



## 联讯证券专题研究

# 如何看二季度经济数据

2019年07月15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

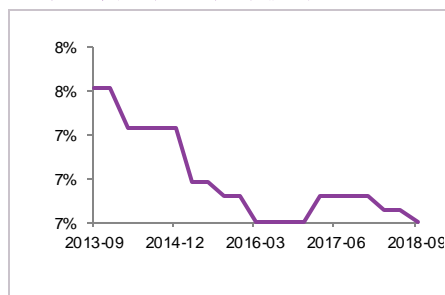
**分析师：张德礼**

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

### ◇ 如何看二季度经济数据

二季度主要经济数据都已经公布。GDP 当季同比 6.2%，略低于此前的预期值。但如果单看 6 月数据，工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额，增速都有明显改善，这也是数据公布后，股涨债跌的主要原因。

6 月单月的数据，出现预期差。核心的原因，一是上游企业加快了生产，如采矿业的产能利用率上升；二是汽车促销力度较大，带动汽车零售增速大幅回升，仅汽车一项就正向提升 6 月的社会消费品零售总额增速 1.7 个百分点。剔除掉汽车项后，社会消费品零售总额增速是继续回落的。

7 月高频数据显示，汽车销售再度转弱。而基建和制造业两个政策补短板的发力点，投资增速回升缓慢，房住不炒下地产也进入了下行周期。终端需求不强，上游产成品库存累积，意味着快生产难以持续，经济仍然处于主动去库存阶段。

### ◇ 风险提示：外部环境恶化

### 相关研究

《疯狂的石头》2019-06-25

《资本赋能与粤港澳大湾区创新》

2019-06-28

《当全球新一轮宽松周期来临》

2019-07-03

《再造金融 3.0》2019-07-11

《2 万亿社融的结构性难题》2019-07-12



## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图表 1:2 季度采矿业产能利用率处于 2016 年四季度有统计以来的最高水平..... | 3 |
| 图表 2:6 月初以来主要钢材品种库存持续上升.....                 | 4 |
| 图表 3:6 月和 5 月的限额以上批零行业增速对比, 汽车类增速提高幅度最大..... | 5 |



二季度主要经济数据都已经公布。GDP 当季同比 6.2%，略低于此前的预期值。但如果单看 6 月数据，工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额，增速都有明显改善，这也是数据公布后，股涨债跌的主要原因。

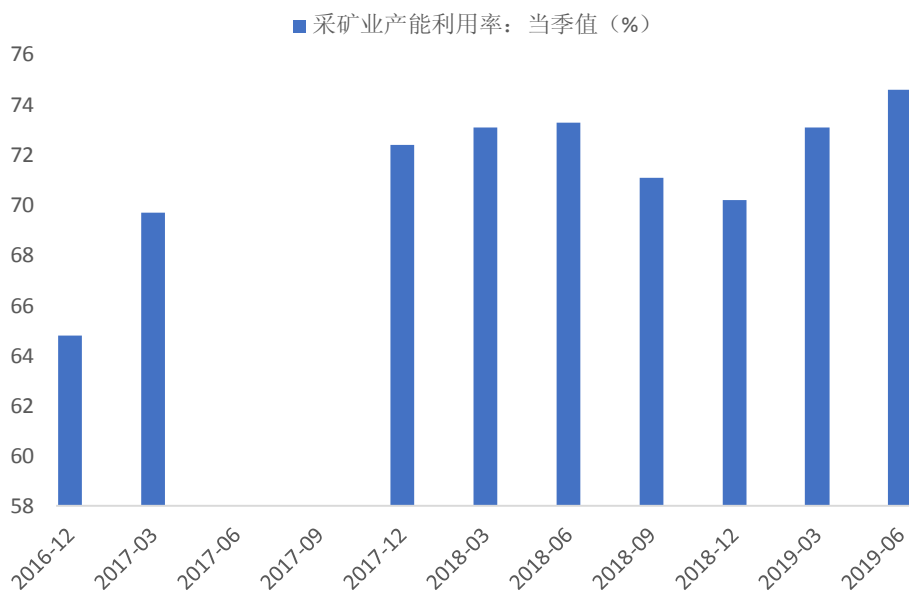
6 月单月的数据，出现预期差。核心的原因，一是上游企业加快了生产，如采矿业的产能利用率上升；二是汽车促销力度加大，带动汽车零售增速大幅回升，仅汽车一项就正向提升 6 月的社会消费品零售总额增速 1.7 个百分点。剔除掉汽车项后，6 月社会消费品零售总额增速是继续回落的。

下面从生产和需求两个角度，对 6 月经济数据做进一步分析。

先来看反映生产的工业增加值。6 月增速为 6.3%，相比于前值提高了 1.3 个百分点。三大门类的增加值增速都有提高，其中采矿业增加值上升幅度最大，从 3.9%到 7.3%。产业链上看，上游的黑色、有色行业增加值增速分别为 13.7%和 12.9%，都处于较高水平。

2 季度采矿业产能利用率 74.6%，处于 2016 年四季度公布该数据以来的最高位。我们认为，这可能与今年铁矿石价格强势，铁矿等企业加大了开采有关。

图表 1:2 季度采矿业产能利用率处于 2016 年四季度有统计以来的最高水平



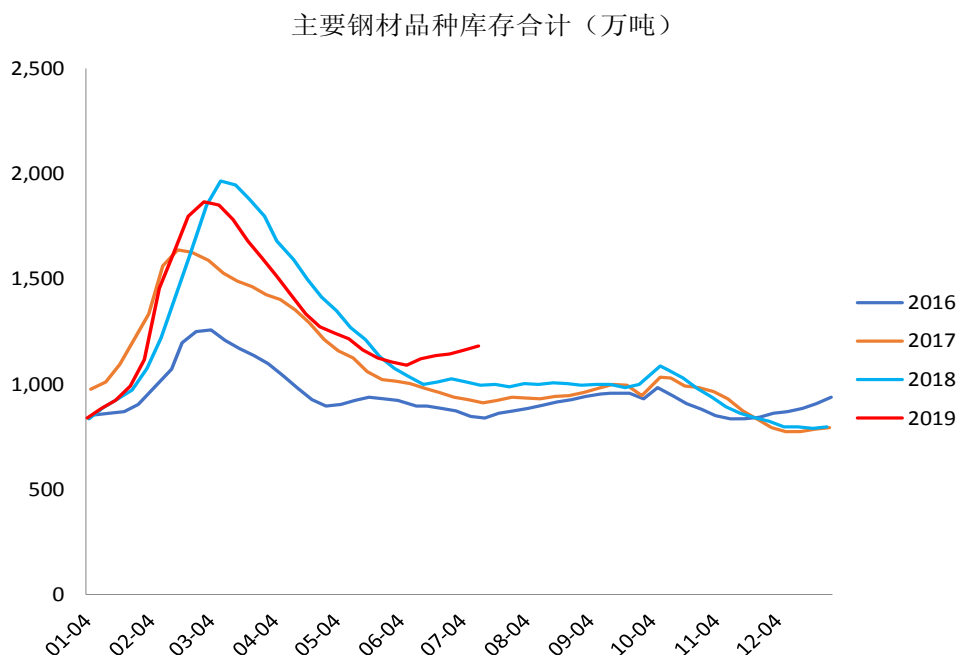
资料来源：联讯证券，Wind

通用设备制造业和专用设备制造业增加值增速小幅回升，和制造业投资趋势一致。汽车制造业增加值跌幅收窄，从-4.7%到-2.5%，但改善幅度远不及零售端。

5 月工业增加值增速 5.0%，大概率是年内低点。但在 6 月增速 6.3%的基础上，进一步反弹的空间也有限。一是终端的需求并不强，并不足以支撑生产持续高位，结合 PMI、工业企业产成品存货等数据看，经济尚未进入主动补库存阶段。二是高频数据显示，钢铁、煤炭等的库存出现回升，比如 6 月初以来主要钢材的库存持续累积，这将对上游企业生产形成负反馈。



图表 2:6 月初以来主要钢材品种库存持续上升



资料来源：联讯证券，Wind

再来看需求端。1-6 月固定资产投资增速 5.8%，前值 5.6%。三大分项中，基建和制造业投资增速小幅回升，房地产投资增速继续回落。

全口径基建投资增速在 5 月回落后，6 月再度回升 0.4 个百分点到 3.0%。如果看 6 月的单月增速，改善幅度更为明显，从 1.6% 提高到 3.9%。基建三大分项中，水利、环境和公共设施管理业的增速提高幅度最大，从 1.4% 到 2.5%。

6 月基建投资增速改善，与 6 月份专项债发行提速，且允许部分重大项目可以使用专项债所募集的资金作为资本金有关。

展望未来，我们认为基建投资增速回升的空间有限。尽管发改委加快了重大基建项目的审批，但在地方债务监管没有实质性放松前，地方政府撬动债务性资金来为基建加杠杆的积极性并不强，去年 7 月以来基建投资的表现，就深刻地说明了这一点。因此，受制于资金压力，基建投资回升的速度可能难有大幅度提高，全年增速可能在 8% 以内。

1-6 月制造业投资累计增速 3.0%，连续 2 个月改善。和制造业投资增速同步性很高的民间固定资产投资增速，也从 5.3% 上升至 5.7%。分项来看，化工、医药、计算机等行业增速较高。

在设备更新周期结束、需求预期不强下，减税降费实际效果如何，是影响未来制造业投资增速的关键变量。4 月 1 日制造业开始增值税减税，5 月 1 日开始降社保等费用，用上市公司的数据测算，减税降费对采掘、化工、通信等行业利润的改善比较明显，而这些行业属于重资本行业。如果能让企业切实感受到减税降费的明显效果，在需求预期不强的情况下，也会对制造业投资产生正向提振。

地产方面，延续了 5 月的趋势，多数指标 6 月增速继续走弱。累计销售面积增速从 -1.6% 下跌至 -1.8%，累计销售金额增速从 6.1% 下降至 5.6%，累计投资增速从 11.2% 下降至 10.9%，新开工面积增速也从 10.5% 回落至 10.1%，而施工面积增速连续第三个月



维持在 8.8%。

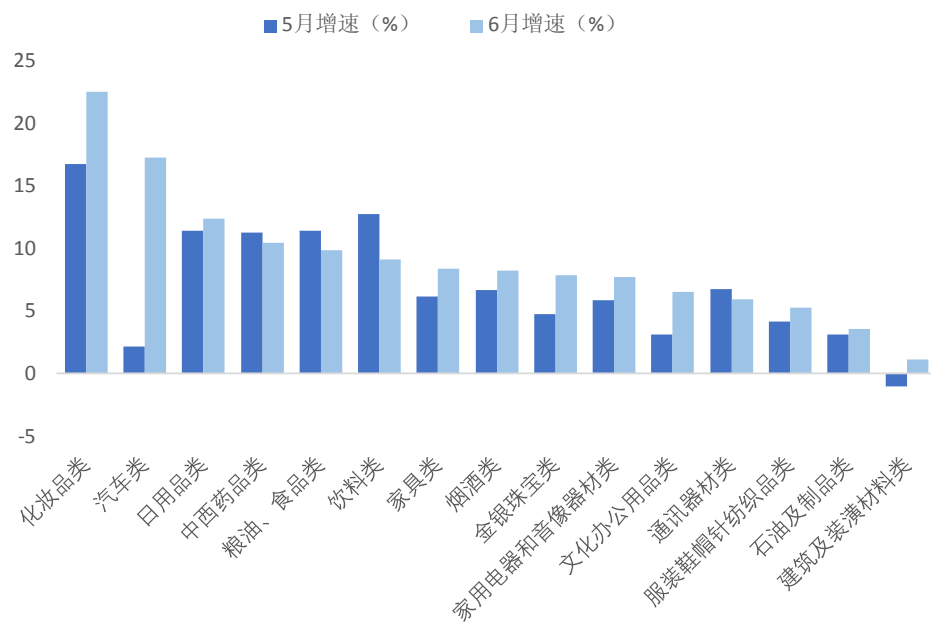
房住不炒调控基调下，开发商融资环境进一步收紧，到位资金增速从 7.6% 下降至 7.2%。开发商融资较为依赖的国内贷款累计增速，从 5.5% 回升至 8.4%，有一定的低基数，也和宽信用中开发商参与到分羹有关。由于销售增速回落，定金及预收款累计增速从 11.3% 下降到 9.0%。

可以确定的是，在“房住不炒”的调控基调下，房地产已经进入了下行周期。6 月银保监会领导在陆家嘴论坛上，强调了经济过度依赖房地产的风险，具有很明显的信号意义。在这种政策基调下，预计销售和投资增速将继续回落，预计地产投资全年增速在 7% 左右。

最后来看消费，这是 6 月经济数据最大的超预期。6 月社会消费品零售总额增速从 8.6% 回升到 9.8%，实际增速提高幅度更大，从 6.4% 到 7.9%。

公布增速数据的 15 个限额以上批零行业中，除粮油和食品、饮料、中西药品、通讯器材四个行业外，其余 11 个消费品行业的 6 月增速，都较 5 月回升。

图表 3:6 月和 5 月的限额以上批零行业增速对比，汽车类增速提高幅度最大



资料来源：联讯证券，Wind

汽车类的增速提高幅度最大，从 2.1% 增加到 17.2%，和汽车经销商加大了促销力度有关。它也是 6 月社消改善的最主要支撑，按 2018 年汽车零售额占社会消费品零售总额的 11.3% 计算，汽车零售回升对 6 月社消增速的影响是 1.7 个百分点。这意味着剔除掉汽车促销的影响，6 月社消增速是继续放缓的。

展望未来，我们认为消费高增速的趋势很难维持。6 月汽车大促销意味着透支了未来的需求，从高频数据看，7 月的汽车销售开始转弱了。在当前的经济形势下，稳就业是今年宏观政策的重点，就业市场景气度下降，也会通过收入渠道来影响消费。而且居民部门在经历几年加杠杆后，以债务余额/可支配收入、还本付息/可支配收入和资产负债率三个指标衡量的偿债负担都明显上升。

整体来看，6 月数据改善，一是因汽车促销，二是上游加大了生产。7 月高频数据显



示，汽车销售再度转弱。而基建和制造业两个政策补短板的发力点，投资增速回升缓慢，房住不炒下地产也进入了下行周期。终端需求不强，上游产成品库存累积，意味着快生产难以持续，经济仍然处于主动去库存阶段。

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\\_11412](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11412)

