

2019年7月15日

宏观经济



## 静待“宽财政”加码

### ——2019年二季度经济数据点评

宏观简报

二季度 GDP 同比增长 6.2%，超预期下滑，主要是消费拖累所致，而投资的贡献上升。6 月单月经济数据表现出向好迹象，如投资企稳、消费超预期大幅反弹，工业生产超预期走强。社消反弹主要因五清库带动汽车消费反弹带来的短期影响，高增或难持续；铁矿石价格不断上扬拉动采矿业生产反弹是本月工业生产超预期的主要因素。

我们预计下半年货币政策保持偏松态势，但财政政策更为关键，下半年“宽财政”会继续加码。财政扩张一方面表现为增加开支，比如基建投资。我们的研究表明，中国基建虽然难以重复 2018 年之前的高增长，但仍然有一定空间。财政扩张不光是增加开支，还有减税降费，今年减税降费力度已经超乎预期，我们判断下半年减税降费还可能加大力度。短期内经济增长可能处于 6.2% 左右。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)  
010-56513039  
[huangwenjing@ebcn.com](mailto:huangwenjing@ebcn.com)

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)  
010-56513153  
[guoyb@ebcn.com](mailto:guoyb@ebcn.com)

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)  
021-52523805  
[dengqiaofeng@ebcn.com](mailto:dengqiaofeng@ebcn.com)

#### 联系人

郑宇驰  
021-52523807  
[zhengyc@ebcn.com](mailto:zhengyc@ebcn.com)

**二季度经济增长超预期下滑，但6月消费和工业生产增长超预期反弹，投资增长符合预期。**

## 消费拖累 GDP 增长

**二季度 GDP 同比增长 6.2%，超预期下滑。**从生产法来看，第一产业拉动 0.2%（前值 0.1%），第二产业拉动 2.3%（前值 2.4%），第三产业拉动 3.8%（前值 3.9%）。从支出法来看，初步核算数据显示，二季度最终消费对 GDP 拉动 3.4%（前值 4.2%），资本形成对 GDP 拉动 1.6%（前值 0.8%），净出口对 GDP 拉动 1.1%（前值 1.5%），**最终消费对 GDP 拖累较大。**

## FAI 增长符合预期

**拿地谨慎、施工提速乏力，开发投资续缓。**楼市销售量价齐缓。1-6 月全国商品房销售面积累计同比放缓至 -1.8%（前值 -1.6%），30 城商品房成交同比由前月的 14% 回落到 9.5%，其中一线放缓，但累计同比仍有 31% 的增长，二线与准二线持稳在 6.3% 左右，其余三四线成交负增扩大至 -3.1%。70 城、百城和全国商品房销售价格同比均放缓。

地产融资边际收紧，5-6 月开发商债券净融资转负，信用利差反弹，信托窗口指导控制地产业务规模。资金来源同比放缓至 7.2%（前值 7.6%），国内贷款与按揭、海外贷款、自筹资金增速小幅反弹，销售放缓导致定金预收款增速回落。近期发布的发改委 778 号文又限制了房企海外中长期发债融资。房企拿地依然谨慎，土地成交价款累计同比 -27.6%。新开工随着拿地的放缓有放缓迹象，同比回落至 10.1%（前值 13.1%），施工累计同比连续第三个月持平于 8.8%，竣工面积累计同比进一步下滑至 -12.7%。拿地谨慎叠加施工提速乏力，开发商房地产开发投资累计同比放缓 10.9%（前月 11.2%）。

**1-6 月狭义基建投资同比增长 4.1%（前值 4.0%），广义基建投资同比增长 3.0%（前值 2.6%），基建投资反弹，符合我们预期。**从行业来看，电力、热力、燃气及水的生产投资同比下滑 0.5%（前值 0.8%），交通运输投资同比增长 5.1%（前值 5.0%），水利、环境和公共基础设施投资同比增长 2.5%（前值 1.4%）。往前看，我们预计基建投资会继续反弹，判断依据主要依据以下两个方面，首先，2019 年 6 月 10 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》明确专项债可以在“路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目”做资本金，我们测算可以提升基建投资 3% 左右。其次，预计下半年“宽财政”仍会较大程度上发力，不排除扩大财政赤字或增发专项债的可能性，基建投资稳步向上。

前 6 月制造业投资小幅反弹至 3.0%（前值 2.7%），制造业二季度和上半年产能利用率分别比去年同期降低 0.3 和 0.4pct。4 月以来的减税降费带来制造业盈利改善（5 月单月盈利增速跌幅开始收窄），对防止制造业投资下滑比较重要。目前披露增速的子行业中，化学原料及化学制品、通用设备、计算机通信电子投资增速小幅反弹，但与贸易联系紧密的电气机械及器材制造业、纺织业投资增速明显下滑。而未披露增速的子行业对前 6 月制造业投资拉动变化不大（由前 5 月的 2.38pct 放缓到 2.34pct），其中非金属矿物制

品和黑色金属冶炼及压延加工业为主要拉动行业，或由于产能置换原因增速较高。

受基建投资和制造业投资反弹影响，1-6月总体FAI同比增长5.8%（前值5.6%），增长小幅反弹符合预期。

## 汽车销售大幅反弹

6月单月社消同比由上月的8.6%大幅反弹至9.8%，限额以上社消同比由5.1%反弹至9.7%，其上升的4.6个百分点中汽车带动了4个百分点。7月1日16省市国五车型无法上牌导致6月国五清库，且提前实施国六的省市销量占全国的70%，加上去年6月基数大幅低于同期，6月汽车零售同比大幅反弹至17%（前值2%），提振限额以上社消同比较上月多增但国五清库与低基数均为短暂扰动，且透支未来数月需求，7月汽车销售增速或面临较大回落。地产链和可选消费小幅回温，必选消费增速持稳。

## 工业生产超预期反弹难持续

6月工业增加值同比增长6.3%（前值5.0%），发电量同比增长2.8%（前值0.2%），工业生产超预期反弹。

分行业来看，采矿业同比增长7.3%（前值3.9%），对工业生产贡献较高，主要系铁矿石价格不断上扬拉动采矿业开工所致，但受环保政策影响其可持续性存疑。制造业同比增长6.2%（前值5.0%），其中化学原料和化学制品制造业增长5.4%（前值3.5%），黑色金属冶炼和压延加工业增长13.7%（前值11.7%），有色金属冶炼和压延加工业增长12.9%（前值9.4%），专用设备制造业增长5.3%（前值4.9%），汽车制造业下降2.5%（前值-4.7%），交通运输设备制造业增长14.5%（前值8.3%），电气机械和器材制造业增长11.3%（前值8.8%）。公用事业同比增长6.6%（前值5.9%），基本符合预期。

往前看，制造业PMI连续3个月位于荣枯线以下，整体市场情绪偏弱，中美贸易摩擦的影响或在后续逐步显现，加之未来采矿业大规模开工的可持续性存疑，工业生产或在未来平稳回落，全年预计在5.8%左右。

## 就业短期保持平稳

就业数据总体稳定，但7月将季节性波动。6月全国调查失业率5.1%，环比上升0.1个百分点；31个大城市调查失业率5.0%，环比持平。新增就业140万，高于历史均值134万；但周工作小时数为45.7小时，环比、同比分别下降0.6、0.2小时。预计7月毕业生集中进入劳动力市场，失业率将季节性上升（2018年7月较6月上升0.3个百分点）。

## “宽财政”或加码

总体来看，未来经济的下行压力仍然存在，房地产融资收紧将带来的房地产投资增速下滑，6月份美国将2000亿美元商品关税税率从10%提升至25%对出口和就业的冲击或在下半年有所显现。我们预计下半年货币政策保持偏松态势，但财政政策更为关键，下半年“宽财政”或继续加码。财政扩张一方面表现为增加开支，比如基建投资。我们的研究表明，中国基建虽然

难以重复 2018 年之前的高增长，但仍然有一定空间。财政扩张不光是增加开支，还有减税降费，今年减税降费力度已经超乎预期，我们判断下半年减税降费还可能加大力度。短期内经济增长可能处于 6.2% 左右。

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\\_11371](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11371)

