

金融市场部 研究创新团队

肖语嫣

0571-85171780

xiaoyuyan@hzbank.com.cn

李彦儒

0571-85171780

liyanru@hzbank.com.cn

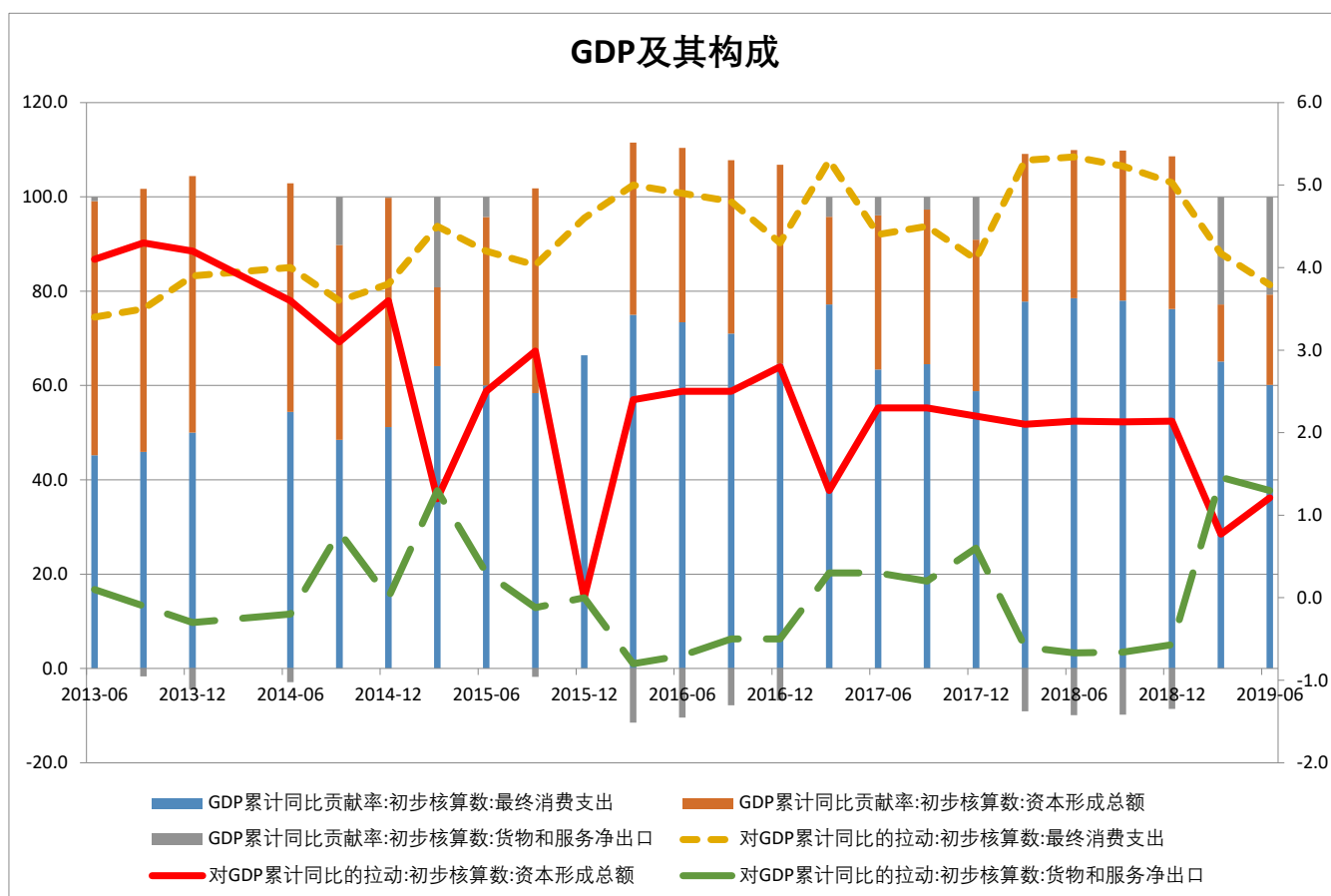
陆桔利

0571-85157120

lujuli@hzbank.com.cn

经济数据短期回暖，长期下行压力大 ——二季度经济数据点评

图 1: GDP 支出法及其构成



数据来源：WIND、杭银研究

摘要:

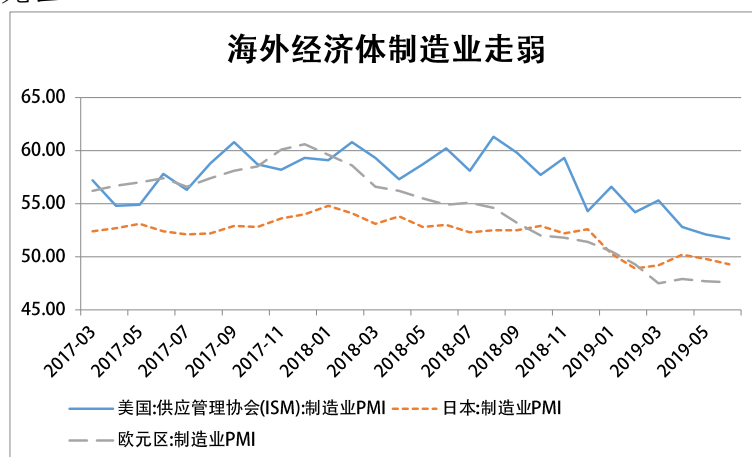
二季度经济数据显示,工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额等数据较上个月有所改善,但长期来看持续性较低,仍存在薄弱环节。上半年GDP同比增长6.3%,二季度单季度GDP同比增长放缓至6.2%,为历史单季度增速新低。从三大需求的贡献率看,消费贡献率为60.1%,是推动GDP的主要因素。投资的贡献率为19.2%,低于去年同期12.2个百分点。净出口贡献率为20.7%,连续两个月保持超高速增长,在贸易战的环境下,呈现出衰退式增长的趋势。

消费上看,社会消费品零售总额累计同比增速为8.4%,连续两个月回升。六月社消零售数据改善或与国六即将实施有关,汽车行业主动去库存带动消费者购买意愿上升,同时六月线上618促销活动也很大程度地推动了零售行业数据的反弹。社零总额同比增速主要与居民可支配收入及居民杠杆率有关,前期居民杠杆率逐年增加,人均可支配收入同比增速由14年高位8.6%回落至19年6月的6.5%,同时随着当前企业盈利能力受压,人均可支配收入难以企稳回升,预计下阶段社零增速或将持续低位运行。

投资上看,固定资产投资同比增速回升至5.8%。其中,制造业投资同比增速为3%,小幅回升0.3个百分点,处于历史较低位,增速较高的行业主要集中在化工、计算机和医药等行业。落实减税、降低企业融资成本的利好政策逐步出台有助于制造业投资企稳回升,但全球经济下行风险加大、外需低迷、贸易战摩擦反复的环境下以及PPI面临通缩压力、企业盈利能力受限,资本支出意愿较低,预计制造业投资回升幅度不大。基建投资同比增速为4.1%,小幅回升0.1个百分点,但较去年同期下降3.2个百分点。7月国家发改委召开发布会,表示上半年已审批企业债券3600亿,支持交通基建等项目。同时,政府专项债发行提速、相关法规出台,基建资金来源有望改善。下半年基建工作或将加强,财政依托专项债持续发力。房地产开发投资完成额同比增速

为 10.9%，连续两个月保持小幅下行趋势。房屋竣工面积、商品销售面积、房屋新开工面积等多项指标回落均显示房地产市场当前有所降温。同时，值得关注的是，房地产融资渠道之一的房地产信托监管升级，部分公司已收到监管“窗口指导”，将暂停业务。房地产开发资金来源受限，预计后续房地产投资或将回落，房地产将继续去库存化，同时需警惕由于资金来源收紧所带来的风险。

图 2：美国、日本、欧元区 PMI



数据来源：WIND、杭银研究

进出口方面，出口累计同比增长 0.1%，进口累计同比下降-4.3%，货物贸易顺差为 1811.60 亿美金，前值 1301.80 亿美金，呈现衰退式增长的态势。外部因素来看，贸易谈判仍在反复进行，美欧日等重要经济体的 PMI 下行，全球经济整体走弱，出口同比增速较去年同期大幅下降。进口增速连续 6 个月为负增长，或已触及底部。政策面上，国务院常务会会议提出确定进一步稳外贸措施，并强调进一步扩大对外开放。六月以来，中美贸易摩擦有所缓和，双方经贸团队或将重启经贸磋商，短期内对外贸易仍受加关税事件的影响。

供给端方面，六月工业生产数据回升主要受到两方面影响，一方面供给侧改革淡化带动中上游行业的生产明显恢复，产值和库存随之提高。另一方面，制造业税率下降带动中下游多数行业工业增加值反弹。

金融数据方面，6 月 M2 同比增长 8.5%，和前值持平，社融增量 2.26 万亿，前值 1.4 万亿，新增人民币贷款 1.66 万亿，前值 1.18 万亿。M2 和社融增量上涨主要归因于地方政府专项债大量发行带来的有力支持。受到破刚兑事件的影响，中小银行面临缩表的压力，新增人民币贷款较去年同期略有下降。随着国家对房地产政策的收紧，预计下半年社融增量难以上行。

以下为正文：

一、 二季度 GDP 放缓，地产周期下行风险仍需警惕

今年上半年国内生产总值 45 万亿，按可比价格计算，同比增长 6.3%。按单季度看，第二季度同比增长 6.2%，比第一季度放缓 0.2%，为历史单季度增速新低。

总体来看，六月份多数经济数据如工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额等较五月份出现回暖。从三大需求来看，消费依然为最主要的经济增长推动力。消费累计同比贡献率在 18 年 6 月达到最高值 78.5%以后保持下行趋势，到 19 年 6 月，同比贡献率下降至 60.1%，较前值回落高达 5%。投资同比贡献率较上个月回升 7.1 个百分点至 19.2%，但仍处于较低位。净出口同比贡献率为 20.7%，小幅回落 2.1%，连续两个月保持正贡献率。

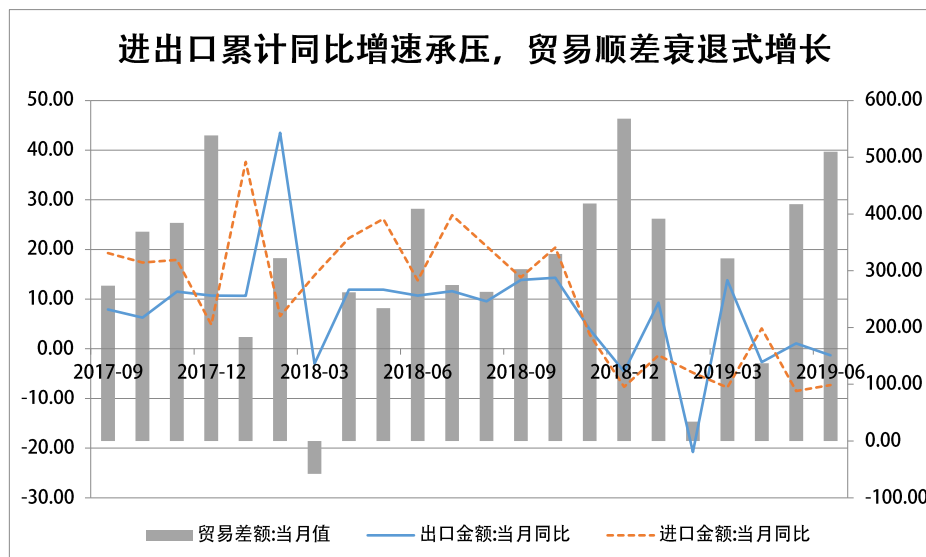
尽管从短期看，经济数据有所改善，但社零、固定投资等指标仍然面临下行压力。具体来说，六月社会消费品零售总额短期内小幅反弹，主要受到两方面因素的影响，第一当前汽车市场主动去库存，推高消费者购车意愿，第二 618 零售销售活动也提高了消费者的购买力度。从人均可支配角度来看，随着近几年居民杠杆率增加以及企业盈利能力承压，居民可支配收入降低，截止 19 年 6 月，人均可支配收

入同比增速仅为 6.5%。预计在可支配收入难以企稳回升的情况下，社零增速也将保持低位运行。固定资产投资方面，房地产市场融资环境收窄是拖累其同比增速的主因。近期住建部预警重点城市及部分城市出台土拍新政，以及多部委出台的有关房地产信托的政策明确限制了房地产企业的融资来源，房地产市场热度得到抑制，房屋开工面积、竣工面积等多项指标面临回落压力。预计未来房地产投资增速或有所回落，房地产将继续去库存化，同时需警惕由于房地产融资来源收紧所带来的风险。基建投资方面，中央政治局会议提出，“稳增长的路径之一是加大基建”。随着专项债发行提速、相关新规也已逐步落地，对后续提供了资金和用途的支持。我们认为下半年，基建投资将大概率持续改善、增速将回升。制造业上看，投资增速小幅回升但仍处于低位运转，增速较高的行业集中在化工、计算机和医药等行业，汽车制造业增速由负转正。政策面上，落实减税、降低企业融资成本等利好措施有助于制造企稳回升。但全球经济下行风险大、外需低迷、贸易战反复摩擦以及 PPI 面临通缩压力、企业盈利能力受限，资本支出意愿较低，预计短期内制造业投资回升幅度并不大。进出口数据方面，贸易摩擦对出口量所带来的不利影响已初见端倪。出口累计同比增长 0.1%，进口累计同比下降-4.3%，贸易顺差为 1811.60 亿美金。出口当月同比增速为-1.3%，由正转负，远低于去年同期的 10.7%。由于订单的长期性，美国关税上涨对中国出口贸易的滞后影响将会逐步显现，预计出口金额将会进一步下降。

供给方面，工业增加值同比增速反弹至 6.3%，主要是一方面，供给侧改革淡化带动中上游生产，此外，制造业税率下调，中下游行业多数反弹。从先行工业指标 PMI 细项看，新订单和生产指数下滑，库存数也处于较低位，PPI 继续下行，面临通缩压力，拖累企业盈利能力和工业生产。预计工业增加值难以企稳，下半年大概

率面临回落压力。

图 3: 进出口累计同比增速/贸易差额



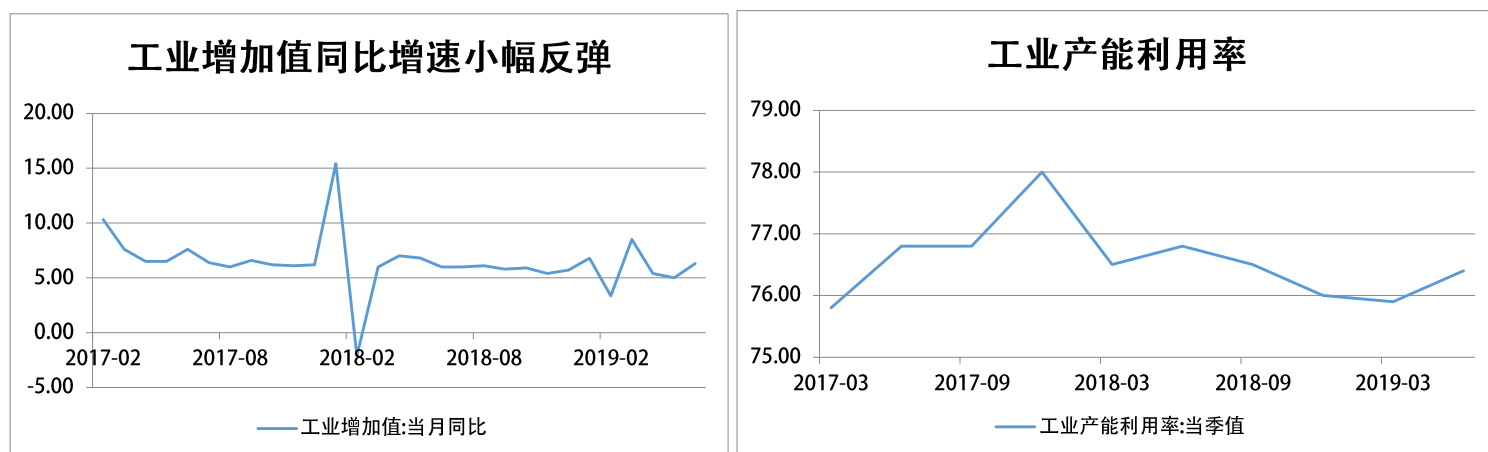
数据来源: WIND、杭银研究

此外，外部环境来看，全球经济下行压力增大，6 月制造业先行指标 PMI 其中的细项指标新出口订单为 46.3%，且近一年未突破荣枯线 50%。进口方面，内需走弱，当月同比增速为-7.3%，几乎为近三年的最低值。贸易顺差为 509.80 亿美金，呈现衰退式增长的态势，前值 417.3 亿美金，同比增速 24.63%。在内外需均走弱，叠加外部贸易战摩擦反复的环境下，预计短期内进出口数据难以回升，或将继续低位运行。

二、 工业增加值：供给侧改革淡化以及减税效应带动工业增加值增速回升

6月规模以上工业增加值同比增长显著回升至6.3%，较上个月加快1.3个百分点，较去年同期增长0.3个百分点。环比来看，工业增加值比上个月增长0.68个百分点。1-6月累计来看，工业增加值同比增速为6%。

图4：工业增加值同比增速表、工业产能利用率



数据来源：WIND、杭银研究

分三大门类看，采矿业同比增速大幅回升，推动工业增加值上升。制造业和电力、燃气及水的生产和供应业较上个月均也有小幅回升。采矿业当月同比增长7.3%，创新高，比上个月高3.4个百分点，较历史平均值高5.3个百分点。制造业当月同比增速为6.2%，高于前值1.2个百分点，主要是受到汽车行业短期内企稳回暖的影响，带动相关汽车制造业增速回升。电力、燃气及水的生产和供应业同比增速6.6%，较前值小幅回升0.7个百分点，但和去年同期的9.2%相比仍处于下行趋势。

分企业类型看，四大企业类型皆有不同程度的回升。国有及国有控股企业同比增长6.2%，高于前值，和去年同期基本持平。股份制企业同比增长7.6%，高于前值和去年同期。外商及港澳台投资企业同比增长由负转正，增速为1.8%，远低于去

年同期的 5.4%。私营企业同比增速为 8.3%，连续三个月正增长，高于去年同期 3.2 个百分点。私营和股份制企业增长势头较好的原因有第一去年基数相对较低，第二今年以来，在宽松的货币政策以及多个利好小微、民营企业的监管政策下，私营企业的融资环境有所改善，带动其工业发展。

分行业来看，上中下游大多数行业均有不同程度的反弹。上游行业来看，煤炭开采和洗选业同比增长 10.3%，较前值大幅增长 7.3 个百分点。石油和天然气开采业同比增长 3.5%，较前值增加 0.4 个百分点。中游行业如造纸及纸制品、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色/有色金属冶炼及压延加工业等大多行业均有小幅回升。下游行业来看，酒、饮料和精制茶制造业、烟草、纺织、服装、医药、汽车、燃气及水的生产及供应等多数行业的同比增速皆有回升。从其他工业相关指标看，工业产能过剩局面有所缓解，工业产能利用率 76.4%，较上个季度增加 0.5%，是近五个季度以来首次回升。发电量同比增速为 2.8%，小幅回升。PMI 生产指标 51.3%，处于扩张区域。工业增加值同比增速的反弹主要来自于两个方面，一方面年初以来供给侧改革淡化，中上游行业生产有明显恢复，各种工业品产值与库存都有明显上升。另一方面，受到制造业税率下调的利好影响，中下游生产回升，多数行业增速反弹。此外，高新技术行业如计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速为 10.4%，连续 25 个月保持两位数增长。

图 5：工业增加值（分行业）

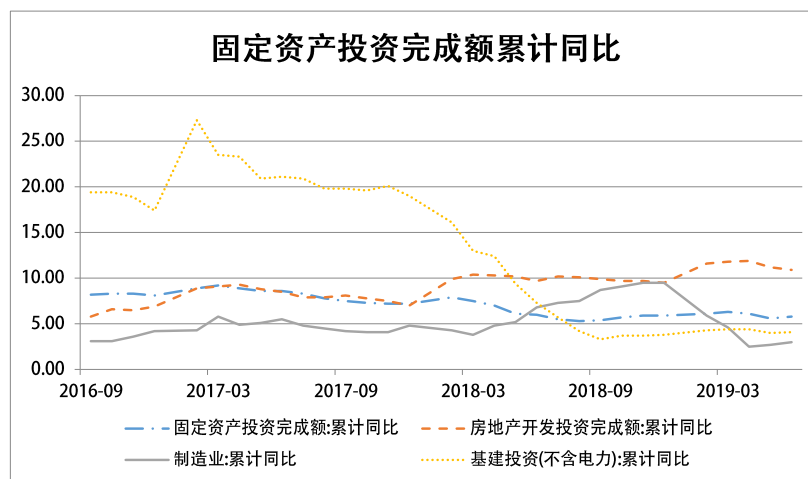
	指标名称	2019-06	2019-05	涨跌幅（%）
上游	煤炭开采和洗选业	10.3	3	7.30
	石油和天然气开采业	3.5	3.1	0.40
	黑色金属矿采选业	6.5	8.7	(2.20)
	有色金属矿采选业	1.9	1.9	0.00
	非金属矿采选业	-1.1	0.7	(1.80)
	开采专业及辅助性活动	20.7	33.7	(13.00)
	其他采矿业	-15.6	-8.7	(6.90)
中游	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-3.6	3.8	(7.40)
	造纸及纸制品业	4.8	4.5	0.30
	石油、煤炭及其他燃料加工业	4.1	0.1	4.00
	化学原料及化学制品制造业	5.4	3.5	1.90
	化学纤维制造业	8.8	11.9	(3.10)
	橡胶和塑料制品业	4.8	5.1	(0.30)
	非金属矿物制品业	9.5	9.9	(0.40)
	黑色金属冶炼及压延加工业	13.7	11.7	2.00
	有色金属冶炼及压延加工业	12.9	9.4	3.50
	金属制品业	5.7	6.5	(0.80)
	通用设备制造业	2.6	2.5	0.10
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	14.5	8.3	6.20
	电气机械及器材制造业	11.3	8.8	2.50
	仪器仪表制造业	8.5	8.4	0.10
	废弃资源综合利用业	11.5	1.2	10.30
	金属制品、机械和设备修理业	24	10	14.00
下游	农副食品加工业	2.5	4.4	(1.90)
	食品制造业	6.7	4.6	2.10
	酒、饮料和精制茶制造业	10.4	5.2	5.20
	烟草制品业	2.4	1.5	0.90
	纺织业	1.6	0.7	0.90
	纺织服装、服饰业	3.9	0.5	3.40
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	2.1	0	2.10
	家具制造业	0.6	1.3	(0.70)
	印刷和记录媒介的复制业	2.1	1.9	0.20
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-1.4	4.4	(5.80)
	医药制造业	5.9	5.6	0.30
	专用设备制造业	5.3	4.9	0.40
	汽车制造业	-2.5	-4.7	2.20
	计算机、通信和其他电子设备制造业	10.4	10.6	(0.20)
	其他制造业	2.3	1.5	0.80
	电力、热力的生产和供应业	5.6	5	0.60
	燃气生产和供应业	15.8	15	0.80
	水的生产和供应业	8.3	7.7	0.60

数据来源：WIND、杭银研究

三、 固定资产投资：基建托底仍是政策发力的重点，房地产融资环境收紧，制造业投资小幅回落

6月固定资产投资完成总额累计同比5.8%，较前值加快0.2%，但仍处于较低位置。总的来看，上半年固定资产投资增速在第一季度小幅回升后又再度回落。其中，房地产投资上半年保持较高位增长但近期融资环境收紧，制造业远低于去年水平，基建投资与前值基本持平。

图6：固定资产投资完成额、制造业投资、基建投资、房地产投资累计同比增速情况



数据来源：WIND、杭银研究

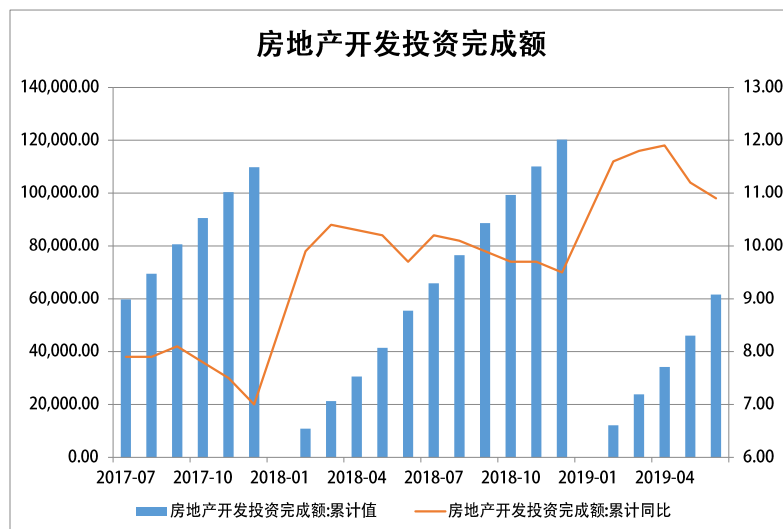
按产业来分，第一产业累计同比增速下降0.6%，降幅较前五个月累计收窄1.7个百分点。第二产业同比增长3.3%，增速较前值回落0.2个百分点。其中，采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同比增速较前值均有下滑，增速分别为22.3%和-0.5%。制造业累计同比增长为3%，前值2.7%。第三产业累计同比增长0.3个百分点至7.4%，其中基础设施投资同比增长4.1%，较前值增长0.1个百分点。房地产开发投资完成累计同比增速为10.9%，前值11.2%。

去年的中央政治局会议首次提出“六稳”方针，其中的“稳投资”是当前扩大内需的重要着力点。基建投资目前来看仍在低位运转，从17年11月开始，基建投

资（不含电力）同比增速从高位 20.1%下降至最低 3.3%。今年基建投资增速较 17、18 年稍有回升，6 月份基建投资累计同比增速为 4.1%，较前值小幅回升 0.1 个百分点。财政部表示，国家发改委今年以来已加速批复基建项目十余个，其中包括交通基建、人工智能、工业互联网等多个领域。数据显示，6 月份财政部加快发行地方政府专项债券，6 月当月发行 5817.80 亿元，1-6 月累计发行政府专项债券 15513.99 亿元，同比增速高达 322%。同时，为了集中资金支持重大基建项目，中共中央办公厅和国务院办公厅共同印发的《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》提出了符合条件的重大项目可将专项债券作为资本金，为下半年基建投资奠定基础，解决目前基建资金来源困难的问题。随着上半年发改委批复项目加快以及资金来源到位，下半年“抓基建”的力度或将大大加强，基建投资增速也会随之提高。

制造业投资累计同比 3%，前值 2.7%，较去年同期下降 3.8 个百分点。分行业来看，增速较高的行业主要集中在化工、医药和计算机等行业。化学原料及化学制品同比增长 9.3%。废弃资源综合利用业同比增长 19.5%，连续 27 个月保持两位数高增长。医药制造业同比增长 8.4%，连续 9 个月保持正增长。专用设备制造业同比增长 7.2%，汽车制造业同比增速为 0.2%，结束三个月负增长。总体来看，当前减税降费、降低企业融资成本有助于制造业投资增速逐步企稳回升，五月工业企业利润同比下降-2.3%，较上个月收窄 1.1 个百分点，减税效应初见成效。但全球经济下行风险大、外需低迷、内需不振、PPI 面临通缩压力叠加贸易战摩擦尚未根本解决，企业盈利能力再度承压。此外，六月企业新增人民币中长期贷款当月值 3753 亿，同比增速 -6.2%，表明企业对长期投资意愿较低，预计下阶段制造业投资回升空间有限。

图 7：房地产开发投资完成额累计同比

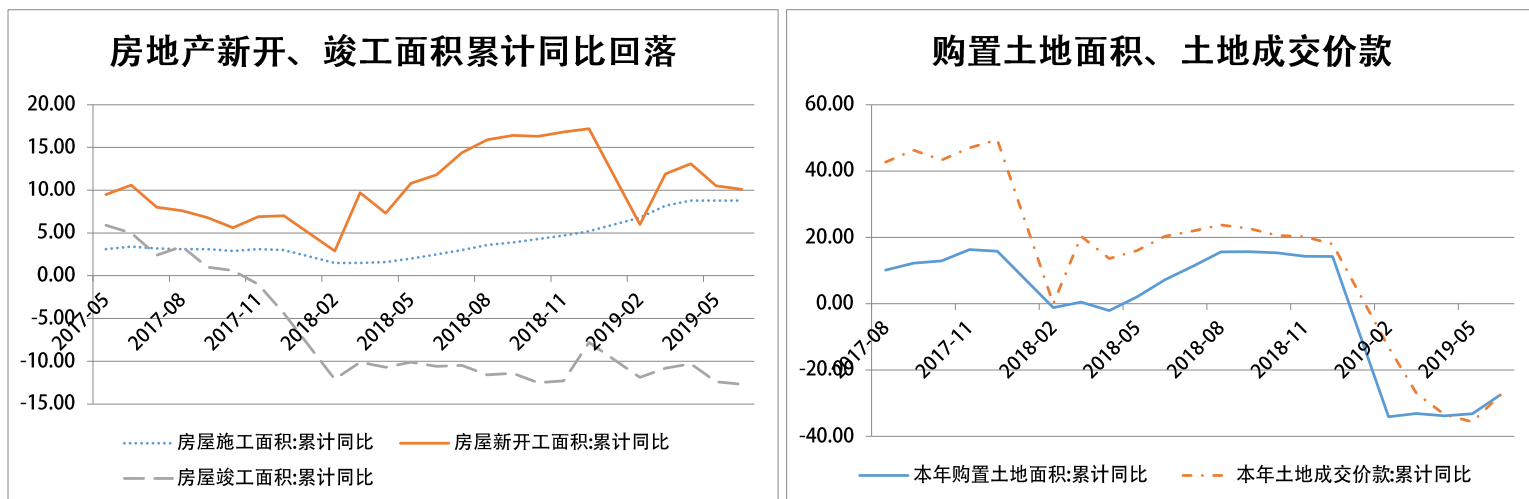


数据来源：WIND、杭银研究

房地产开发投资完成额累计值为 61609.30 亿元，同比增速为 10.9%，为今年年内新低，较前值 11.2% 下降 0.3 个百分点。总体来看，近期房地产市场交易降温、融资环境收紧，商品房价格有所下降。。资金来源上看，在银保监会等多部门要求下，信托、银行等主要房地产融资渠道均收窄，房地产资金来源累计同比增速为 7.2%，连续三个月保持下行趋势。近期在严监管形势下，一系列房地产信托政策出台。银保监 23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》加强对房地产项目融资来源的审查等。随着房地产市场资金收紧，房屋新开工面积累计同比小幅下降至 10.10%，竣工面积累计同比下降 12.7%，已连续 18 个月保持负增长且降幅逐渐扩大。购置土地面积和土地成交价款累计同比增速处于负增长，但降幅皆有所收窄，同比增速分别下降 27.5% 和 27.6%。四月份住建部预警重点城市及部分城市出台土拍新政，土地市场热度再次得到抑制。房地产企业在面临资金面的多重管制和收紧的情况下，后续房企抢地现象或减少，预计购置土地面积或将持续维持负增长。从公布的 70 个大中城市新建商品住宅价格数据看，房地产市场销售也有所降温，大

中小城市同比增速较今年年初均有不同幅度地下行。一线城市同比 4.4%，下降 0.3%。
二线城市同比 11.4%，下降 0.7%。三线城市同比 10.9%，下降 0.4%。

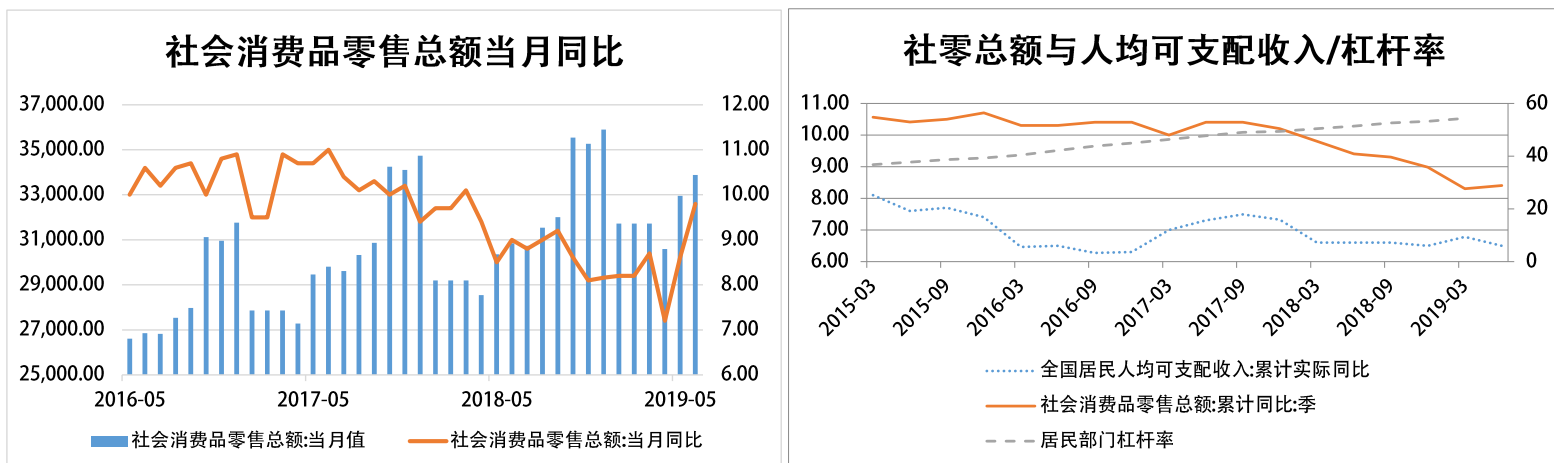
图 8：房地产相关数据



数据来源：WIND、杭银研究

四、 社会消费品零售总额：同比增速小幅回升，汽车销售大幅提升为有力因素

图 9：社会消费品零售总额和人均可支配收入



数据来源：WIND、杭银研究

19 年上半年，社会消费品零售总额 195210 亿，累计同比增长 8.4%，为今年年内最高值，但从历史数据来看属于较低位置，远低于历史均值。

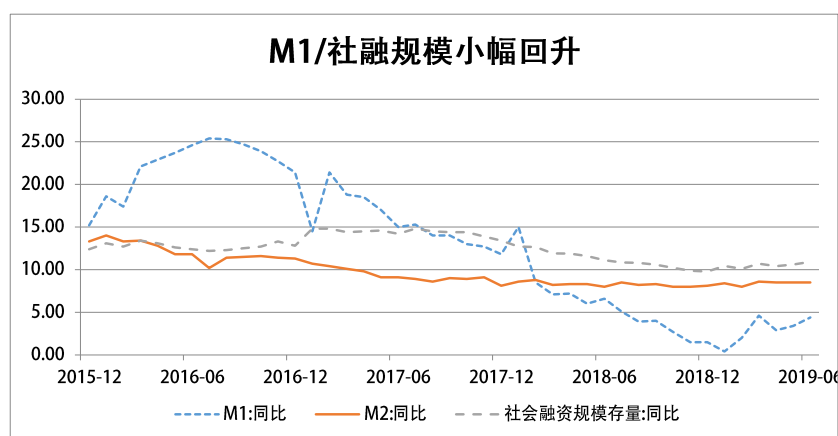
其中，从行业分类来看，化妆品、日用品、汽车、家具、家电及建筑装潢等多个行业的当月同比增速均有回升，其中较此前增速明显提高的行业为汽车类，当月同比增速高达 17.2%，大幅回升 15.1%，结束从 18 年 5 月开始连续 11 个月的负增长状态。事实上，从上半年数据看，汽车行业消费仍然低迷，并无明显回暖趋势，而六月之所以逆势而上有两方面原因。一方面，国六即将实施有关，厂家为去库存进行降价销售，吸引了一批消费者，从而带动六月汽车销售增速突飞猛进。另一方面归因于汽车消费低基数效应，去年七月汽车进口关税降低导致去年 6 月汽车消费低迷，进而导致今年 6 月汽车消费数据大幅反弹。同时，政策面上看，为刺激汽车行业的消费力度，六月国家发改委研究制定了《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）》，严禁各地出台新的汽车限购措施，对已实施的地区转向为引导使用，预计短期内汽车行业对消费投资的贡献将明显提高。此外，

六月包括网上销售 618 等促销活动，大力推动消费者购物，数据显示，服装鞋帽针纺织品、化妆品、珠宝类、日用品、家用电器、文化用品等多个行业的当月同比增速较前值有所增加。从人均可支配收入角度来看，全国居民人均可支配收入 1.5 万元，同比增速 8.8%，扣除价格因素，实际增长 6.5%，超过上半年 6.3% 的 GDP 增速。但长期来看，未来居民消费仍大概率继续受到人均可支配收入的影响，三季度社会消费品零售总额同比增速或将面临回落压力。

五、 专项债增发提升金融市场流动性，破刚兑事件导致信用紧缩

6 月 M2 同比增长 8.5%，环比 1.6%，M1 同比增长 4.4%，环比 4.28%，较前值稳中有升，说明企业流动性及消费市场的活跃度有所改善。其中，M1 数据近几个月的回暖趋势，说明企业部门已从 18 年的去杠杆过程中得到缓解，融资能力得到提升。6 月社会融资总量 2.26 万亿，高于市场预期，专项债的大量发行起到了决定性的作用。2019 年 6 月地方政府发行专项债 3579 亿元，结束 4、5 月份的低迷状态，专项债发行规模在新增债券发行规模中的占比整体来看也在逐年走高。

图 10：M1/M2/社融规模同比增速



数据来源：WIND、杭银研究

6 月新增人民币贷款 1.66 万亿元，同比略有下降，其主要原因在于银行破刚兑事件导致的中小银行信用紧缩，市场对同业存单的风险偏好大幅下降。其中，银行对非银机构贷款与票据融资减少最为明显，分别同比少增 1809 亿与 1985 亿。后续房地产的融资政策紧缩，社融和新增人民币贷款数据难以走高。

免责声明：

本报告中的信息均来自于公开资料及合法获得的相关内、外部资料，我们对来源的相关信息的确性和完整性不作任何保证，我们的观点和建议仅供投资机构或者个人参考。任何时候任何情况下，本报告观点并不构成对任何机构或者个人的投资建议，对因本报告任何内容引起的任何损失，我们不承担任何责任。