

经济或已阶段性见底

—— 2019 年二季度经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 经济或已阶段性见底，下半年经济有望企稳

二季度 GDP 增速下滑 0.2 个百分点至 6.2%。从生产端看，GDP 增速下滑主要是第二产业增速下滑 0.5 个百分点导致的。GDP 累计拉动率上，第二产业、第三产业分别较上季度下降 0.1 个百分点，第一产业较上季度上升 0.1 个百分点。第三产业增速平稳情况下，第三产业拉动率下降，是因为去年同期第三产业占 GDP 比重从 0.57% 下降至 0.54%。

从需求端看，最终消费支出对 GDP 累计同比拉动下降 0.4 个百分点，净出口贡献也是减弱。固定资产投资增速下滑，但是固定资产投资不代表资本形成总额，建筑业（尤其是房地产建设）高景气度对资本形成总额贡献很大，同时，存货可能上升幅度较大，资本形成总额对 GDP 拉动率上升。

名义 GDP 增速回升，企业盈利可能已经见底。二季度名义 GDP 增速从 7.8% 回升至 8.3%，主要是由于食品（对应第一产业）和工业品价格（对应第二产业）上涨带动 GDP 平减指数同比增速从 0.91% 上升至 1.57%。名义 GDP 是企业盈利的影子指标，上半年可能就是企业盈利的底部，下半年有望回升，节奏上，我们预计三季度是“量升价缩”，四季度是“量价齐升”。

经济或已阶段性见底，下半年经济有望企稳。PMI 原材料库存季调 TC 项下行速度在放缓，原材料库存先于产成品库存变动，考虑到库存处于低位，若需求能发生边际改善，则企业有较大动机补库存。需求要边际改善，至少需要两个条件，一是贸易条件不再显著变差，企业在 G20 前可能处于观望状态，而 G20 结果相对乐观；二是政策保持一定的宽松，防范信用收缩、保持流动性合理充裕是关键。在中美贸易关系不再显著变差以及货币政策不转向的情况下，基于我们对基建投资增速加速回升与建安投资存在韧性的判断，加上汽车行业去库存对经济的拖累将减弱，下半年内需改善可对冲外需回落，经济有望企稳。长周期来看，经济仍在“混沌增长”的寻底通道中，经济增速可能还在中枢下移的过程中，在经济短暂企稳之后，可能又重回下行趋势。

● 风险提示：货币政策发生转向

相关报告

宏观报告：供需两弱，经济未企稳——2019 年 1-2 月经济数据点评

2019-3-14

宏观报告：上游行业进入通缩——2019 年 1 月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018 年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 经济或已阶段性见底，下半年经济有望企稳.....	3
2、 低基数、需求改善、铁矿石涨价带动工业生产显著扩张.....	4
3、 地方债放量，基建投资增速回升.....	5
4、 二季度居民实际消费增速继续回落，但 6 月汽车带动社零增速回升	6

图表目录

图 1: 资本形成总额对 GDP 拉动率上升	3
图 2: 三大行业工业增加值同比增速均回升 (%)	4
图 3: 3 月与 6 月基数偏低 (%)	4
图 4: 出口交货值同比增速回升 (%)	5
图 5: 铁矿石价格领先采矿业生产增速 (%)	5
图 6: 基建和制造业投资增速回升 (%)	6
图 7: 汽车带动社零增速回升 (%)	7
图 8: 居民实际消费增速连续 4 个季度回落 (%)	7
图 9: 汽车消费增速与社融增速走势一致 (%)	8

1、经济或已阶段性见底，下半年经济有望企稳

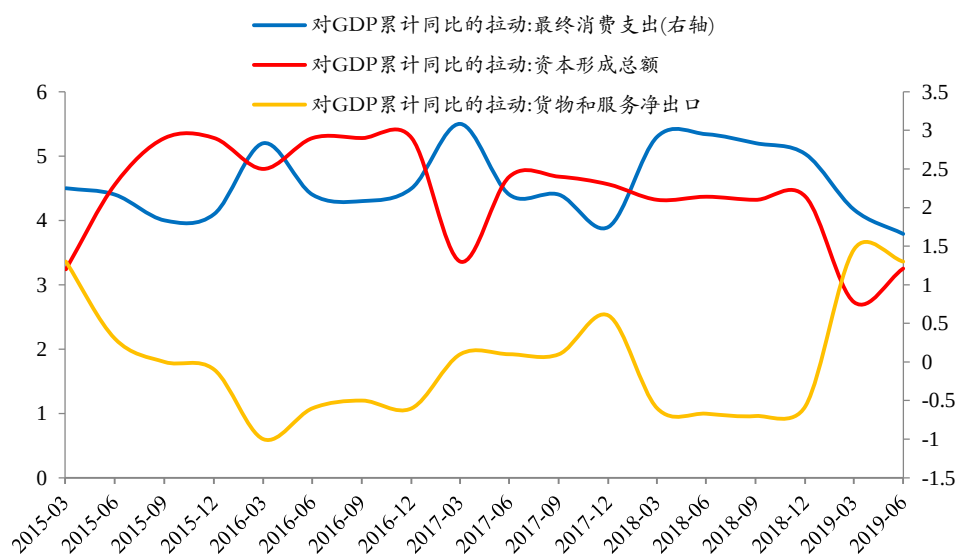
二季度 GDP 增速下滑 0.2 个百分点至 6.2%。从生产端看，GDP 增速下滑主要是第二产业增速下滑 0.5 个百分点导致的。GDP 累计拉动率上，第二产业、第三产业分别较上季度下降 0.1 个百分点，第一产业较上季度上升 0.1 个百分点。第三产业增速平稳情况下，第三产业拉动率下降，是因为去年同期第三产业占 GDP 比重从 0.57% 下降至 0.54%。

从需求端看，最终消费支出对 GDP 累计同比拉动下降 0.4 个百分点，净出口贡献也是减弱。固定资产投资增速下滑，但是固定资产投资不代表资本形成总额，建筑业（尤其是房地产建设）高景气度对资本形成总额贡献很大，同时，存货可能上升幅度较大，资本形成总额对 GDP 拉动率上升。

名义 GDP 增速回升，企业盈利可能已经见底。二季度名义 GDP 增速从 7.8% 回升至 8.3%，主要是由于食品（对应第一产业）和工业品价格（对应第二产业）上涨带动 GDP 平减指数同比增速从 0.91% 上升至 1.57%。名义 GDP 是企业盈利的影子指标，上半年可能就是企业盈利的底部，下半年有望回升，节奏上，我们预计三季度是“量升价缩”，四季度是“量价齐升”。

经济或已阶段性见底，下半年经济有望企稳。PMI 原材料库存季调 TC 项下行速度在放缓，原材料库存先于产成品库存变动，考虑到库存处于低位，若需求能发生边际改善，则企业有较大动机补库存。需求要边际改善，至少需要两个条件，一是贸易条件不再显著变差，企业在 G20 前可能处于观望状态，而 G20 结果相对乐观；二是政策保持一定的宽松，防范信用收缩、保持流动性合理充裕是关键。在中美贸易关系不再显著变差以及货币政策不转向的情况下，基于我们对基建投资增速加速回升与建安投资存在韧性的判断，加上汽车行业去库存对经济的拖累将减弱，下半年内需改善可对冲外需回落，经济有望企稳。**长周期来看，经济仍在“混沌增长”的寻底通道中，经济增速可能还在中枢下移的过程中，在经济短暂企稳之后，可能又重回下行趋势。**

图1：资本形成总额对 GDP 拉动率上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、低基数、需求改善、铁矿石涨价带动工业生产显著扩张

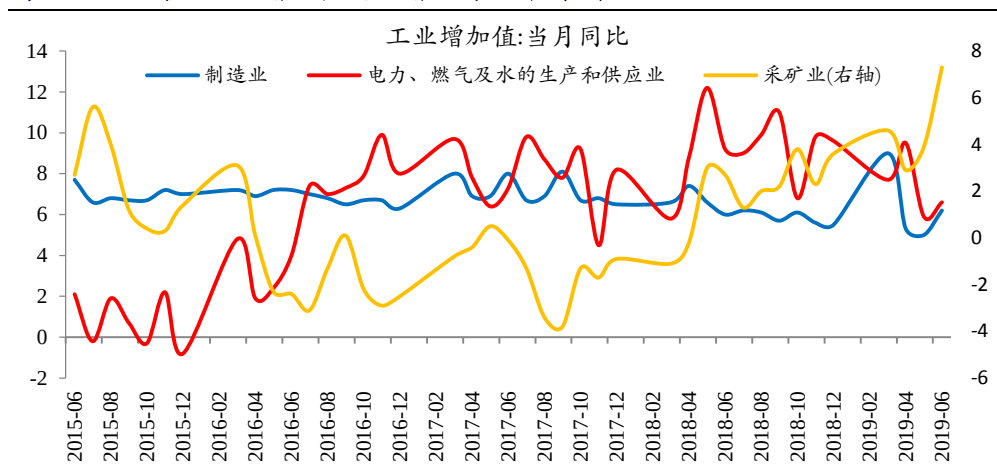
6月工业增加值同比增长8.5%，增速较1-2月大幅回升3.2个百分点，对工业增加值拉动率提升幅度大小关系是制造业>采矿业>电力燃气及水的生产和供应业工业。工业生产增速大幅回升的主要原因在于：

其一，低基数。2018年6月工业增加值季调环比0.4%，和2018年3月（季调环比0.37%）一样，都为2019年同期创造一个较低的基数，同时，2019年6月制造业、电力燃气及水的生产和供应业工业增加值面临偏低的基数。

其二，需求改善带动工业生产扩张。6月出口交货值增速从0.7%上升至1.9%，出口交货值与工业增加值中制造业占比均是最高，出口交货值增速回升叠加低基数拉动制造业增加值同比增速从5%回升至6.2%。另外，基建投资、制造业投资累计同比增速分别上升0.35、0.3个百分点，也对工业生产扩张有贡献。

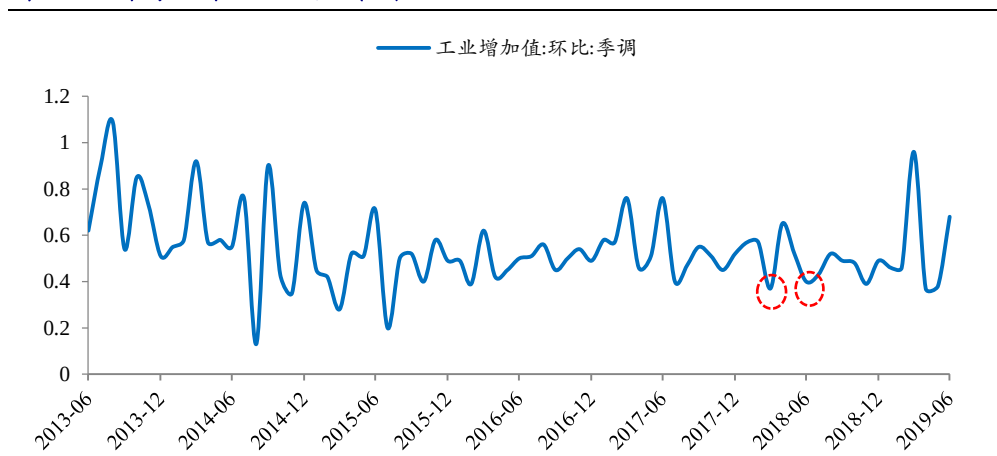
其三，前期铁矿石涨价带动采矿业生产增速创多年新高。6月采矿业工业增加值增速从3.9%显著回升至7.3%，拉长时间看，采矿业生产增速自2017年9月见底回升，价在量前，铁矿石价格先于采矿业生产增速触底。6月采矿业生产增速大幅回升可能与2月铁矿石价格大涨有关。

图2：三大行业工业增加值同比增速均回升（%）

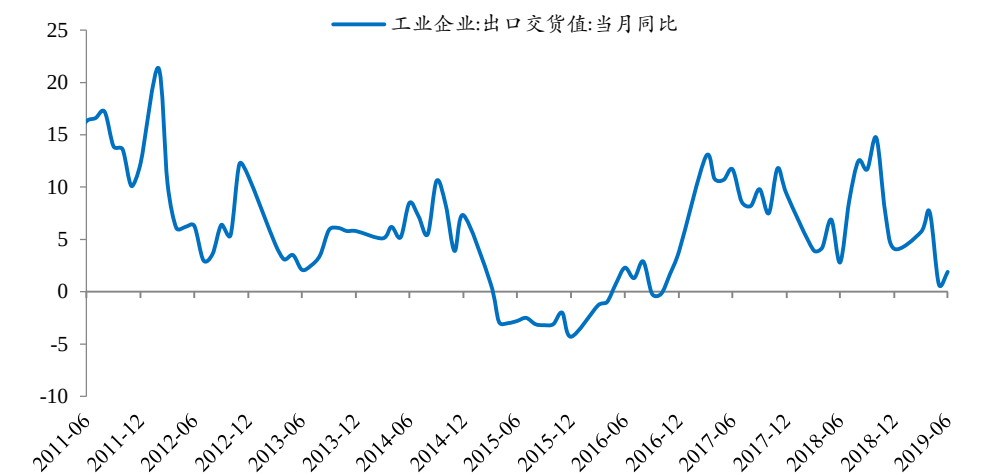


资料来源：Wind，新时代证券研究所

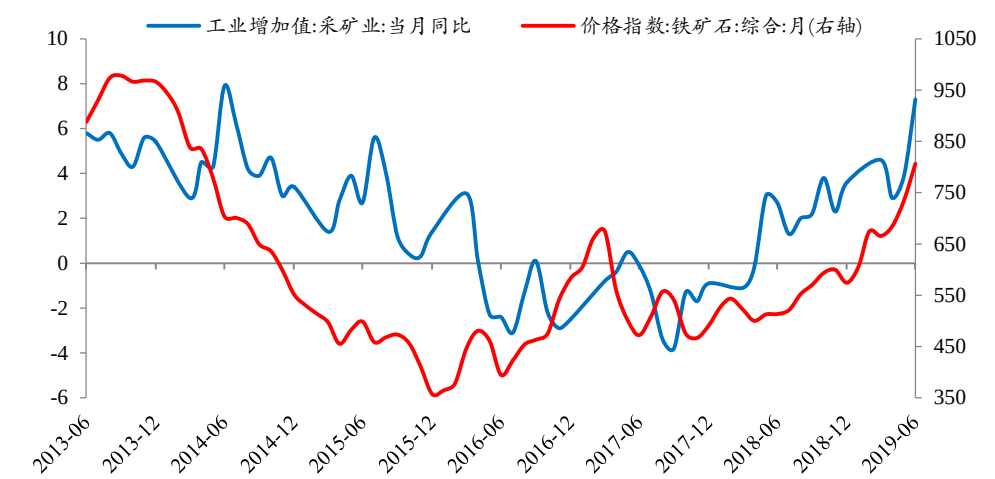
图3：3月与6月基数偏低（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 出口交货值同比增速回升 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 铁矿石价格领先采矿业生产增速 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 地方债放量，基建投资增速回升

地方债放量，基建投资增速回升。1-6月基建投资增速回升至2.95%，单月增速从1.7%上升至3.9%，基建投资增速回升可能与6月地方债放量有关，6月地方专项债投放3579亿元，同比多增2560亿元。

下半年基建投资增速有望加速回升，但幅度有限。其一，专项债可作为重大项目资本金后，可增加基建项目资金来源、提高地方政府与金融机构积极性、提升基建项目落地效率，可拉动基建投资增速回升2个百分点左右。其二，“专项债+市场化融资”政策的信号意义强于其本身的意义，后续不排除对非标融资进行放松。其三，在合规前提下隐性债务平滑不再被认定问责。其四，旧改的推进有利于释放部分基建投资需求，7月1日住房和城乡建设部表示“经过摸底排查，各地上报需要改造的城镇老旧小区有17万个，从调查和各地反馈看，加快改造城镇老旧小区，群众意愿强烈”。其五，以上因素或多或少对基建投资有提振作用，但一方面本轮

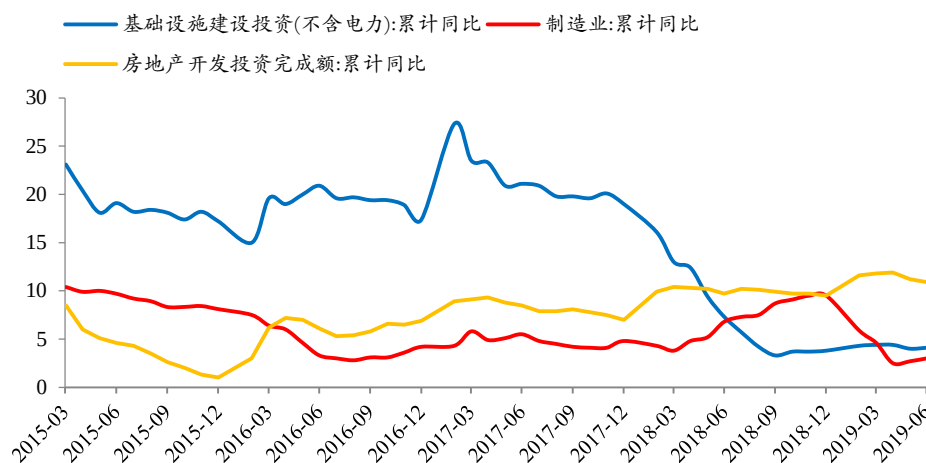
政策相对以往较为克制，实施积极财政政策的同时，严格控制地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的硬约束还在，防风险是底线，监管政策的基调还是从严；另一方面，旧改理论上可释放大量基建投资需求，但还存在融资模式、项目转化率低等问题待解，年内推进力度可能较为有限。综合来看，基建投资增速上行幅度有限。

供改行业投资增速继续回升。1-6月制造业投资增速继续小幅上升至3%，从已公布行业来看，投资增速回升较多的有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业等供改行业，这主要是因为前期去产能、环保压制了投资，随着去产能、环保力度减弱，企业投资动力又起。

下半年制造业投资展望：总量上，大趋势向下，波段有起伏；结构上，高技术制造业好于传统制造业投资，供改行业好于非供改行业。

房地产投资增速在5月已至拐点得到确认。6月房地产投资增速小幅回落，结构上，施工面积累计增速持平于8.8%，单月增速略有下降，建安投资增速变化可能不大。施工增速的支撑在于低竣工，但由于房企拿地动力不足，如果销售上不去，新开工增速可能会继续回落，后续施工增速可能跟随新开工回落。

图6：基建和制造业投资增速回升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、二季度居民实际消费增速继续回落，但6月汽车带动社零

增速回升

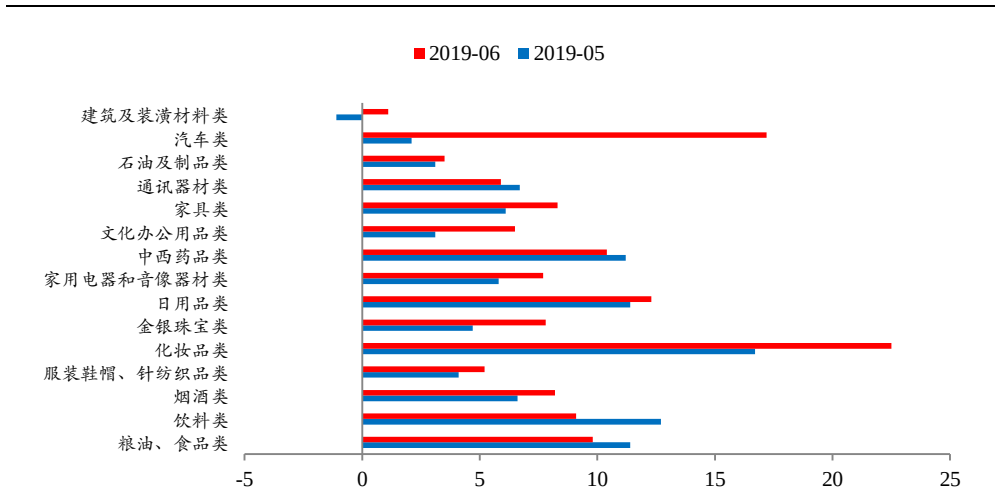
汽车带动社零增速回升。2019年6月社零实际增速从6.37%升至7.86%，名义增速从8.6%上升至9.8%，社零增速回升主要由汽车零售贡献，6月汽车零售额增速从2.1%大幅回升至17.2%，边际上大约拉升社零名义增速1.5个百分点。诚然，6月汽车零售好、去库存快，很大程度是因为国六标准在7月1日正式实施。6月汽车零售端的显著改善不具有可持续性，但下半年汽车消费增速有望逐渐回升：第一，下半年汽车消费面临低基数。第二，只要货币政策宽松的逻辑没被破坏，汽车消费存在支撑。第三，外需放缓已成趋势，中国加快扩大内需，刺激消费的政策可能会加速出台，例如放松汽车限购、增加车牌增量指标等刺激消费措施。

居民实际消费增速连续4个季度回落。居民实际收入增速自2018年以来比较

稳定,在2019年一季度还有所回升,但二季度居民实际消费增速从5.4%降至5.2%,连续4个季度回落,在就业压力增加、居民对未来经济预期不佳、贸易摩擦等多重因素影响下,居民消费可能更加谨慎。二季度居民实际消费增速回落,主要是4、5月消费低迷导致的,6月在汽车消费带动下整体消费增速出现较大幅度回升。

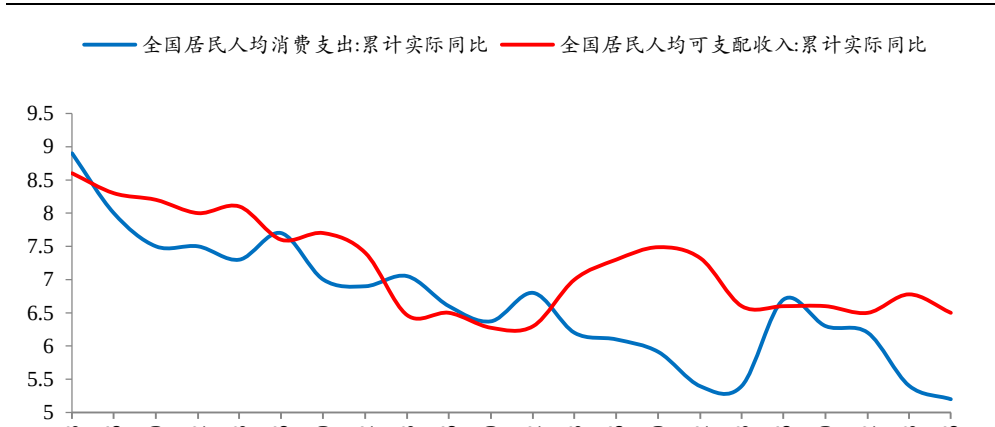
我们对2019年下半年消费的展望:(1)居民消费承压 (2)社会集团消费改善 (3)社零增速有望企稳。

图7: 汽车带动社零增速回升 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8: 居民实际消费增速连续4个季度回落 (%)



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_11391

