

2019年07月16日

固定收益研究

研究所

证券分析师:
021-68930187
联系人:
021-60338175

靳毅 S0350517100001
jiny01@ghzq.com.cn
吕剑宇 S0350119010018
lvjy@ghzq.com.cn

经济已经触底了吗？

——2019年6月经济数据点评

相关报告

《金融数据点评：6月社融数据略超预期，但地产融资政策收紧需警惕》——2019-07-14

《6月CPI、PPI数据点评：在通胀与通缩的矛盾中，保持定力支撑经济将是主基调》——2019-07-10

《2019年5月经济数据点评：地产投资拐点或至，消费反弹难掩总体疲软》——2019-06-16

《5月CPI、PPI数据点评：鲜果上涨带动5月食品CPI，食品与非食品价格走势分化》——2019-06-12

《2019年5月PMI数据点评：贸易战拖累外部需求，未来关注就业政策力度》——2019-05-31

投资要点：

- **事件** 二季度GDP实际增长6.2%，较一季度放缓0.2个百分点。6月规模以上工业增加值同比增长6.3%，前值为5.0%；1-6月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.8%，前值为5.6%。6月社会消费品零售总额同比名义增长9.8%，其中限额以上单位消费品零售额同比增长9.7%。
- 二季度GDP实际增速较一季度放缓0.2%，降幅较大，证实今年以来经济确实存在较大下行压力。
- 但单纯看6月份，工业增加值、累计投资、社会消费三项数据均较5月份有所好转，那么，这是否预示着经济已经基本触底？
- 我们分析认为，6月份的数据反弹更多来源于暂时性的因素，三季度基本面总体仍将处于下行通道当中。
- **风险提示**：贸易战风险，政策支持力度不及预期。

1、点评

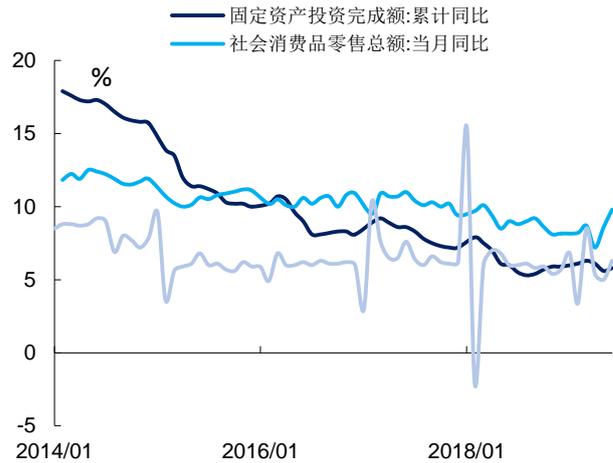
社会消费品零售总额（以下简称“社消”）方面，“国六”政策节点前，汽车零售端加速降价去库存，拉动社消暂时冲高，后续可能面临透支效应。6月社消同比较上月反弹1.2%，其中汽车类零售额较上月大幅反弹15.1%。考虑到汽车销售在社消总量中占比超过10%，因此6月社消反弹基本上由亮眼的汽车销售数据提供。

图 1：二季度 GDP 增幅下降幅度较大



资料来源：WIND、国海证券研究所

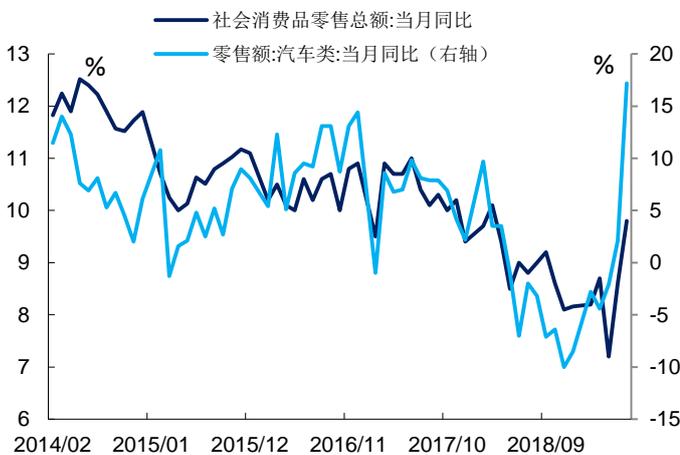
图 2：6 月社消、投资、工业增加值数据同比反弹



资料来源：WIND、国海证券研究所

但我们认为，6月汽车消费反弹的原因主要是政策性的：（1）7月1日主要城市地区“国六”标准上线，各厂商通过各种渠道加紧降价销售“国五”汽油车；（2）6月25日之后新能源车“地补”全面取消，存在消费者在政策窗口期加紧购买的现象。三季度政策性因素对汽车销售的贡献将消退，并且可能存在透支效应。中期来看，社消走势仍将由居民收入和消费者信心决定，目前就业市场压力尚存，三季度社消仍可能面临一定压力。

图 3：6 月社消反弹主要由汽车销售贡献



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4：就业压力部分传导至房屋租赁市场



资料来源：WIND、国海证券研究所

投资方面，贸易战暂停短期利好制造业投资，但长期不确定性仍存；房地产投资下行趋势则较为明确。6月份制造业投资累计同比增长3.0%，较上月反弹0.3%。G20中美贸易战暂停，短期利好制造业投资信心。但是在已有2000多亿美元关税的压力下，制造业产业链转移或将是一个长期的过程。在融资端，我们在前期报告中已提示过包商银行在打破银行间刚兑、重新定义风险资产的意义，中小银行资产端的长期收缩不利于降低制造业企业的融资门槛。

图 5: 越南受益于中美贸易战产业转移



资料来源：WIND、国海证券研究所

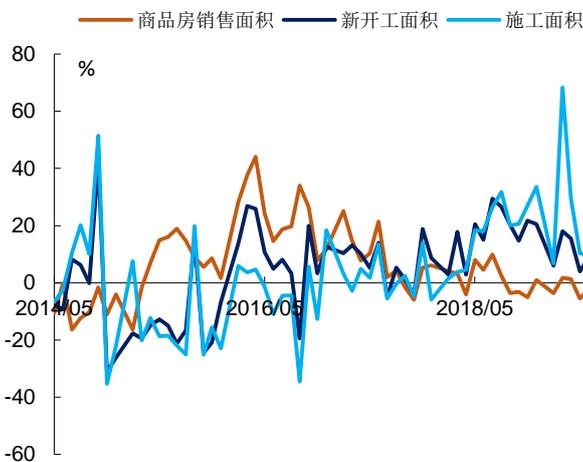
图 6: 包商银行事件后信用分化明显



资料来源：WIND、国海证券研究所

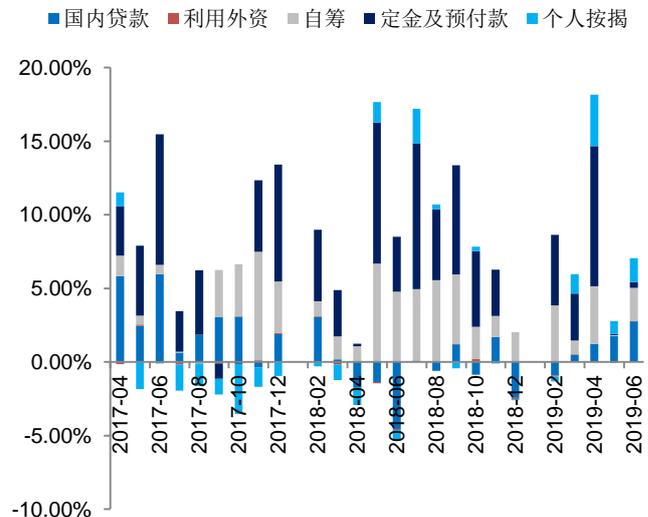
6月份房地产投资累计同比增长10.9%，较上月下滑0.3%。根据我们前期在华东地区调研，19年房地产企业库存周转明显加快，“以销售定存货”战略更加普遍。在销售端，随着5月以来热点城市楼市调控收紧，6月销售面积同比增长连续两个月为负。在融资端，近期房地产信托融资全面叫停，进一步收紧了房企资金通道。因此融资端、销售端结合来看，三季度房地产投资大概率仍处于下行通道。

图 7: 6月商品房销售同比连续2个月负增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8: 自筹与贷款是推动6月投资额反弹的主要因素



资料来源：WIND、国海证券研究所

6月份基建投资累计同比增长4.1%，较上月小幅反弹0.1%。在经济下行压力仍存的大背景下，政府开支与基建能够多大幅度的托底经济成为市场关注的焦点。我们倾向于认为，在政府部门杠杆率仍高且预算存在约束的情况下，下半年基建投资的反弹幅度可能有限。

图 9：下半年财政支出可能存在下行趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

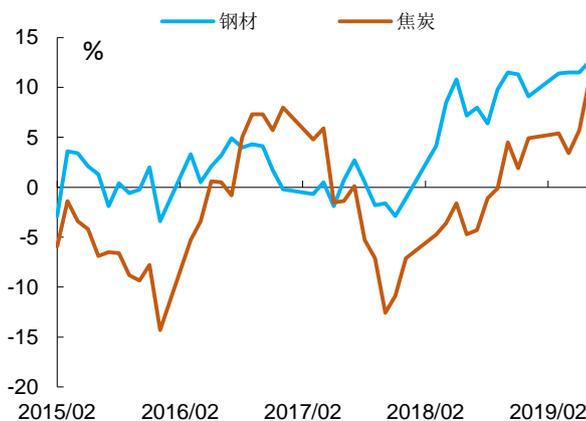
图 10：下半年地方债务增长空间相对有限



资料来源：WIND、国海证券研究所

工业数据方面，6月中上游黑色系生产旺盛，未来下游需求转弱或将向上传导。6月工业增加值同比增长6.3%，较上月反弹1.3%。其中采矿业、制造业、电力燃气及水的生产及供应业同比分别增长7.3%、6.2%、6.6%。年初以来地产开工需求较高，拉升了钢铁、焦炭价格，使得两者产量同比增长12.6%、10.7%，分别较上月增长1.1%、5.0%，是推动工业数据增长的重要因素。而随着近期地产投资在逐渐下行，高频数据上看钢铁价格已经从高位回落。未来下游需求的转弱将逐渐向上游商品价格传导，并进一步影响生产活动。

图 11：6月黑色系产量数据向好



资料来源：WIND、国海证券研究所

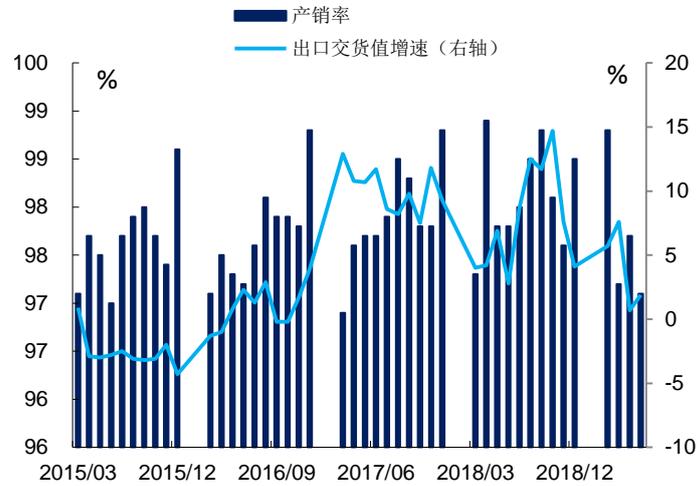
图 12：6月以来中游钢材价格已经明显下行



资料来源：WIND、国海证券研究所

6月出口交货值同比增长1.9%，较上月反弹1.2%，但依然显著低于5月之前的数据。未来贸易谈判将是一个长期的过程，三季度贸易不确定性仍存的情况下，出口方面大概率维持偏弱格局。

图 13: 5月以来产销率、出口交货值表现疲软



资料来源: WIND、国海证券研究所

风险提示: 贸易战风险, 政策支持力度不及预期。

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_11368



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn