

“半年度效应”的消退

——7月经济数据思考

分析师：梁中华

执业证书编号：S0740518090002

电话：021-20315056

邮箱：liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理：吴嘉璐

电话：

Email：wujl@r.qlzq.com.cn

投资要点

- **1、“半年度效应”消退，生产大幅走弱。**根据国家统计局公布的最新数据，7月我国工业增加值同比实际增长4.8%，相比上月大幅回落1.5个百分点。工业生产不仅有“春节效应”，从历史数据来看，在半年度的时候也会呈现一定的“生产冲量”特征，这也能部分解释6月工业生产与PMI的背离。7月工业生产如期回落，但今年7月增速的回落幅度要明显大于往年，反映除了“半年度效应”以外，工业生产的下行压力也在增大。7月全国服务业生产指数同比增长6.3%，比上月回落0.8个百分点，反映工业降温的同时，服务业也在走弱。
- **2、地产压力增大，投资增速续降。**7月固定资产投资累计同比增长5.7%，相比上半年回落0.1个百分点。其中，基建投资（不含电力）累计同比增长3.8%，相比上半年回落0.3个百分点，地方隐性债务扩张受限是当前基建难以高增的重要原因。制造业投资累计同比增长3.3%，依旧处于低位。房地产投资累计同比增长10.6%，相比前6月继续回落0.3个百分点。7月商品房销售面积累计同比-1.3%，土地购置面积仍然大幅负增长。往前看，“房住不炒”基调不改，地产调控难松，房企融资依然偏紧，地产投资增速将继续高位回落。
- **3、当投资风光不再，消费也会下行。**7月社零总额名义、实际和限额以上同比增速分别为7.6%、5.7和2.9%，相较上月明显回落，汽车再度回落是主要原因，扣除汽车以外的社零增速为8.8%。从类别来看，必需品消费增长仍较为强劲，日用品、粮油食品、饮料、中西药品同比增速均小幅回暖，增速仍然在9%以上。可选品增速呈现分化，化妆品和文化办公用品同比高增，但石油制品负增长，地产相关增速仍然较低，家电、建筑装潢、家具等增速都出现了回落。随着国五去库存效应的消退，7月汽车零售增速再度回落，拖累消费增速也随之走弱。往前看，地产大周期的下行，决定了居民收入和财富增速都放缓，未来消费增速仍趋于下行。
- **4、债牛其实很长，股市重在结构。**去年至今我们对经济的看法一直未变，哪怕一季度诸多经济和金融数据短期好转，我们观点依然坚定。核心逻辑在于，过去十多年我国经济潜在增速不断下行，房地产刺激才是主导经济短期波动的关键变量，而地产周期的缓慢下行，决定了经济很难企稳回升，后续压力会甚至会更大。外部来看，我国加入WTO后逐渐超过美国，成为全球增量需求的最大来源，我国经济增速回落，全球经贸降温的趋势也会延续，地缘政治、贸易等问题无异于雪上加霜。在经济下行压力之下，国内政策也会边际宽松，降准会继续，公开市场大概率降息，信用政策更多以定向宽松为主，降低基准利率的可能性较小，更多通过利率并轨引导非地产经济的融资成本下行。宽财政也会继续发力，下半年专项债额度有望上调，隐性债务置换也存在放松空间，基建下半年回升速度或加快。从资产配置上，我们依然看好自然利率下行中的债券、类债券资产的机会，同时看好新经济龙头资产。
- **风险提示：海外风险、政策变动、经济下行。**

相关报告

- 1 施工面积高增长：被拉长的建设周期
- 2 需求韧性犹存，行业盈利中枢继续维持高位
- 3 啤酒行业深度报告：从消费税的视角出发，再议啤酒行业盈利能力的提升

内容目录

1、“半年度效应”消退，生产大幅走弱	- 3 -
2、地产压力增大，投资增速续降	- 5 -
3、当投资风光不再，消费也会下行	- 6 -
4、债牛其实很长，股市重在结构	- 7 -

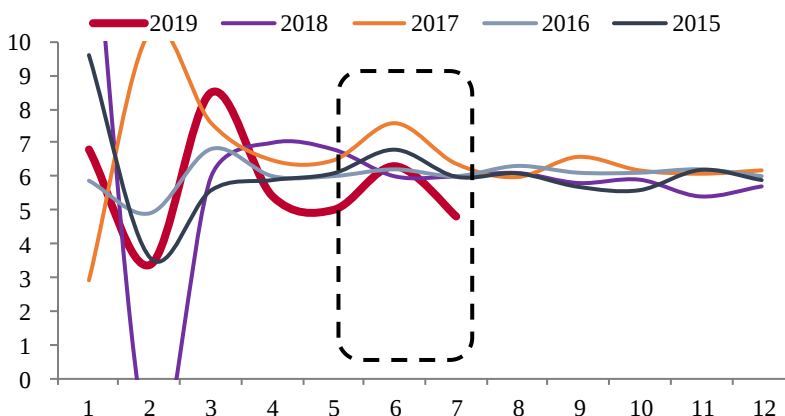
图表目录

图表 1：工业增加值同比增速的“半年度效应”	- 3 -
图表 2：各行业工业增加值同比增速以及相比上月的增速变化（%）	- 4 -
图表 3：服务业生产指数同比与服务业 PMI 走势（%）	- 4 -
图表 4：工业增加值增速和 PPI 同比（%）	- 5 -
图表 5：出口交货值占工业增加值的比重（%）	- 5 -
图表 6：工业增加值与出口交货值同比增速（%）	- 5 -
图表 7：固定资产投资当月和累计增速（%）	- 5 -
图表 8：基建和制造业投资累计增速（%）	- 5 -
图表 9：房地产投资和销售面积增速（%）	- 6 -
图表 10：本年购置土地面积累计增速（%）	- 6 -
图表 11：限额以上各类商品当月同比增速以及增速变化（%）	- 7 -
图表 12：化妆品与汽车零售额增速（%）	- 7 -
图表 13：实物商品网上零售额累计增速（%）	- 7 -
图表 14：房地产相关对 GDP 的拉动和贡献（%）	- 8 -
图表 15：全球经济增量需求的主要来源（%）	- 8 -

1、“半年度效应”消退，生产大幅走弱

- 7月我国工业增加值同比实际增长4.8%，相比上月大幅回落1.5个百分点。其中，制造业同比增长4.5%，相比上月回落1.7个百分点，为主要拖累；采矿业同比增长6.6%，回落0.7个百分点，但电燃水行业增速小幅抬升0.3个百分点至6.9%。
- “半年度冲量”过后，7月工业生产如期回落。工业生产不仅有“春节效应”，从历史数据来看，在半年度的时候也会呈现一定的“生产冲量”特征，这也能部分解释6月工业生产与PMI的背离。7月工业生产如期回落，但今年7月增速的回落幅度要明显大于往年，反映除了“半年度效应”以外，工业生产的下行压力也在增大。

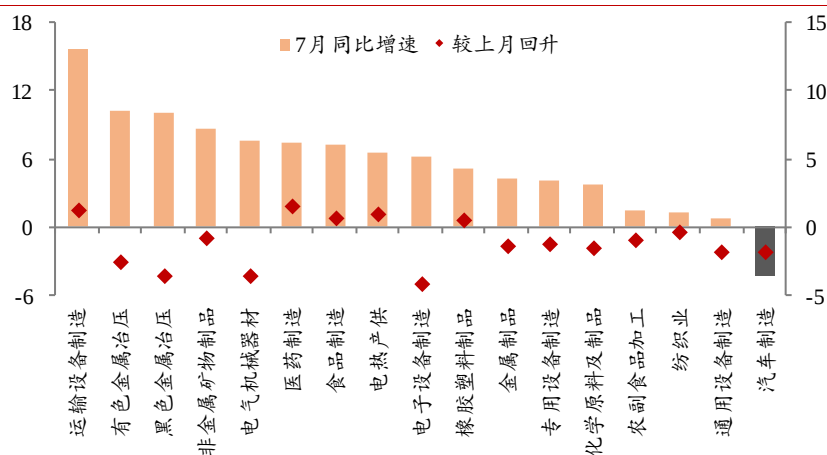
图表1：工业增加值同比增速的“半年度效应”



来源：WIND，中泰证券研究所

- 从具体行业来看，7月多数工业行业增加值增速都在放缓。统计局目前公布的17个工业行业中，有12个行业的同比增速相比上月呈现回落。具体行业来看，铁路等运输设备制造业同比增长15.7%，增速加快，反映交运仍是基建发力的重点；黑色和有色金属冶炼同比增速有所放缓，但增速仍在高位，主因在于供给压制的缓解；计算机等电子设备制造、电气机械和器材制造同比增速分别回落了4.3个和3.7个百分点，汽车制造业同比增速仍为负值，且降幅较上月扩大了1.9个百分点。

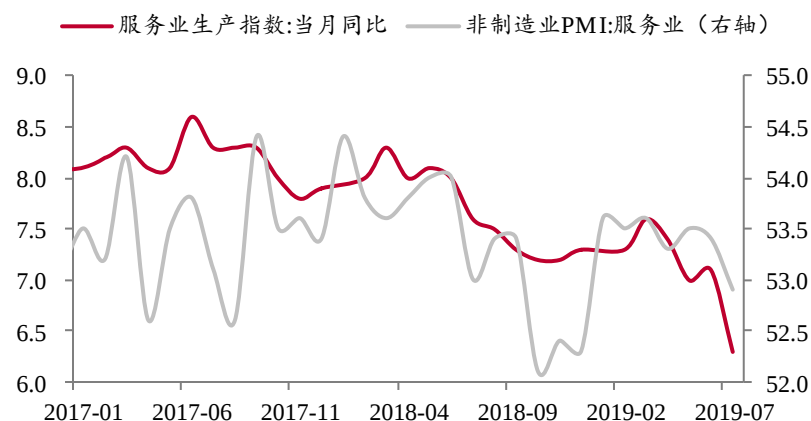
图表 2：各行业工业增加值同比增速以及相比上月的增速变化（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

- 而工业降温的同时，服务业也在走弱。7 月全国服务业生产指数同比增长 6.3%，比上月回落 0.8 个百分点，这和 7 月服务业 PMI 的回落是一致的，反映工业降温的同时，服务业也在走弱，经济下行压力增大。

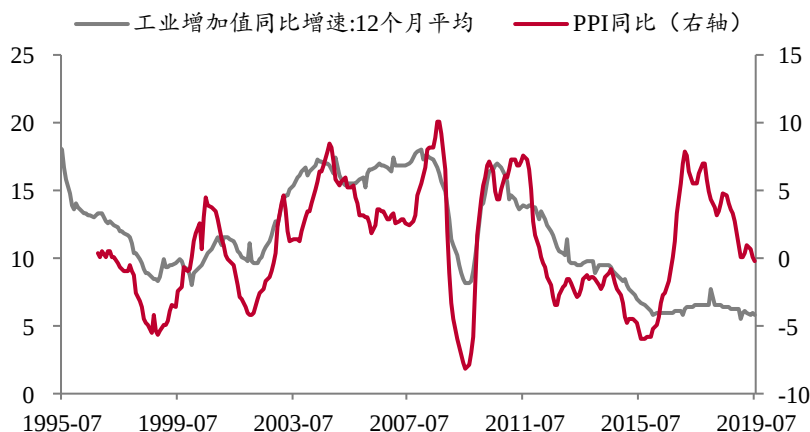
图表 3：服务业生产指数同比与服务 PMI 走势（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

- 往前看，工业品“量价”走势将逐渐趋同。历史来看，工业增加值增速与 PPI 同比表现相对一致，主要是因为 PPI 走势也会影响企业利润，进而影响工业企业的生产积极性。2016 年以来的“量价背离”，主要源于供给侧改革带来的结构性涨价，特别是在下游需求偏弱的环境下，结构性涨价带来的后果是进一步挤压下游利润，影响下游企业的生产。但去年 4 季度以来，随着供给端限制的边际缓解，PPI 同比明显回落，“量价”走势逐渐趋同。

图表4：工业增加值增速和PPI同比（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

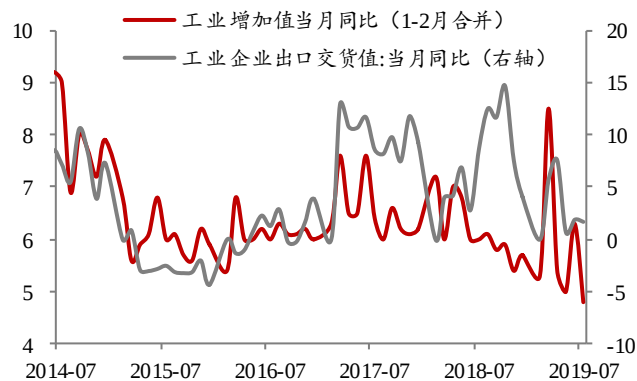
- 而海外需求其实也不乐观，也在拖累工业生产。尽管近几年我国工业生产的出口依赖度有所下降，但 2018 年出口交货值占全部工业增加值的比例仍有 40%以上，因此历史上来看，出口交货值和工业增加值增速走势较为一致。全球经贸在降温，海外需求也在走弱，特别是贸易问题使得我国下半年出口仍然面临较大压力，也会拖累工业生产。

图表5：出口交货值占工业增加值的比重（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表6：工业增加值与出口交货值同比增速（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

2、地产压力增大，投资增速续降

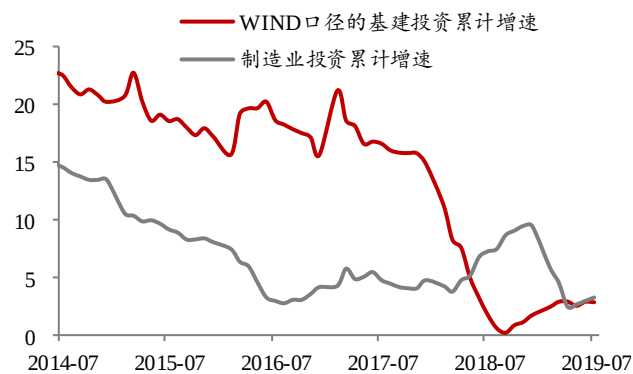
- 固定资产投资增速较上半年回落 0.1 个百分点，基建和制造业增长仍处低位。7 月固定资产投资累计同比增长 5.7%，相比上半年回落 0.1 个百分点，折算当月同比仅 5.1%。其中，基建投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，相比上半年回落 0.3 个百分点，折算当月仅增长 2.3%，按 WIND 口径的基建来看，当月同比增速也仅有 2.7%，地方隐性债务扩张受限是当前基建难以高增的重要原因。制造业投资累计同比增长 3.3%，依旧处于低位，短期来看经济仍未企稳。

图表7：固定资产投资当月和累计增速（%）

图表8：基建和制造业投资累计增速（%）



来源: WIND, 中泰证券研究所



来源: WIND, 中泰证券研究所

- **地产投资增速续降, 销售依然负增。**7月房地产投资累计同比增长10.6%, 相比前6月继续回落0.3个百分点, 折算当月同比仅增长9.0%, 是今年以来的低位。地产销售也在持续负增, 7月商品房销售面积累计同比-1.3%, 而土地购置面积仍然大幅负增长, 同比跌幅再度扩大。

图表9: 房地产投资和销售面积增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表10: 本年购置土地面积累计增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

- **往前看, 地产调控难松, 房地产周期将继续走弱。**从政策和融资角度来看, “房住不炒”的基调不会改变, 地产调控难以放松, 房企融资依然偏紧, 预计未来房地产周期将继续走弱。而当前的地产投资增速仍处高位,

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_10717

