期好转，二季度 GDP 增速稳中缓降

GDP 增速如期回落，产出负缺口进一步扩大

2019 年 Q2 当季 GDP 同比增长 6.2%（预期 6.3%，前值 6.4%），累计增速较 Q1 回落 0.1 个百分点至 6.3%。同时，上半年名义 GDP 增速为 7.63%，较一季度提升 0.26 个百分点，主因 CPI 走高带动整体物价回升（二季度平减指数为 1.68%，较 Q1 高 0.27 个百分点）。从贡献率来看，投资的贡献加大，消费继续是主贡献：消费的贡献率是 60.1%（Q1 为 65.1%），资本形成的贡献率是 19.2%（12.1%），货物和服务净出口的贡献率是 20.7%（Q1 为 22.8%）；分产业看，一二产业贡献率提升（分别较 Q1 回升 0.8 个和 0.2 个百分点至 2.6%、37.1%），三产有所回落（较 Q1 回落 1 个百分点至 60.3%）。

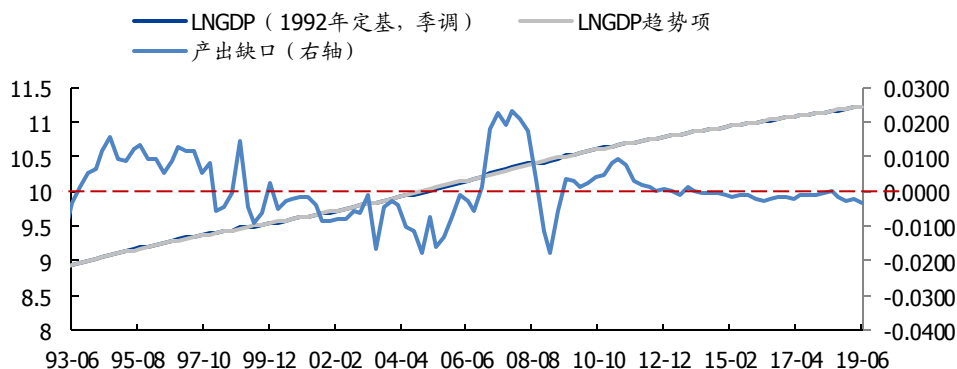
图表 1：二季度名义和实际 GDP 增速走势背离



资料来源：Wind，国盛证券研究所

二季度产出负缺口明显走扩，将进一步打开我国政策空间。以 1992 年定基 GDP 为基准，通过 H-P 滤波法拆解我国 GDP 增长的趋势项和周期项得到产出缺口¹，数据表明 2018 年三季度以来，我国实际 GDP 增速均低于潜在增速，即产出缺口为负，且 2019 年二季度负缺口大幅扩大，表明市场需求仍不足，产能利用率仍较低。历史上看，产出缺口略领先通胀一个季度，二季度负的产出缺口扩大将滞后反映到三季度的通胀表现中，这也与我们判断的下半年 CPI 压力将有所缓解，PPI 进入下降通道相一致，由此看，我国财政政策和货币政策宽松空间也将被进一步打开。

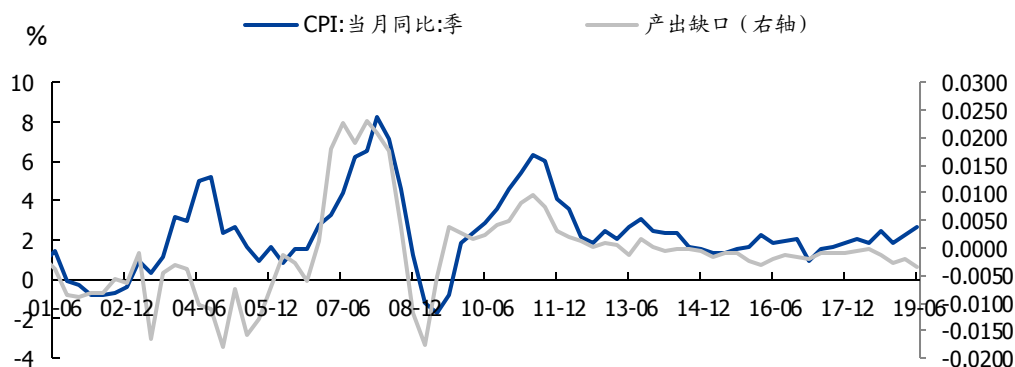
图表 2：2018 年三季度以来，我国产出缺口持续为负



资料来源：Wind，国盛证券研究所

¹ 产出缺口 $GAP = (1992 \text{ 年定基 GDP} - \text{GDP 趋势项}) / \text{GDP 趋势项}$ ，这里用 $LNGDP - LNGDP \text{ 趋势项}$ 来近似得到。

图表 3: 产出缺口领先 CPI 同比约一个季度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

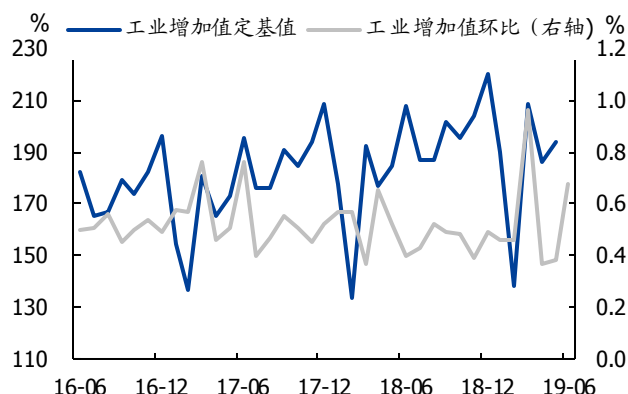
6 月工业生产小幅回升，上半年整体趋弱

6 月工业增加值同比小幅回升，上半年工业生产整体趋弱。6 月工业增加值同比增长 6.3%，较上月提升 1.3 个百分点，高于市场预期的 5.3%，环比增速亦提升 0.3 个百分点至 0.68%。合并看，1-6 月工业增加值累计同比为 6%，与 1-5 月增速持平，上半年累计同比呈下降趋势。历史同期看，1-6 月工业增加值累计同比为近 10 年最低位，与 2016 年持平；6 月当月同比也处在近 10 年第三低的水平，仅略高于 2016 年 6 月（6.2%）和 2018 年 6 月（6.0%）。整体来看，上半年工业生产趋弱。

分行业看，铁路&船舶&航天运输设备制造、有色金属冶炼及压延加工、电气机械及器材制造、汽车制造、黑色金属冶炼及压延加工、食品制造是主要的拉动项，同比增速分别较上月提升 6.2、3.5、2.5、2.2、2.1、2.0 个百分点；农副食品加工、金属制品、非金属矿物制品、橡胶和塑料制品是主要的拖累项，同比增速分别较上月下滑 1.9、0.8、0.4、0.3 个百分点。

6 月工业增加值增速改善，我们认为主要与基建扩张和“抢出口”有关。6 月工业增加值增速改善较大的行业，大部分与基建相关，如有色、黑色、运输设备、电气机械等，叠加 6 月基建投资增速较上月提升 0.35 个百分点至 2.95%，倾向于认为基建投资已开始扩张，相关行业的工业生产也将提速。其它行业方面，汽车制造改善主因“国五改国六”政策，食品制造改善主因涨价促进生产。此外，6 月工业企业出口交货值同比较上月提升 1.2 个百分点至 1.9%，在前期报告《关注下半年进出口链条的五大变量——兼评 6 月贸易数据》中，我们指出 6 月仍存在“抢出口”现象，为规避将来可能的关税升级，企业加快生产以提前出口，可能也是工业增加值增速改善的原因之一。

图表 4: 6 月工业生产有所改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 6 月出口交货值同比抬升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

总投资微升，基建和制造业小幅回暖，地产韧性仍强

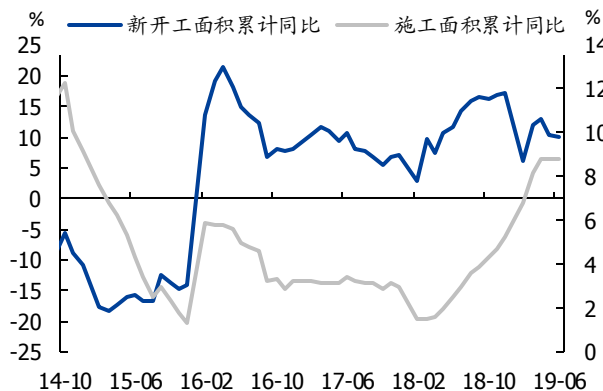
地产投资回落但仍处高位，关注融资收紧的负冲击，预计全年缓降至 6-8%

6 月地产投资累计同比增长 10.9%，增速较 1-5 月份回落 0.3 个百分点，但地产对经济的拉动作用强于去年。6 月新开工面积累计同比下滑 0.4 个百分点至 10.1%，施工面积累计同比持平前值为 8.8%，两者分化表明房地产商仍偏保守，房地产开发市场已现降温；到位资金方面，房地产开发资金来源同比下滑 0.4 个百分点至 7.2%，主要受定金及预收款同比大幅下滑拖累（6 月 9.0%，5 月 11.3%）。

在前期报告《经济再下，政策组合拳有哪些？》中我们指出，1-4 月房地产超预期韧性主因前期较高的土地购置费随着项目的陆续竣工，被滞后计入地产投资，叠加地产施工的提速，房地产投资高位增长。往后看，随着土地购置费递延的消退、房地产销售降温以及房企融资政策收紧，未来地产投资增速趋于放缓。同时考虑到中美贸易摩擦升级将拖累我国经济，以及降税降费大幅降低地方政府税收收入情况下，地方补充资金仍然需要依靠土地出让收入。预计房地产投资回落速度不会太快，至 2019 年底有望缓慢回落至 6%-8%。

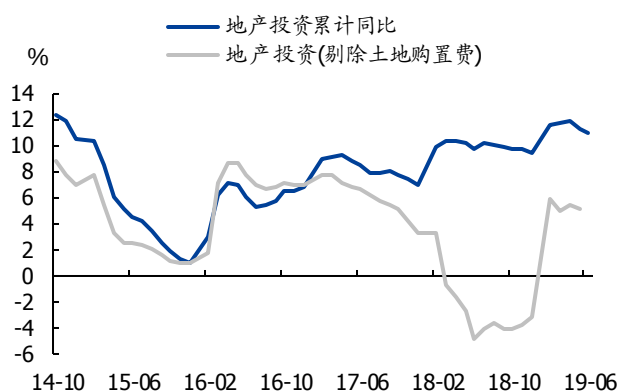
需注意的是，尽管今年地产投资增速大概率低于去年，但地产投资对经济的拉动作用有所增强。去年全年地产投资同比增速为 9.5%，但土地购置费同比高达 57%，剔除土地购置费后的地产投资同比增速仅为-3.2%。今年 1-5 月，地产投资同比增速为 11.2%，土地购置费同比下降至 27.2%，剔除土地购置费的地产投资同比增速仍有 5.2%。因此，今年地产投资增速虽有下滑，但最核心的建安投资增速提升，从而对地产产业链上下游的刺激带动作用要强于去年。

图表 6: 地产新开工有所降温



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 建安投资增速高于去年



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

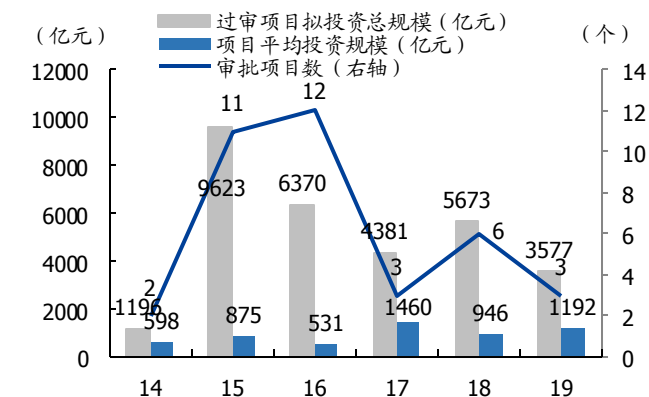
基建投资小幅回升，专项债新规刺激效果仍待观察，全年预计 6-10%

6月新增轨交投资 970 亿元，交通运输分项略有回升，但二季度整体基建投资表现平淡，发改委审批铁路和轨交项目节奏放缓。上半年狭义基建投资累计同比增长 4.1%，较 1-5 月小幅提升 0.1 个百分点，增幅不及我们预期；广义基建累计同比增长 2.95%，较前值上升 0.35 个百分点。整体看，二季度基建投资增速较一季度呈下滑趋势（一季末基建投资为 4.4%）。此前报告我们提到自去年底新增专项债提前下达部分限额以及今年初两会宣布提升全年限额至 2.15 万亿之后，市场对基建回升预期强烈，但基建投资增速屡不达预期，我们分析可能与地方政府积极性仍旧不高有关。6 月当月财政存款下降 5020 亿元，同比少减 1868 亿元，相较于去年同期，今年 6 月财政支出力度稍显不足。

分项看，6 月电热燃气及水的生产和供应投资累计同比由正转负；水利、环境和公共设施投资有所好转，交通运输分项增速企稳回升。发改委数据显示，6 月新增轨道交通投资规模 970 亿元，拟投资时间区间为 2019-2024 年，无新增铁路规划项目，整体看二季度轨交和铁路审批规划表现较为平淡。

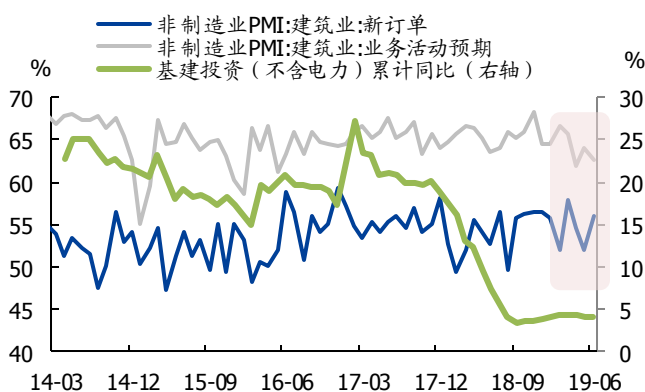
往后看，专项债新规落地预计提振基建投资，累计将撬动基建投资 2700 亿元-5600 亿元；同时 6 月非制造业 PMI 建筑业新订单分项环比回升 3.9 个百分点至 56%，预示着下半年基建投资有望切实回升，我们预计至年底基建投资增速将加速回升至 6%-10%。

图表 8: 6月新增轨道交通投资 970 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 6月 PMI 建筑业新订单指数大幅回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

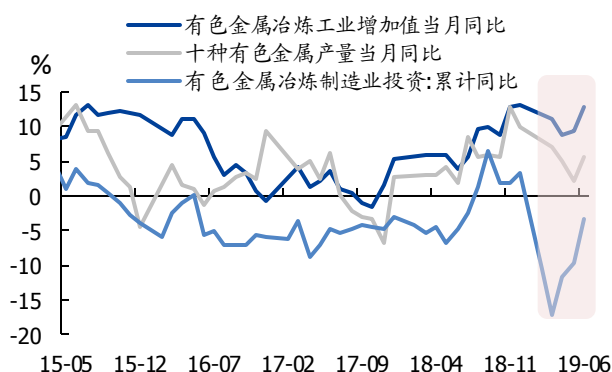
制造业投资小幅回升，盈利未稳下持续性有待观察

6 月制造业投资和民间投资双双回升，企业现金流有所改善。1-6 月固定资产投资同比增长 5.8%，增速较 1-5 月小幅回升 0.2 个百分点，较 2018 年同期回落 0.2 个百分点。6 月民间投资和制造业投资增速向好，其中 1-6 月民间投资累计同比上升 0.4 个百分点至 5.7%；制造业投资累计同比上升 0.3 个百分点至 3%。与此对应的是 6 月 M1 增速回升，M1-M2 剪刀差缩窄，企业现金流有所改善。

我们认为 6 月制造业投资增速回升，主因有色金属冶炼分项降幅大幅收窄。分项看，除有色金属冶炼及压延加工业投资 6 月降幅明显缩窄外，其他分项表现平淡；工业增加值分项走势也印证同一结论。受稀土利好消息提振，5 月以来有色金属产业阶段性好转，二季度有色金属业信心指数环比上升 0.8 个百分点至 50.3%。我们分析，在需求并未明显改善情况下，有色金属行情并不牢固，后续对制造业投资的支撑作用将减弱。

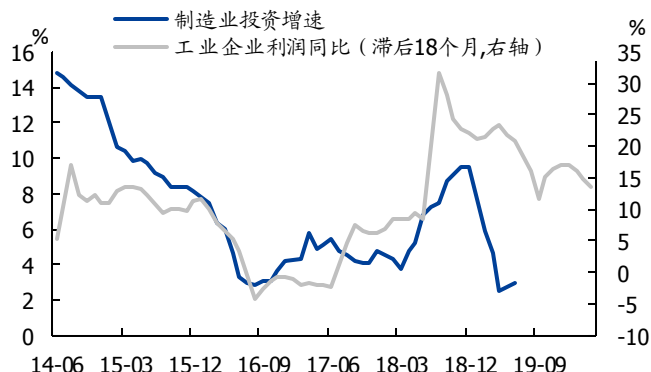
维持此前判断，鉴于企业盈利尚未企稳、PPI 面临通缩、高基数效应逐步显现、中美贸易摩擦扰动下制造业企业外迁可能提速等因素，制造业投资意愿可能仍较为低迷，制造业投资增速企稳的持续性尚需观察。

图表 10: 多重数据表明 6 月有色金属行业阶段性好转



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 盈利增速将继续制约制造业投资



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6 月消费全面走高，主因汽车国五清库和 618 大促

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_11366

