

发布时间：2019-07-18

证券研究报告

东北固收 6 月经济数据点评：单月回暖难言拐点，债市 Q3 冲击年内收益率低点

报告摘要：

事件：2019 年 7 月 15 日，国家统计局公布 2019 年 6 月经济数据。

点评：

固投小幅回升，制造小幅回暖，地产继续回落，基建小幅反弹。2019 年 1~6 月固定资产投资累计同比增长 5.80%，环比 1-5 月回升 0.2 个百分点。具体来说：6 月房地产、制造业以及基建（不含电力热力水）累计增速分别为 10.90%、3.00%、4.1%，全口径基建累计同比增速为 2.95%。与上月相比，制造业、基建回升，地产下行。

6 月消费继续上行，汽车增长首次转正。6 月社零同比增长 9.8%，增速比上月回升 1.2 个百分点。6 月消费增速继续上行，汽车消费增长转正为主要驱动，前期降费减税等促进居民消费政策助力。

6 月生产有所反弹，幅度整体好于预期。6 月工业增加值增速收于 6.3%，较 5 月回升 1.3 个百分点，呈现上行趋势，我们认为原因在于：第一，细分行业中，上游加工冶炼类行业增加值回升较大。第二，基建类工业电力、热力、燃气、水本月增速大幅回升起到拉动作用。

债市策略：整体 6 月经济数据表现来看，固定资产投资、制造业、基建出现小幅回暖，地产仍旧显现颓势。6 月的经济数据虽然单月有所反弹，但如果详细分析，经济的先导指标，房地产销售、土地购置面积、PMI 等都在下行，外围经济环境不佳，金融数据虽然总量回升，但结构较差，中长期贷款仍然较弱，近期监管层针对房地产行业再度施加压力，房地产行业资金面临压力。（1）受土地购置费和其他费用增速下行影响，房地产投资增速预计仍会缓慢下行；基建投资预计受政策影响有所回升，但天花板不高；企业利润增速持续下行，制造业投资仍然难有回升迹象。（2）消费在下半年有企稳回升的预期，但受限居民收入增速乏力。（3）生产压力仍高。生产不确定性仍是贸易摩擦对于出口行业的冲击，出口转型与出口地分散化，需要一定时间。

整体来看，我们认为 Q3 经济仍可能探底，但对应的对冲政策也在筹备中，货币政策整体维持宽松但不会大水漫灌，“定向降息+利率并轨”降低实体经济成本可以期待，财政政策和减税降费影响持续，7 月的政治局会议可能定调仍会比较中性，但底线思维仍在，如果 GDP 仍有较大下行压力，则对冲政策的出台可能性极大。整体来看，我们看好三季度债券市场，有望再创年内第二个收益率低点，10 年国债收益率有望到达 1 月低点 3.07%，10 年国开收益率有望跌破 19 年 1 月低点。整体来看，Q3 仍是债市相对安全的阶段。

历史收益率曲线



收益率 (%)	1Y	10Y
国债	2.6244	3.1782

相关报告

《东北证券 5 月经济数据点评：经济弱势利好债市，未来风险在逆周期政策力度》

2019-06-16

《东北证券 4 月经济数据点评：地产高位基建走平，二季度不必过于悲观》

2019-05-16

《东北证券 3 月经济数据点评：数据上行经济回稳，地产强韧拉动下游》

2019-04-18

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenhan@nesc.cn

研究助理：邹坤

执业证书编号：S0550118010025

010-58034586 zoukun@nesc.cn

事件:

2019年7月10日,国家统计局公布2019年6月经济数据:2019年6月固定资产投资累计同比5.80%、前值5.60%;社会消费品零售总额6月单月同比9.8%,较5月增加1.2个百分点;工业增加值6月单月同比6.3%,较5月提高1.3个百分点;整体上6月经济数据均较5月有所回升。

对此,我们点评如下:

1、固投小幅回升,制造小幅回暖,地产继续回落,基建小幅反弹

2019年1~6月固定资产投资累计同比增长5.80%,环比1-5月回升0.2个百分点。具体来说:6月房地产、制造业以及基建(不含电力热力水)累计增速分别为10.90%、3.00%、4.1%,全口径基建累计同比增速为2.95%。与上月相比,制造业、基建回升,地产下行。

图 1: 固定资产投资增速



数据来源: 东北证券, Wind

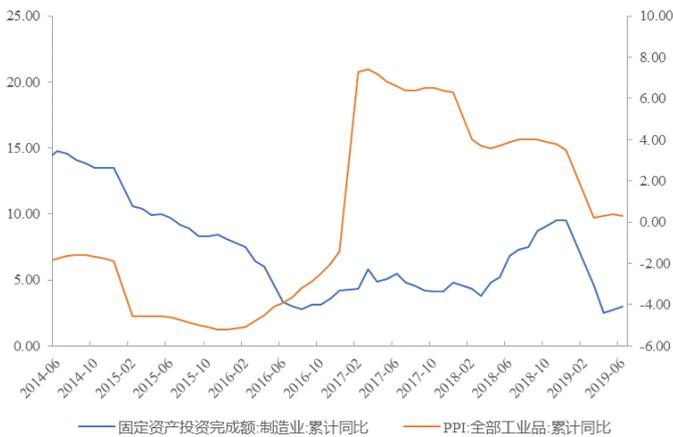
1~6月制造业投资累计同比收于3.00%,持续回升,较5月2.70%有所企稳。尽管有所回升,制造业投资依然在底部。小幅回升的原因预计与社融回暖、工业增加值增速回升等有关。

受中美贸易战影响,三季度出口仍有一定下行压力,这将导致制造业企业利润增速仍处在寻底过程,预计未来制造业仍然会受到许多负面因素(如中美贸易战、基数效应以及价格因素等方面)影响。

与制造业投资密切相关的民间投资,此次随固定资产投资同步小幅回暖,但工业企业利润同比增速仍处于下行趋势,预计经济将仍然受出口—制造的拖累。与此同时,受外需持续疲敝、中美贸易战、基数效应以及价格因素等方面的影响,预计制造业投资回升压力依旧较大。

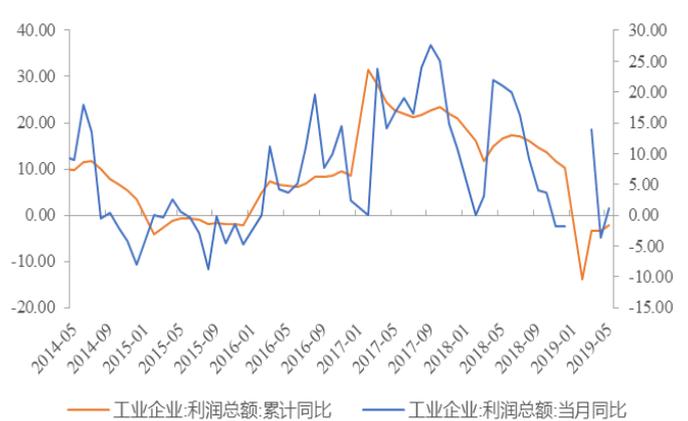
值得指出的是，近期对房地产政策调控力度较大，这可能对房地产链条上的制造业有一定打击。7月12日，发改委下发《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（778号文），要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。7月初，本月初，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，银保监会开展了约谈警示。要求这些信托公司严格落实“房住不炒”的总要求，严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求。

图 2: 工业价格回升领先于制造业投资增速



数据来源：东北证券，Wind

图 3: 工业企业利润增速仍处于下行趋势



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 制造业投资累计同比和工业企业利润累计同比（领先 1 年）



数据来源：东北证券，Wind

房地产投资各项指标小幅回落，但对比来看依然起到了经济增长“压舱石”的作用。1-6月房地产累项指标计同比为10.90%，较1-5月微降0.3个百分点。同时，新开工面积、销售面积以及施工面积也出现不同程度的小幅回落。地产投资与销售增速出现回落，与坚持“房住不炒”、银保监23号文收紧融资等有关。展望后期：我们认为地产投资增速仍然将下行，未来政策在限购、限贷等方面仍然有所保留，

外部不确定性因素将深度影响地产领域对投资的贡献。

图 5: 房地产投资滞后销售半年



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 商品房销售面积增速下行



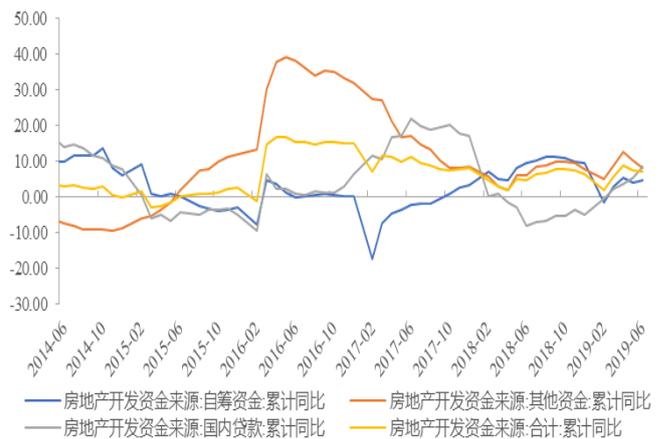
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 土地购置面积与新开工面积增速趋平



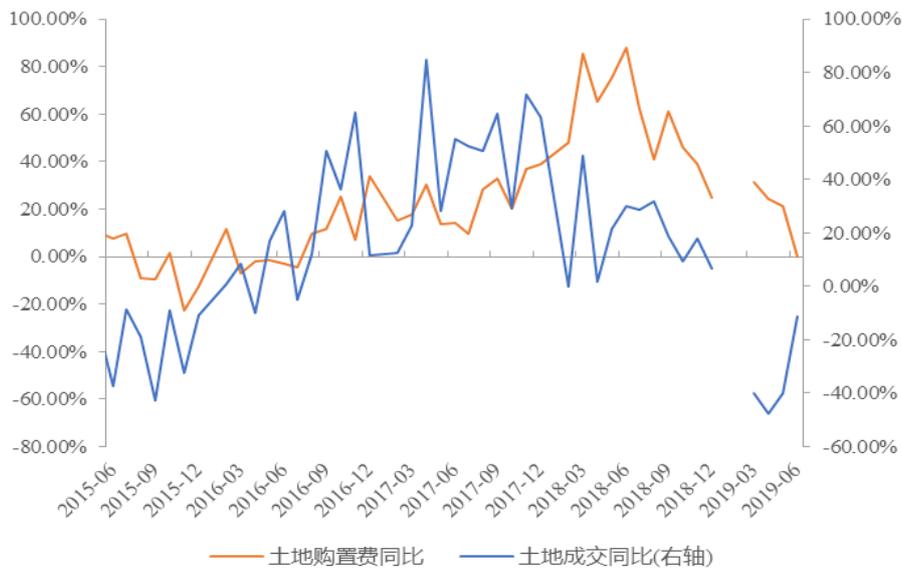
数据来源：东北证券，Wind

图 8: 房地产开发资金来源分化明显



数据来源：东北证券，Wind

图 9: 土地成交与土地购置费的关系 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: (房地产开发投资完成额-土地购置费)的增速 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

1-6月以三分项口径测算, 基建增速收于 2.95%, 较 1-5 月上升 0.35 个百分点; 不含电力热力水增速收于 4.1%, 上行 0.1 个百分点。两种口径下基建增速较前值均呈上行趋势, 这与逆周期政策持续加码环境下, 地方债资金逐步到位有关。(6月发布的《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》也展现了政府希望财政发力托底基建的态度, 此外 6 月单月地方债净融资约 6500 亿, 为基建提供了资金) 展望后期: 我们认为基建投资未来或将继续保持温和上升的局面, 虽然严控地方政府债务, 但也支持重大项目和在建项目, 基建投资的上行存在天花板, 但不改变整体回升趋势。

图 11: 基建投资累计增速有所回落 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 财政收入回升, 支出下行 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

2、六月消费继续上行, 汽车增长首次转正

6月社零同比增长9.8%，增速比上月回升1.2个百分点。

6月消费增速继续上行，汽车消费拉动是主要驱动力，去库存带动汽车消费超预期回升，但这只是一次性的“国五”换“国六”去库存导致，7月的汽车销量已经显现了颓势；

前期出台的降费减税政策可能发挥助力作用，包括个税减税、医疗降费、刺激汽车消费等政策。这是一个比较慢的过程。

从行业角度来看：限额以上分项中，1-6月汽车类收于1.2%，持续负增长后首

次回升，且较前值回升了 3.2 个百分点；石油类与上月持平于 3.1%，但明显低于去年，与当前的低油价有关系。**展望后期：**三大市场中，随着刺激消费政策和去年的低基数效应，三四季度消费有望企稳回升。

图 13: 消费单月同比与限额以上消费单月同比关系
(单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

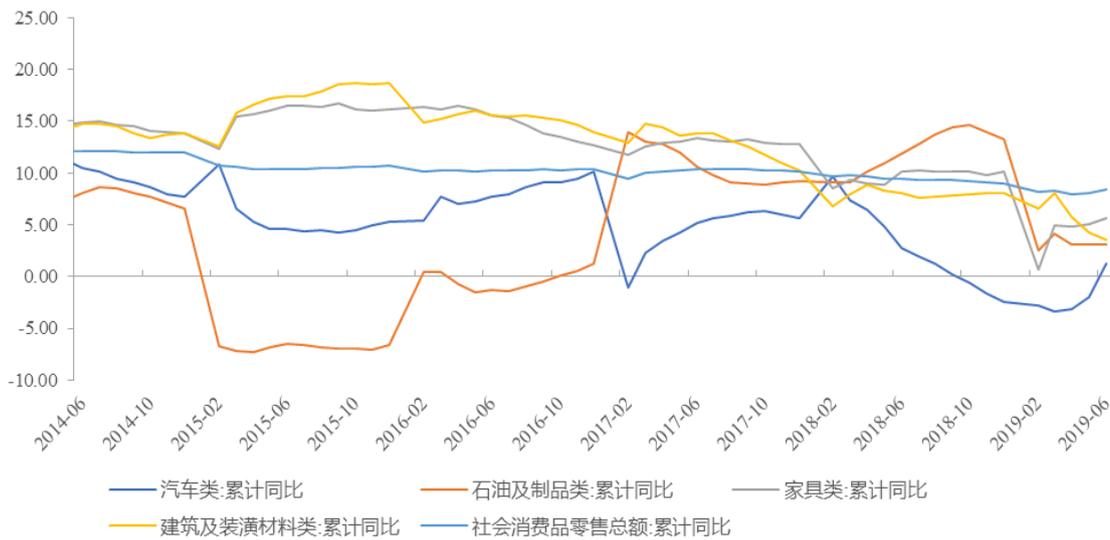
表 1: 限额以上消费分项的占总消费比重

项目	服装占比	家用电器占比	粮食类占比	石油占比	汽车占比
2017-06	9.10%	7.08%	13.32%	12.81%	27.24%
2017-07	8.83%	6.86%	14.13%	13.41%	27.66%
2017-08	8.63%	6.13%	13.33%	13.36%	28.49%
2017-09	8.89%	5.92%	13.09%	12.76%	28.39%
2017-10	10.26%	6.06%	13.03%	13.18%	27.69%
2017-11	10.49%	6.53%	12.58%	12.35%	27.58%
2017-12	10.14%	6.16%	12.55%	11.62%	30.23%
2018-03	9.55%	6.71%	12.63%	14.33%	29.70%
2018-04	10.03%	6.52%	13.20%	15.21%	29.11%
2018-05	9.81%	6.65%	13.32%	15.15%	28.96%
2018-06	9.42%	7.88%	14.02%	14.24%	26.47%
2018-07	9.02%	6.72%	14.03%	15.62%	28.80%
2018-08	8.64%	6.18%	13.71%	15.70%	29.34%
2018-09	9.07%	6.04%	13.78%	14.76%	28.32%
2018-10	10.46%	6.11%	13.47%	15.43%	27.98%
2018-11	10.37%	6.92%	13.73%	12.39%	25.29%
2018-12	10.87%	6.60%	13.99%	12.25%	30.11%
2019-03	9.63%	7.31%	13.58%	15.05%	28.32%
2019-04	9.59%	6.55%	13.76%	15.33%	29.28%

2019-05	9.54%	6.66%	14.01%	15.25%	29.46%
2019-06	8.82%	7.78%	/	13.78%	29.65%

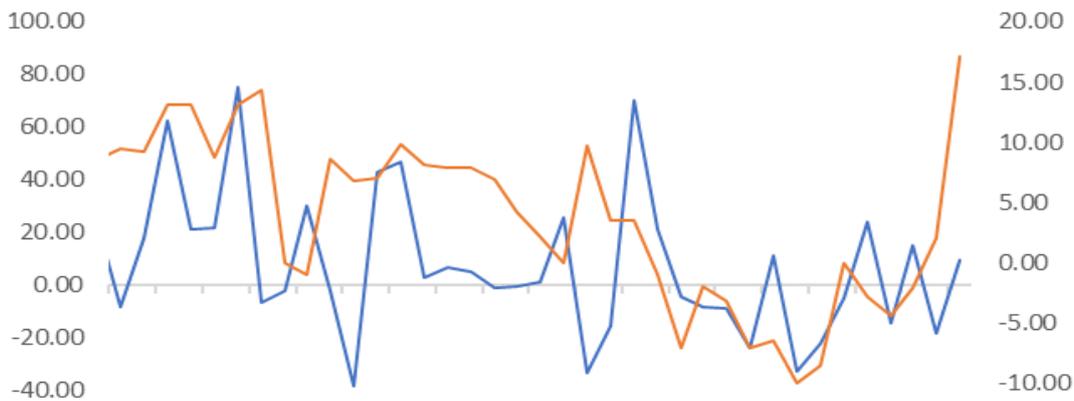
数据来源：东北证券，Wind

图 14: 主要下游产品零售额同比增速 (单位: %)



数据来源：东北证券，Wind

图 15: 乘用车零售与社零汽车分项



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_11299



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn