

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

研究员：孙婉莹

✉ sunwanying@evergrande.com

研究员：华炎雪

✉ huayanxue@evergrande.com

事件：

7 月规模以上工业增加值同比 4.8%，预期 5.8%，前值 6.3%。

1-7 月固定资产投资同比 5.7%，预期 5.8%，1-6 月同比 5.8%。

7 月社会消费品零售总额同比 7.6%，预期 8.4%，前值 9.8%。

7 月全国城镇调查失业率为 5.3%，前值 5.1%。

7 月社会融资规模 1.01 万亿元，预期 16250 亿元，前值 22629 亿元。7 月货币供应量 M2 同比增长 8.1%，预期 8.4%，前值 8.5%。

目录

一、	核心观点：经济金融数据全面回落，该降息了.....	4
二、	金融形势严峻，信贷社融 M2 下滑，信贷结构变差，货币政策应结构性宽松	9
三、	生产创十年新低，黑色、有色及设备制造均下行，主因需求疲软和环保限产	11
四、	固定资产投资增速回落，房地产投资延续放缓，基建下滑，制造业投资低迷	12
五、	房地产融资全面收紧，销售继续降温，投资延续回落.....	14
六、	制造业投资低迷，高技术投资相对较快.....	15
七、	基建投资增速放缓，主要受土地财政大幅下行、严控地方隐性债务制约，未来在积极财政政策支持下反弹，但幅度有限	16
八、	消费回落，前期汽车需求透支因素消退，未来受居民杠杆率高、失业率上升、收入下行、股市房市财富效应弱的抑制	18
九、	进出口短暂回升，未来受全球经济下行和贸易摩擦影响，“衰退式”顺差上升	19
十、	步入通缩，PPI 同比三年来首次转负，猪周期和猪瘟推升 CPI，但非食品 CPI 下行.....	21
十一、	制造业 PMI 连续 3 个月低于荣枯线，中小企业经营困难增加.....	23

图表目录

图表 1: 2019 年 2 季度 GDP 不变价增速 6.2%	错误!未定义书签。
图表 2: 2019 年上半年消费拉动 GDP 3.8 个百分点.....	错误!未定义书签。
图表 3: 2019 年 6 月新增社融及分项	错误!未定义书签。
图表 4: 2019 年 6 月金融机构新增信贷结构	错误!未定义书签。
图表 5: 2019 年 6 月 M1 及 M2 增速	错误!未定义书签。
图表 6: 前十大房企境外债券融资规模	错误!未定义书签。
图表 7: 6 月工业增加值同比小幅回升	错误!未定义书签。
图表 8: 一产、三产投资回升, 二产投资回落	错误!未定义书签。
图表 9: 房地产下滑, 制造业、基建投资回升	错误!未定义书签。
图表 10: 6 月社融回暖, 投资小幅回升	错误!未定义书签。
图表 11: 地产投资、销售下行.....	错误!未定义书签。
图表 12: 土地购置面积仍为负增长	错误!未定义书签。
图表 13: 汽车、计算机投资回升	错误!未定义书签。
图表 14: 高技术制造业保持高增长	错误!未定义书签。
图表 15: PPI 通缩风险上升, 企业盈利承压.....	错误!未定义书签。
图表 16: 6 月基建投资增速回升	错误!未定义书签。
图表 17: 6 月地方债净融资额同比大幅回升.....	错误!未定义书签。
图表 18: 6 月社会消费品零售总额超预期上升.....	错误!未定义书签。
图表 19: 我国居民杠杆率持续攀升, 挤压消费.....	错误!未定义书签。
图表 20: 6 月出口下滑, 进口不及预期	错误!未定义书签。
图表 21: 6 月中国对不同经济体的出口增速.....	错误!未定义书签。
图表 22: 贸易摩擦对中国出口的影响	错误!未定义书签。
图表 23: 主要发达经济体制造业 PMI 下滑	错误!未定义书签。
图表 24: CPI 和 PPI 走势分化	错误!未定义书签。
图表 25: 生猪价格持续上涨	22
图表 26: 6 月制造业 PMI 指数分项一览	错误!未定义书签。
图表 27: 6 月制造业 PMI 第 2 个月低于荣枯线	错误!未定义书签。

一、核心观点：经济金融数据全面回落，该降息了

（一）经济金融数据全面回落

看到 7 月份经济金融数据，我们团队是有资格说“正如我们所预测的那样”，看病还得老中医！

在 2018 年底市场一片悲观之时，我们提出“经济 2019 年中企稳、市场否极泰来”（参见《否极泰来——2019 年宏观展望》，2019 年 2 月），随后经济在一季度暂时企稳。

上半年和 6 月份数据出来以后，市场一片“经济企稳”“企稳回升”“超预期”的声音，作为一名从事了 20 年宏观经济形势分析的研究员，我感到深深的忧虑，尤其是 5-6 月一系列金融收紧政策完全是基于年初的“小阳春”数据，对未来形势的严峻性缺少前瞻性估计甚至误判。大部分统计数据反映的是过去，不是未来。做形势分析，不要做马后炮，要有前瞻性，要有框架和逻辑。因此，我们鲜明提出震撼市场的观点“要充分估计当前经济金融形势的严峻性。”（《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读 6 月经济金融数据》）。

年初经济一致和滞后指标暂时企稳，主要受去年底-今年初货币放松、财政资金提前拨付、5 月贸易摩擦再度升级影响尚未显现等支撑。但是，近期先行指标纷纷下滑，比如房地产销售、土地购置和资金来源回落，PMI 订单和 PMI 出口订单下滑，一系列房地产融资收紧政策密集出台，5 月贸易摩擦升级影响将逐步显现，而且经济金融结构正在趋于恶化，比如社融里的企业中长期贷款占比下降，短贷、短融占比上升，历史经验表明金融机构对企业十分谨慎甚至不信任，现实情况是中小企业申请破产量大幅增加；PPI 下行转负，企业盈利下滑；PMI 从业人员指数创新低，就业市场萧条；生产强于需求，PMI 原材料和产成品库存上升，表明相当一部分生产成为库存堆积。

7 月经济金融数据全面回落，事实已经十分清楚。

7 月社融、信贷、M2 数据全面回落，宽货币到宽信用政策效果较差，原因无非是企业实际利率并未下降、流动性投放渠道收窄、资产价格低迷难以起到抵押放大器效应。社融领先实体经济和投资，意味着下半年到明年上半年经济下行压力较大。

三驾马车全部放缓：

出口低迷，全球经济下行（一片降息潮）和 5 月中美贸易摩擦升级，全年大概率为负增长。

投资不振，出口不景气叠加 PPI 通缩企业利润负增长，制造业投资低迷；房地产融资全面收紧，房地产投资持续下滑；新增专项债难以弥补土地财政下行的缺口，加上严控隐性债务，一直寄予希望的基建投资反弹力度有限，7 月甚至回落。

消费下滑，6 月数据因“国五”标准汽车强力去库存短期冲高，7 月排除扰动后重新回落。消费与居民就业、收入高度相关，7 月城镇调查失

业率上升，PMI 从业人员指数仍为十年低点，就业压力大、就业质量下降，收入增速下行，股市房市财富效应较弱，居民杠杆率高挤压消费。

事实上，经济可能正步入通缩，PPI 时隔 3 年转负，企业利润下滑、实际利率上升。近期原油、铁矿石、煤炭、螺纹钢等大宗商品价格纷纷下跌，黄金大涨，债市收益率下行，全球普现降息潮。所有的迹象显示，投资者正在往经济衰退方向进行交易。去除猪瘟和雨季影响，核心 CPI 较低。

从微观数据看，5 月以来挖掘机销售同比大幅回落，7 月大、中型挖掘机销售同比为-3%和 2%；7 月重卡销量约 7.6 万辆，环比-27%，超出季节性回落幅度。

从经济周期运行看，我国经济处于六大周期叠加：世界经济周期回落、金融周期下半场、产能新周期底部、房地产周期调控后期、库存周期从主动去库存到被动去库存的复苏期、新政治周期。短周期的库存周期复苏受到了长期金融周期的压制，居民、企业和地方政府加杠杆空间都受限。

我们维持 2019 年下半年-2020 年上半年经济将再下台阶的判断。2019 年下半年受库存周期复苏和基建的部分支撑，经济下行斜率较缓、韧性较强，但 2020 年上半年将出现库存周期、房地产周期和世界经济周期同时下行的叠加，经济下行斜率较大。（参考《生于忧患——2019 年中期宏观展望》，2019 年 6 月）

（二）具体看，当前宏观经济呈九大特点和趋势：

1、金融数据全面下滑，宽货币到宽信用传导较差；融资结构恶化，企业贷款占比大幅下降。7 月新增社融规模 1.01 万亿元，同比减少 2103 亿元；存量社融增速 10.7%，较 6 月下降 0.2 个百分点。人民币贷款成社融增长最大拖累，新增人民币贷款 1.06 万亿元，大幅少增 3900 亿元，创 2018 年以来单月最大降幅。企业贷款占比 28.1%，较 6 月的 54.8% 大幅下滑，其中，企业中长期贷款占比 34.7%，仍明显低于 1 季度。M1、M2 增速双双回落，反映居民和企业对交易和现金的需求有所下降。

货币政策传导不畅，宽货币到宽信用政策效果较差。四大传导渠道不畅：一是信贷渠道不畅，受包商银行事件影响，中小银行缩表，流动性投放渠道实质性收窄，同时近期房地产融资大幅收紧；二是利率渠道不畅，企业融资利率并未下降，下半年利率市场化能否取得实质性进展存疑；三是受贸易摩擦和房地产调控影响，房市股市低迷，资产价格渠道难以发挥抵押加速器效应；四是汇率渠道仍面临中美贸易摩擦的不确定性。

2、固定资产投资回落，其中房地产投资增速连续 3 个月下滑，制造业投资仍低迷，基建增速回落。考虑到社融回落、土地财政大降、房地产融资收紧等影响，预计未来固定资产投资不振。1-7 月固定资产投资累计同比 5.7%，较 1-6 月回落 0.1 个百分点；7 月当月同比 5.1%，较 6 月下滑 1.2 个百分点。其中，1-7 月房地产投资同比 10.6%，较 1-6 月下滑 0.3 个百分点，连续 3 个月回落，但仍是投资最主要的支撑力量。基建（不含水电燃气）投资同比 3.8%，较 1-6 月回落 0.3 个百分点。制造业投资同比 3.3%，较 1-6 月回升 0.3 个百分点，但仍低迷。民间投资回落，1-7 月民间投资同比 5.4%，较 1-6 月回落 0.3 个百分点。

3、房地产开发资金来源、销售、土地购置、新开工、投资等指标纷纷下行。419 和 730 两次政治局会议强调“房住不炒”，730 政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的工具”，近期银行贷款、信托、海外债等地产融资渠道全面收紧。2019 年年初房地产销售“小阳春”，419 政治局会议重申“房住不炒”，5 月以来房地产销售快速降温。7 月当月房地产销售同比为 1.2%，较上月回升 3.4 个百分点，但剔除基数效应后为 -8.2%，十分低迷。销售降温的主要原因是政策偏紧，部分刚需已在年初释放。

7 月房企到位资金延续下滑趋势，近期房地产融资全面收紧效果显现。1-7 月房地产到位资金累计同比 7.0%，较 1-6 月下滑 0.2 个百分点，连续 3 个月回落。其中，国内贷款累计同比 9.5%，较上月上升 1.1 个百分点，但当月同比为 16.8%，较上月下滑 6 个百分点；个人按揭贷款累计同比 11.3%，较 1-6 月回升 0.2 个百分点，但当月同比 12.2%，较上月下降 0.2 个百分点。

房地产投资延续回落，房地产销售走弱、土地购置负增长、房企融资全面收紧。1-7 月房地产投资累计同比 10.6%，较上月下滑 0.3 个百分点；7 月当月同比 8.5%，较上月下滑 1.6 个百分点。新开工小幅放缓与前期土地购置负增长相关，7 月新开工面积当月同比 6.6%，较上月下滑 2.3 个百分点。施工走强成为本月投资的主要支撑，房地产融资收紧促使房企加快施工回款，7 月施工面积同比 15.7%，较上月提高 6.2 个百分点。同时，融资限制房企拿地，7 月土地购置面积同比 -36.8%，较上月大幅下滑 22.6 个百分点。

4、制造业投资持续低迷，主因外需不振和企业利润下滑，但高技术投资相对高增长。7 月制造业投资当月同比 4.7%，较 6 月回升 0.9 个百分点；1-7 月累计同比 3.3%，较 1-6 月回升 0.3 个百分点。分行业看，计算机和汽车投资回暖，1-7 月累计同比分别为 10.5% 和 1.8%，较 1-6 月回升 2 和 1.6 个百分点。1-7 月高技术制造业投资同比增长 11.1%。全球经济下行和贸易摩擦升级导致出口受冲击，PPI 步入负区间、企业利润下滑，企业中长期贷款占比大幅下降，预计未来制造业投资仍将处于低位。730 政治局会议强调“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”“稳定制造业投资”，政策效果待观察。

5、寄予厚望的基建投资增低位放缓，主因是土地财政大幅减少、严控地方隐性债务制约，未来受积极财政政策支持反弹，但幅度有限。1-7 月基建投资（不含水电燃气）累计增速为 3.8%，较 1-6 月下滑 0.3 个百分点；7 月当月同比 2.3%，较 6 月当月下滑 2.1 个百分点，基建投资增速放缓与 PMI 建筑业新订单下滑、重卡销量回落一致。

730 政治局会议强调“财政政策要加力提效”，专项债限额与余额的差额或用于今年新发债券，项目资本金比例或下调，推动基建投资反弹，但反弹幅度有限。原因：一是减税降费落地后，地方财政收入同比迅速下行，上半年已有部分省市财政收入负增长，如北京 -2.5%、海南 -3.1%、重庆 -7.8%。二是 2019 年新增专项债规模为 2.15 万亿，较 2018 年增加 8000 亿元；但是土地财政增速大幅下降，土地出让收入在上半年同比下降 0.8%，较去年全年下降 25.8 个百分点；下半年土地出让收入预计为 2.6 万亿，全年预计 5.3 万亿元，较 2018 年净减少 1.2 万亿，同比 -19%。仅考虑专项债、土地出让收入两项，2019 年净减少 4000 亿，即新增专项债难以弥补土地出让收入大幅减少的缺口。

6、社零消费增速回落，主因前期“国五”去库存提前透支汽车消费需求，未来经济下行导致就业压力大、就业质量下降，收入增速下行，股市房市财富效应较弱，居民杠杆率高挤压消费。7 月社零消费名义和实际增速分别为 7.6% 和 5.7%，均较 6 月下滑 2.2 个百分点。汽车消费同比-

2.6%，较6月大幅下滑19.8个百分点。剔除汽车的消费后同比增长8.8%，与上月基本持平，但升级类消费增速下行、必需品消费增速上升的消费结构仍反映出消费疲软。其中，升级类消费品化妆品和金银珠宝类商品同比增速分别为9.4%和-1.6%，分别较上月大幅下滑13.1和9.4个百分点。房地产销售低迷导致相关行业消费下滑，家具和建筑装饰材料消费同比分别为6.3%和0.4%，分别较6月下滑2和0.7个百分点。必需品消费增速稳中有升，粮油食品和饮料增速分别为9.9%和9.7%，分别较上月上升0.1和0.6个百分点。

未来消费难起：1) 中美贸易摩擦冲击出口部门就业。7月PMI从业人员指数47.1%，处于枯荣线下，且为十年以来低点，城镇调查失业率5.3%，较6月上升0.2个百分点。2) 经济低迷，居民可支配收入走弱。3) 中国居民部门杠杆率高位上升，2019年一季度升至54.3%。4) 股市房市财富效应减弱，抑制消费。

7、步入通缩，PPI三年来首次转负，企业利润下滑、实际利率上升，大宗商品价格纷纷下跌，反映经济需求疲弱。7月PPI同比-0.3%，环比-0.2%。其中，受国际原油价格下跌影响，7月石油天然气开采和石油加工业价格明显回落。

猪周期和猪瘟推高CPI，但核心CPI保持稳定、CPI非食品分项持续下行。7月CPI同比2.8%，较上月提高0.1个百分点；环比0.4%，强于季节性；核心CPI连续第三个月持平于1.6%低位，整体通胀形势稳定。非洲猪瘟导致的猪肉价格上涨仍是CPI上行的核心驱动因素。7月非食品CPI为1.3%，连续四个月下滑。

PPI、CPI均不会对货币政策宽松形成掣肘。

8、制造业PMI连续3个月低于荣枯线，需求疲弱，中小企业经营困难增加。7月制造业PMI为49.7%，较上月下滑0.3个百分点，连续3个月低于荣枯线。新订单指数为49.8%，较上月回升0.2个百分点，连续3个月低于荣枯线。由于需求不强且价格回落，主动补库存动力不足。大企业景气度回升，中小企业景气度下滑，中小企业大多是出口导向和民营企业，反映了出口下行及流动性分层的影响。受房地产投资下行、7月阴雨天气影响，建筑业景气度略下滑。

9、出口整体低迷，7月出口增速上升，主要是对欧盟和东盟出口增速上升、对美出口小幅上升，源于出口企业转移市场以及中美落实G20大阪峰会成果。7月中国出口增速3.3%，较6月回升4.6个百分点；分国别和地区看，对美出口降幅缩窄，对欧盟及新兴市场出口增速上升，对日本、中国香港出口增速下滑。7月进口小幅回升，主因中国加快购买美国农产品。7月中国进口增速-5.6%，较6月回升1.8个百分点；分产品看，农产品和大宗商品进口增速较上月上升，而机电产品和高新技术产品进口同比负增长且较上月下滑，反映美国虽然在G20峰会中提出放松对华零部件的管制，但并未实质性放松对华高科技产品的出口管制。

未来虽然人民币贬值利好出口，但全球经济下行、中美贸易摩擦仍制约出口。1) 7月全球制造业PMI指数49.3%，连续15个月下滑、连续3个月处于枯荣线下；美、欧、日制造业PMI分别为51.2%、46.5%和49.4%，分别变化-0.5、-1.1和0.1个百分点，欧、日处于荣枯线以下，美国连续4个月下滑。2) 中美贸易摩擦升级，12月15日前，美国仍可能对华中国进口约3000亿美元商品加征10%关税，这将对我国劳动密集型产品出口产生较大影响。

（三）政策建议：该降息了

事实已经十分清楚，经济金融数据全面持续回落，物价通缩，该降息了！这是常识。

经济下行压力加大、全球降息潮、730 政治局会议宣告货币政策重回宽松，且汇率破“7”、核心 CPI 保持稳定、PPI 负增长，表明货币宽松的空间已经打开，时机已经到来。

在体育竞技中，运动员患得患失往往导致技术动作变形，发挥失常。当前也是一样，放下包袱，轻装前行，着眼大局，该降息降息，该干嘛干嘛。每临大事有静气。

1、730 二季度政治局会议对当前形势的基本判断是“当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大，必须增强忧患意识”。时隔半年重提“六稳”；不再提“去杠杆”；强调“财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。”表明货币政策从观察期重回宽松，但这次是不一样的宽松，以温和的结构性宽松为主：资金的流向是“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”，主要是高端制造和新型基建，明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。表明中央将更多地依靠培育新的经济增长点、扩大消费、新型基础设施建设、城市群、一系列重大开放、金融供给侧改革等改革的办法来稳增长。（参考《渡劫 不一样的宽松——解读 730 政治局会议精神》，2019 年 7 月 31 日）。

2、货币政策应实施结构性宽松，何时降息降准？货币政策应以我为主，服从于国内经济形势和改革发展大局。未来定向降准概率较大，辅以 TMLF、MLF、再贷款再贴现等结构性货币政策工具，以缓解企业融资难题，解决流动性分层困境。同时，调低 OMO、MLF 等政策利率，也不排除调整存贷款基准利率概率。目前一年期存贷款基准利率较低，调整空间有限。同时在稳杠杆稳房价稳预期的背景下，调低存贷款基准利率的信号太强。但美联储等海外央行降息进一步打开货币政策空间，中国可能会随行就市降低政策利率。

推动利率市场化，加大金融供给侧结构性改革，继续打通宽货币到宽信用的信贷渠道、利率渠道、资产价格渠道以及预期渠道。（1）信贷渠道：货币政策总量适度放松，适时推出降准及降息；推进金融供给侧改革，匹配金融结构与经济结构，构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系和信贷市场体系；（2）利率渠道：加快形成 LPR 在市场利率中的引导作用，降低实体企业融资实际利率，发挥利率渠道与信贷渠道的联动效应；（3）资产价格渠道：深化资本市场改革，加强对交易的全程监管，满足新经济融资需求；（4）资产价格渠道：促进房地产市场平稳健康发展，建立居住

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_10665

