

消费是中流砥柱

——6月经济数据点评

宏观数据点评

2019年7月16日

报告摘要：**● 消费强劲回升，为最大亮点**

社会消费品零售总额增速大幅回升，汽车是最大贡献。6月汽车销售受“国五”去库存拉升，对7月汽车需求可能存在透支。根据我们推算，在排除汽车销售影响下，限额以上非汽车商品增速依旧略有回升，反映整体零售增速亦在回暖。另外，二季度可支配收入增速重回8%，消费性支出反弹，显示减税降费正在逐渐生效，全年零售增速将稳中有进。我们预计消费将成为中国经济增长的中流砥柱。

● 工业生产和固定资产投资增速小幅回暖

工业增加值小幅回暖，但工业产能利用率同比下降，工业生产仍未到乐观的时候。投资增速小幅回升，结构上有起有落。固定资产投资增长5.8%，较上月回升0.2个百分点，其中，制造业投资和基建投资（不含电力）小幅回升，房地产投资和第二产业投资小幅回落。我们预计，随着政策边际和融资条件收紧等因素，房地产投资将进入下行通道；综合考虑基数效应、贸易前景、库存周期、融资条件等因素，短期内制造业投资增速可能低位徘徊；专项债作资本金政策见效存在时滞，年内基建投资回升幅度有限。总体看，中国正在告别投资驱动经济增长的时代。

● 关注下半年的三个风险点

下半年，中国经济仍面临三大风险：其一，信用收缩风险，三季度社融存量增速面临回落压力；其二，投资萎缩风险，尤其是房地产投资可能下行较快，制造业投资可能低位徘徊；其三，贸易不确定性风险，警惕中美经贸磋商不达预期的可能性。我们预计，直接降低基准利率的必要性不强，贷款利率市场化改革可能提速。

● 风险提示：

逆周期调节不及预期，贸易摩擦全面升级。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

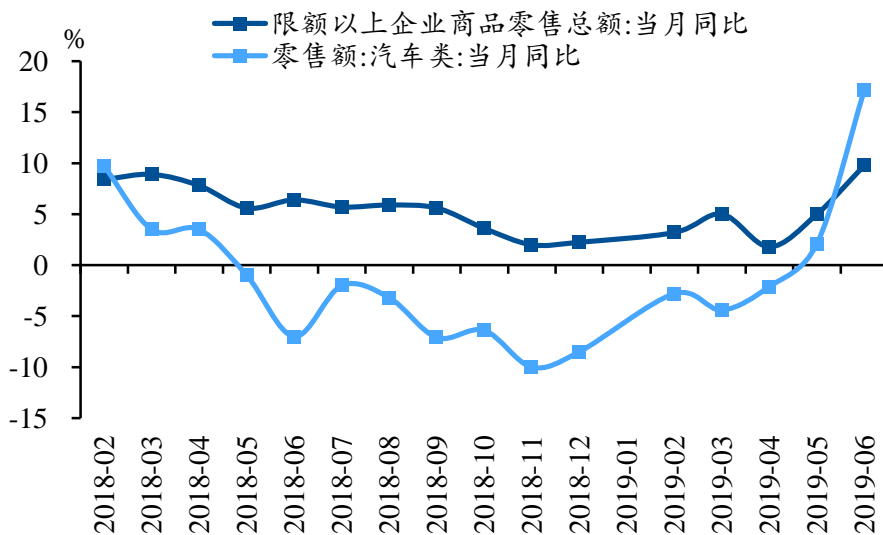
7月15日，国家统计局公布中国6月经济数据和二季度GDP：

- (1) 二季度GDP同比增长6.2%，预期6.3%，前值6.4%；
- (2) 规模以上工业增加值同比6.3%，预期5.5%，前值5%；
- (3) 社会消费品零售总额同比9.8%，预期8.5%，前值8.6%；
- (4) 固定资产投资同比5.8%，预期5.5%，前值5.6%；
- (5) 制造业投资累计同比增长3%，比上月回升0.3个百分点。

一、消费强劲回升，为最大亮点

社会消费品零售总额增速大幅回升，汽车是最大贡献。6月，社会消费品零售总额同比增长9.8%，较上月大幅回升1.2个百分点，创过去14个月新高。上半年，社零同比名义增长8.4%，实际增长6.7%，对经济增长贡献卓著。6月当月汽车消费回升是最大贡献，当月增速为2011年以来同期最高，同比增长17.2%（图1），主要与“国五”库存清理有关，可能透支7月部分购车需求。

图1：6月汽车销售增速自去年2月以来首次超过限额商品增速

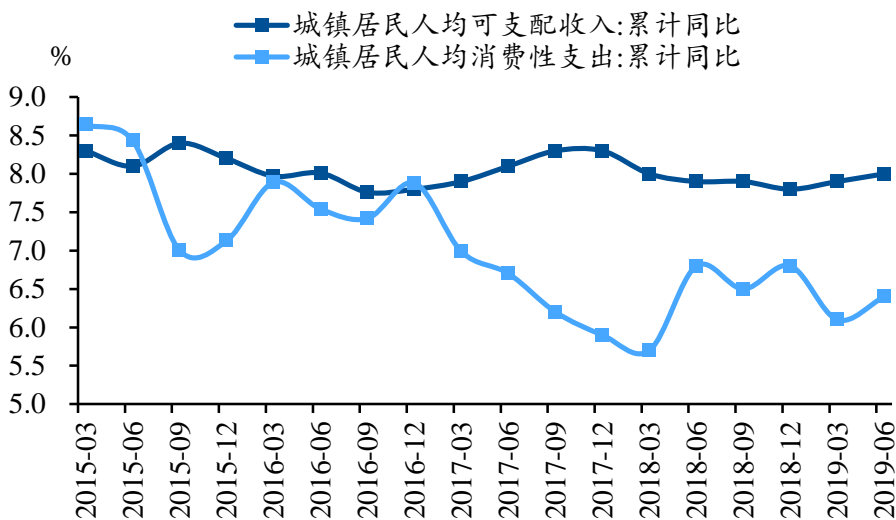


资料来源：Wind，民生证券研究院

即便不考虑汽车，消费增速仍然稳中有升。6月汽车零售增速大幅上升，掩盖了其他非汽车商品零售增速的回升表现。6月限额以上商品零售同比增速为9.8%，较上月（5%）回升4.8个百分点。对限额以上汽车零售和整体商品零售的5月和6月当月值和同比增速进行推算，我们发现5月不含汽车的商品零售增速为6.26%；6月增速为6.95%，较上月回升0.69个百分点。另外，二季度城镇居民可支配收入增速自去年一季度以后重回8%，

消费性支出较一季度回升 0.3 个百分点，反映减税降费措施正在逐渐生效（图 2）。总体看，一个月前，我们发布深度报告，指出在减税降费和鼓励消费政策支持下，下半年社零增速有望稳中回升，全年增速高于名义 GDP 增速，消费将成为中国经济增长的中流砥柱，目前维持该看法不变。

图 2：二季度收入增速重回 8%，消费性支出反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

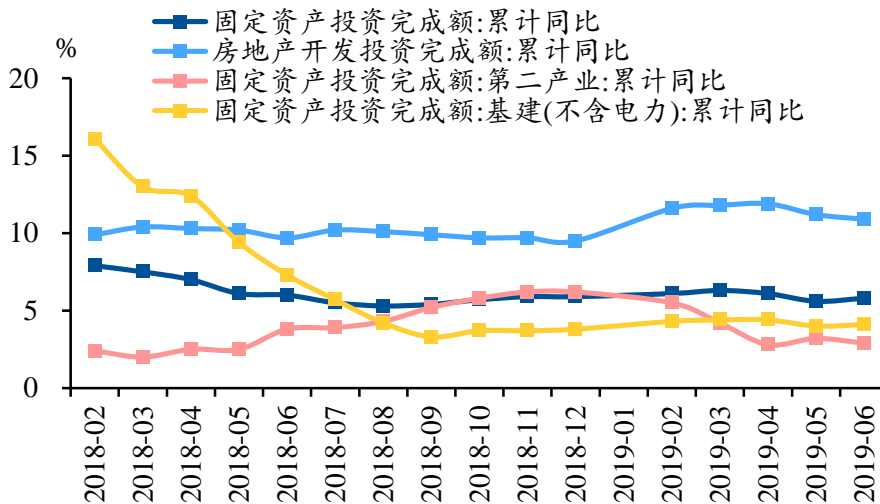
二、工业生产和固定资产投资增速小幅回暖

工业增加值小幅回暖，但工业产能利用率同比下降。6月，规模以上工业增加值增长 6.3%，较上月回升 1.3 个百分点，其中，采矿业增长 7.3%，回升 3.4 个百分点，是主要贡献因素；电热气水产供业增长 6.6%，回升 0.7 个百分点，好于整体表现但贡献减小；制造业增长 6.2%，回升 1.2 个百分点，弱于整体表现。二季度，全国工业产能利用率为 76.4%，同比下降 0.4 个百分点，其中，制造业和电热气水产供业分别同比下降 0.3 个和 2 个百分点。总体看，工业生产仍未到乐观的时候。

投资增速小幅回升，结构上有起有落。1-6月，固定资产投资增长 5.8%，较前值回升 0.2 个百分点，其中，制造业投资增长 3%，回升 0.3 个百分点；基建投资（含电力）增长 3%，回升 0.4 个百分点；房地产投资增长 10.9%，回落 0.3 个百分点（图 3）。值得注意的是，民间固定资产投资增速自去年 12 月以来首次反弹。我们预计，受销售负增长、土地成交缩量、融资条件收紧等因素影响，房地产投资进入下行通道；综合考虑基数效应、贸易前景、库存周期、融资条件等因素，短期内制造业投资增速可能低位徘徊；专项债作

资本金政策见效存在时滞，年内基建投资回升幅度有限。总体看，中国正在告别投资驱动经济增长的时代。

图 3：投资增速小幅回升，结构上有升有降



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、关注下半年的三个风险点

下半年需要关注中国经济的三个风险点。二季度 GDP 增速为 6.2%，位于市场预期的下限。下半年，中国经济仍面临三大风险：其一，信用收缩风险，三季度社融存量增速面临回落压力；其二，投资萎缩风险，尤其是房地产投资可能下行较快，制造业投资可能低位徘徊；其三，贸易不确定性风险，警惕中美经贸磋商不达预期的可能性。为此，需要我们坚持推动高质量发展和继续打好三大攻坚战。中国经济的未来在于转型升级，转型方向包括从低端制造向高端制造转型、从外需依赖向内需驱动转型、从工业化向服务化转型等多个方面。

直接降低基准利率的必要性不强，贷款利率市场化改革可能提速。尽管美国即将进入降息周期，但基于中美磋商不确定性、防范金融风险、预留政策空间等多重考虑，短期内中国全面降准、降息、汇率大幅贬值等举措都是看不到的。一方面，从去年开始我国整体市场利率水平和贷款实际利率一直在降低，直接降息的必要性并不强；另一方面，中国货币政策坚持以我为主的原则，不会受到美联储降息的绑架。不过，货币政策小幅边际放松仍可期待，下半年可能下调公开市场操作利率 10-20BP 和定向降准一次。

风险提示：

逆周期调节不及预期，贸易摩擦全面升级。

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_11374

