

突然的回升难持续，经济放缓压力依然存在

摘要

虽然2季度GDP增速继续下滑，但6月经济数据出现超预期的改善，特别是工业增加值和社会消费品零售总额。那么这种超预期的改善到底意味着经济开始企稳回升了呢，还是仅仅是短期的波动。我们通过对细项数据的分析发现，6月经济数据的改善更多是短期因素所致，不具有可持续性，经济总体依然保持偏弱格局。从生产面看，6月工业增加值回升主要由于上游产出释放所致，但产出释放导致库存高企，显示并非需求改善推动产出增加，而在缺乏需求支撑情况下，工业品价格回落后上游产出难以持续改善。而需求面社零回升主要由于汽车环保标准改变带来的短期购买量增加，不具有可持续性。房地产投资、出口等需求则依然面临放缓压力，虽然基建投资可能有所回升，但从目前政策力度来看，回升幅度或有限。因而经济总体依然偏弱，放缓压力依然存在，期待更为有力的稳增长政策出台。

风险提示：经济下行压力超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 经济延续弱势，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-15)
2. 内外需均走弱，经济或继续放缓 (2019-07-13)
3. 短期社融增速或见顶，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-13)
4. 消费品通胀平稳，工业品进入通缩 (2019-07-10)
5. 长端利率下行为何步履蹒跚，还会继续下行吗？ (2019-07-08)
6. 如果增加自美进口，进口什么？影响如何？ (2019-07-04)
7. 回归偏弱的基本面——月度经济预测 (2019-07-01)
8. G20会议成果与基本面的变化 (2019-06-30)
9. 企业盈利继续偏弱，反弹难持续 (2019-06-27)
10. 各国央行如何看待自身经济前景——全球央行追踪第10期 (2019-06-26)

1 季度经济增速继续放缓

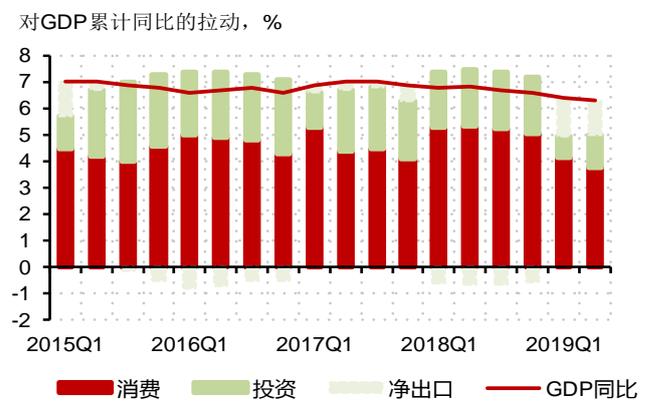
二季度经济增速再度下行，并逼近政策底线。2 季度 GDP 同比增长 6.2%，增速较上个季度下滑 0.2 个百分点。而名义 GDP 同比增速则较上季度提升 0.5 个百分点至 8.3%，CPI 与 PPI 价格上涨是名义 GDP 回升的主要原因。如果按各产业来看，二产是经济放缓的主要原因，二产 GDP 增速较 1 季度下滑 0.5 个百分点至 5.6%。而从需求面来看，经济放缓则主要受消费下滑影响，上半年消费对经济增长贡献为 3.8 个百分点，低于 1 季度 4.2 个百分点的贡献。2 季度 6.2% 的经济增速已经逼近政策底线，如果按 2020 年建成小康社会翻一番目标要求，2019-2020 年平均经济增速需要达到 6.14% 以上，则今年单季经济增速底线估计在 6.2% 左右。

图 1：名义与实际 GDP 同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：GDP 增长动力分解



数据来源：Wind，西南证券整理

2 上游产出释放推动的生产面超预期回升难持续

6 月经济数据超预期改善。无论是生产面的工业增加值，还是需求面的社会消费品零售总额，均在 6 月份有明显回升。甚至投资增速也在 6 月份小幅回升。6 月经济数据表现超出我们与市场的预期。那么这种超预期的改善到底意味着经济开始企稳回升了呢，还是仅仅是短期的波动，我们将在后文具体分析说明。

生产面改善主要受上游行业产出放量推动。6 月工业增加值同比增长 6.3%，增速较上月提升 1.3 个百分点。生产放量主要受上游产出释放所致，采矿业、钢铁、有色等行业工业增加值分别较上月回升 3.4、3.5 和 2.0 个百分点至 7.3%、12.9% 和 13.7%。而下游设备制造、计算机电子通信制造业工业增加值基本上与上月持平。通用设备、专用设备、计算机电子通信制造业工业增加值分别较上月微升 0.1、0.4 和 -0.2 个百分点至 2.6%、5.3% 和 10.4%。上游产出回升主要受部分行业工业品价格上涨以及环保放松影响，而下游产出延续弱势则主要是出口持续疲弱所致。

图 3：6 月工业增加值回升明显



数据来源：Wind，西南证券整理

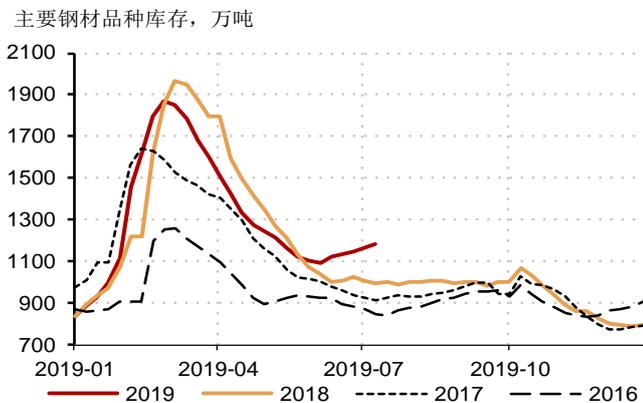
图 4：上游行业产出回升明显，而下游行业产出持续疲弱



数据来源：Wind，西南证券整理。供给驱动行业主要包括钢铁、煤炭、有色、化工、石油等行业，需求驱动行业主要包括机械设备、电子计算机通信制造业等

上游产出增加导致库存高企，产出回升不可持续，高频数据显示 7 月上旬产出增速已经开始放缓。在终端需求并不强劲环境下，上游产出增加将导致库存被动高企。从全国主要品种钢材库存和发电集团耗煤量库存来看，都已经显著高于历史同期水平，显示库存明显高企。而随着偏弱的需求带动工业品价格持平甚至下滑，企业持有库存意愿将下降，而产出增速也将随之回落。7 月上旬六大发电集团耗煤量数据显示，产出增速已经开始下滑，因而上游产出回升不具有可持续性，7 月份工业增加值增速将再度回落。

图 5：钢材库存明显高于往年同期水平



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：六大发电集团耗煤量增速在 7 月上旬再度回落

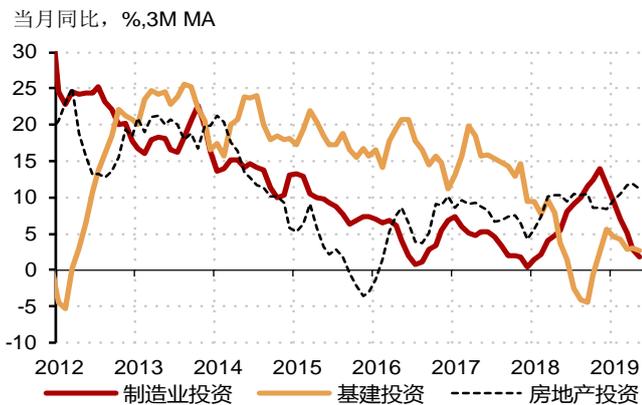


数据来源：Wind，西南证券整理

3 投资弱平稳，房地产市场放缓压力渐显

投资需求小幅回升，但依然偏弱，基建投资回升幅度有限，制造业投资将延续弱势。6 月当月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上月提升 2.0 个百分点。其中基建投资（含电力热力和水的生产和供应业）同比增长 3.9%，增速较上月回升 2.3 个百分点。考虑到 6 月地方债发行放量，未来几个月基建投资或继续回升，但地方政府整体资金来源改善有限，因而基建投资回升幅度有限。而 6 月制造业投资同比增长 3.8%，增速小幅提升 0.6 个百分点，工业品价格下行，企业盈利走弱环境下，制造业投资难以持续改善。

图 7：三大行业投资走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：企业盈利下滑抑制制造业投资增速



数据来源：Wind，西南证券整理

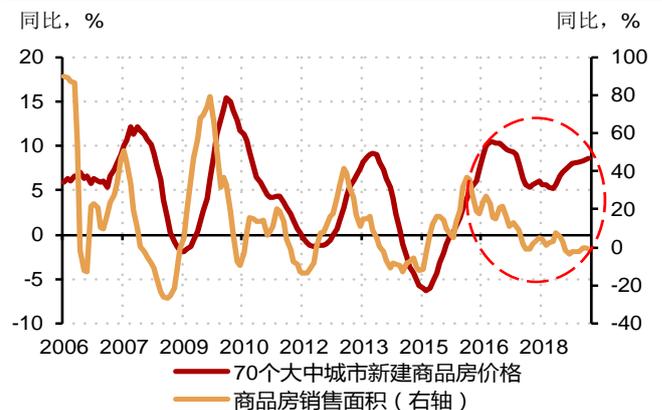
房地产市场弱平稳，近期调控政策加码或短期加大市场放缓压力，但房地产市场大幅下滑可能性有限。6月房地产市场弱平稳，当月商品房销售面积同比下跌2.2%，跌幅较上月收窄3.3个百分点。而土地购置和新开工情况略有改善，但依然保持弱势。其中土地购置跌幅有所收窄，但6月依然同比下跌14.3%，而新开工面积同比增速较上月提升4.9个百分点至8.9%，增速保持相对低位。房地产投资同样弱平稳，6月当月同比增长10.1%，增速较上月提升0.6个百分点。当前房地产市场依然保持平稳态势，但近期对房地产企业融资控制加强，包括加强对房地产信托的监管和对地产企业海外发债的管控，地产企业资金趋紧可能减缓其投资节奏，这将短期加大房地产市场下行压力，成为未来几个月经济下行压力之一。由于房地产市场在16年以来量价明显分化，因而房地产政策可调整空间非常有限，我们认为在因城施策环境下房地产政策也难以大幅收紧，房地产市场也不会出现大幅下滑。

图 9：新开工与竣工差推动施工面积回升，进而推升投资



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：量价分化导致房地产政策可调整空间非常有限



数据来源：Wind，西南证券整理

4 汽车销售短期放量推动销售增速回升

汽车消费推动社零显著增加，总体消费弱平稳。6月社会消费品零售总额同比增长9.8%，增速较上月提升1.2个百分点。其中汽车销售同比增长17.2%，增速较上月大幅提升15.1个百分点，推升社零增速回升1.6个百分点。剔除汽车后其它消费品零售总额增速较5月份小幅放缓0.4个百分点至8.9%。而汽车销售回升不可持续，按统计局给出解释，汽车销售

增速回升原因主要是国标由国5转国6的切换，汽车销售商在6月份加大了促销的力度。随着短期因素冲击退出，未来汽车消费增速将回归正常水平。总体消费弱平稳，对消费衡量更为全面的全国居民人均消费支出数据显示，2季度其名义增速较1季度小幅回升0.2个百分点至7.5%，实际增速则小幅回落0.2个百分点至5.2%，显示消费总体弱平稳。

图 11：6 月社零增速回升主要是汽车消费回升推动


数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：居民人均消费增速保持弱平稳


数据来源：Wind，西南证券整理

5 突然的回升难持续，经济放缓压力依然存在

实体经济弱平稳，下行压力继续存在。受增值税减税等多个因素冲击，2 季度实体经济数据在各月间波动较大，但总体上处于弱平稳状态。6 月数据虽然有所改善，但从生产面看主要由于上游产出释放所致，在缺乏需求支撑情况下，工业品价格回落后上游产出难以持续改善。而需求面房地产、出口等需求依然面临放缓压力，虽然基建投资可能有所回升，但从目前政策力度来看，回升幅度或有限。因而经济放缓压力依然存在，期待更为有力的稳增长政策出台。

表 1：我国宏观经济指标预测

		历史数据														西南预测	市场预期
		2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-6F	2019-6F
CPI	同比%	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7
PPI	同比%	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	0.1	0.1
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	5.4	5.3
固定资产投资名义增速	同比%	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.4	5.5
消费品零售名义增速	同比%	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	8.1	8.3

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_11364

