

回归偏弱的基本面

摘要

6月经济状况继续偏弱。部分生产面高频数据的改善难以掩盖整体偏弱的格局，特别是随着全球经济放缓，出口走弱将带动相关产业产出下降。而需求方面，房地产市场走弱，企业拿地速度明显放缓。整体经济继续走弱，目前经济增速已经逼近建成小康社会建设的增速目标底线。因此，逆周期政策逐步开始发力，6月集中表现在地方政府债发行放量和用途的拓展。

虽然近期地方债加速发行会对基建投资形成一定支撑，但参照去年3季度情况，在缺乏其他信用扩张配合环境下，地方债扩张对基建推升作用有限，而且受全年额度限制，不具有可持续性。同时金融机构信用扩张渠道不畅。当前政策尚不足以保障经济企稳。在G20会议中美冲突缓和的事件冲击之后，市场将再度回归偏弱基本面，因而权益市场难以大幅上行。而经济基本面向下，流动性持续宽松，则将为利率债构造有力环境。特别是7月地方债发行量回落，短端利率中枢水平已经下行环境下，长端利率中枢水平也将随之下行。

风险提示：信用超预期收缩。

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

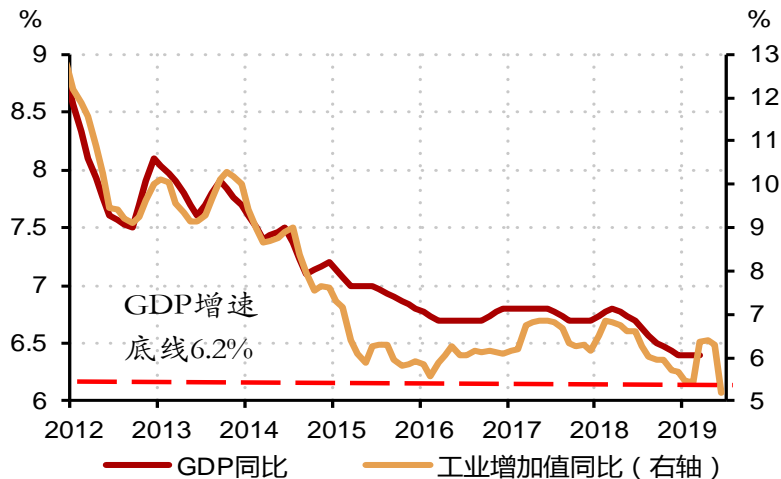
1. G20会议成果与基本面的变化 (2019-06-30)
2. 企业盈利继续偏弱，反弹难持续 (2019-06-27)
3. 各国央行如何看待自身经济前景——全球央行追踪第10期 (2019-06-26)
4. 贸易战走势进入关键期，国内政策要更为有力 (2019-06-23)
5. 为何个体风险事件会蔓延至全市场——由包商银行事件说起 (2019-06-20)
6. 贸易战的结果：产业转移还是贸易收缩 (2019-06-20)
7. 需要更有力的稳增长政策对冲内外部风险 (2019-06-16)
8. 经济走弱逼近底线，更有力政策预计将出台 (2019-06-16)
9. 当前信用扩张有限，需要更有力政策进行保障 (2019-06-13)
10. 通胀回升符合预期，后续压力有限 (2019-06-12)

1 实体经济数据继续偏弱，外需下行明显

2 季度经济增速继续下行。从 4、5 月份经济数据和 6 月高频数据来看，2 季度经济数据可能继续下行。1 季度工业增加值同比增长 6.5%，而 4、5 月份平均增速为 5.2%，即使 6 月份工业产出有所回升，2 季度工业增加值预计也不会超过 5.4%。工业增加值增速预计将较 1 季度下滑 1.1 个百分点左右，按工业占 GDP 比例估算，这将拉低 GDP 增速 0.4 个百分点。即使服务业增速可能有所回升，但也难以完全对冲工业对 GDP 的负面冲击。我们预计 2 季度 GDP 同比增速将从 1 季度的 6.4% 下降至 6.2% 左右。

经济增速逼近政策底线。如果 2 季度经济增速接近 6.2%，则将逼近政策底线。众所周知，明年是我国建成小康社会的收官之年。而建成小康社会要求 2020 年我国经济总量较 2010 年翻一番，完成这个目标，要求 2019-2020 年我国经济增长平均不低于 6.14%，因而我们认为今年单季度经济底线就在 6.2% 左右。如果 2 季度经济增速放缓至 6.2% 附近，则已经逼近了政策底线。

图 1：经济增速逼近政策底线

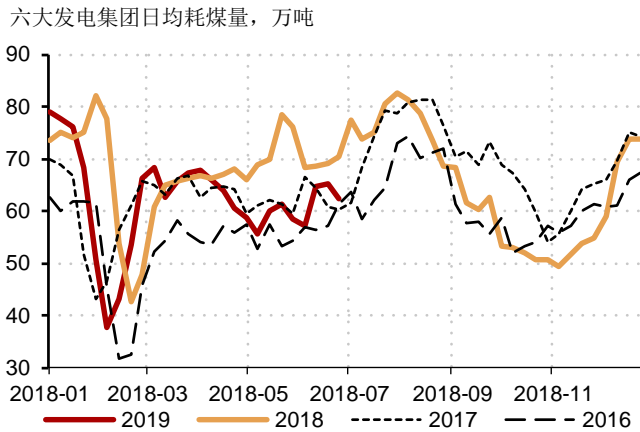


数据来源：wind、西南证券整理

高频数据显示经济继续偏弱。虽然六大发电集团耗煤量等高频数据同比跌幅在 6 月有所收窄，而上游钢铁等产品价格有所回升，但这并非意味着经济企稳回升。上游产出改善的同时，库存水平提升，显示需求并未明显改善。而价格层面，钢铁等部分工业品价格上涨主要是原材料价格上涨和限产推动，是供给面收缩的原因，而非需求扩张。PMI 等指标偏弱显示实体经济延续弱势。6 月工业增加值虽然可能有所改善，但幅度有限。

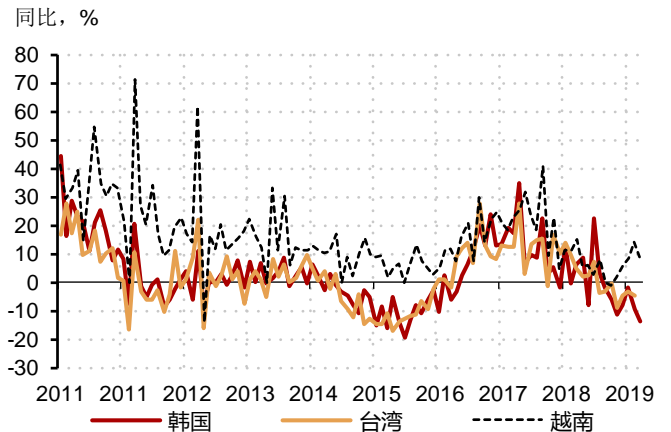
全球经济走弱环境下外需下行压力明显。虽然中美贸易冲突缓和，但尚未传递到出口层面。近期全球经济下行压力上升，带动出口增速下滑。从先导指标来看，6 月 PMI 中出口新订单指数较上月下滑 0.2 个百分点至 46.3%。同时，与我国贸易结构相近的韩国、越南等地出口增速同样有所放缓。6 月韩国出口增速同比下跌 13.5%，跌幅较上月扩大 4.1 个百分点，而越南出口增速同比增长 8.8%，增速较上月放缓 5.5 个百分点。全球经济走弱，外需下行压力明显。

图 2：六大发电集团耗煤量虽然跌幅收窄，但依然偏弱



数据来源：wind、西南证券整理

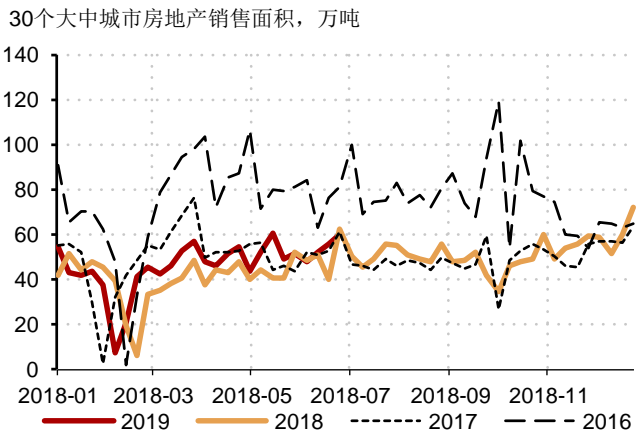
图 3：周边地区出口增速继续放缓



数据来源：wind、西南证券整理

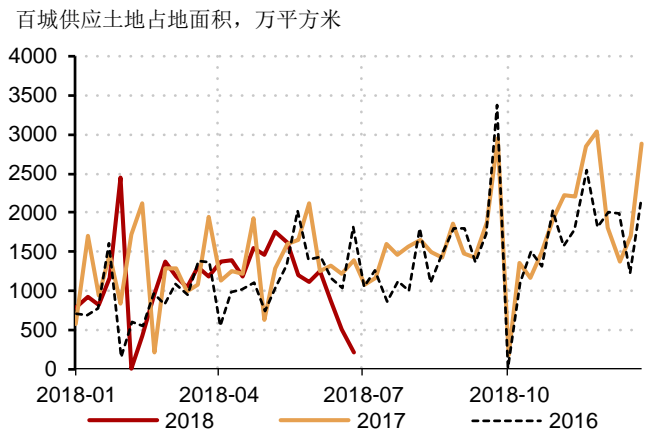
房地产市场开始走弱，短期可能加大经济放缓压力。随着房地产调控的强化，房地产销售增速开始放缓。30 个大中城市商品房销售面积 6 月同比增长 6.9%，增速较上月下降 13.4 个百分点。房地产销售放缓减少房地产企业资金来源，同时房地产企业融资又进一步收紧，导致房地产企业资金供给下降，房地产企业拿地速度明显放缓。到 6 月末当周，100 个大中城市供应土地占地面积已经下降至 212.2 万平方米，不足 18 年同期的两成。房地产企业拿地速度的放缓意味着未来新开工增速的下降以及房地产投资增速的下降，因而房地产市场将走弱，在政策不调整环境下这将短期加大经济放缓压力。

图 4：30 个大中城市商品房销售面积



数据来源：wind、西南证券整理

图 5：百城供应土地占地面积



数据来源：wind、西南证券整理

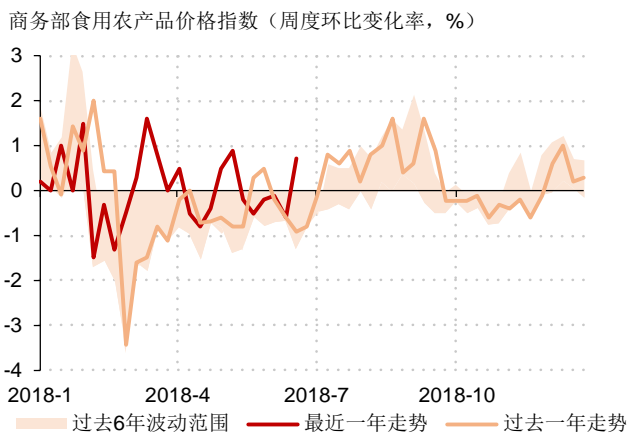
2 通胀压力有限，工业品价格同比逼近通缩

食品价格相对平稳，猪肉价格继续上涨，但蔬菜等产品价格下跌。猪肉价格虽有上涨，但并未出现超预期上升。一方面，6月以来22省市猪肉平均价格持续在24元/公斤附近波动，未出现环比大幅上涨，另一方面，去年3季度猪肉价格上涨带来的高基数效应开始逐步体现，因而猪肉价格同比涨幅较5月有所收窄。而水果等食品价格有所上升，但其它食品价格有所下行，特别是蔬菜价格明显回落。总体上看，食品价格指数并未出现大幅上行。对CPI的推升作用有限。

通胀走势平稳，年内高点可能在2.7%左右。一方面，食品价格走势平稳；另一方面，近期油价下跌将带动非市场价格涨幅收窄。因而整体物价走势平稳，我们预计6月CPI同比增速在2.7%。考虑到3季度开始，去年高基数效应将开始显现，CPI同比涨幅将开始走弱。因而近几个月通胀压力有限，CPI破3%可能性不大，年内高点可能在2.7%左右。

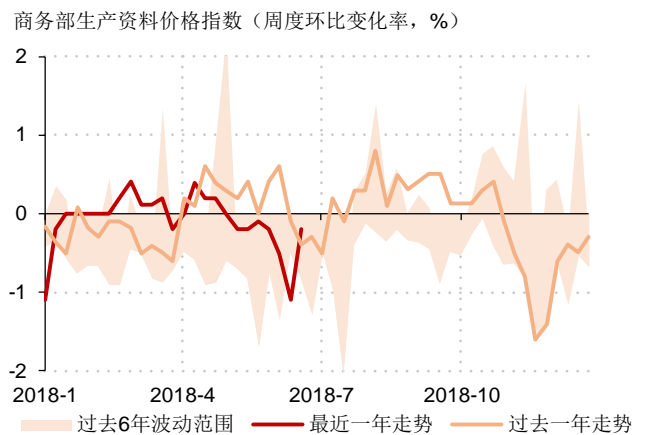
工业品价格同比逼近通缩。6月高频数据显示工业品价格总体偏弱，商务部生产资料价格指数环比持续下跌，且增速低于去年同期，预示着本月PPI同比涨幅将收窄，我们预计6月PPI同比增速将从上月的0.6%下降至本月的0.1%左右，同比增速逼近通缩。而螺纹钢、铁矿石等部分产品价格上涨主要原因供给收缩。但总体工业品价格增速放缓显示整体需求偏弱，经济依然面临放缓压力。而高基数效应逐步体现将推动未来几个月工业品价格同比增速持续下行，预计PPI同比增速将在这近两个月内转负，这将对企业盈利持续形成压力。

图6：食品价格总体涨幅有限



数据来源：wind、西南证券整理

图7：工业品价格或逼近同比通缩区间

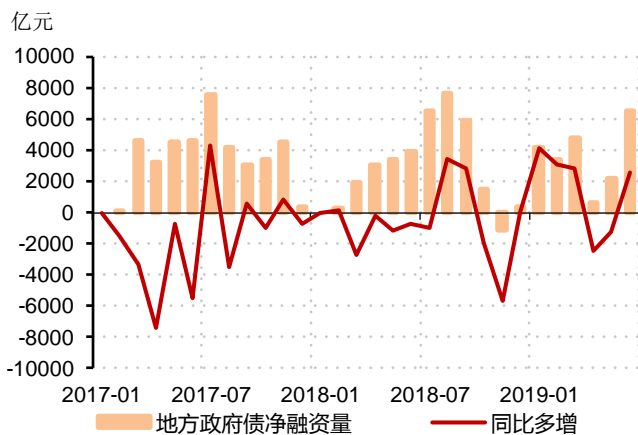


数据来源：wind、西南证券整理

3 政策虽有发力，但幅度有限

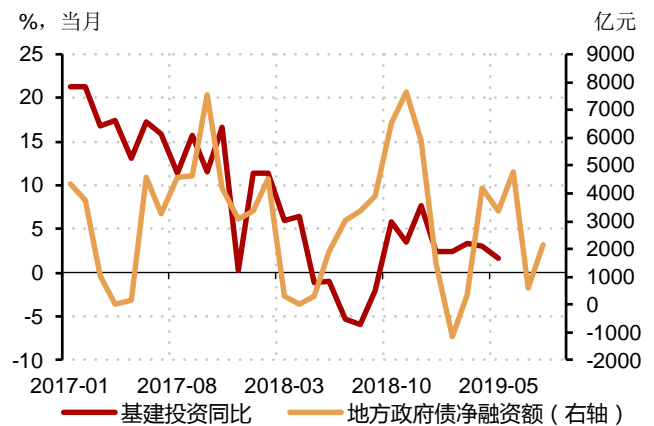
逆周期政策有所发力，地方债发行明显加快。随着经济下行压力上升，逆周期政策开始发力，集中表现在地方政府债发行速度和用途方面。6月地方政府债共计发行8995.5亿元，净融资6524.5亿元。发行额创下新高，而净融资额也与去年7、8月份峰值水平接近。在地方债发行放量的同时，地方债的用途也得到拓宽。例如6月中办和国办印发文件允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。地方债加速发行和拓宽使用渠道一方面将对社融形成支撑，另一方面，也将通过改善地方政府资金状况，推升未来两三个月基建投资增速。但考虑到年内地方债额度已经所剩不多，因而地方政府债发力难以持续，这项政策难以持续推升基建投资增速。2019年全年地方债新增规模计划为3.08万亿元，其中上半年已经发行1.94万亿元，下半年剩余1.14万亿额度。其中专项债估计在8000亿元左右。剩余规模已经有限，如果3季度发行完毕，预计三季度月均专项债净融资额在2000-3000亿元。地方政府债难以持续推升基建投资增速。

图8：6月地方债净融资显著放量



数据来源：wind、西南证券整理

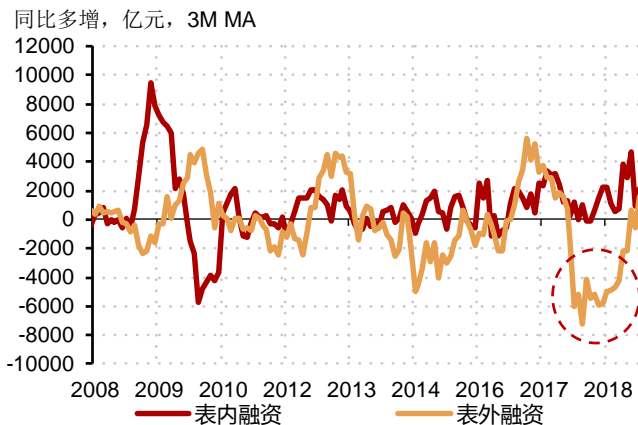
图9：地方债融资加速将在未来几个月推升基建投资



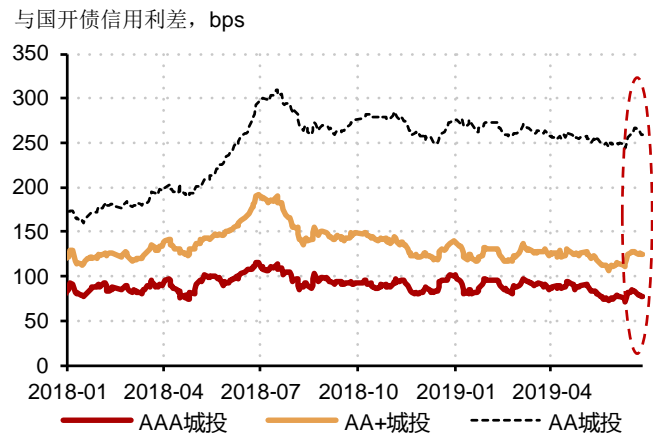
数据来源：wind、西南证券整理

低基数因素和地方债发行放量推升社融同比增速，但6月社融绝对水平并不高。今年6月地方债发行放量，同时，信用债融资也同比小幅多增，对6月社融形成支撑。另一方面，去年4月资管新规落地后表外融资持续大幅收缩，去年6月表外由信托贷款、委托贷款和未承兑汇票构成的表外融资收缩6914.7亿元，形成明显的低基数。因而6月社融同比增速将继续回升。但新增社融绝对水平并不高，我们预计今年6月社融在2.1万亿左右，虽然相较于去年同期1.49万亿的水平明显增加，但却与2017年同期2.1万亿水平相当，显示社融绝对水平并不高。

信用传导依然不畅，短期来看信用依然难以明显扩张。虽然央行继续加大货币投放，保持流动性充裕。但是银行向实体经济进行投放的渠道依然不畅，导致资金堆积在银行间市场，存在再度形成流动性堰塞湖的可能。一方面，实体经济中融资需求较大的房地产、地方政府等部门继续受到融资限制；另一方面，近期流动性分层可能导致中小银行资金来源受限，短期将降低其资金投放能力，因而也可能对信用扩张形成抑制。目前来看，对经济走势最为关键的信用传导依然不畅，因而信用短期内难以明显扩展，对经济支撑作用有限。

图 10：低基数因素将推动未来几个月社融同比增速改善


数据来源：wind、西南证券整理

图 11：城投利率有所攀升


数据来源：wind、西南证券整理

4 需要更为有效的政策来稳定经济

经济依然弱势运行，需要持续稳增长政策来稳定经济。5 月经济数据可能进一步走弱，经济继续呈现放缓态势。在外部需求不稳定性上升情况下，内需的重要性更为凸显。因此，需要更为有效的稳增长政策来稳定经济。从各类需求来看，消费由于是慢变量，而投资中制造业投资由终端需求基建投资、房地产投资和出口决定，而房地产投资又受房价约束，管控政策难以调整。因而基建投资是最为重要的短期稳经济抓手。需要改善地方政府资金来源，增加财政支出以及国开行等金融机构支持，适当调整地方政府债务管控措施，通过基建回升来托底经济。

G20 冲击退出后市场可能回归偏弱基本面。中美贸易摩擦边际缓和，短期提振市场情绪，中长期依然将受制于经济基本面。6 月企业景气度数据显示经济延续弱势状态。从目前情况来看，6 月经济数据依然呈现弱势运行，因而 7 月中公布 6 月经济、金融数据，将再度将市场带回基本面主导状况。基本面偏弱环境下，权益市场难以大幅上行。而经济基本面向下，流动性持续宽松，则将为利率债构造有力环境。特别是地方债发行量回落，短端利率中枢水平下行环境下，长端利率中枢水平也将随之下行。而如果美联储在 7 月份降息，中国央行则很可能顺势调降公开市场操作利率，长端利率下行态势则将更为确定。

表 1：西南证券月度宏观数据预测

		2018-5	2018-6	2018-7	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	预测误差及修正		市场预期		
														2019-5F	2019-6F	2019-6F	2019-7F
CPI	同比%	1.8	1.9	2.1	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.5	0.0	-0.1	2.7		
PPI	同比%	4.1	4.7	4.6	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.1	-0.1	0.1	-0.3	0.2		
工业增加值真实增速/1	同比%	6.8	6.0	6.0	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	5.4	5.2	0.3	0.2	5.8		
固定资产投资累积名义增速/1	同比%	6.1	6.0	5.5	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.4	5.6	0.3	-0.4	5.5		
消费品零售名义增速/1	同比%	8.5	9.0	8.8	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	8.1	8.2	-0.6	0.1	8.0		
新增人民币贷款	亿人民币	11500	18400	14500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	17500	14000	-300	-1500.0	17525		
社会融资总额	亿人民币	9458	14852	12161	15898	46353	7030	28593	13592	13952	21000	15000	-952	0.0			
M2增速	同比%	8.3	8.0	8.5	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.7	8.8	0.2	-0.2	8.6		
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	0.0	0.0	1.50		
出口名义增速 (美元计价)	同比%	12.6	11.2	12.2	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-3.0	-5.0	-5.1	3.0	-3.5		
进口名义增速 (美元计价)	同比%	26.0	14.1	27.3	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-5.0	-8.0	3.5	1.0	-2.3		
贸易顺差	亿美元	249.2	414.7	280.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	431.7	317.2	-173.0	47.2	368.7		
人民币兑美元汇率 (月末值)	人民币/美元	6.41	6.62	6.82	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.90	0.00	-0.03	6.90		
存款准备金率 (月末值)	%	16.0	15.5	15.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	0.0	0.5			

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

1/ 1、2月份数字为1-2月累计增速

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 2：西南证券季度宏观数据预测

		16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2F	19Q3F	预测误差及调整	
																	19Q2F
GDP同比增长	同比%	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.2	-0.1	-0.1
GDP (季度平均)	同比%	2.1	1.7	2.1	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8	2.3	2.2	1.8	2.6	2.3	-0.1	-0.1
PPI (季度平均)	同比%	-2.9	-0.8	3.3	7.5	5.8	6.2	5.9	3.7	4.1	4.1	2.3	0.2	0.5	-0.9	-0.2	0.0
工业增加值实际增速	同比%	6.1	6.1	6.1	6.8	6.7	6.3	6.2	6.7	6.6	6.0	5.7	6.5	5.3	5.3	0.0	-0.2
固定资产投资累积名义增速	同比%	9.0	8.1	8.1	9.2	8.6	7.5	7.2	7.5	6.0	5.4	5.9	6.3	5.4	5.5	-0.4	-0.1
消费品零售名义增速	同比%	10.2	10.6	10.8	10.0	11.0	10.2	9.9	9.8	9.0	9.0	8.3	8.3	8.0	8.1	-0.1	0.0
新增人民币贷款	万亿人民币	2.9	2.6	2.5	4.2	3.8	3.2	2.4	4.9	4.2	4.1	3.0	5.8	4.0	4.1	-0.1	-0.1
M2增速 (季末值)	同比%	11.8	11.5	11.3	10.6	9.4	9.2	8.2	8.2	8.0	8.3	8.1	8.6	8.7	8.9	-0.2	0.0
一年期定存 (季末值)	%	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	0.00	0.00
出口名义增速 (美元计价)	同比%	-3.8	-6.1	-5.2	7.7	9.3	7.0	10.0	17.6	12.2	12.2	5.5	1.4	-1.5	-2.0	2.7	1.5
进口名义增速 (美元计价)	同比%	-6.6	-4.3	2.3	25.0	14.6	14.4	13.1	19.2	20.5	20.5	5.6	-4.8	-3.2	-5.0	-0.9	-3.5
贸易顺差	十亿美元	142.4	144.3	132.2	66.0	121.6	117.1	133.1	49.1	94.8	87.6	135.8	76.3	97.2	99.5	22.0	28.0
人民币兑美元汇率 (季末值)	人民币/美元	6.63	6.68	6.94	6.90	6.77	6.64	6.53	6.29	6.62	6.88	6.87	6.72	6.87	6.92	-0.03	0.05
存款准备金率 (季末值)	%	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	14.5	13.5	13.5	13.0	0.0	0.0

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

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_11690



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>