

数据再超预期 社零表现亮眼

——宏观经济周报

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019 年 7 月 16 日

证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

相关研究报告

- 2019 年二季度 GDP 同比增速 6.2%，上半年 GDP 同比增速为 6.3%。从三驾马车看，投资对 GDP 的拉动作用回升偏快，净出口对 GDP 的拉动作用有所下滑，消费虽仍是拉动 GDP 增速的主要力量，但其对 GDP 的拉动作用边际再度走弱。总的来看，经济仍运行在合理区间之中，但考虑到需求不振对财政乘数的制约、制造业投资的高基数、房地产监管的趋严以及消费能力的透支，未来经济仍有一定下行压力。**具体而言，从生产端看**，上半年工业增加值同比增长 6%，6 月同比增速大幅回升，既有去年同期偏低的基数效应影响，又与逆周期调节政策的发力有关。从结构上看，制造业是拉动本期生产的主要力量。从行业看，铁路、黑色金属、汽车制造业、有色金属等行业回升较快，也应与逆周期政策的落地有关。展望未来，在财政乘数与财政空间均将受制于经济前瞻不佳的情况下，生产增速还有回落压力。**从需求端看**，**消费方面**，上半年社零同比增长 8.4%，其中 6 月社零同比增长 9.8%，而实际社零增速也回升了 1.5 个百分点，主要是受国五换国六背景下，企业与经销商去库存力度加大引致汽车销量的回暖影响。展望未来，考虑到本期社零数据的好转部分透支了居民对汽车的消费能力，因而社零增速仍有较大回落压力。**投资方面**，1-6 月固定资产投资累计同比增速小幅回升 0.2 个百分点。从结构看，地产投资增速小幅回落，制造业投资与基建投资均上行。未来固定资产投资在地产行业边际收紧、企业利润仍将低位徘徊以及财政压力逐步显现的情况下，仍有一定下行压力。具体来说，**地产投资累计增速**回落至 10.9%。从结构上看，除施工面积继续持平于上月外，新开工面积、竣工面积均有所回落，其中新开工面积边际降幅最大。结合本月商品房销售面积与销售额再度小幅回落判断，地产商加速周转应正逐渐步入尾声。再考虑到近期房地产领域的调控力度有所增加，预计 7 月地产投资将仍有下行压力。**制造业投资方面**，本期制造业投资较上月回升 0.3 个百分点，可能与上月工业企业利润的回暖有关。展望未来，考虑到企业盈利仍将维持在较低水平以及下半年制造业投资同比基数回升影响，制造业投资仍有一定下行压力。**基建投资**同比增速回升至 4.1%，主要是受逆周期政策加码影响。但值得注意的是，下半年地方政府专项债发行或将受制于额度限制。因而若再考虑到经济前景不佳对财政乘数的制约，基建投资高速增长仍有较大难度。

- 高频数据跟踪表明：

下游方面，地产销售增速小幅回暖，土地供应、成交依旧低迷。汽车零售批发增速双降，整体来看，终端需求依旧面临疲软的压力。

中游方面，价格涨少跌多，需求较上周有所转弱。

上游方面，煤炭价格小幅回落。有色方面，LME 铜、锌价格小幅回落，铝价格略有回升。原油价格有所回升。BDI、BCI 环比回升，同比改善。上游价格涨跌互现，全球需求较上周有改善迹象。

风险提示：全球贸易争端和国内经济下行超预期。

一、数据再超预期 社零表现亮眼

2019 年二季度 GDP 同比增速 6.2%，较一季度回落 0.2 个百分点，上半年 GDP 同比增速为 6.3%。从三驾马车看，投资对 GDP 的拉动作用回升偏快，净出口对 GDP 的拉动作用有所下滑，消费虽仍是拉动 GDP 增速的主要力量，但其对 GDP 的拉动作用边际再度走弱。总的来看，经济仍运行在合理区间之中，对于 6 月超预期的数据表现，还需客观看待。

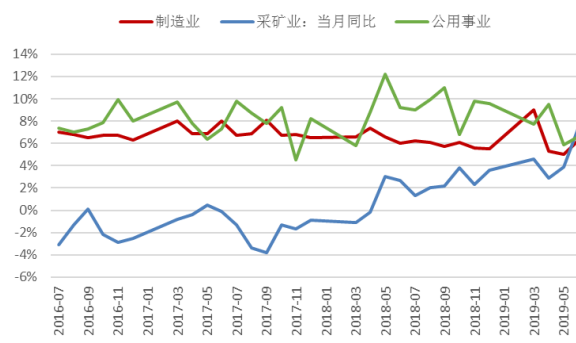
具体而言，从生产端看，上半年工业增加值同比增长 6%，其中 6 月单月同比增长 6.3%，较前两月大幅回升，既有去年同期偏低的基数效应影响，又与逆周期调节政策的大幅发力有关。具体来说，一方面，从环比增速观测，去年同期环比增速较上月有所回落，整体来看位于该年的较低水平，因而基数回落对本月生产端增速产生一定支撑作用。另一方面，以地方政府专项债发行额度观测，2019 年 6 月地方政府专项债发行五千多亿元，较前几月回升幅度较大，逆周期调节政策再次大幅发力使生产端同比增速大幅回升。从结构上看，采矿业、制造业同比增速均有所回升，其中采矿业边际升幅较大，制造业次之，公共事业居于末位，考虑到采矿业权重较小，制造业是拉动本期生产的主要力量。从行业看，铁路、黑色金属、汽车制造业、有色金属等行业回升较快，也应与逆周期政策的落地有关。展望未来，在财政乘数与财政空间均将受制于经济前瞻不佳的情况下，生产增速还有回落压力。

图 1：工业增加值同比增速回升偏快



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：采矿业、制造业同比增速均有所回升

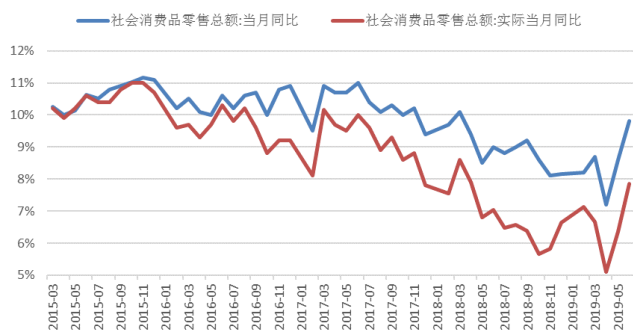


资料来源：Wind，渤海证券研究所

从需求端看，消费方面，上半年社零同比增长 8.4%，较一季度末回升 0.1 个百分点，其中 6 月社零同比增长 9.8%，较上月大幅回升 1.2 个百分点，而实际社零增速也回升了 1.5 个百分点至 7.9%，主要是受国五换国六背景下，企业与经销商去库存力度加大引致汽车销量的回暖影响。从结构上看，必选消费依然发挥稳定器作用，而可选消费同比增速纷纷回升，其中汽车增速大幅提升，地产链也小幅回

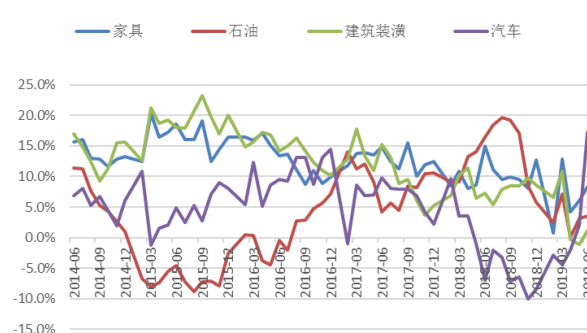
暖。展望未来，考虑到本期社零数据的好转部分透支了居民未来对汽车的消费能力，因而未来社零增速仍有较大回落压力。

图 3：社零同比增速大幅回升



资料来源：Wind，渤海证券研究所

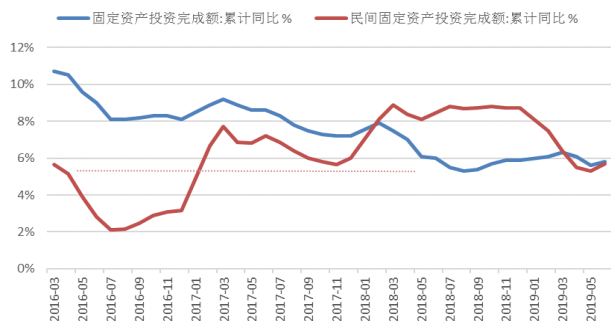
图 4：汽车同比升幅明显



资料来源：Wind，渤海证券研究所

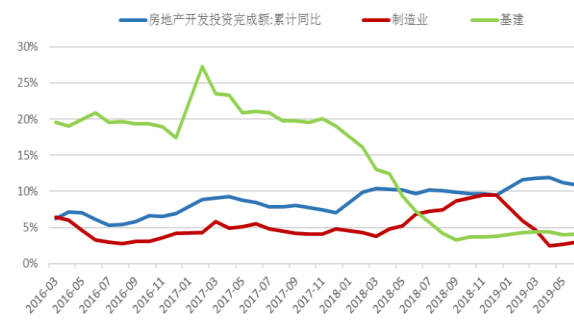
投资方面，1-6月固定资产投资累计同比增速为5.8%，较上月小幅回升0.2个百分点。从结构看，地产投资增速小幅回落，制造业投资与基建投资均上行。未来固定资产投资在地产行业边际收紧、企业利润仍将低位徘徊以及财政压力逐步显现的情况下，仍有一定下行压力。

图 5：固定资产投资增速小幅回升



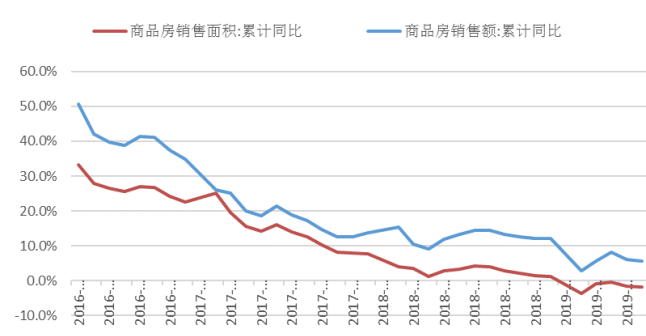
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：地产投资增速小幅回落，制造业、基建投资均上行



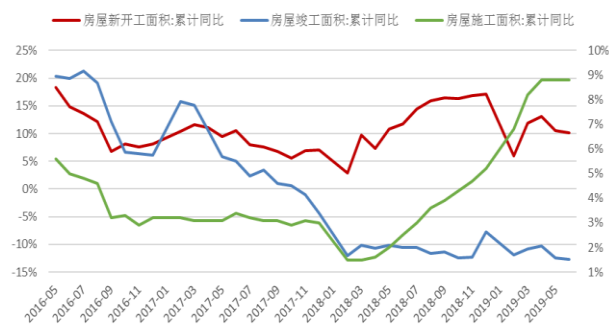
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：地产销售延续回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：新开工面积、竣工面积增速均有所回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

具体来说，地产投资增速小幅回落0.3个百分点至10.9%。从结构上看，除施工面积继续持平于上月外，新开工面积、竣工面积均有所回落，其中新开工面积边

际降幅最大。结合本月商品房销售面积与销售额再度小幅回落判断，地产商加速周转转正逐渐步入尾声。再考虑到近期房地产领域的调控力度有所增加，预计 7 月地产投资将仍有下行压力。

制造业投资方面，本期制造业投资较上月回升 0.3 个百分点，可能与上月工业企业利润的回暖有关。从结构上看，有色、计算机、化工同比增速回升；铁路、电气机械同比增速有所回落。展望未来，考虑到企业盈利仍将维持在较低水平以及下半年制造业投资同比基数回升影响，制造业投资仍有一定下行压力。

基建投资同比增速 4.1%，较上期提高 0.1 个百分点，主要是受逆周期政策加码影响。具体来说，正如前文所说，2019 年 6 月地方政府发行额度较前几月大幅回升，五千多亿元的地方政府专项债将为基建投资提供资金支持。而专项债可作为符合条件的重大项目资本金，也将在一定程度上缓解地方政府的财政压力。但值得注意的是，2019 年地方政府专项债的发行额度为 2.15 万亿，截至 2019 年 6 月 30 日，地方政府专项债已发行 1.55 万亿，即下半年地方政府专项债发行或将受制于额度限制。因而若再考虑到经济前景不佳对财政乘数的制约，基建投资高速增长仍有较大难度。

总的来看，6 月经济数据表现较好，超乎市场一致预期，生产受逆周期政策调节及基数偏低影响有所回升；消费在国五换国六企业加速去库存的情况下表现亮眼；投资增速亦小幅回升，整体来看经济仍运行在合理区间之中。但考虑到需求不振对财政乘数的制约、制造业投资的高基数、房地产监管的趋严以及消费能力的透支，未来经济仍有一定下行压力。

二、上中下游跟踪

2.1 地产销售小幅回暖，汽车零售批发增速双降

7 月第一周地产销售增速再度小幅回暖。从结构看，单周各城市表现分化，其中一二线城市同比增速有所回升，二线城市同比增速则回落偏快。移动平均法下，各线城市同比增速均略有回暖。土地方面，土地供应成交增速依旧低迷，移动平均法下，土地供应成交增速纷纷回落。汽车方面，7 月第一周汽车零售同比增速为-7%，前值为 8.4%；批发同比增速为-24%，前值为-1%，零售批发销售增速较上周均有所回落，终端需求整体来看依旧偏弱。

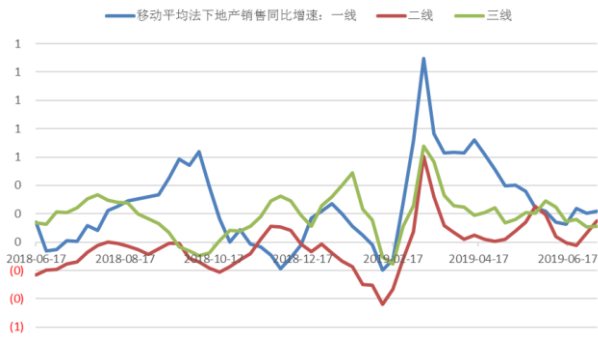
2.2 中游价格涨少跌多，需求较上周有所转弱

钢铁方面，高炉开工率略有回落，螺纹钢、冷热轧板卷价格小幅回调。铁矿石指数微有回落。水泥价格延续回落，华北地区较强。化工方面，PTA 价格小幅回落，PTA 开工率回落偏快，涤纶 POY 小幅回落。总体而言，环保限产背景下，中游价格涨少跌多，或表明需求较上周有所转弱。

2.3 上游价格涨跌互现，全球需求较上周有改善迹象

煤炭价格小幅回落，六大发电集团日均耗煤量小幅回落，同比增速继续回落，发电集团煤炭库存略有回升，秦皇岛港库存小幅回升。有色方面，LME 铜、锌价格小幅回落，铝价略有回升。原油价格有所回升。BDI、BCI 环比回升，同比改善。总体而言，上游价格涨跌互现，BDI、BCI 显示的全球需求较上周有继续改善的迹象。

图 9: 移动平均法下, 各线城市地产销售增速边际回暖



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 发电集团日均耗煤量小幅回落



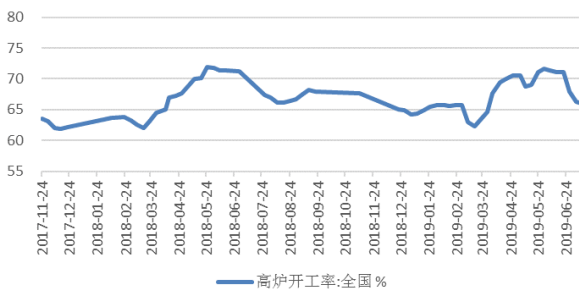
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 秦皇岛港库存小幅回升



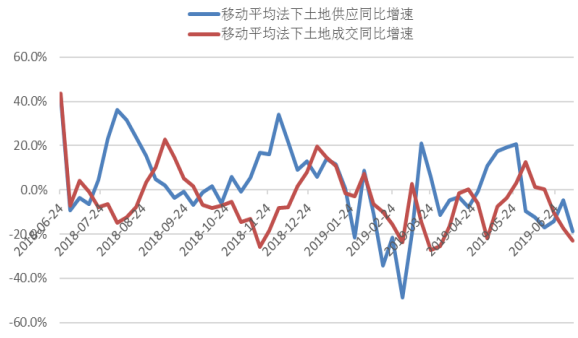
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 高炉开工率略有回落



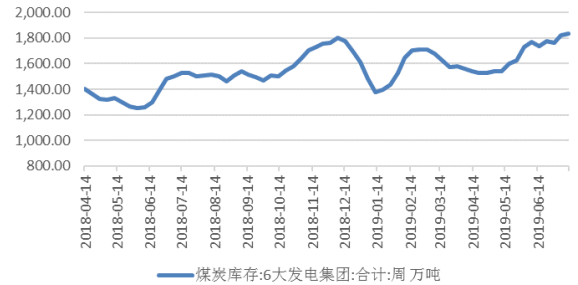
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 土地供应成交增速回落



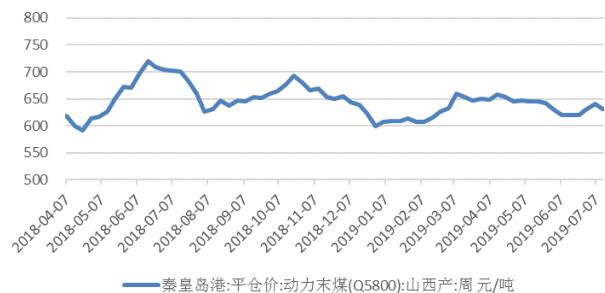
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 发电企业煤炭库存略有回升



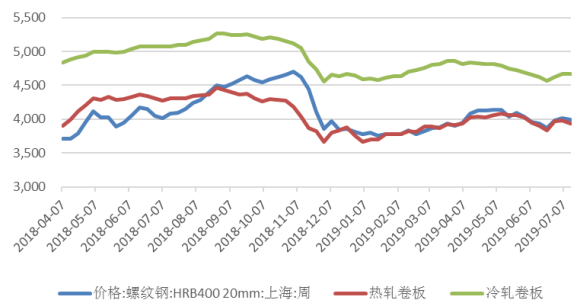
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 煤炭价格小幅回落



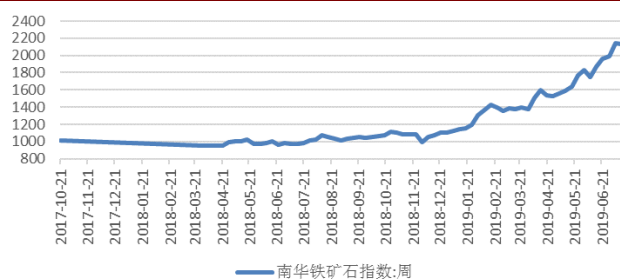
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 螺纹钢、冷热轧板卷价格回调



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: 南华铁矿石指数微有回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 19: PTA 价格小幅回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 21: 原油价格有所回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 23: SCFI 小幅回升、CCFI 略有回落



图 18: 水泥价格延续回落



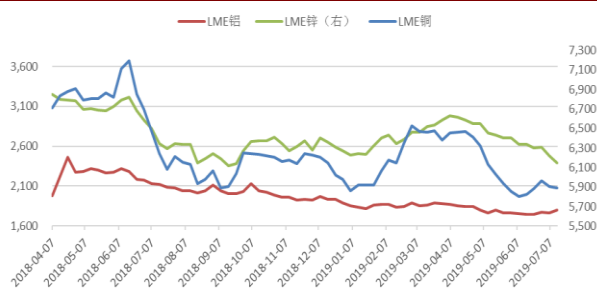
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 20: PTA 开工率回落偏快



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 22: LME 铜、锌价格小幅回落, 铝价略有回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 24: BDI、BCI 环比回升, 同比改善



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_11344

