



联讯证券专题研究

没那么差的工业生产

2019 年 08 月 14 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

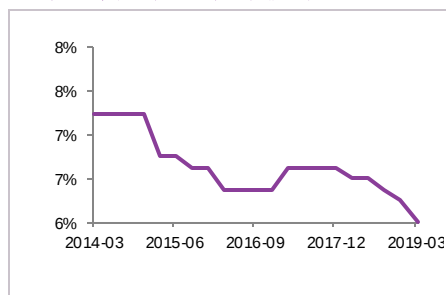
分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《从流动性分层到信用分层》2019-07-26

《政策转向的开始》2019-07-30

《如何看待美联储降息》2019-08-01

《汽车销量见底了吗？》2019-08-08

《再现信用收缩》2019-08-12

没那么差的工业生产

1、继 6 月生产和需求两端数据短暂改善后，7 月再度同步转弱，经济仍然处于主动去库存阶段。

2、工业增加值同比增速从 6.3% 下滑至 4.8%，主要由制造业拖累。6 月生产冲高，透支了 7 月的生产，制造业多数子行业 7 月同比增速回落。但从环比看，可能是季末冲量，这造成工业增加值数据的波动，大于工业企业实际生产的变化幅度，7 月生产可能并没有数据那样差。

3、固定资产投资增速从 5.8% 下滑至 5.7%。全口径基建投资累计增速 2.9%，相比于前值小幅下降 0.1 个百分点，各类基建补短板政策效果并不明显。制造业投资累计增速从 3.0% 提高至 3.3%，但与之同步性较高的民间投资增速从 5.7% 回落至 5.4%，制造业投资回暖的可持续性需要观察。

4、房地产数据维持了强韧性。在投资增速继续回落的同时，销售金额和销售面积的增速都出现回升，可能与开发商加大促销有关。“房住不炒”基调下，开发商减少了拿地、加快了竣工。

5、7 月社消增速 7.6%，前值 9.8%。汽车类是主要拖累，国六标准执行导致的促销影响消退后，汽车类增速从 17.2% 下降到 -2.6%。

6、整体来看，经济仍然处于主动去库存阶段。政策赋予稳增长更高的权重，但现有政策组合不足以对冲，仍需要逆周期政策发力来托底经济。

风险提示：外部环境恶化



图表目录

图表 1:7 月首套房和二手房房贷利率都出现回升	4
--------------------------------	---



7 月主要经济数据都已经公布。继 6 月短暂改善后，7 月供需两端的指标再度转弱，经济仍处于主动去库存阶段。

下面从生产和需求两个角度，对 7 月经济数据做进一步分析。

先来看反映生产的工业增加值，它是今天公布的指标中最让人困惑的。7 月同比增速 4.8%，前值为 6.3%，和一季度一样，季末跳涨而次月大幅下滑。三大门类中，制造业是最主要拖累，它的工业增加值增速从 6.2%下滑到 4.5%。

让人困惑的地方在于，7 月季调后的工业增加值环比只有 0.19%，是 2011 年 2 月公布数据以来的次低，这也是 7 月工业增加值同比偏低的主要原因。但 7 月官方制造业 PMI 是回升的，其中的生产指数从 51.3 上升至 52.1，贡献了 7 月官方制造业 PMI 回升幅度的 2/3。7 月 6 大发电集团日均耗煤 66.7 万吨，也高于 6 月的 62.6 万吨。从 PMI 生产指数和发电耗煤数据来看，7 月工业生产应该不会太差，但实际表现却非常羸弱。

可能的原因是，反映生产的工业增加值季末冲量，以匹配支出法核算的季度经济总量数据。这造成工业增加值数据的波动，大于工业企业实际生产的变化幅度。如果将 6 月和 7 月作为一个整体来考虑，平均的环比 0.43%，略高于 5 月的 0.40%。这意味着，7 月的工业生产情况，可能并没有数据反映的这样低迷，8 月工业增加值增速大概率将反弹。

再来看需求端。1-7 月固定资产投资增速 5.7%，略低于前值 5.8%。三大分项中，基建和房地产投资的增速都小幅回落，制造业投资增速小幅回升，固定资产投资的结构在优化。

全口径基建投资增速在 6 月短暂回升后，7 月再度下滑 0.1 个百分点至 2.9%。如果看 7 月的单月增速，下滑幅度更为明显，从 3.9%降低到 2.7%。基建投资增速放缓，主要是交通运输、仓储和邮政业在拖累，它的累计增速从 5.1%下滑到 4.6%。

基建投资增速继续低迷，反映了前期各类基建补短板政策的实际效果并不显著。7 月政治局会议提出实施城市停车场、城乡冷链物流设施建设，加快推进信息网络等新型基础设施建设。由于这些项目相比传统的基建项目创造现金流的能力更强，预计会有一些专项债向相关领域倾斜来筹集资本金，并撬动债务性资金，在边际上为基建投资贡献增量。不过由于地方债务监管没有放松，对基建投资反弹的空间应该持谨慎乐观态度。

1-7 月制造业投资累计增速 3.3%，连续第 3 个月出现改善。但和制造业投资增速同步性很高的民间固定资产投资增速，从 5.7%下滑至 5.4%，制造业投资增速短期继续回升可能有一定压力。

分项来看，计算机、通信和其他电子设备制造业、化学原料和化学制品制造业两者维持了较高增速。汽车制造业投资增速 1.8%，前值 0.2%，有一定的基数原因，也和乘用车国六标准实施后，汽车生产商设备升级有关。

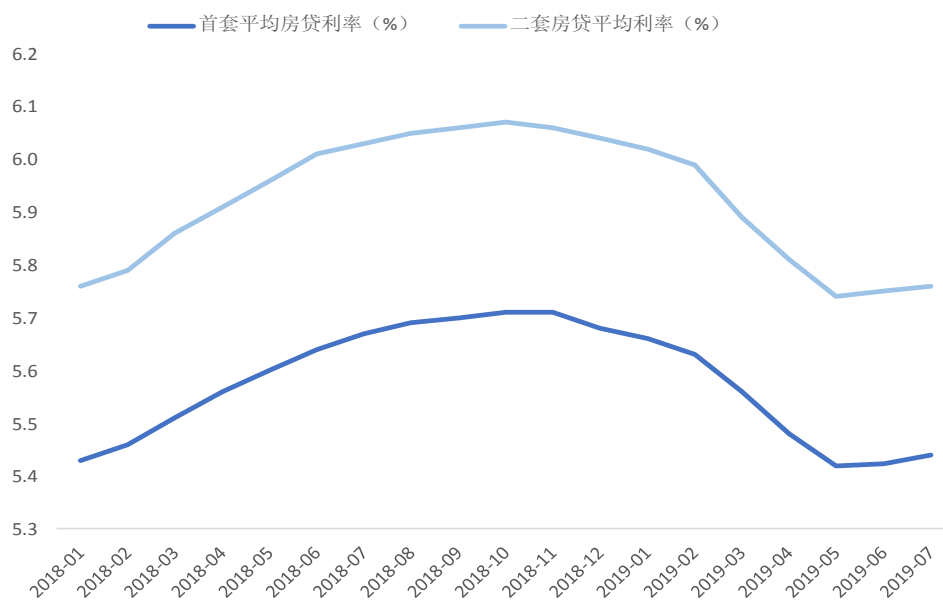
在设备更新周期结束、终端需求预期不强的情况下，政策是影响未来制造业投资增速的关键变量。7 月政治局会议提出“要采取具体措施支持民营企业发展”，对制造业投资的提振作用如何，要看减税降费的实际效果，以及后续所出台政策的持续性和实际影响，能否让民营企业家的信心和预期有较大改观。

地产方面，数据出现分化，销售强、投资弱。1-7 月商品房销售额同比增速 6.2%，前值 5.6%；商品房销售面积同比增速-1.3%，前值-1.8%，两个销售指标的增速都在回升。



7 月销售好转的原因,主要有两个。一是站在开发商角度,6 月融资政策再度收紧后,开发商加快销售以回款,资金来源中定金及预收款增速从 9.0%回升到 9.6%。二是站在购房者的角度,7 月仍然有放松地产调控的预期,而且首套房和二手房房贷利率在 7 月都出现回升,出于对利率上浮的担忧,可能有一些恐慌性的购房需求。

图表 1:7 月首套房和二手房房贷利率都出现回升



资料来源:融 360, Wind

与销售好转相对的,则是地产投资增速继续下滑,从 10.9%放缓至 10.6%。在新开工增速下降的同时,施工面积增速上升、竣工面积增速跌幅收窄,意味着在“房住不炒”的调控基调下,开发商正在加快已开工项目的施工和竣工。

7 月 30 日召开的政治局会议,明确了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”,这有助于居民对房价形成良性预期,减少投机性和恐慌性的购房需求,加之 8 月收紧了房贷政策,预计 8 月地产销售增速将回落。地产投资增速也是如此,因开发商加快了竣工,四季度可能会加速向下。

最后来看消费,回落幅度超预期。7 月社会消费品零售总额增速从 9.8%下滑到 7.6%,实际增速下滑幅度同样如此,从 7.9%到 5.7%。汽车是最大的拖累项,提前执行国六标准产生的促销透支需求后,限额以上汽车类零售额增速,从 17.2%大跌至-2.6%。按 2018 年限额以上汽车零售额占社会消费品零售总额的 11.3%计算,汽车类商品零售增速回落对 7 月社消增速的拖累是 2.2 个百分点。也就是说,如果剔除掉汽车项的拖累后,社消其它项的增速基本持平。

尽管如此,消费增速可能尚未见底。一方面,汽车销售的波动正在减弱,由于低基数,预计下半年的增速将高于上半年,但反弹空间有限。我们在前期报告中测算过下半年汽车零售增速约为-7.2%,仅略高于上半年的-9.4%。另一方面,在当前的经济形势下,稳就业是宏观政策的重点,7 月调查失业率从 5.1%上升到 5.3%,就业市场景气度下降,也会通过收入渠道来影响消费。汽车零售增速缓慢回升,不足以对冲其它消费的放缓。

整体来看,经济仍然处于主动去库存阶段。政策目标已经赋予稳增长更高的权重,但目前所出台的政策组合并不足以对冲,需要加强逆周期调节来托底经济。



分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席经济学家，证书编号：S0300517030002。

张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017年3月加入联讯证券，现任高级宏观研究员，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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_10724

