

# 消费亮眼，投资结构改善，债市短期扰动加大

——上半年经济数据点评

债券点评报告

2019年07月15日

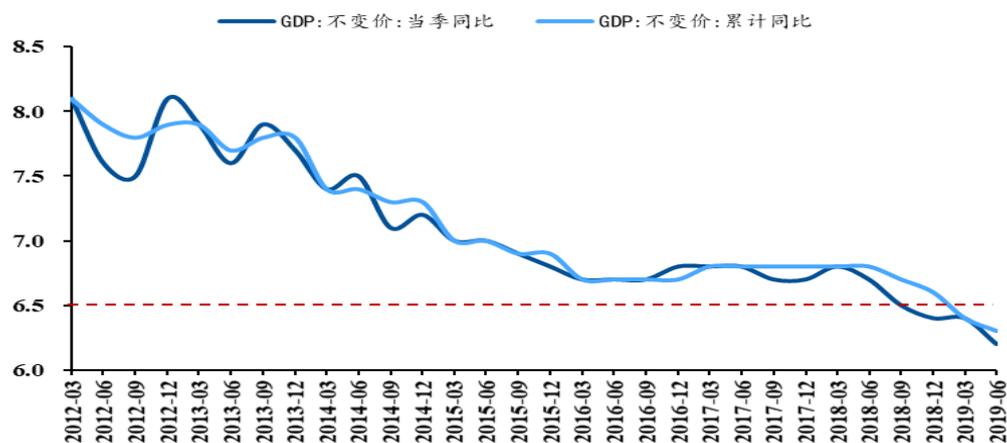
## 事件概述：

7月15日统计局公布二季度及上半年经济数据。上半年国内生产总值450,933亿元，实际GDP累计同比6.3%，二季度单季同比6.2%。上半年，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.0%，社会消费品零售总额6月同比增长9.8%，累计同比增长8.4%，固定资产投资（不含农户）同比增长5.8%，基建、房地产、制造业投资分别同比增长4.1%、10.9%、3.0%。

### ● 第二产业拖累经济增速小幅回落，增长不及预期

二季度实际GDP同比增速录得6.2%，预期6.3%，前值6.4%，当季增速略低于预期，增速较一季度回落0.2个百分点，较18年同期回落0.5个百分点。上半年实际GDP累计同比增长6.3%，增速较一季度回落0.1个百分点。分产业看，上半年第一、二、三产业实际增加值分别同比增长3.0%、5.8%、7.0%，第二产业增速回落成为拖累GDP增长的主要因素。

图1：实际GDP同比增速不及预期



资料来源：统计局，民生证券研究院

### ● 工业增加值6月显著回暖，累计同比持平一季度

6月，全国规模以上工业增加值同比增长6.3%，较一季度提高1.3个百分点；上半年，规模以上工业增加值同比增长6%，较一季度持平，较上年同期回落0.7个百分点。

6月，采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比分别增长7.3%、6.2%、6.6%，较5月分别提高3.4、1.2和0.7个百分点。上半年，采矿业增加值累计同比增长3%，较5月提高0.4个百分点，成为拉动工业增加值的核心因素；而制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业则继续保持放缓趋势，累计同比较5月均下降0.1个百分点。

图2：工业增加值6月显著回暖，半年累计增速持平一季度

## 民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：010-85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：樊信江

执业证号：S0100117110014

电话：010-85124733

邮箱：fanxinjiang@mszq.com

研究助理：颜子琦

执业证号：S0100117120035

电话：0755-58768652

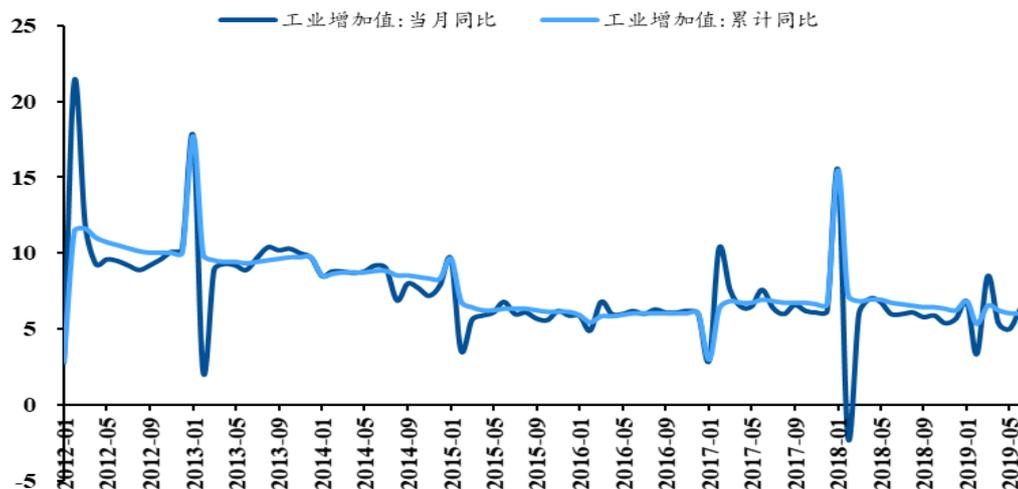
邮箱：yanziqi@mszq.com

研究助理：孙嘉伦

执业证号：S0100118100014

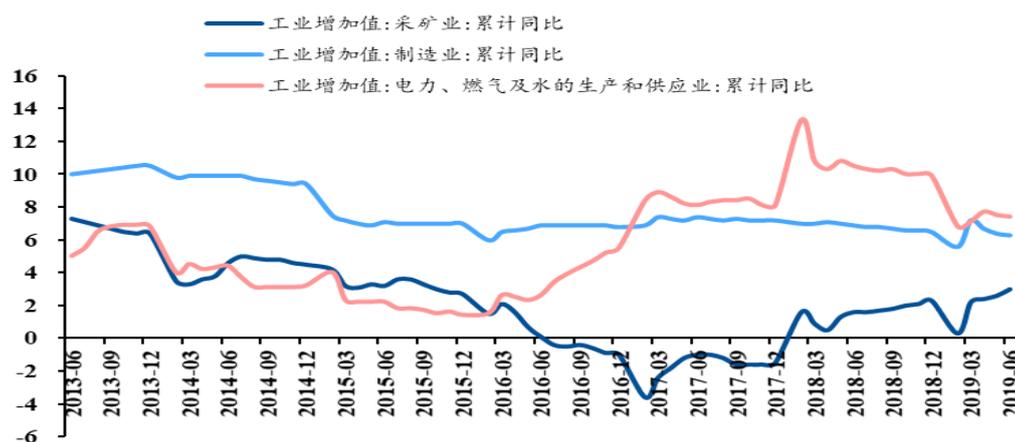
电话：0755-58768652

邮箱：sunjialun@mszq.com



资料来源：统计局，民生证券研究院

图 3：采矿业增长加快拉动工业增加值回暖



资料来源：统计局，民生证券研究院

● 前期政策效果落地，消费数据亮眼，社零增速大幅提升

上半年，居民人均可支配收入同比实际增长 6.5%，高于经济增长 0.2 个百分点。在居民可支配收入增速保持稳健及前期刺激政策效果不断落地的作用下，社零数据大幅高出市场预期，6 月单月同比增长 9.8%，预期 8.6%，较 5 月提高 1.2 个百分点；上半年社零累计同比增长 8.4%，预期 8.3%，前值 8.1%，增速较 5 月份提高 0.3 个百分点。汽车、化妆品消费增长较快，成为拉动整体消费增长的核心因素。其中汽车消费受国五标准退出、厂家降价清国五汽车库存的影响，6 月同比增长 17.2%，较 5 月份大幅提升 15.1 个百分点；化妆品消费 6 月同比增长 22.5%，较 5 月份提升 5.8 个百分点。

图 4：6 月社零单月增速大幅提升，半年累计同比回暖



资料来源：统计局，民生证券研究院

表 1：近期有关促进消费的政策

时间	政策	主要内容
2018-12-29	《中华人民共和国车辆购置税法》	车辆购置税新规7月起正式实施，按裸车成交价交税，买车成本降低。
2019-01-15	《关于深入开展消费扶贫、助力打赢脱贫攻坚战的指导意见》	推动各级机关和国有企事业单位等带头参与消费扶贫；推动东西部地区建立消费扶贫协作机制；动员民营企业等社会力量参与消费扶贫；打通供应链条；拓展销售途径；加快流通服务网点建设；提升农产品规模化供给水平；打造区域性特色农产品品牌；加大基础设施建设力度；提升服务能力等
2019-01-29	《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案》	促进汽车消费：老旧汽车报废、新能源汽车补贴、农村汽车更新换代、放宽皮卡进城、繁荣二手车市场、优化机动车限购管理；
2019-03-01	《推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	启动第一批15个左右国家物流枢纽布局建设，培育形成一批资源整合能力强、运营模式先进的枢纽运营企业。完善县乡村三级邮政农村物流配送体系建设。加快农村物流快递公共取送点建设，提升乡镇快递网点覆盖率。加大重大智能物流技术研发力度，加强物流核心装备设施研发攻关，推动关键技术装备产业化。鼓励物流和供应链企业在依法合规的前提下开发面向加工制造企业的物流大数据、云计算产品。加强农产品物流骨干网络和冷链物流体系建设。
2019-03-26	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	根据新能源汽车规模效益、成本下降等因素以及补贴政策退坡退出的规定，降低新能源乘用车、新能源客车、新能源货车补贴标准，促进产业优胜劣汰，防止市场大起大落。
2019-04-17	《推动扩大汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案 2019-2020年(征求意见稿)》	明确严禁各地出台新的汽车限购规定，已限购地方2019年和2020年车牌增量指标数量须在2018年基础上分别增加50%、100%，取消对无车家庭购车的限制率。
2019-06-01	《报废机动车回收管理办法》	有效促进报废机动车回收拆解行业发展，促进车主及时淘汰老旧汽车，并购买新车，这会对汽车消费产生重要的促进作用。
2019-06-06	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》	坚决破除乘用车消费障碍，加快更新城市公共领域用车，改善配套基础设施等，政策侧重支持新能源汽车，明显倾向新能源汽车的条款有：1)确定不得限购、限行新能源车；2)鼓励地方支持无车家庭购

	买首辆新能源车。新能源限购政策取消。城市公共领域用车电动化加速，出租车/网约车空间最大。财政继续支持基础设施，利好充电桩建设及运营。
--	--

资料来源：各部委网站，民生证券研究院整理

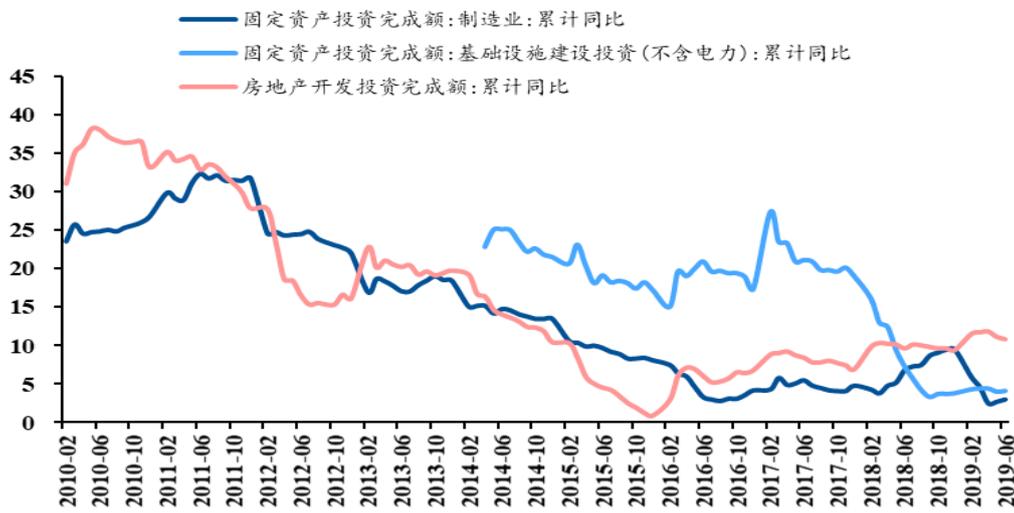
● **投资结构性改善，地产韧性犹存，关注“高周转”的持续性**

上半年，固定资产投资（不含农户）累计同比增长 5.8%，增速较 1-5 月份提升 0.2 个百分点。其中民间固定资产投资 180,289 亿元，同比增长 5.7%，增速较 1-5 月份提升 0.3 个百分点。

**房地产投资上半年同比增长 10.9%，连续两月小幅回落**，增速较 5 月份回落 0.3 个百分点。**土地购置下降速度放缓**，上半年土地购置面积、土地成交价款累计同比分别下降 27.5%、27.6%，较 1-5 月降幅分别减少 5.7、8.0 个百分点。**房地产销售持续低迷**，上半年房地产销售面积同比下降 1.8%，增速较 5 月份回落 0.2 个百分点；**房地产销售额累计同比增加 5.6%**，增速较 5 月份回落 0.5 个百分点。**房地产项目结转周期拉长**，新开工、施工分别增长 10.1%、8.8%，新开工面积增速较 5 月份回落 0.4 个百分点，施工面积增速较 5 月持平，竣工面积累计同比减少 12.7%，较 5 月份降幅增加 0.3 个百分点，“新开工-竣工”剪刀差再度拉大。短期内，房地产投资在“高周转”模式下仍具韧性，但考虑到地产融资政策边际收紧，销售端持续疲软，**预计房地产企业“高周转”拉动投资的可持续性较弱。**

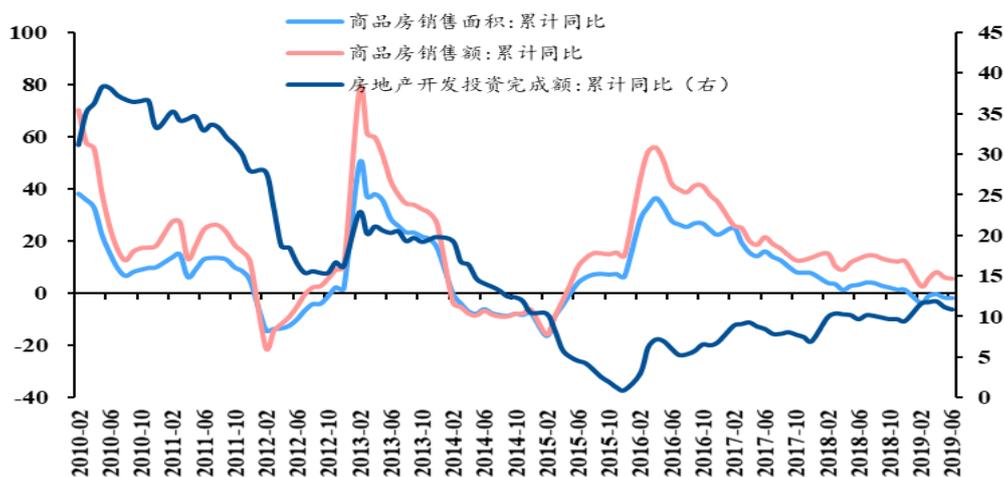
**制造业投资增速回暖**，上半年累计同比增长 3%，较 1-5 月份提高 0.3 个百分点；**基建投资基本企稳，但不及预期**，受益于专项债的前置放量及财政赤字前置，上半年累计同比增长 4.1%，增速较 5 月份提高 0.1 个百分点。6 月份专项债发行放量，考虑“融资-投资”时滞，建议关注三季度基建回升力度。

图 5：固定资产投资结构性改善，制造业回升明显，基建、地产韧性犹在



资料来源：统计局，民生证券研究院

图 6：地产销售持续放缓，关注“高周转”拉动投资模式的可持续性



资料来源：统计局，民生证券研究院

● **债市投资策略：消费表现亮眼，投资结构性改善，债市短期扰动加大**

上半年消费、地产数据均超出市场预期，在当前市场一致性预期较为强烈的情况下，或因预期差导致债市短期震荡。消费数据回升、投资结构性改善，表明当前内需仍有释放空间，前期培养壮大国内消费市场政策效果逐渐释放，后续消费政策刺激需求有所减弱；考虑到央行货币政策司司长孙国峰日前表示货币政策仍将坚持“以我为主”的原则，国内短期降息的可能性降低，美联储降息或通过政策利率跟进。地产投资持续性存疑下，未来需关注基建托底政策，专项债扩容及赤字率抬升或对债市带来进一步扰的扰动。

风险提示：流动性收紧

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\\_11406](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11406)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>