

从 6 月数据看下半年经济走势

证券研究报告
2019 年 07 月 17 日

作者

6 月个别数据高增有单月特殊因素，3 季度会重新回落，但整体下行速率已经明显放缓，进入探底阶段。下半年汽车销售和地产销售可能出现库存周期底部，消费增速会比上半年稍有好转，基建有小幅改善空间，地产投资回落但施工韧性较强，制造投资大致是经验底部区域。

在稳增长、稳就业的权衡下，预计 3 季度逆周期政策将重新加码，但力度弱于 1 季度。中性情形下，经济增速有望在 3 季度中后期阶段性企稳。3 季度名义 GDP 可能再度回落探底，但实际 GDP 与 2 季度持平的可能性较高，由此 2 季度可能是年内的底部左侧。

基于以上结论，短期内股市较难重现 1 季度无差别的估值修复行情，可能性更高的情形是后续部分行业景气度见底，科创板和建国 70 周年阶段性提升新一轮改革政策的释放预期，市场将更加以业绩基本面为主线。当前应重点跟踪行业，观察景气度见底和持续上升的信号，关注早周期行业。

对于利率，经济将从 4-5 月的类滞胀回归衰退象限，叠加随海外降息而强化的国内降准或定向降准预期，3 季度利率债仍有做多机会。重点关注 7 月下旬政治局会议关于逆周期政策和金融供给侧改革的表态，以及 7 月底美联储议息会议的决定和国内公开市场操作的响应方式。

风险提示：逆周期政策力度不及预期；全球经济下滑超预期

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

我们认为：（1）6 月个别数据高增有单月特殊因素（消费和工业），3 季度会重新回落，但整体下行速率已经明显放缓，进入探底阶段，没有断崖式下跌的风险；（2）下半年汽车销售和地产销售可能出现库存周期底部，消费增速会比上半年稍有好转，基建有小幅改善空间，地产投资回落但施工韧性较强，制造投资大致是经验底部区域；（3）3 季度可能是年内宏观数据二阶导的底部（走平或下行明显放缓，但不会反转），3 季度中后期阶段性企稳（结论没变），但中长期仍然是下行趋势。

一、6 月部分数据超预期的原因和下半年走势

以我们和 WIND 分析师一致预期的 6 月预测为基准（详见《7 月：基本面见底还有多久》），6 月工业增加值和消费明显超预期，固投由于波动区间较小，基本符合预期。2 季度 GDP 也基本符合预期（略低于一致预期），名义 GDP 增速略超预期。

表 1：7 月 15 日公布的主要经济数据对比预测值

同比增速 %	前值 (2019.5)	天风预测 (2019.6)	WIND 分析师 一致预期	实际 (2019.6)
实际 GDP（当季）	-	6.2-6.3	6.3	6.2
名义 GDP（当季）	-	8.0	-	8.3
工业增加值（当月）	5.0	5.2	5.3	6.3
固定资产投资（累计）	5.6	5.5	5.5	5.8
社会消费品零售总额（当月）	8.6	8.3	8.3	9.8

资料来源：WIND，天风证券研究所

1. 名义 GDP 超预期的原因：铁矿和食品的供给冲击形成价格脉冲

2 季度实际 GDP 增速回落 0.2%基本符合预期：一方面逆周期政策有所收敛，另一方面出口、制造业投资以及消费的实际增速较 1 季度有明显回落。名义增速回升略超预期主要是供给造成的价格脉冲：铁矿石供给收缩和地产高强度施工推动 4-5 月 PPI 明显回升，2 季度 PPI 中枢较 1 季度升高 0.33%；猪肉、鲜菜、鲜果、蛋类等食品价格超季节性上涨，2 季度 CPI 中枢较 1 季度升高 0.86%。3 季度 CPI 和 PPI 大概率同步回落，名义 GDP 增速大概率再度回落并确认年内底部。

2. 消费超预期的原因：排放切换刺激汽车促销，下半年重新回落，但增速企稳

6 月消费名义/实际增速均较 5 月大幅反弹（8.6%/6.4%→9.8%/7.9%），汽车消费大幅好转是核心动力，对全体消费增速反弹的贡献大约在 1.5%-1.6%。虽然限额以上消费品类（占全体比重 36%）普遍好转，增速反弹幅度远超全体（5.1%→9.7%），但汽车贡献独占约 4%，其余部分贡献仅为 0.5%左右。由上述计算可知：（1）6 月限额以下部分消费增速较 5 月出现下滑；（2）排除汽车消费后，6 月消费增速较 5 月小幅下滑 0.3%-0.4%。

6 月是部分地区（占汽车销量 7 成左右）国五升国六的最后窗口期，国五车型大幅优惠或是 6 月消费超预期的最大动力。展望后续，受低基数支撑，年内汽车销量增速已经在 2 季度完成筑底，销量下半年出现库存周期底部，增速大概率好于去年同期。但考虑到目前暂无使居民消费行为出现内生性变化的明显诱因，叠加 5-6 月国五车型的折价热销可能透支一部分短期购车需求，建议理性看待下半年汽车消费的改善幅度。

总的来说，在汽车小幅改善、CPI 中枢上移、国际油价低基数、后地产消费等因素的综合影响下，下半年消费增速有望小幅高于 1-5 月（8.1%）。

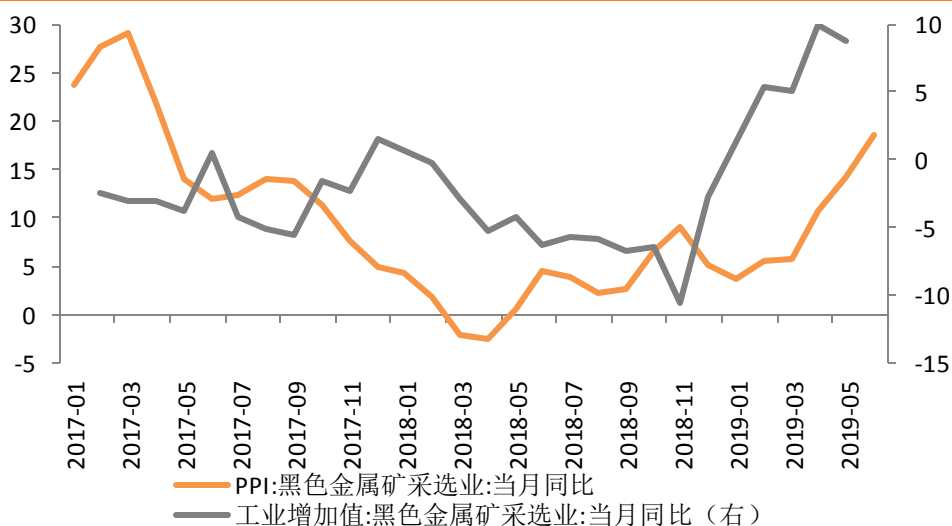
3. 工业产出超预期的原因：采矿业价量齐升，未来较难持续

6月工业增加值增速较5月大幅反弹（5%→6.3%）是比较意外的，和6月制造业PMI生产指数回落（6月下降0.4）、发电耗煤同比负增长（-10.1%）都不对应。我们认为主要有两个原因：一是低基数（去年6月同比下降0.8%，今年6月同比反弹1.3%），二是黑色和有色金属产业链条的产出扩张。

行业层面，扣除基数效应后，采矿业反弹幅度最大（3.9%→7.3%），制造业其次（5%→6.2%），电力热力水供应没有实质性改善。采矿业增加值反弹的主要原因还是2季度下游建筑业需求旺盛，叠加上游产能收缩，造成相关产成品产销两旺。2季度黑色/有色金属冶炼及压延加工业的增加值增速持续回升，钢材产量同比增长11.1%，高于1季度的9%和2018年的1.2%；黑色/有色金属采矿业PPI从5月14.2%/0.4%上升到6月18.5%/0.8%；2季度采矿业产能利用率较1季度回升1.5%（73.1%→74.6%），显著高于去年同期（73.3%）。

展望后续，房地产施工强度已至高位、新开工开始回落，基建投资增速反弹幅度不会太大，下游需求增速难以进一步升高；供给放量后，近期黑色/有色金属冶炼及压延加工业PPI已经明显回落，行业利润被压缩将进一步限制上游采矿业大幅涨价，因此**预计相关采矿业和金属冶炼及压延加工业的高速扩产不可持续。**

图 1：黑色金属矿采选业 PPI 回升带动行业增加值大幅反弹（%）



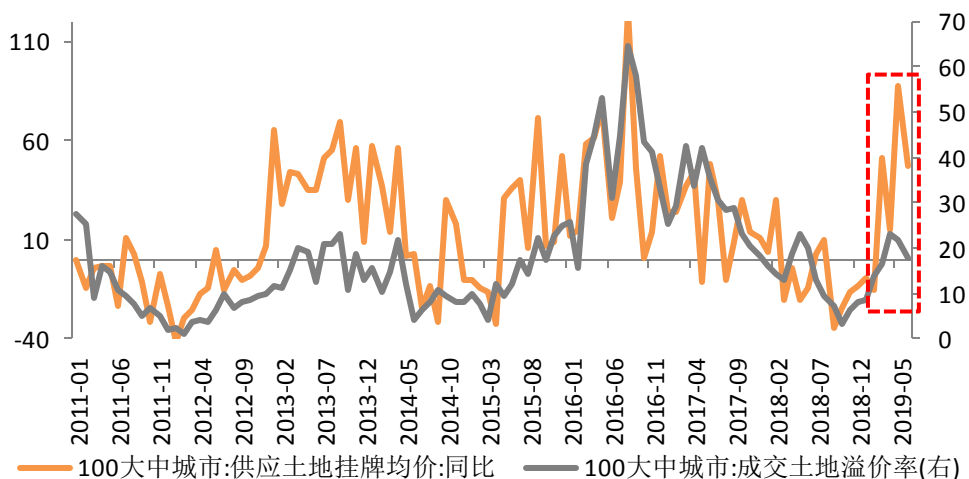
资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 房地产符合预期：土地购置拖累投资，施工保持高强度，销售可能下半年出现库存周期底部

6月房地产投资累计增速小幅回落（11.2%→10.9%）符合预期：房企前融收紧，土地购置费增速继续下滑；房地产新开工增速继续回落（10.5%→10.1%），施工强度维持高位，6月施工增速与5月持平，预计建安投资增速仍在5%以上。**预计全年房地产投资增速回落至7%左右。**

随着近期房企融资政策再度收紧，下半年土地购置费增速可能加速下滑，房企经营模式或再次向高周转切换，后续可能重新加速“开工-推盘-预售-回款”这一过程。如果政策收紧后不再变化，下半年可能出现本轮新开工和商品房销售增速的底部。不过在居民购房政策并无实质性宽松的约束下，新开工和销售增速也暂不具备显著回升的条件。

图 2：6 月土地市场重新转冷（%）



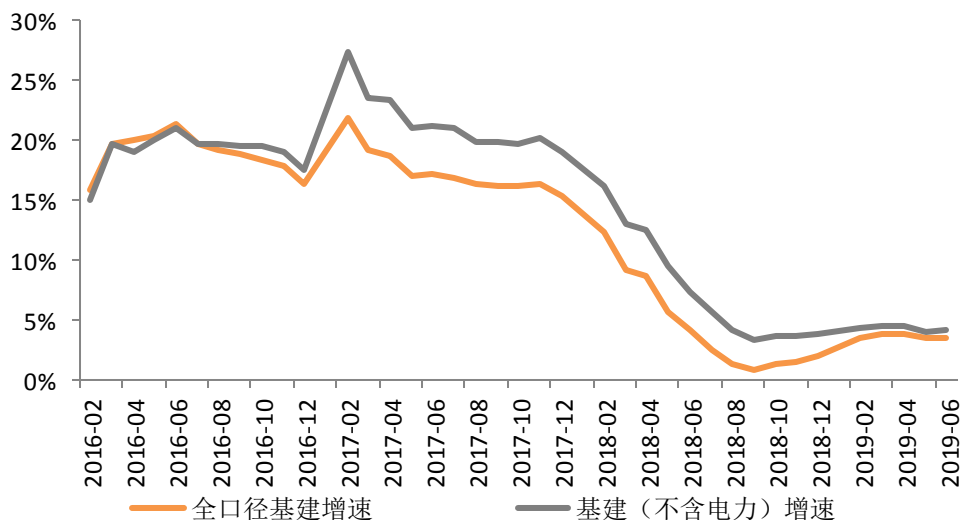
资料来源：WIND，天风证券研究所

5. 基建：财政再加码的概率较大，下半年增速将小幅上升

统计局口径基建增速反弹 0.1%（4.0%→4.1%），全口径基建增速回落 0.1%（3.5%→3.4%），连续第 3 个月回落。基建投资增速自去年 9 月触底后反弹至今年 2 季度逐渐乏力，直接原因在于 2 季度广义财政支出增速显著收敛（21.8%→4%），根本原因在于基建参与主体融资条件虽然在去年 7 月国常会和政治局会议后有所改善，但仍处于 17-18 年去杠杆、遏制隐性债务的大环境中，项目资本金筹措难度加大，撬动融资并转化为投资的能力大不如前。

展望下半年，广义财政支出增速有望较 2 季度回升，专项债可做项目资本金后财政资金的杠杆效应得到增强，基建已留出空间和弹性。虽然对合意项目的认定和专项债可做资本金的比例如何把握尚无法确认，下半年仍可期待基建增速小幅回升至 7% 左右。

图 3：项目资本金不足，基建反弹力度疲弱

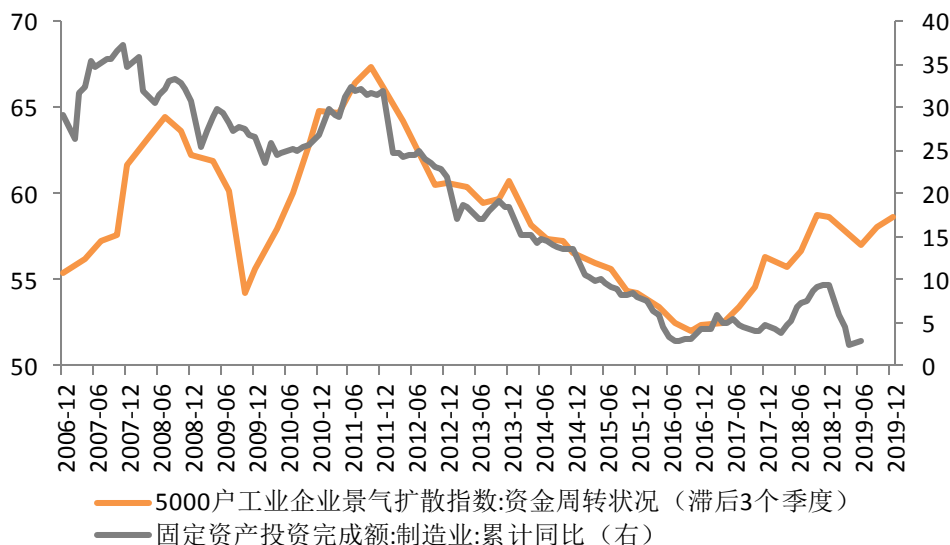


资料来源：WIND，天风证券研究所

6. 制造业：出口负面冲击尚未结束，但增速大致是经验底部

1-6 月制造业投资增速小幅反弹 0.3% 至 3%，基本符合预期。目前来看，5000 户工业企业资金周转状况指数领先制造业投资增速 2-3 个季度的规律依然适用，因此 2%-3% 可能是年内制造业投资增速的经验底部区间。但考虑到最近一年制造业的盈利增速和产能利用率趋势性回落，周期性制造业多数处于库存周期的主动去库阶段，叠加出口负面冲击和贸易政策不确定性，下半年制造业投资增速显著回升的可能性较低。

图 4：工业企业资金周转状况有所好转（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

二、2 季度 6.2%可能是年内 GDP 的底部左侧，3 季度资产配置积极进攻

下半年，2000 亿美元商品加征 25%关税叠加全球经济走弱可能使外需进一步趋弱，出口继续承压；下半年汽车销售和地产销售接近库存周期底部，消费有望改善但预计幅度偏弱，且除猪肉以外的食品通胀中枢回落在即；房地产投资增速大概率回落，但施工强度较高；基建投资增速有望回升；制造业投资增速底部企稳；PPI 面临小幅通缩，实际利率水平将随之升高。

在稳增长、稳就业的权衡下，预计 3 季度逆周期政策将重新加码，但力度弱于 1 季度：广义财政支出再次提速，配合专项债做资本金重新推升基建增速；专项债发行进度已过三分之二，也有再扩容的可能；货币政策总量层面结合财政需求予以适当宽松配合，结构层面继续推动对小微民营企业和制造业的融资支持，并在房地产市场冷却后适度调整对房企的融资约束。中性情形下，经济增速有望在 3 季度中后期阶段性企稳。3 季度名义 GDP 可能再度回落探底，但实际 GDP 与 2 季度持平的可能性较高，由此 2 季度可能是年内的底部左侧。

图 5：实际和名义 GDP 增速（中性预测）（%）



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_11331

