

# 7月：基本面见底还有多久

证券研究报告  
2019年07月09日

作者

经济中长期下行趋势未改，内生增长动力偏弱。2季度经济数据相比1季度下台阶，一方面是制造业、消费、出口增速继续顺周期下行，另一方面是逆周期政策力度收敛后，基建、地产投资增速回落。

5-6月以来，经济下行的斜率开始放缓，内需窄幅波动，外需波动加大，同时逆周期政策正在经历从收敛到再加码的过渡期，经济在3季度中后期可能阶段性企稳。

G20后，中美关系暂时进入缓和期，市场悲观情绪修复，关注点重回国内基本面——经济和政策。4月下旬以来，投资者对短期经济基本面的预期已充分下修，当前宏观层面影响市场走势的关键因素在于：（1）逆周期政策是否再度加码；（2）下半年经济和企业盈利能否企稳。

当前仍处于政策从收敛到再加码的过渡期，观察后续政策取向有两个时间窗口：（1）7月中下旬的中央政治局会议对下半年经济政策的定调；（2）7月31日（北京时间8月1日2:00）美联储议息会议结果，以及后续国内货币市场利率是否跟随下调。

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

**风险提示：**逆周期政策力度不及预期；中美贸易摩擦再次升级

表 1: 5月主要经济金融数据预测

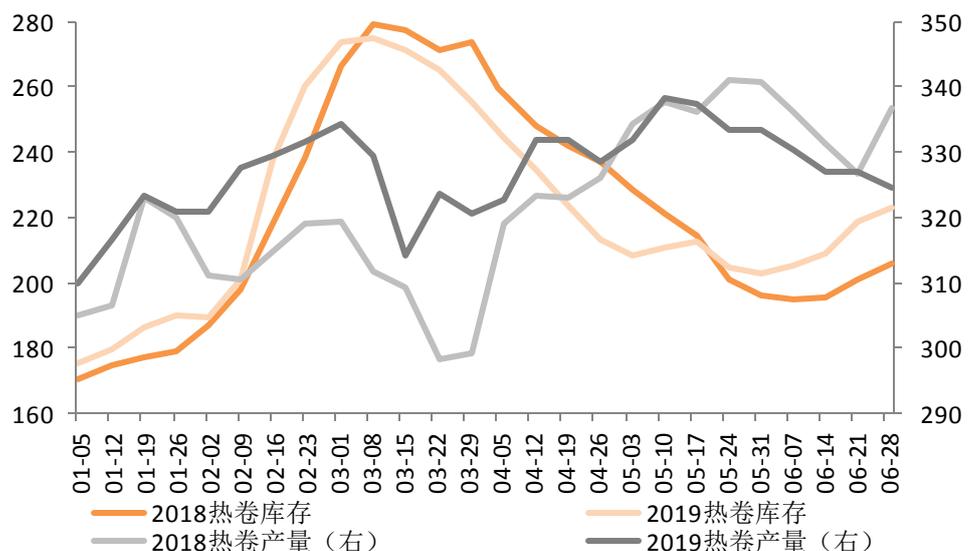
同比增速 %	2018 全年	2019.1-3	2019.5	2019.6(E)
实际 GDP (当季)	6.6	6.4	-	6.2-6.3
名义 GDP (当季)	9.7	7.8	-	8.0
工业增加值 (当月)	6.2	6.5	5.0	5.2
固定资产投资 (累计)	5.9	6.3	5.6	5.5
制造业 (累计)	9.5	4.6	2.7	2.5-2.7
基建(全口径,非 WIND 计算结果)	2.0	3.8	3.5	3.8
房地产开发投资	9.5	11.8	11.2	10.5
社会消费品零售总额 (当月)	9.0	8.7	8.6	8.3
出口 (当月, 美元)	9.9	1.3	1.1	-2.5
进口 (当月, 美元)	15.8	-4.7	-8.5	-3.0
CPI (当月)	2.1	1.8	2.7	2.7
PPI (当月)	3.5	0.2	0.6	0.1
工业企业利润 (累计)	10.3	-3.3	-2.3	-2.4
社会融资规模	9.8	10.7	10.6	10.8-10.9
M2	8.1	8.6	8.5	8.6
M1	1.5	4.6	3.4	3.7

资料来源: WIND, 天风证券研究所

**工业生产端:** 6月发电耗煤增速较5月有所反弹,但仍低于4月,预计6月当月工业增加值增速5.2%,高于5月0.2%。考虑到去年6月工业增加值增速较5月回落0.8%,此次增速回升主要是基数效应所致,不代表工业生产已经转暖。作为参考,6月PMI生产指数较5月回落0.4。基数效应消退后,7月第一周耗煤增速重新回落,生产端仍然趋弱。

**工业需求端:** 受唐山环保限产加码影响,6月全国高炉开工率超季节性回落,但不同钢材品种之间表现分化。**热轧板卷仍然供需两弱:** 开工率和产能利用率同比去年、环比上月均有所回落,社会库存加速累积,显示下游制造业需求偏弱。今年以来,受利润下滑、产能利用率回落、设备更新周期结束等多重因素叠加影响,制造业资本开支或仍处于减速阶段,预计1-6月制造业投资增速2.5%-2.7%。

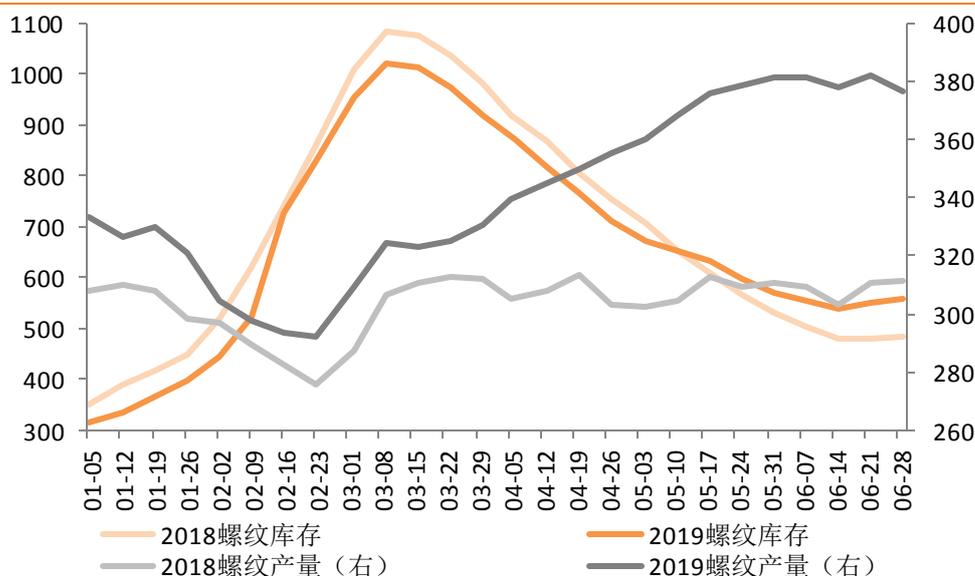
图 1: 6月热轧板卷供需两弱 (万吨)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

**基建地产投资：**螺纹钢仍然供需两旺，高炉开工率和产能利用率同比、环比均明显升高；进入开工淡季，社会库存小幅回补，但产量增长明显快于库存累积，显示下游需求较强，地产、基建施工强度较高。6月挖掘机销量增速由5月的负增长2.2%微幅转正至0.7%，主因是小挖销量明显好转，暗示部分地区基建活跃度提升；但中挖销量增速进一步下滑至-15%，房屋新开工增速可能进一步回落。整体来看，**预计1-6月全口径基建增速（非WIND计算）小幅回升至3.8%（前值3.5%）；房地产开发投资增速小幅回落至10.5%（前值11.2%），房屋新开工增速回落至10%以下，房地产建安投资增仍保持在5%以上，土地购置费增速进一步下滑。综上，预计上半年固定资产投资增速5.5%。**

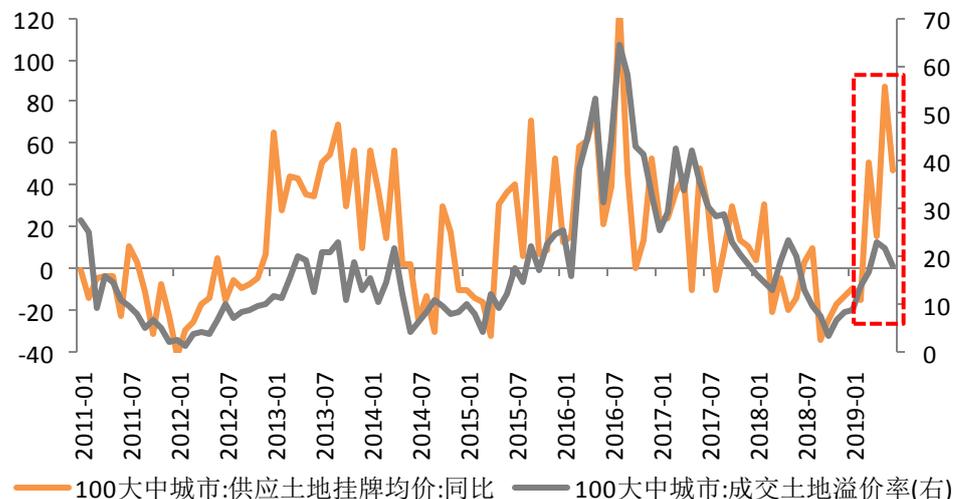
图 2：6月螺纹钢供需两旺（万吨）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**房地产市场：**5月中下旬以来，以银保监会“回头看”为代表的政策收紧对房地产市场的负面影响已经显现。6月30大中城市商品房成交面积增速继续回落，主因二线城市成交大幅下滑，预计上半年商品房销售面积增长-2%。土地市场的冷却更为明显：100大中城市成交土地楼面均价、总价、溢价率均有不同程度回落，年初以来的回暖势头中止。部分信托机构房地产相关业务政策收紧后，近月土地市场可能进一步冷却，后续土地购置费增速有加速回落风险。在因城施策、房住不炒和托底经济、防范系统性风险的两难权衡下，地产相关政策的调整周期可能精细到以季度为单位，过冷和过热都会引发政策相机抉择的变化，市场转冷后仍需密切关注政策尺度的边际变化。

图 3：6月土地市场冷却（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**消费方面：**6月汽车消费受国五促销影响明显改善，广义乘用车零售销量同比增长4.9%，13个月来首次同比上升。6月油价有所反弹，但仍显著低于去年同期，石油及其制品消费大概率同比回落。预计6月消费品价格持平5月，因此必需消费变化不大。整体来看，6月消费小幅内生性改善，但5月长假和低基数的外生性效应消退，**社零增速或小幅回落至8.3%左右。**

**进出口方面：**PMI新出口订单指数继续下滑，5月2000亿美元加征关税前的出口抢运窗口期结束，但国内出口集装箱运价指数仍在高位，显示外需边际转差但尚未大幅回落；叠加工业品价格同比走低、人民币汇率贬值告一段落，**预计6月出口增速（美元计价）小幅回落至-2.5%**。PMI进口指数回落、国内进口干散货船运价指数维持低位，**预计6月进口增速仍将负增长，但基数效应下跌幅较上月小幅收窄至-3%**。今年以来贸易顺差走扩，属于衰退性顺差。

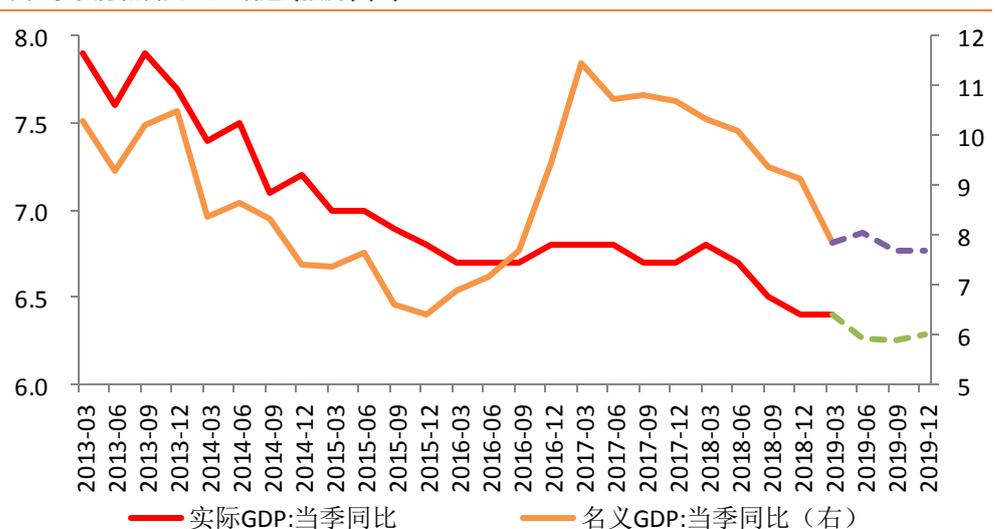
**通胀方面：**6月全月，黑色、有色、石油、化工、建材等各类主要工业品价格同比均有不同程度下滑，**预计6月PPI同比继续走低至0.1%左右，3季度PPI有通缩风险**。食品CPI维持高位，可能略高于5月：近期生猪存栏加速去化，6月以来猪肉价格重新加速上涨，畜肉价格同比小幅升高；水果、水产品价格同比上涨，鲜菜、蛋类价格同比回落。非食品CPI受PPI带动，大概率回落，对冲食品CPI上涨。整体来看，**预计6月CPI同比2.7%，与5月持平。**

**货币金融数据：**6月专项债净融资5000亿左右，非金融企业发债净融资约1700亿；银行季末冲量，新增信贷规模可能达到1.8万亿，贷款核销也将多增。在今年专项债放量和去年银行表外去杠杆的低基数影响下，**预计6月新增社融2.15-2.25万亿，对应存量社融增速10.8%-10.9%，较5月进一步回升。**

**总体来看，经济方面有三个结论：**（1）经济中长期下行趋势未改，内生增长动力偏弱；（2）2季度相比1季度下台阶，一方面是制造业、消费、出口增速继续顺周期下行，另一方面是逆周期政策力度收敛后，基建、地产投资增速回落；（3）5-6月以来，经济下行的斜率开始放缓，内需（消费、投资）窄幅波动，外需（出口）波动加大，同时逆周期政策正在经历从收敛到再加码的过渡期，经济在3季度中后期可能阶段性企稳。

**预计2季度实际GDP增速回落至6.2-6.3%（前值6.4%）；2季度通胀中枢较1季度有所抬升，预计2季度名义GDP增速升高至8.0%（前值7.8%）。**

图4：实际和名义GDP增速（预测）（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

G20 后，中美关系暂时进入缓和期，市场悲观情绪修复，关注点重回国内基本面——**经济和政策**。虽然经济仍在下行期，但 4 月下旬以来，投资者对短期经济基本面的预期已充分下修，当前宏观层面影响市场走势的关键因素在于：（1）逆周期政策是否再度加码；（2）下半年经济和企业盈利能否企稳。

由于中美谈判尚未达成协议，2000 亿加征关税也并未取消，同时经济下行仍在继续，因此逆周期政策的方向大概率不变（货币宽松、财政加码），但力度相比 G20 之前的预期可能有所减弱。目前仍处于政策从收敛到再加码的过渡期，观察后续政策取向有两个时间窗口：一是 7 月中下旬的中央政治局会议对下半年经济政策的定调；二是 7 月 31 日（北京时间 8 月 1 日 2:00）美联储议息会议结果，以及后续国内货币市场利率是否跟随下调。

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\\_11561](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11561)

