



上半年经济数据点评：

生产消费单月反弹，下半年经济仍将承压

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

杨璇 一般证券从业资格编号
S1060117080074
010-56800141
YANGXUAN659@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 二季度 GDP 增速如期回落，衰退式顺差支撑仍强

今年二季度 GDP 增速 6.2%，较一季度下滑 0.2 个百分点；上半年 GDP 增速 6.3%，较去年全年下滑 0.3 个百分点。与去年相比，消费和资本形成对 GDP 的拉动均明显减弱，而净出口仍然是今年 GDP 增速的最主要支撑：去年净出口对 GDP 增速的拉动是-0.6 个百分点，而今年上半年是 1.3 个百分点，上升了 1.9 个百分点之多，较大程度弥补了由消费和投资增长动能减弱所带来的缺口。

不过，我们认为由进口大幅弱于出口所带来的衰退式顺差对经济的支撑不具备持续性，这是因为我国的进口即是其他国家的外需，我国的弱进口会拖累他国经济、进而对我国出口产生负面影响，如此负反馈循环将使得未来贸易顺差难以持续扩大；且顺差在四季度面临较高基数，净出口对 GDP 增速的贡献将有明显下滑。预计下半年 GDP 增速继续温和下行，三季度增速水平小幅降至 6.1%。

■ 6 月工业增加值增速反弹，二季度整体走低

6 月工业增加值增速较上月反弹 1.3 个百分点至 6.3%，从行业表现看，一是黑色与有色金属加工业受到地产与基建投资的拉动，且近期限产力度较松；二是非汽车交运设备和电气设备制造业，受到制造业投资增速回升的支撑；三是汽车制造业由于集中生产国 6 标准汽车，增加值增速有所反弹。

不过，二季度工业增加值增速整体走低，与需求端的表现较为一致：通用和专用设备制造业二季度明显走弱可能受制造业投资趋势下行的拖累；非汽车交运设备和电气设备制造业增速的走稳与基建投资增速升势趋缓相一致；计算机通信电子制造业与出口增速的回落也基本一致。展望未来，未来需求端的压力还将继续存在（特别是出口、房地产投资方面），工业增加值增速难有强劲表现。

■ 制造业和房地产拖累二季度投资增速

1-6 月固定资产投资累计增速 5.8%，较一季度的 6.3% 明显下滑，且低于去年全年的 5.9%。二季度投资增速的下滑主要是受房地产投资和制造业投资拖累，基建投资增速与一季度持平。房地产投资方面，预计未来增速将继续下行：一是土地购置的下行压力还将进一步显现，二是销售增速转弱将拖累施工增速，三是近期房地产信托等融资渠道的收紧也会增大房企的资金压力。基建投资方面，考虑专项债新规及其发行加快，三季度增速可能仍有上升空间。制造业投资增速连续两个月回升，但考虑到地产景气度的进一步下行、出口的不确定性仍大，对目前制造业投资增速回升的持续性需谨慎看待。

■ 6 月消费增速大幅反弹，汽车拉动不可持续

6 月社零消费增速大幅反弹主要受到汽车消费的推动，背后的原因是国 5 向国 6 标准转型背景下，汽车厂商降价促销以清理国 5 车型库存。但 7 月之后国 5 车型即不可再上牌，促销活动也将随之停止，且再考虑到大力促销过后往往会带来一定的透支效应，预计汽车消费的高增长难以延续，7 月消费增速便可能面临回落。

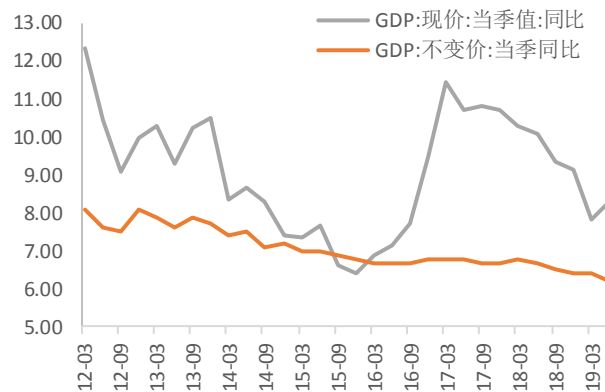
一、 二季度 GDP 增速再度下滑

今年二季度 GDP 增速 6.2%，较一季度的 6.4% 下滑 0.2 个百分点，较去年全年的 6.6% 下滑 0.4 个百分点。与一季度相比，三大需求中，消费对 GDP 累计增速的拉动下滑 0.4 个百分点，资本形成上升 0.4 个百分点，净出口下滑 0.2 个百分点；与去年相比，消费和资本形成对 GDP 的拉动均明显减弱，而净出口仍然是今年 GDP 增速的最主要支撑所在：去年净出口对 GDP 增速的拉动是 -0.6 个百分点，而今年是 1.3 个百分点，上升了 1.9 个百分点之多，较大程度弥补了由消费和投资增长动能减弱所带来的缺口。

从货物贸易的视角来看，相对于出口增速而言，更加疲弱的进口增速是贸易顺差扩大的主要原因（衰退式顺差）。今年上半年，货物贸易进口增速为 -4.3%，出口增速为 0.1%，而去年全年的进口增速是 15.8%，出口增速是 9.9%，所以不管从当前的增速水平还是降幅的角度来看，进口都明显弱于出口。这样的特征使得今年货物贸易顺差规模均明显高于去年同期。但是分析来看，衰退式顺差对经济带来的支撑可能不具备较强的持续性，这是因为我国的进口即是其他国家的外需，我国的弱进口会拖累他国经济、进而对我国出口产生负面影响，所以如此负反馈循环会使得未来贸易顺差可能难以持续扩大，而在基数走高之后（四季度即将面临高基数），净出口对 GDP 增速的贡献便会面临明显下滑。

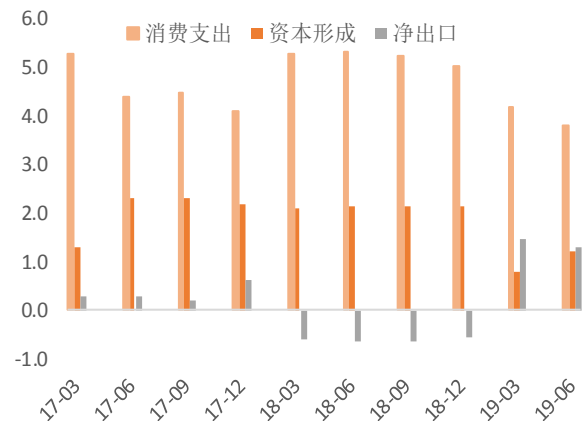
另外，6 月份消费增速的大幅上行主要受短期扰动因素所致（国 5 向国 6 转型背景下汽车厂商降价促销），7 月即将面临明显的回落压力，下半年，消费和投资增速仍将继续承压。综合来看，我们预计下半年 GDP 增速稳步下行，三季度增速水平小幅降至 6.1%。

图表1 GDP 增速走势（%）



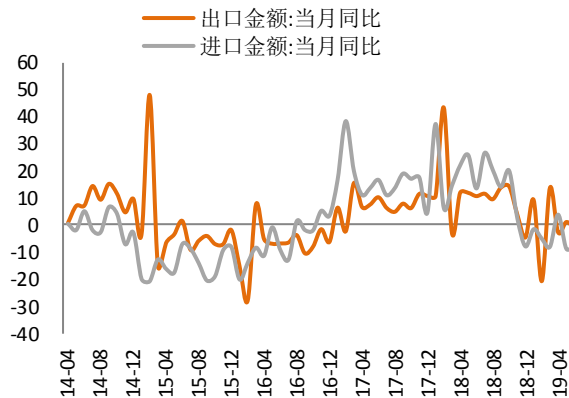
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 三大需求对 GDP 累计增速的拉动（%）



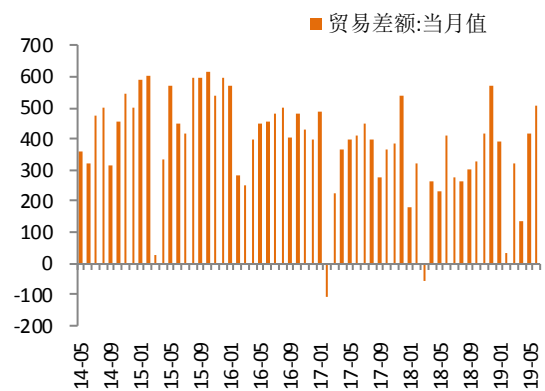
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 我国进、出口增速走势（%）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 我国货物贸易差额走势（亿美元）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、6月工业增加值增速反弹，二季度整体走低

今年6月工业增加值增速6.3%，较5月的5.0%回升了1.3个百分点，但是从累计增速的角度来看，二季度工业生产仍明显弱于一季度，今年1-6月工业增加值累计增速为6.0%，比一季度6.5%的累计增速下滑0.5个百分点，与去年全年的6.2%相比也下滑0.2个百分点。

单月视角上，6月份工业增加值的上升主要受到三个领域的推动：黑金与有色加工业、铁路等非汽车交通运输设备制造和电气设备制造业、汽车制造业。黑金与有色加工业生产进一步走强的背后是目前较强的地产、基建投资增速和生产端限产力度相对较松这两个方面共同推动所致；铁路等非汽车交通运输设备制造和电气设备制造业可能是受到制造业投资增速回升的拉动；6月汽车制造业工业增加值也回升了2.2个百分点至-2.5%，这有可能是生产国6标准汽车所致。分析来看，国5向国6转型对汽车生产端推动的持续性可能不会太强，随着未来房地产景气度的下行，黑金有色的生产端可能也会相应承压。

季度视角上，首先从三大行业的视角来看，二季度工业生产的走弱主要受制造业拖累，采矿业和电力燃气水的生产供应业的二季度工业增加值增速小幅上升。已公布的细分行业工业增加值数据显示：二季度工业生产明显走弱的行业是机械制造与金属制品业，累计增速降幅超3个百分点；汽车制造的累计增速也较一季度继续下降了1.6个百分点，目前已掉落至负区间（-1.4%）；二季度铁路等非汽车交通运输设备制造和电气设备制造的工业增加值并没能延续一季度的上升势头，出现了小幅下降；二季度计算机通信电子制造业的工业生产增速较一季度小幅回升，但是仍显著低于去年水平；二季度黑色与有色金属加工业的工业生产继续走强，其中黑色金属加工业的累计增速更是继续大幅上升了2.4个百分点。产量数据方面值得关注的是，今年前两个季度，发电量累计增速接连下台阶：与去年全年6.8%相比，今年一、二季度的发电量累计增速分别为4.2%、3.3%。

可以看出生产端的表现与需求端的情况较为一致：通用和专用设备制造业二季度明显走弱可能是受到制造业投资趋势下行的拖累；非汽车交通运输设备和电气设备相关行业生产活动与基建投资的走势也较为相符，在二季度暂停了前期的上升趋势；计算机通信电子制造业的工业生产情况与出口增速的走势也基本一致，今年以来的增速水平较去年显著降低；另外钢铁有色工业生产较强，应该是受到下游房地产投资增速仍然保持强势的带动。展望来看，未来需求端的压力还将继续存在（特别是出口、房地产投资方面），未来工业增加值增速应该会继续保持弱势。短期预计7月单月的工业增加值增速降至6.1%。

图表5 工业增加值当月增速走势 (%)



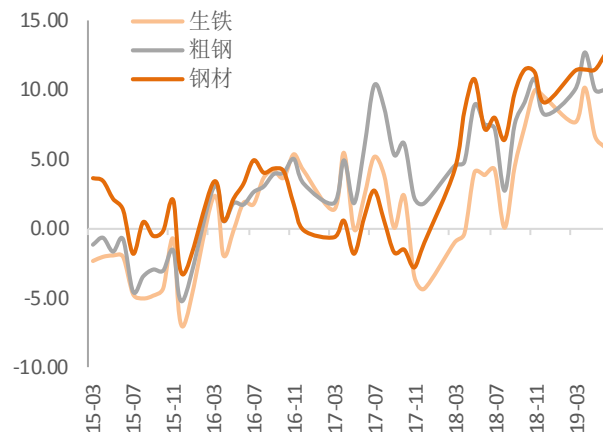
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 工业增加值累计增速走势 (%)



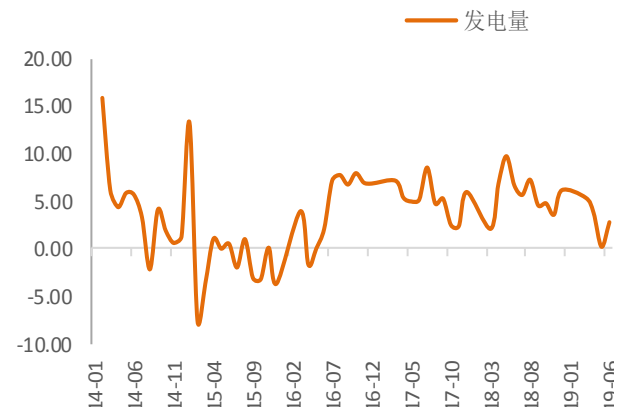
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 生铁粗钢钢材产量增速走势 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 发电量增速走势 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、制造业和房地产拖累二季度投资增速

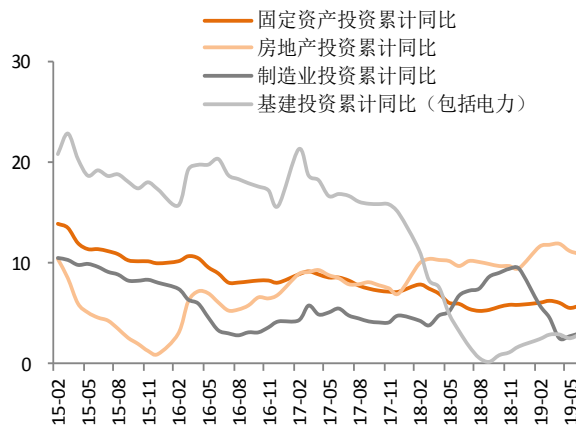
今年1-6月固定资产投资累计增速5.8%,虽然较1-5月小幅回升0.2个百分点,但是较一季度的6.3%明显下滑,并且低于去年全年的5.9%。二季度投资增速的下滑主要是受到房地产投资和制造业投资的拖累,基建投资增速与一季度持平:1-6月房地产投资累计增速10.9%,连续两个月下滑,较一季度的11.8%下滑0.9个百分点;6月制造业投资累计增速较5月小幅回升0.3个百分点至3.0%,但仍低于一季度的4.6%和去年全年的9.5%;6月基建投资累计增速(包括电力)较5月回升0.4个百分点至3.0%,与一季度的增速持平。

6月房地产投资下滑,应该仍然是受到土地购置方面的负面拖累(去年下半年以来土地购置增速即逐月降低),施工面积增速连续三个月不变。6月份新开工、竣工、销售、资金来源增速均继续下滑:1-6月施工面积累计增速保持8.8%不变;新开工面积累计增速下滑0.4个百分点至10.1%;竣工面积累计增速下滑0.3个百分点至-12.7%;1-6月土地成交价款累计增速回升8.0个百分点至-27.6%;销售增速继续回落,1-6月销售面积累计增速下滑0.2个百分点至-1.8%,销售额增速下滑0.5个百

分点至 5.6%；房企资金面增速继续下滑，资金来源增速下滑 0.4 个百分点至 7.2%，其中预收款增速下滑 2.3 个百分点。预计未来房地产投资增速将继续下行：一方面，土地购置方面的下行压力还将进一步显现，另一方面，销售增速转弱将拖累施工面积增速，另外近期房地产信托等融资渠道的收紧也会从资金端对地产投资带来压力。

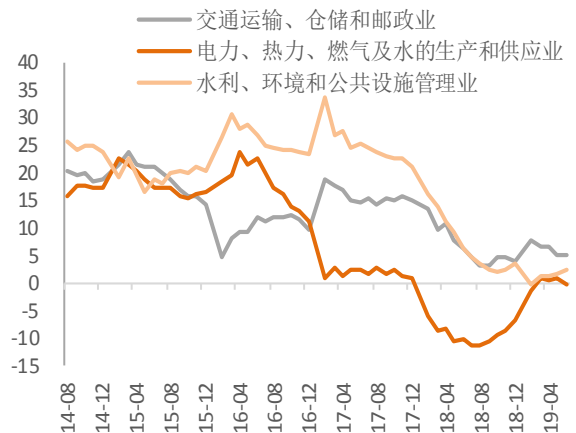
6 月基建投资增速小幅回升，应该是受到了专项债加快发行、专项债新规的支撑，未来基建投资增速可能仍有小幅的上升空间。制造业投资增速连续两个月回升，结构上黑色、有色、化工行业的投资增速有较明显的上升，计算机通信电子制造业的投资增速也有小幅反弹，不过考虑到未来地产景气度可能会进一步下行、出口的不确定性仍大，对目前制造业投资增速回升的持续性需谨慎看待。我们预计 1-7 月投资增速小幅回落至 5.6%。

图表9 固定资产投资增速走势（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 基建三大子行业增速走势（%）



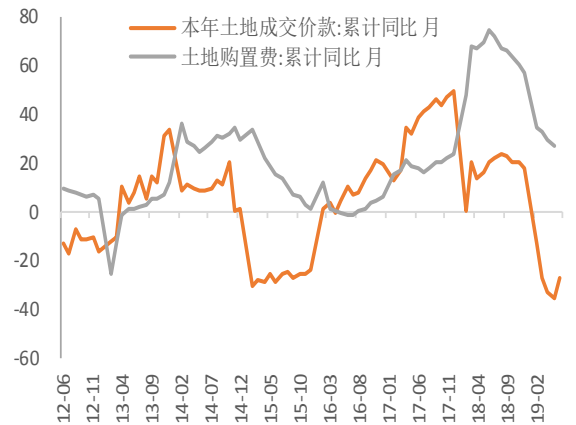
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表11 商品房销售面积与销售额增速（%）



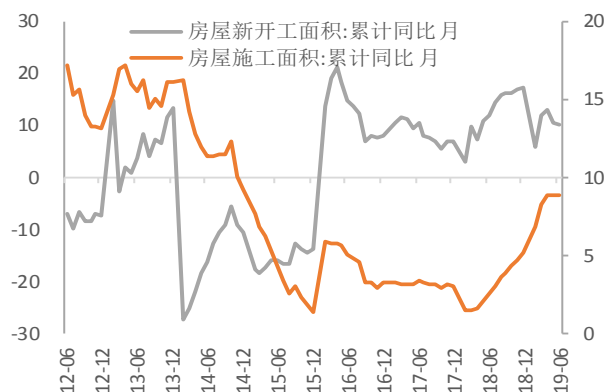
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表12 土地成交价款与购置土地面积增速（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表13 房屋新开工与施工面积增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 房企资金来源增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、6月消费增速大幅反弹，汽车拉动不可持续

6月社零消费增速大幅反弹 1.2 个百分点至 9.8%，实际消费增速大幅反弹 1.5 个百分点至 7.9%。结构上，餐饮部分对社零消费增速的贡献不大，该指标仅较上期略上升 0.1 个百分点至 9.5%，商品零售增速是推动社零消费增速回升的主力，该指标大幅上升 1.4 个百分点至 9.9%。商品消费中，6月出现大幅上升的商品类别是汽车类和化妆品类，分别上升了 15.1 和 5.8 个百分点，其中汽车类消费 17.2% 的单月增速创下近 8 年的新高。

分析来看，6 月份汽车消费增速的大幅走高是国标由国 5 向国 6 切换的背景下，厂家大力降价促销以清理国 5 车型库存所致。根据汽车流通协会数据，6 月份汽车经销商库存预警指数下降了 3.6 个百分点至 50.4%。不过 7 月之后国 5 车型即不可再上牌，促销活动也将随之停止，且再考虑到大力促销过后往往会带来一定的透支效应，如此来看，7 月汽车消费增速可能即会面临显著回落。另外，6 月份电商的打折促销活动也对化妆品、文具等商品的消费带来了短期提升，下个月这一因素也会因透支效应的存在而对消费增速转为负面贡献。由此，我们认为 7 月消费增速会面临大幅回落，预计降至 8.5% 左右。另外，中长期来看，经济增速下行的大背景也会从居民收入和就业渠道为消费增速带来压力。

图表15 社零消费增速走势 (%)

社会消费品零售总额:当月同比

图表16 汽车类消费增速走势 (%)

160.0

零售额:汽车类:当月同比

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_11382

