

季度和月度数据背离，该看哪个？ ——6月经济数据点评

基本结论

- **事件：**统计局公布：二季度 GDP 同比增长 6.2%，前值 6.4%；6 月规模以上工业增加值同比增长 6.3%，前值 5.0%；1-6 月固定资产投资同比增长 5.8%，前值 5.6%；6 月社会消费品零售总额同比增长 9.8%，前值 8.6%。我们点评如下：
- **单月数据为啥好？扰动因素不容忽视。**具体看分项数据，扰动因素有三点：1) 工业增速大幅反弹，基数变化是主因，出口交货值和产销率指标反映需求依然承压；2) 汽车拉动社零增速回升，但存在提前透支需求的隐忧；3) 制造业投资增速小幅反弹，但从结构分化角度看，仍处于磨底阶段。
- **季度数据表明下行趋势尚未改变。**结合金融数据来看，在表内贷款和地方专项债推动下，6 月份社融规模超预期，但结构不容乐观，下半年社融增速存在回落压力，在宽信用磨底阶段，基本面下行趋势尚未改变。此外，6 月份全国城镇的调查失业率小幅上升 0.1 个百分点。临近大学生毕业季，结构性就业压力不容忽视。
- **下半年经济增长不确定性来自于三个方面：**1) 关注地产调控升温，融资环境大幅收紧对投资端存在约束；2) 严控隐性债务压力下，基建投资回升空间可能不及预期；3) 贸易战缓和不改全球需求共振走弱趋势，对出口产业链和就业冲击较大。
- **从经济不确定性看货币政策的确定性。**早间人民银行增量续作 MLF，结合上周五央行负责人讲话，我们判断三季度降息降准的可能性较大。
- **债市策略：关注长端交易机会。**考虑到三季度经济放缓趋势延续，货币政策再度边际放松的必要性大幅上升。结合通胀压力阶段性回落，社融走弱，利率债供给压力缓解，市场环境对债市较为友好。同时，央行维持资金利率和无风险利率等“合理稳定”水平的表态，意味着资金价格和长债收益率大幅反弹的可能性较低，交易层面安全边际较高。从当前期限利差过于陡峭的角度考虑，长端交易机会较大，建议积极关注。
- **风险提示：**货币政策大幅收紧，债市波动加大。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

肖雨 分析师 SAC 执业编号：S1130519050001
xiaoyu@gjzq.com.cn

二季度 GDP 增速降至 6.2%，相比于一季度的 6.4%，0.2 个百分点的降幅符合市场对于经济下行压力的预期；与此同时，6 月份投资、消费、工业等各项指标远超预期，从日内国债期货先涨后跌的走势看，债市投资者似乎存在经济已经触底企稳的担忧。那么，季度和月度数据为何背离，到底该关注哪一个呢？

1. 单月数据为啥好？扰动因素不容忽视

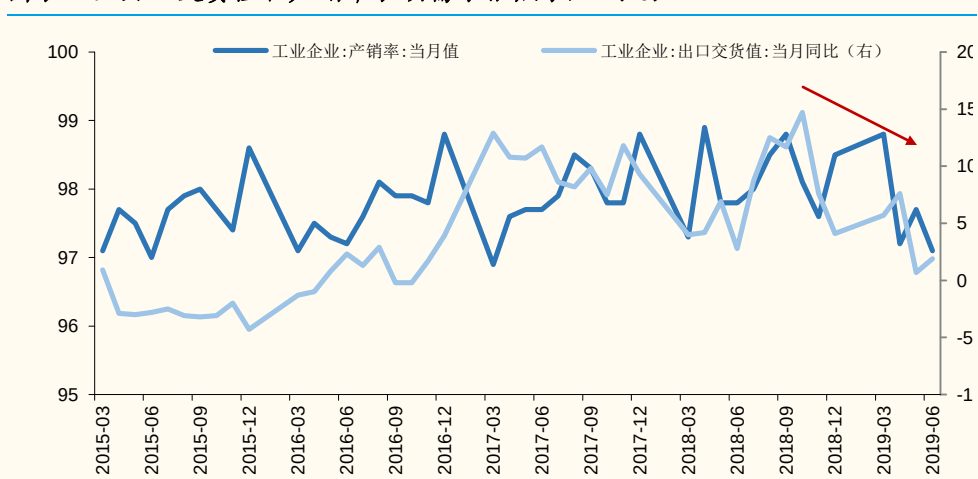
从最近几年基本面表现看，GDP 增速保持低波动率的同时，出口、工业生产、消费等月度指标的高波动性一直是令市场伤脑筋的问题，假期因素扰动、季末财政支出发力、信贷季节性波动等各种解释不一而足。具体看 6 月经济数据，我们认为存在三个扰动因素。

■ 扰动一：工业增速大幅反弹，基数变化是主因

6 月份工业增加值同比增长 6.3%，较前值加快 1.3 个百分点，主要拉动力来自于采矿业和制造业，同比增速分别较上月加快 3.4 和 1.2 个百分点，很大程度上源于去年 6 月同期基数明显回落。细分行业中，钢铁、煤炭等上游加工冶炼类行业阶段性生产加快，对于环比涨幅有一定拉动作用，不过从高频数据看，6 月底以来煤炭、钢铁社会库存上扬，开工率有所降低，景气度存在不确定性。

相比于工业增加值指标，我们认为出口交货值和产销率更为有效，一定程度上剔除了生产端的波动，能够反映需求端的真实情况。6 月份出口交货值同比仅 1.9%，产销率降至 97.1%，双双阶段性低位，并未显现复苏迹象，反映出需求不畅依然压制工业生产积极性。

图表 1：出口交货值和产销率表明需求依然承压 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

■ 扰动二：汽车拉动社零增速回升，恐提前透支需求

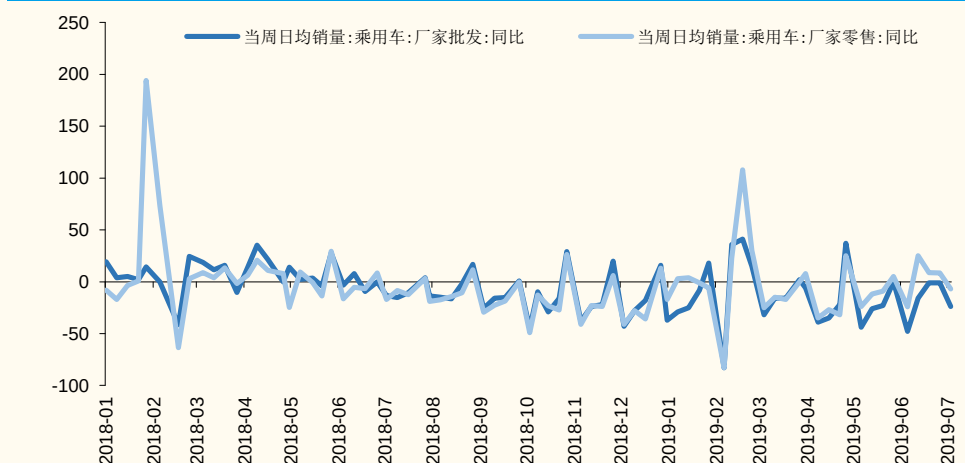
6 月主要消费分项中，汽车消费额同比增长 17.2%，较上月大幅提升 15.1 个百分点，带动社零增速从 5 月份的 8.6% 回升至 9.8%。作为印证，6 月份乘用车零售量同比增长 4.9%，较 1-5 月累计下滑 11.9% 的增速大幅改善，也是 13 个月以来的首次同比正增长。

去年以来，国五汽车库存较高，因此国六标准实施前最后一月，经销商大幅降价促销主动清库存，导致今年 6 月份汽车销售大幅反弹。从高频数据看，6 月份零售端火爆的同时，批发段延续低迷状态，而且 7 月首周，零售同比再度回落至 -7%，意味着 6 月份清库存行为存在需求透支影响，短期内汽车消费拐点尚未出现。

此外，6.18 电商促销活动带动实体店降价打折，对于服装、化妆品以及通讯器材等消费具有明显的拉动作用。

从二季度居民收入增速小幅回升的态势看，降低个人所得税对于居民可支配收入有一定积极影响，但难以完全对冲经济下行和就业压力，对于消费的提振作用很难乐观。

图表 2：批发端不景气 VS 零售端阶段性反弹 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

■ 扰动三：制造业投资增速小幅反弹，但仍处于磨底阶段

1-6 月份制造业投资增速小幅回升，相对应的，民间投资增速上升 0.4 个百分点。不过从分项表现看，需求的不确定性导致制造业投资延续分化趋势，意味着制造业投资大幅回升的逻辑尚不充分。今年以来包括减税降费、民企融资环境改善等一系列措施落地效果有限，我们判断实体企业产能扩张关键在于未来的需求判断和盈利预期。目前来看，外需、企业盈利、设备更新等因素对于制造业产能扩张都还未形成趋势性拉动作用。考虑到去年下半年基数走高，预计制造业投资增速仍将维持震荡态势。

2. 季度数据表明下行趋势尚未改变

相比于月度数据反映出的工业和消费端波动，我们认为季度 GDP6.2% 的增速更能反映需求端的真实情况。结合金融数据来看，在表内贷款和地方专项债推动下，6 月份社融规模超预期，但结构不容乐观，下半年社融增速存在回落压力，在宽信用磨底阶段，基本面下行趋势尚未改变。此外，6 月份全国城镇调查失业率小幅上升 0.1 个百分点。临近大学生毕业季，结构性就业压力不容忽视，“六稳”任务依然艰巨。

我们认为下半年经济增长不确定性主要来自于三个方面：

■ 不确定性之一：关注地产调控升温

从单月增速看，6 月份地产投资增速有所上升，一方面和去年同期低基数有关，另一方面 6 月初土地交易热度有所升温带动土地购置面积同比降幅收窄。从前瞻指标看，6 月房地产销售、购置面积、新开工以及竣工增速均有所回升，一定程度上表明房地产投资韧性较强。

但从 4.23 政治局会议重提房住不炒以来，政策调控严苛度有增无减。5 月 17 日，银保监会 23 号文要求在银行和非银（信托）领域规范地产融资。同时 5 月末以来，各大财经媒体客户端纷纷报道监管部门将收紧部分房企公开市场融资，7 月 6 日，银保监会相关负责人在接受中国证券报采访时表示，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，开展了约谈警示。国家发改委近日明确，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。

考虑整体政策影响，三季度起房企融资环境大幅收紧，对于投资端存在明显压制。此外，19 年棚改目标减半且开工前置，对于投资的拖累作用也将在下半年逐渐显现。

■ 不确定性之二：严控隐性债务压力下，基建投资回升空间可能有限

1-6月基建（狭义口径）增速仅小幅提高0.1个百分点，从结构上看，我们判断地方政府财力仍然是基建投资融资的关键制约。中央牵头或者支持力度较大的项目建设如铁路运输业投资增速较高，相反地方主导的公共设施管理业等仍然处于收缩状态。

日前专项债新规出台，其核心在于：坚持严控地方政府新增隐性债务前提下，进一步扩大地方政府债务“前门”，增强基建托底经济能力。但根据我们测算，乐观情形下预计新增基建投资6,040亿元，对于全年基建投资增速拉动为3.4个百分点。如果后续没有新的政策出台，下半年基建增速回升幅度很可能不及预期。

不确定性之三：贸易战缓和不改全球需求共振走弱趋势

近期中美贸易战局势缓和释放出积极信号，市场对于外需和出口的乐观预期有所上升。我们在此前报告¹中分析认为，从全球经济和需求情况看，2019年并不乐观，结合各项领先指标看，即使中美贸易战阶段性缓和，出口增速平台式下移依然是确定性趋势。外需放缓对于出口产业链景气度、中小企业就业的冲击需要关注。

3. 从经济不确定性看货币政策的确定性

从政策对冲角度，我们相信决策层对于经济下行压力有清醒认识，同时有足够的政策工具应对。早间人民银行在对当日到期的1,885亿元中期借贷便利（MLF）等量续做的基础上，对中小银行开展增量操作，总操作量2,000亿元。再结合上周五央行负责人在金融统计数据新闻发布会上的发言，三季度降息降准的可能性较大。一方面，继续降低“企业融资实际利率”，通过“两轨合一轨”压降，这就为政策利率“降息”、引导LPR下行留下操作空间；另一方面，强调“继续完善‘三档两优’的存款准备金制度框架”，意味着可能还有针对中小银行的定向降准。

在具体时点上，7月底美联储降息可能性较高，随着外围货币环境趋于宽松，出于引导实体融资成本下降、稳定小微企业融资需求的角度出发，央行有可能随行就市，小幅下调政策操作利率。

4. 债市策略

考虑到三季度经济放缓趋势延续，货币政策再度边际放松的必要性大幅上升。结合通胀压力阶段性回落，社融走弱，利率债供给压力缓解，市场环境对债市较为友好。同时，央行维持资金利率和无风险利率等“合理稳定”水平的表态，意味着资金价格和长债收益率大幅反弹的可能性较低，交易层面安全边际较高。从当前期限利差过于陡峭的角度考虑，长端交易机会较大，建议积极关注。

5. 风险提示

货币政策大幅收紧，债市波动加大。

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_11379

