

低点往往是希望的起点

报告要点

总体来看，6 月份工业增加值单月同比增长 13.7%，低于先前 15.7% 的预期，并且较 5 月份 16.5% 的增速出现大幅回落。

整体结论：我们对于未来信贷的增长并不是完全悲观，随着实体经济的回落，下半年信贷的收紧可能将低于当前普遍悲观的预期。整体来看，接下来的格局是工业生产的绝对量将随着二次去库存的逐渐完成而趋于稳定，同时，成本压力也将由于生产扩张的放缓而趋于缓和，工业增加值增速在大幅回落后将出现以比较平稳的走势来释放前期增长的压力。

对于未来几个月的工业增加值的判断依据，对于未来工业增加值的判断，从我们对于库存周期的判断来看，整体经济已经进入了二次去库存的阶段，1-5 月份的库存数据表明中上游行业的库存压力增加明显，而 6 月份的工业增加值同比增速的大幅下滑，表明了实体经济已经进入了去库存阶段，尤其是对于库存压力较大的钢铁行业来说，产量绝对值环比已经出现负增长，也就是说我们认为 6 月份的生产放缓具有比较明显的剧烈性，工业生产在 4 月份达到高点以后增速戛然而止，那么对于后续的生产来说，虽然短期内反弹的可能性不大，但是单从增速的角度来看，下降的空间不大，也就是说二次探底的过程将逐渐以缓和的方式展开。具体而言，首先是，企业的原材料，燃料和动力购进价格指数出现较大幅度的回落，PPI 也出现回落，前期的成本压力将逐渐减缓，对于工业增加值的负面影响将减弱；其次，固定资产投资增速在明显下降，6 月份投资增速回归到 25.5%，但是后续由于基数增长的情况消失，后续增速的下滑趋势将逐渐趋于平稳；再次，从上中下游的库存变化来看，由于下游行业去库存的步伐较早，从 1-5 月份的库存状况来看，部分下游行业的库存已经出现高位回落的状态，这也说明了二次去库存的进程可能已经度过了最坏的时期；最后，货币供应量 M1 在 6 月份同比增长 24.6%，增速逐月放缓，但是我们对于未来信贷的增长并不是完全悲观，随着实体经济的回落，下半年信贷的收紧可能将低于当前普遍悲观的预期。

分行业：从主要的制造行业数据来看，最近几个月，固定资产投资和汽车销售增速放缓，已导致重工业增长势头见顶回落，重工业同比增速从前期 20% 的高点开始左右回落，上月为 17.8% 而本月则继续大幅下降至 14.5%，而轻工业则在近三个月维持 14% 左右的稳定增长后本月也下落至 12%。另一方面，本月增速受影响较小的行业还是集中在食品饮料，通用设备以及仪器仪表等行业，这主要还是因为下游消费的稳定以及出口仍处景气状态的原因。

相关研究

3 月份工业生产情况点评—工业增加值增速下降带来利润压力

4 月份工业生产情况点评—原材料真实库存需求的到来

5 月份工业生产情况点评—生产扩张与成本压力双缓和

分析师：

李冒余

(8621) 68751605

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

李亚明

(8621) 68751610

liym@cjsc.com.cn

数据：6 月份工业生产运行

国家统计局公布的 6 月工业生产运行数据，6 月份工业增加值单月同比增长 13.7%，1-6 月份工业增加值累计同比增长 17.6%。见表 1。

表 1：6 月份工业生产数据

主要经济指标	单位	6 月	5 月	4 月
工业增加值				
单月同比	%	13.7	16.5	17.8
累计同比	%	17.6	18.5	19.1
发电量(单月)	%	11.4	18.9	21.4
出口交货值(单月)	亿元	8068	7628	7184
同比	%	31.4	31.7	27.5
环比	%	5.8	6.2	6.5
产销率(单月)	%	97.5	97.6	98.1

数据来源：资料来源：国家统计局，长江证券研究部

表 2：6 月份主要工业品产量

		6 月		5 月		4 月	
	单位	当月	同比	当月	同比	当月	同比
原煤	万吨			28386	14%	27183	18%
原油	万吨	1688	7.4	1715	7.0	1626	4.2
生铁	万吨	4977	4.8	5226	14.3	5162	24.0
钢材	万吨	7144	15.9	7122	23.6	6911	30.6
粗钢	万吨	5377	9.0	5614	20.7	5540	27.6
水泥	万吨	1745	14.6	17358	18.0	16115	9.8
汽车	万辆	143.0	18.4	145.8	26.6	159.8	35.3

资料来源：国家统计局，长江证券研究部

点评：

总体来看，6 月份工业增加值单月同比增长 13.7%，低于先前 15.7% 的预期，并且较 5 月份 16.5% 的增速出现大幅回落。工业增加值增速在去年 11 月份达到 19.1% 的同比增速高点以后，在高位维持了 5 个月的时间（期间除了今年 2 月份因为季节性低于 18%）后，最近两个月出现了连续的大幅下降，这实际上已经确认了生产扩张放缓的宏观背景，这在先前公布的制造业 PMI 指数的大幅下降中也已经有所体现。在房地产调控、清理地方政府融资平台、对产能过剩行业的投资限制和对银行放贷的窗口指导等宏观调控作用下，城镇固定资产投资增速同样呈现回落趋势，1-6 月份累计增速回落至 25.5%，其中占比超过 40% 的国有及其控股企业的固定资产投资增速回落显著，另外地方项目投资增速放缓的迹象也趋明显，这也影响了当前生产的扩张态势。从后续来看，由于低基数将进一步消失，因此在工业生产增速已然放缓的背景下，增速还存在进一步放缓的可能，但是在当前的大幅回落的情况下起稳反弹是下一阶段的主要趋势。

从制造业采购经理指数来看，6 月份 PMI 指数为 52.1，4，5 月份分别为 55.7 和 53.9，继 5 月份的大幅回落，再次出现显著下降，6 月份的下降印证了我们上月对于制造业景气放缓的判断，我们基于对复苏期繁荣短暂性的认识，以及后面库存的变化来看，2 季度已经成为复苏期增长的高点。分项指数上，本月最显著的变化是购进价格指数为 51.3，继续大幅回落（上月为 58.9），以及，产成品库存指数为 51.3，为历史次高（08 年 10 月为 51.4），结

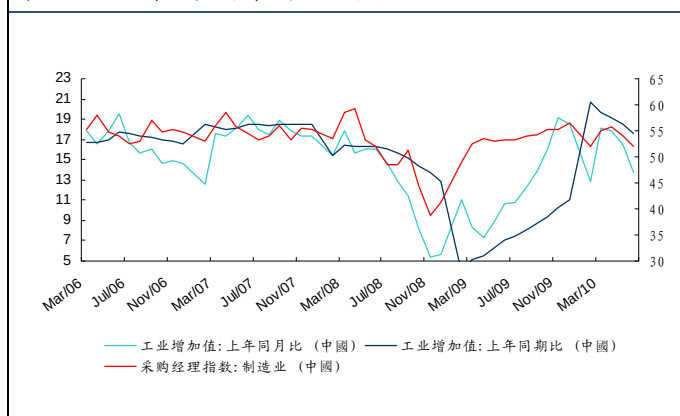
合 1-5 月份工业企业利润与存货的数据，我们认为，产成品库存高点的出现必然会伴随着增长动力的衰减，符合我们小周期滞涨向小周期衰退过渡的判断；其次，本月出口订单 51.7，新订单 52.1，积压订单为 47.4，订单指数全面回落，复苏期供需背离的弱势，必然要求向下寻求新的平衡。那么问题的关键是这样的回落持续的时间，基于我们对于小周期滞涨向小周期衰退过渡的判断，高位的库存有待消化，而低位的订单有待补充，新的均衡还没形成，生产状况在 4 月份达到高点后向下的调整趋势可能仍将持续 2-3 个月左右。

从工业产量来看，上游中，天然原油产量 1688 万吨，增长 7.4%，能源生产较为平稳，而钢铁产量在 4 月份加速增长后，5 月和 6 月的产量增速出现了较为明显的逐月回落的状况，粗钢产量 5377 万吨，同比增长 9%，生铁产量 4977 万吨，增长 4.8%，钢材产量 7144 万吨，增长 15.9%，从产量的绝对值来看，除了钢材基本与上月持平，生铁和粗钢产量绝对量较上月都出现下降；6 月发电量 3467 亿千瓦时，同比增长 11.4%，发电量的增速是衡量工业生产扩张状况的一个重要信号，从去年下半年开始发电量同比开始快速增长，而 6 月份发电量增速继上月环比回落 2.5 个百分点本月再次大幅回落，生产增速在 4 月份成为拐点的事实比较确定。6 月水泥 1.75 亿吨，增长 14.6%，增速减缓；汽车产量 143 万辆，增长 18.4%，其中轿车 72.1 万辆，增长 9.9%，汽车产量的绝对值也出现了下滑。应该说，下游的生产在经历了较长时间的增长之后，增长的动力出现衰竭，而当前，产量增长放缓的迹象已经全面蔓延至上游。

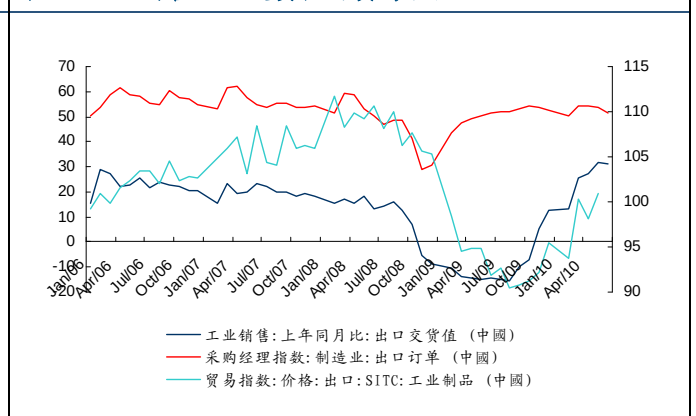
从主要的制造行业数据来看，最近几个月，固定资产投资和汽车销售增速放缓，已导致重工业增长势头见顶回落，重工业同比增速从前期 20% 的高点开始左右回落，上月为 17.8% 而本月则继续大幅下降至 14.5%，而轻工业则在近三个月维持 14% 左右的稳定增长后本月也下落至 12%。另一方面，本月增速受影响较小的行业还是集中在食品饮料，通用设备以及仪器仪表等行业，这主要还是因为下游消费的稳定以及出口仍处景气状态的原因。从具体的行业来看，6 月份，煤炭，有色金属开采以及黑色金属冶炼行业工业增加值同比分别增长 13.7%，9.8% 和 8.8%，较上月增速均下滑 6 个百分点以上，上游行业生产出现拐点的情形是确定的。中游的化学原料及化学制品制造业同比增长 13.9%，较上月的 17% 下跌明显，通用，专用和电气设备制造业分别增长 19.7%、19.4% 和 18.3%，上月分别为 20%，21.1% 和 21%，从下降的幅度来看，相比其它行业还是显得较为平稳的。下游的通信设备、计算机及其它电子设备制造业同比增速为 15.1%，上月为 17.8%，交通运输设备制造业为 19%，上月为 22.3%，下滑的态势仍在延续，尤其是汽车制造业，作为耐用消费品，在去年出现行业的长期景气以后，今年的生产状况很难保持前期的增长，后续进一步下滑的可能仍然较大。下游的日用品行业则表现出了比较强的稳定性，食品，饮料制造业增速与上月持平，分别为 13.4% 和 10.9%。

对于未来工业增加值的判断，从我们对于库存周期的判断来看，整体经济已经进入了二次去库存的阶段，1-5 月份的库存数据表明中上游行业的库存压力增加明显，而 6 月份的工业增加值同比增速的大幅下滑，表明了实体经济已经进入了去库存阶段，尤其是对于库存压力较大的钢铁行业来说，产量绝对值环比已经出现负增长，也就是说我们认为 6 月份的生产放缓具有比较明显的剧烈性，工业生产在 4 月份达到高点以后增速戛然而止，那么对于后续的生产来说，虽然短期内反弹的可能性不大，但是单从增速的角度来看，下降的空间不大，也就是说二次探底的过程将逐渐以缓和的方式展开。具体而言，首先是，企业的原材料，燃料和动力购进价格指数出现较大幅度的回落，PPI 也出现回落，前期的成本压力将逐渐减缓，对于工业增加值的负面影响将减弱；其次，固定资产投资增速在明显下降，6 月份投资增速回归到 25.5%，但是后续由于基数增长的情况消失，后续增速的下滑趋势将逐渐趋于平稳；再

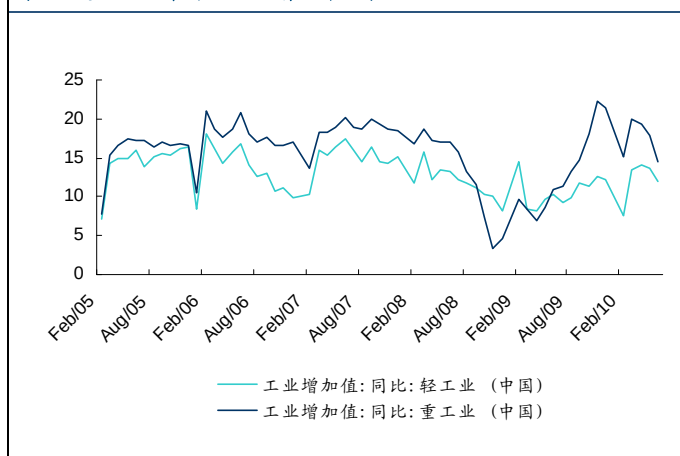
次,从上中下游的库存变化来看,由于下游行业去库存的步伐较早,从1-5月份的库存状况来看,部分下游行业的库存已经出现高位回落的状态,这也说明了二次去库存的进程可能已经度过了最坏的时期;最后,货币供应量M1在6月份同比增长24.6%,增速逐月放缓,但是我们对于未来信贷的增长并不是完全悲观,随着实体经济的回落,下半年信贷的收紧可能将低于当前普遍悲观的预期。整体来看,接下来的格局是工业生产的绝对量将随着二次去库存的逐渐完成而趋于稳定,同时,成本压力也将由于生产扩张的放缓而趋于缓和,工业增加值增速在大幅回落后将出现以比较平稳的走势来释放前期增长的压力。

图 1: 工业增加值与采购经理指数


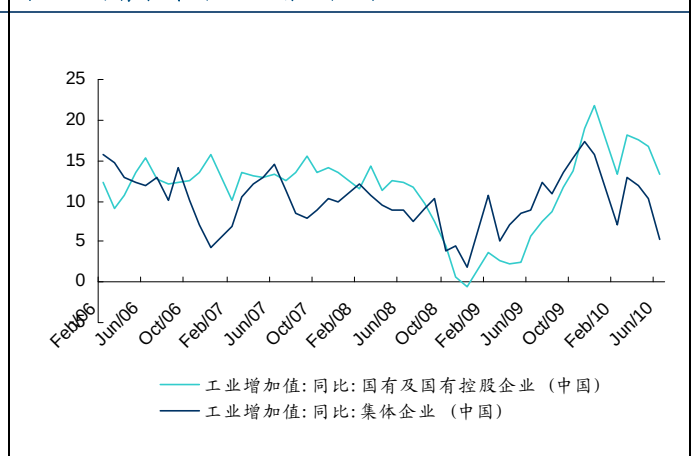
数据来源: CEIC,长江证券研究部

图 2: 工业销售出口交货值与贸易指数


数据来源: CEIC,长江证券研究部

图 2: 重工业和轻工业增加值同比


数据来源: CEIC,长江证券研究部

图 3: 国有和集体企业增加值同比


数据来源: CEIC,长江证券研究部

图 5: 工业增加值&CPI&PPI

图 6: PPI 与购进价格指数

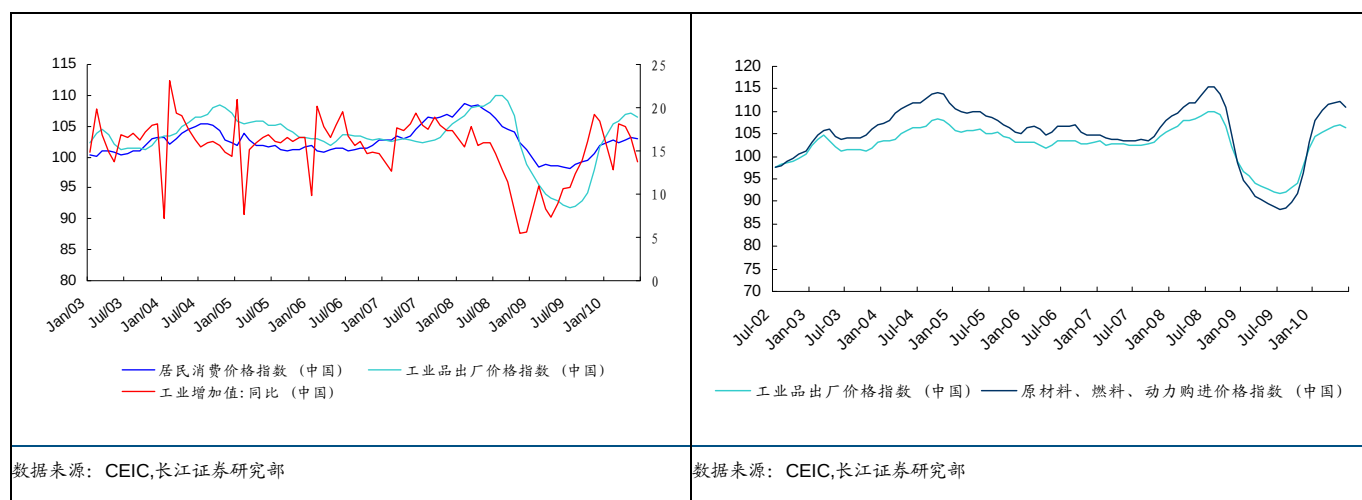



图 7: M1 增速

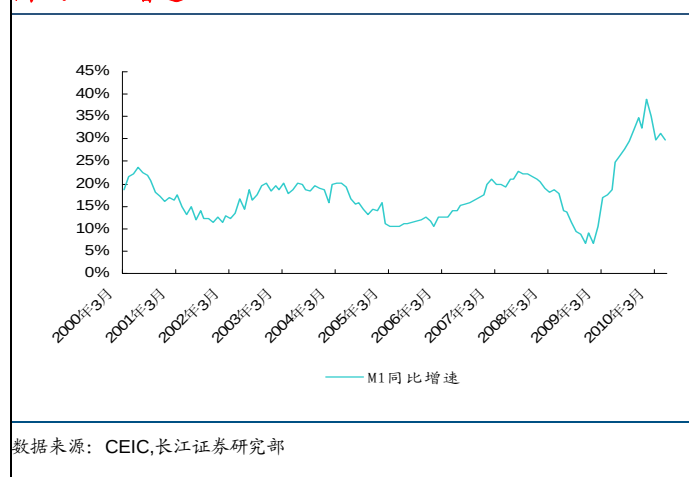


图 8: 发电量同比和工业生产用电累计

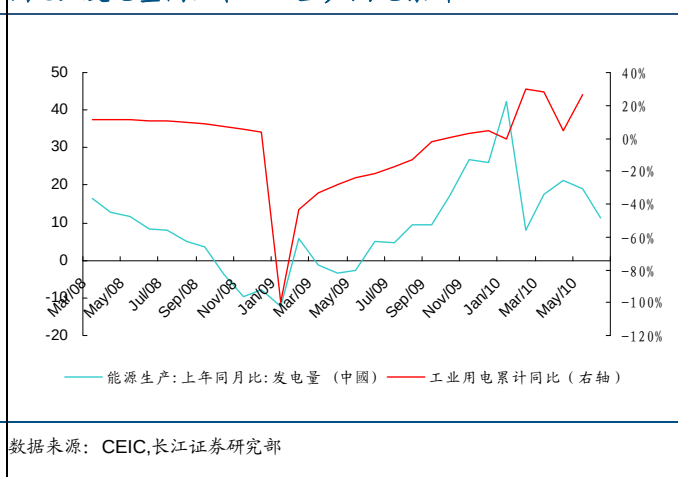


图 9: 固定资产投资与房地产开发投资

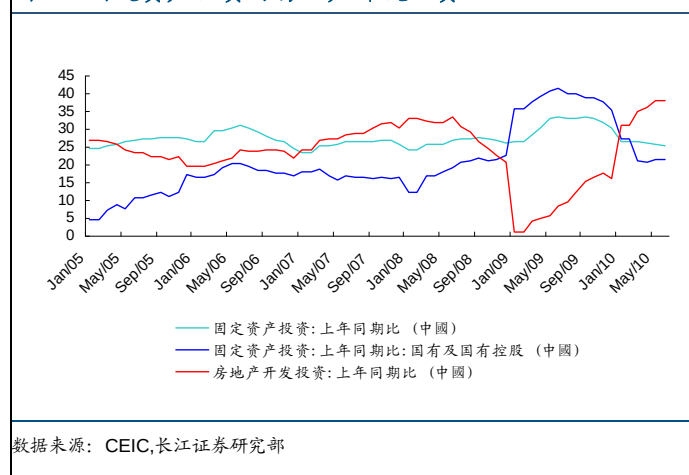


图 10: 中央项目与地方项目固定资产投资

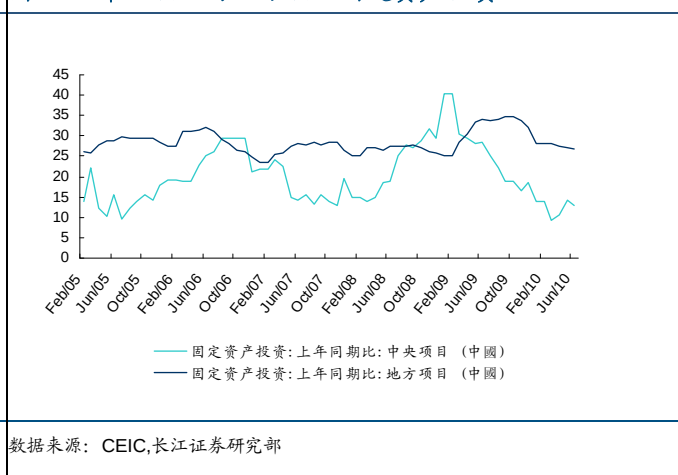
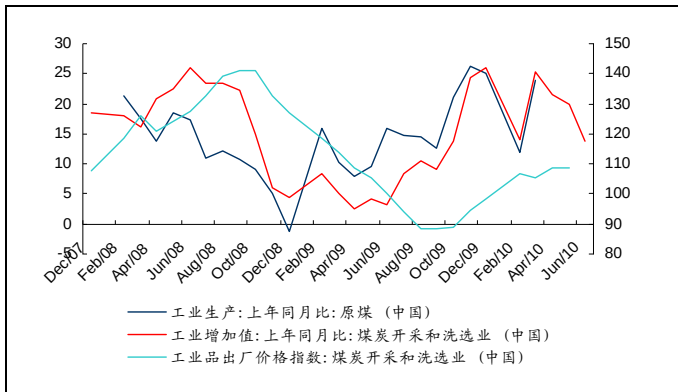


图 11: 煤炭业产量, PPI 及工业增加值

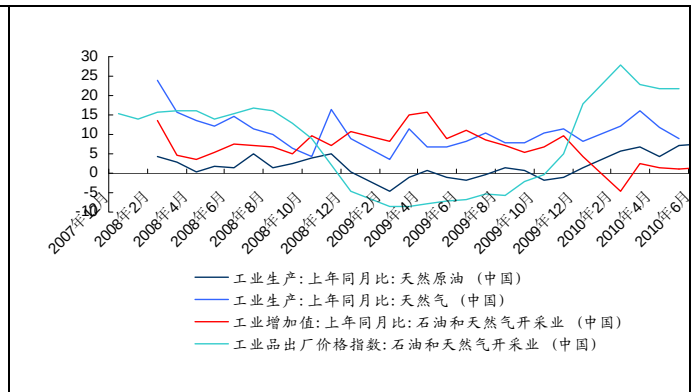


图 12: 石油与天然气开采业产量, PPI 及工业增加值



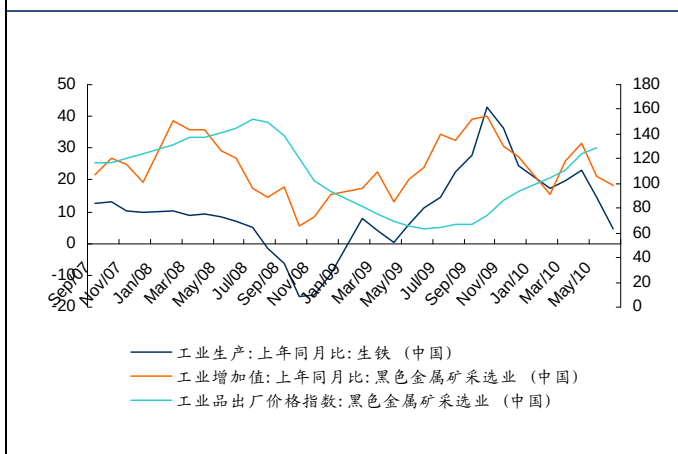


数据来源：CEIC, 长江证券研究部



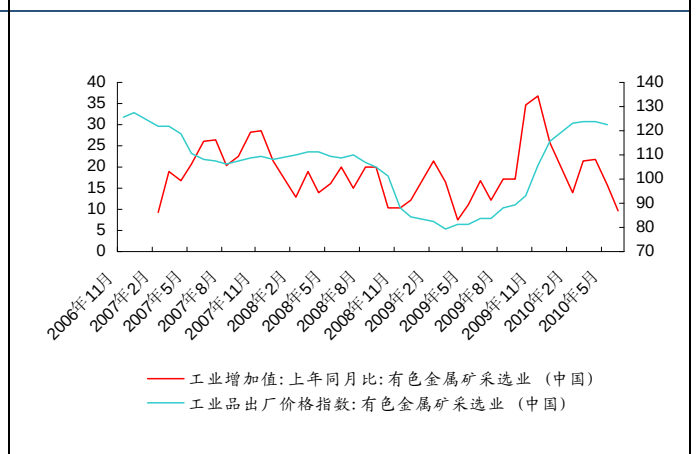
数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 13: 黑色金属矿采选业 PPI 及工业增加值



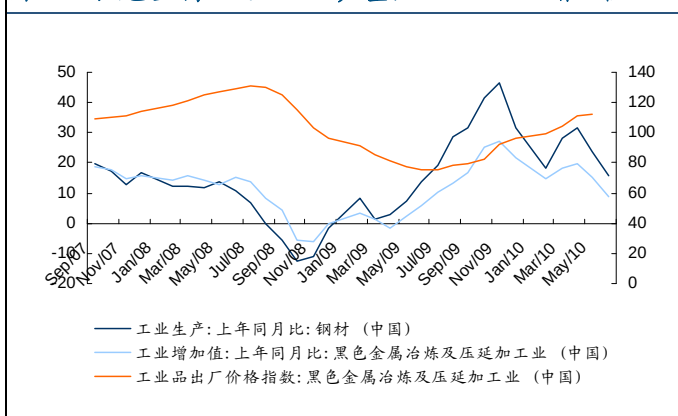
数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 14: 有色金属矿采选业 PPI 及工业增加值



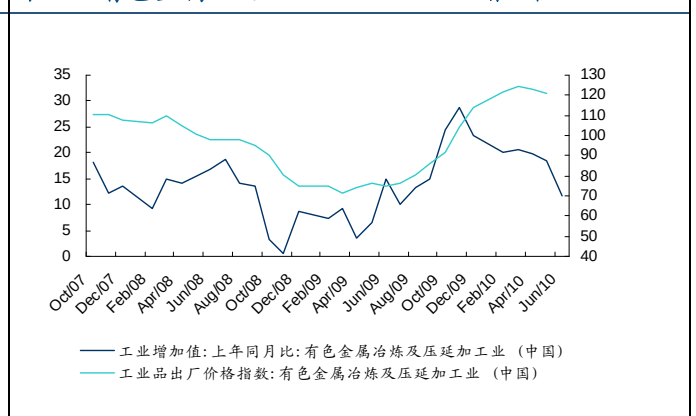
数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 15: 黑色金属压延加工业产量, PPI 及工业增加值



数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 16: 有色金属压延加工业 PPI 及工业增加值



数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 17: 交通运输设备制造业产量, PPI 及工业增加值



图 18: 通信设备制造业产量, PPI 及工业增加值



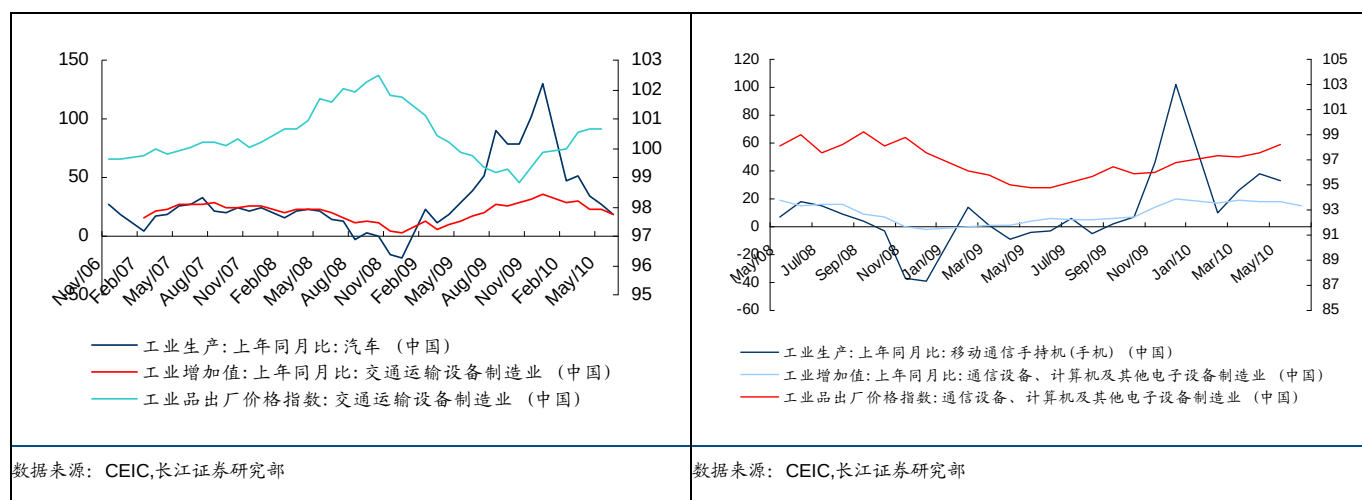


图 19: 通用设备制造业 PPI 及工业增加值

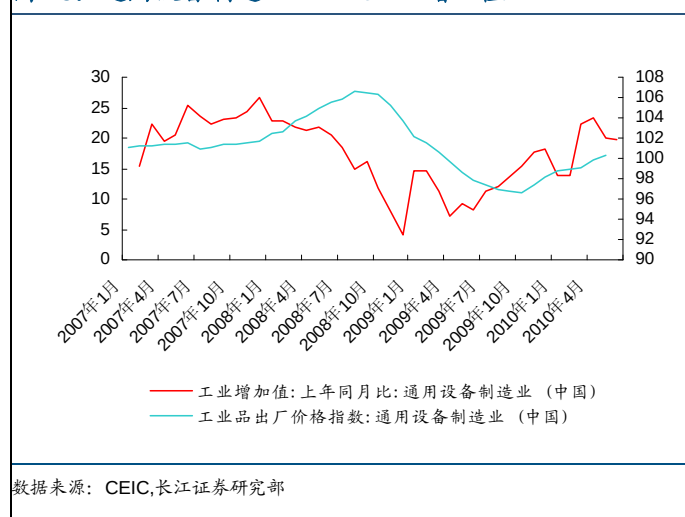


图 20: 专用设备制造业 PPI 及工业增加值

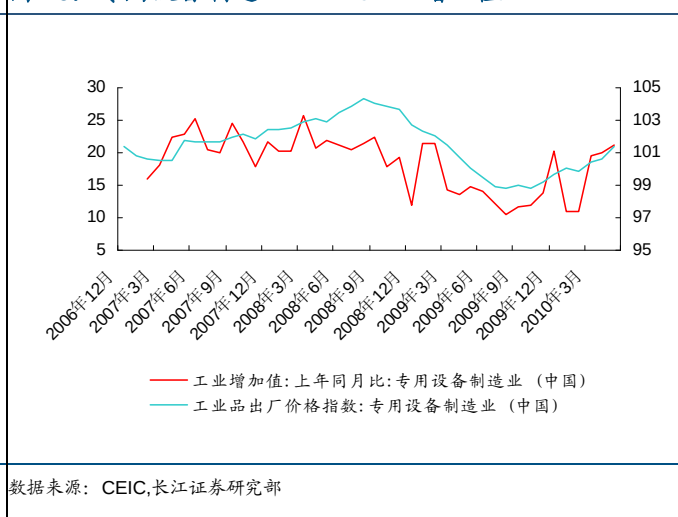


图 21: 纺织业产量, PPI 及工业增加值

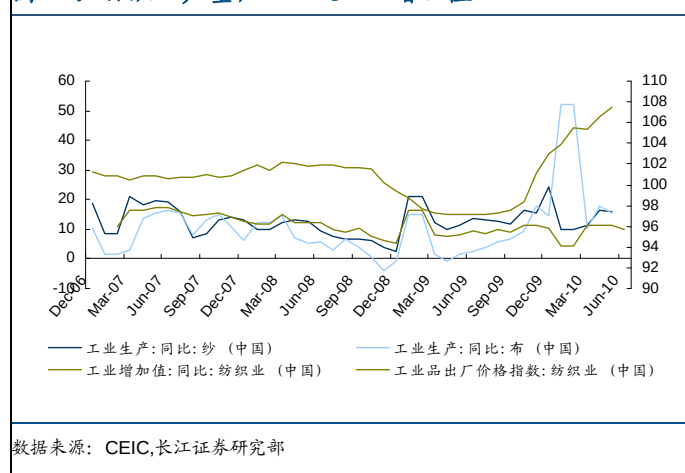


图 22: 化学纤维制造业产量, PPI 及工业增加值

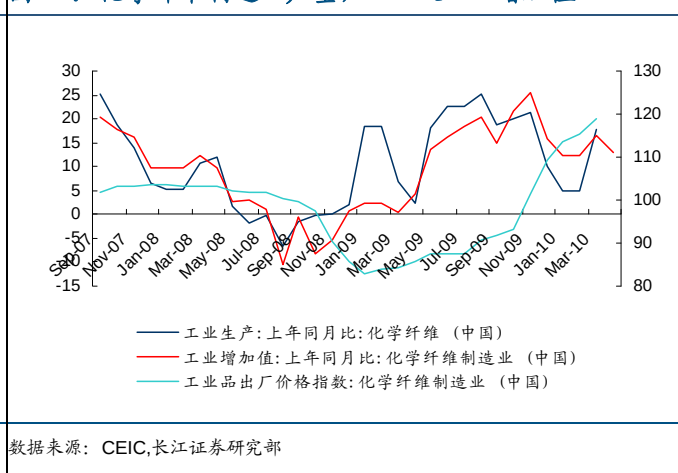
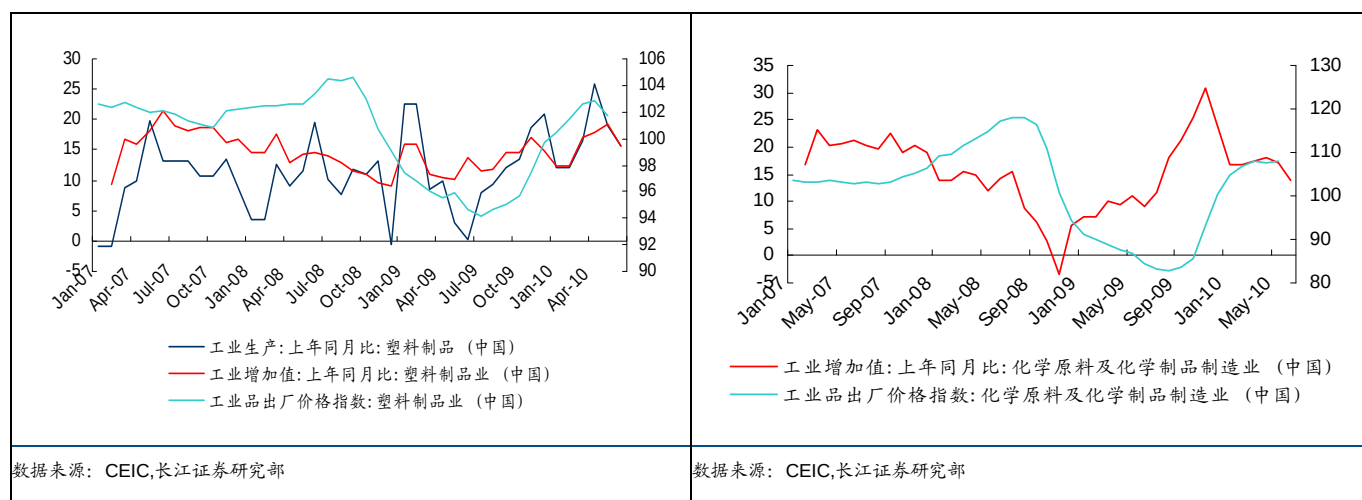


图 23: 塑料制品业产量, PPI 及工业增加值



图 24: 化学原料业 PPI 及工业增加值





分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。