

供需双缩经济放缓压力加强，政策需适时调整

摘要

7月经济数据显示供需双缩，经济下行压力上升。生产面总体延续弱势，工业增加值超预期放缓，部分受季节性因素影响，总体产出延续弱势。而需求面投资开始放缓，房地产虽然相对依然具有韧性，但调控力度加强将导致未来房地产下行压力上升。而剔除汽车影响，社零同样弱平稳，总需求继续走弱。同时7月金融数据显示，信贷社融加速收缩，这意味着实体资金状况再度恶化，未来经济下行压力或继续上升。

随着经济下行压力上升，政策需要适时调整，结构性政策需要有所改变，使得政策导向能够更符合微观激励，以推动资金有效进入实体经济，减缓经济放缓压力。而实际上政策是否会在短期做出调整依然需要观察。在政策未调整之前，资金淤积在银行间市场的状况不会变化，叠加基本面走弱，因而继续利好利率债。我们预计10年期国债利率下降到3%以下后依然具有空间，债市将延续强势。

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

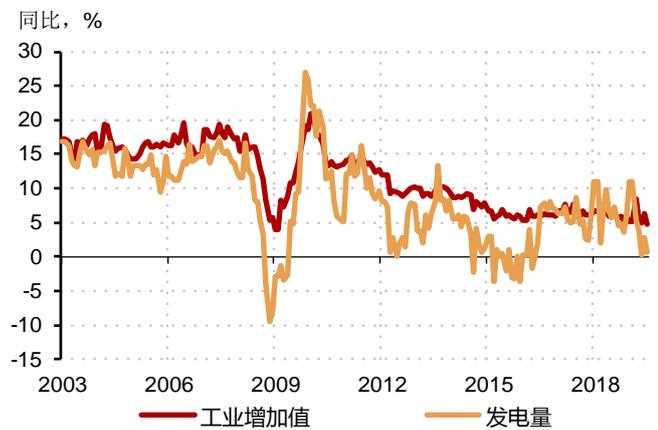
相关研究

1. 实体融资再度收缩，结构性政策阻碍信用投放 (2019-08-13)
2. 经济依然偏弱，政策延续结构性导向 (2019-08-12)
3. 货币政策继续以结构性为主——2019年2季度《货币政策执行报告》解读 (2019-08-11)
4. 消费品通胀压力有限，工业品通缩压力加剧 (2019-08-10)
5. 转口贸易支撑出口小幅回升，未来仍将延续弱势 (2019-08-09)
6. 信用面临收缩，资产荒将再现——2019年3季度银行信贷经理调研 (2019-08-06)
7. 15年会再现吗？——汇率破7后的走势与影响 (2019-08-05)
8. 再度加征关税对中方影响有限，或更多是美方策略 (2019-08-04)
9. 信用或再度收缩，全面看多利率债——月度经济预测 (2019-08-01)
10. 供给回升难持续，经济保持弱势 (2019-07-31)

7月生产面数据明显放缓。今日统计局公布数据显示经济下行压力上升。生产面7月工业增加值同比增长4.8%，增速较上月大幅下降1.5个百分点，低于我们与市场的预期（图1、表1）。工业增加值单月同比增速降至金融危机以来除春节因素影响以外月份的最低值。分行业看，上游产出和下游产出都出现明显放缓，上游中钢铁、有色等行业工业增加值7月分别为10.0%和10.3%，增速较上月下滑3.7和2.6个百分点。下游出口导向行业产出同样下滑，计算机通信和其它电子设备制造业、通用设备制造业、专用设备制造业工业增加值分别较上月下滑1.9、1.3和4.3个百分点至0.7%、4.0%和6.1%。

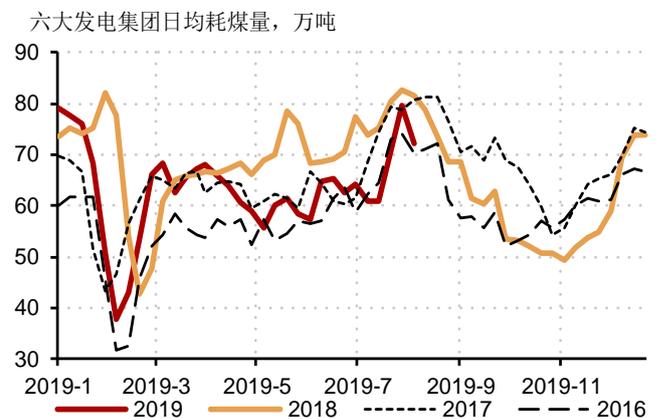
季末因素加大数据波动，工业生产将延续弱势。7月工业增加值大幅下滑背后部分由于季末因素导致6月数据过高，在经济下行压力之下，部分产出可能在6月份被提前上报，导致7月数据偏低。高频数据显示，生产面在7月并未出现大幅下滑的情况，这与工业增加值情况并不一致。因而，我们认为应该将6、7月份数据放到一起来看，6、7月工业增加值平均增速5.5%，显示工业生产继续处于若下行状况，但并未如7月数据表现那么明显。

图1：工业增加值同比增速明显放缓



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：高频数据并未出现明显下滑，7月产出放缓存在短期因素

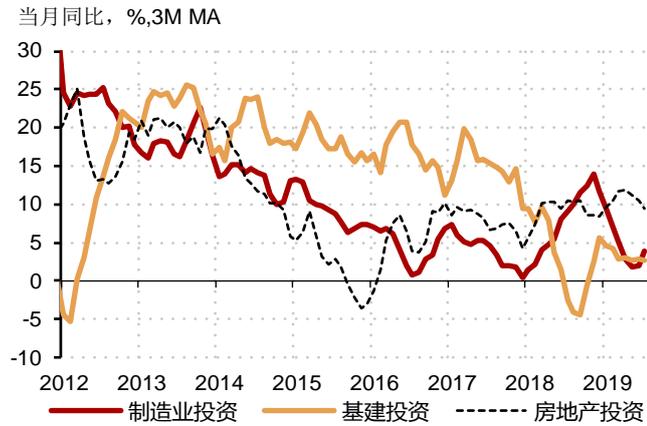


数据来源：Wind，西南证券整理

需求明显放缓，信用收缩将带动投资持续下行。7月当月固定资产投资同比增长5.1%，增速较上月下滑1.2个百分点，需求再度回落。其中制造业投资同比增长4.7%，增速较6月小幅提升0.9个百分点。显示结构性政策倒向对制造业投资有所支撑。但由于企业盈利持续放缓，而制造业投资基本由企业盈利决定，因而将依然延续弱势。而基建投资同比增长2.7%，增速较上月放缓1.2个百分点，地方政府债发行放量等并未明显推动基建投资回升，隐性债务依然对基建投资形成抑制。随着信用持续收缩，投资增速可能继续放缓。

房地产市场有所放缓但依然相对具有韧性，而近期管控加强未来下行风险将加大。虽然房地产市场有所放缓，但依然相对呈现韧性，下行幅度有限。7月当月商品房销售7月同比增长1.2%，增速较上月小幅提升3.4个百分点，房地产需求尚未明显下滑。而融资收紧导致7月房地产投资同比增长8.5%，增速较上月放缓1.6个百分点。但随着7月末政治局会议强调房住不炒、不以房地产刺激经济，同时央行强调加强房地产融资管控，随着房地产资金支持减弱，未来几个月房地产市场更明显走弱。7月土地购置面积同比下跌36.8%，跌幅较上月扩大22.5个百分点。预示着房地产下行压力将逐步上升，这将加大经济放缓压力。

图 3：6 月工业增加值回升明显



数据来源：Wind，西南证券整理

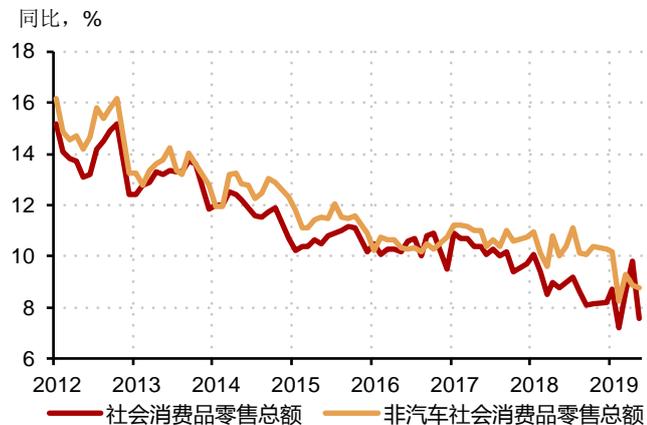
图 4：房地产下行压力将有所上升



数据来源：Wind，西南证券整理。

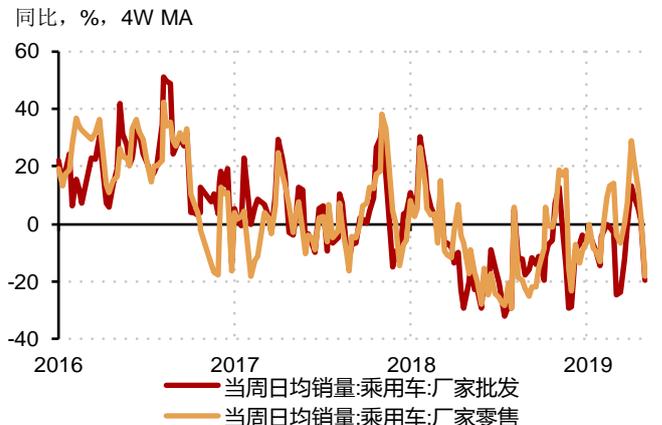
社零增速超预期回落，汽车依然是主要扰动因素，未来将延续弱平稳状况。今年 2 季度以来，社零数据受季节性因素冲击，波动明显加大。7 月社会消费品零售总额同比增长 7.6%，较上月大幅下滑 2.2 个百分点。近两个月社融增速放缓主要受汽车影响，7 月剔除汽车后社零同比增长 8.8%，近较 7 月放缓 0.1 个百分点，非汽车社零保持弱平稳。而从高频数据看，8 月汽车销售回归正常状况，汽车对社零增速的抑制作用将减弱。因而我们认为 8 月开始社零增速将回到弱平稳状况，将继续在 8.5% 增速左右运行。

图 5：汽车因素导致社零销售下滑明显



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：高频数据显示汽车销售并未持续下滑



数据来源：Wind，西南证券整理

供需双缩经济放缓压力上升，政策需要适时调整。7 月经济数据显示供需双缩，经济下行压力上升。生产面总体延续弱势，而信用收紧的情况下，投资开始放缓。同时 7 月金融数据显示，信贷社融加速收缩，这意味着实体资金状况再度恶化，未来经济下行压力或继续上升。而房地产可能成为经济下行的重要压力之一。随着经济下行压力上升，政策需要适时调整，结构性政策需要有所改变，使得政策导向能够更符合微观激励，以推动资金有效进入实体经济，减缓经济放缓压力。而事实上政策是否会在短期做出调整依然需要观察。在政策未调整之前，资金淤积在银行间市场的状况不会变化，叠加基本面走弱，因而继续利好利率债。我们预计 10 年期国债利率率下降到 3% 以下后依然具有空间，在基本面走弱和流动性宽松环境不改变情况下，债市将延续强势。

表 1：我国宏观经济指标预测

		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	2019-7	西南预测 2019-7F	市场预测 2019-7F
		CPI	同比%	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	2.8
PPI	同比%	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	-0.3	-0.1	-0.1
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	5.6	5.8
固定资产投资累积名义增速	同比%	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.6	5.8
消费品零售名义增速	同比%	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	8.5	8.5
新增人民币贷款	亿人民币	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	10000	12443
M2增速	同比%	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.5	8.5
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-3.0	-1.8
进口名义增速(美元计价)	同比%	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.6	-12.0	-8.2
贸易顺差	亿美元	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	434.9	396.2
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	6.90	6.84
存款准备金率	%	15.5	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5

数据来源：CEIC, Wind, 西南证券。注：市场预测为 Wind 调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_10707

