

# 经济下行压力加大，“稳增长”或加力提效

## ——2019年7月份经济数据点评

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

### 相关研究报告

- 1 《金融数据疲软，显示有效需求不足——7月份金融数据点评》 2019-08-12
- 2 《全球新一轮宽松周期开启——8月份宏观策略·宏观经济篇》 2019-08-09
- 3 《经济有韧性，托底仍必要——6月份经济数据点评》 2019-07-15
- 4 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——2019年6月份金融数据点评》 2019-07-13

### □ 投资要点：

◆ **事件：**8月14日，国家统计局公布了2019年7月份经济数据：7月份规模以上工业增加值同比增4.8%，预期5.8%，前值6.3%；7月份，全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长5.7%，预期5.8%，前值5.8%。其中，民间固定资产投资累计同比增长5.4%，增速较6月份回落0.3个百分点；7月份，房地产开发投资累计同比增长10.6%，增速比6月份回落0.3个百分点。商品房销售面积累计同比下降1.3%，降幅较6月份缩窄0.5个百分点。7月份社会消费品零售总额同比增长7.6%，较6月份回落2.2个百分点；去除价格因素，实际增速5.7%，较6月份回落2.16个百分点。

◆ **7月份经济数据显示经济下行压力加大，尤其值得关注的地产调控收紧带来的压力还未真正开始体现。而可能的对冲地产下行压力的基建和制造业投资还相对疲软，后续托底经济的相关政策进一步发力的概率加大。**

◆ **工业生产：需求不振，拖累生产走弱。**三大工业门类中采矿业和制造业回落明显。制造业部门中，中上游行业生产有回落的趋势，下游行业，如医药制造业、食品制造业等必选消费制造业的生产保持走强的态势，而与出口相关性比较强的电气机械、计算机通信电子设备行业的生产明显走弱。生产端的疲软也从侧面印证了需求的不振。

◆ **投资：主要靠地产投资的拉动，不过拉动的力量在减弱，同时基建投资和制造业投资仍比较弱。**制造业投资累计同比3.3%，较上月回升0.3个百分点，制造业投资增速仍处于较低位置，但连续3个月小幅回升。后续制造业的走势主要取决于相关支持政策落地的效果和今年以来的减税降费的效果。基建投资累计同比2.91%，较上个月回落0.04个百分点，基建“补短板”带来的效果并不明显。房地产投资累计同比10.6%，较上个月回落0.3个百分点。尽管增速有所回落，但地产依然是支撑固定资产投资最主要的力量。

◆ **房地产：仍处于下行周期，调控收紧对投资的影响还未真正显现。**房地产销售仍处于下行周期，但偏低的库存支撑销售下行缓慢；同时，较高的新开工和施工面积支撑地产投资的短期保持韧性，但随着地产融资的收紧，房企拿地意愿降低，土地购置费支出下降，后续将会传导至新开工增速。同时，开发商的流动性收紧的背景下，将会加快推盘，有限的资金会优先保证房地产施工。考虑地产监管的全面趋严和当前的地产“拿地-开工-施工-竣工”链条的具体情况，预计今年下半年地产投资增速在地产施工的支持下稳步下滑。

◆ **消费：6、7月份的消费数据受汽车消费的干扰较大，扣除汽车以外的消费增速平稳。**6月份和7月份数据主要受6月份“国六换国五”汽车大促销的影响，波动加大。扣除汽车以外的消费品零售额增长8.8%，与上月基本持平。考虑到企业利润的疲软，居民的可支配收入的大幅增长短期很难看到，尤其当前就业市场景气度下降，7月调查失业率从5.1%上升到5.3%，预计随着干扰因素的消失，消费增速将大概率重新回落到8%-9%之间的水平，并持续保持平稳。

◆ **风险提示：信用收缩超预期、房地产下行速度超预期、外部环境恶化超预期**

事件:

8月14日,国家统计局公布了2019年7月份经济数据:

7月份规模以上工业增加值同比增4.8%,预期5.8%,前值6.3%;

7月份,全国固定资产投资(不含农户)累计同比增长5.7%,预期5.8%,前值5.8%。其中,民间固定资产投资累计同比增长5.4%,增速较6月份回落0.3个百分点;

7月份,房地产开发投资累计同比增长10.6%,增速比6月份回落0.3个百分点。商品房销售面积累计同比下降1.3%,降幅较6月份缩窄0.5个百分点。

7月份社会消费品零售总额同比增长7.6%,较6月份回落2.2个百分点;去除价格因素,实际增速5.7%,较6月份回落2.16个百分点。

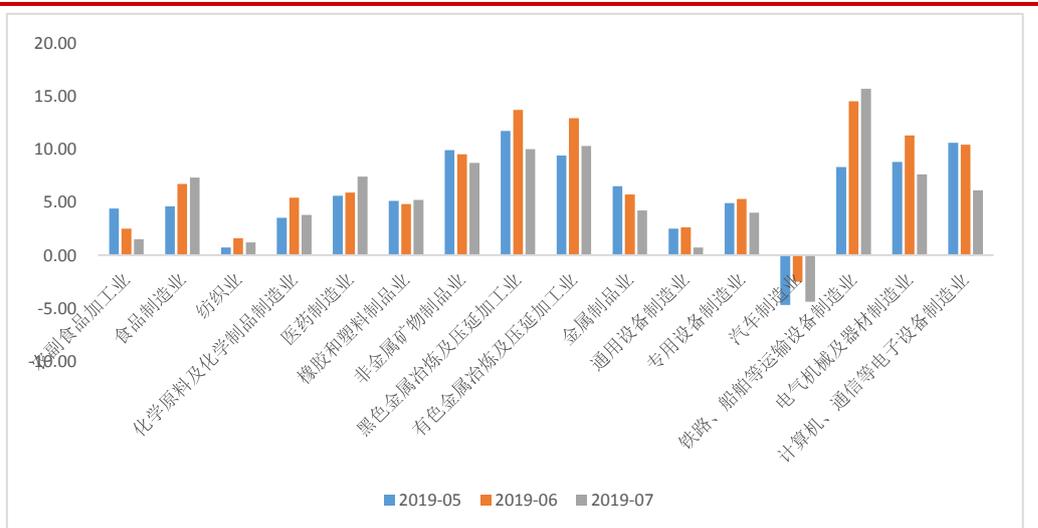
对此,我们的点评如下:

## 1. 工业生产: 需求不振, 拖累生产走弱

7月份工业增加值同比增4.8%,较6月份回落1.3个百分点,明显回落。三大工业门类中采矿业和制造业回落明显,其中,采矿业增加值同比增长6.6%,增速较6月份回落0.7个百分点;制造业增长4.5%,回落1.7个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.9%,加快0.3个百分点。

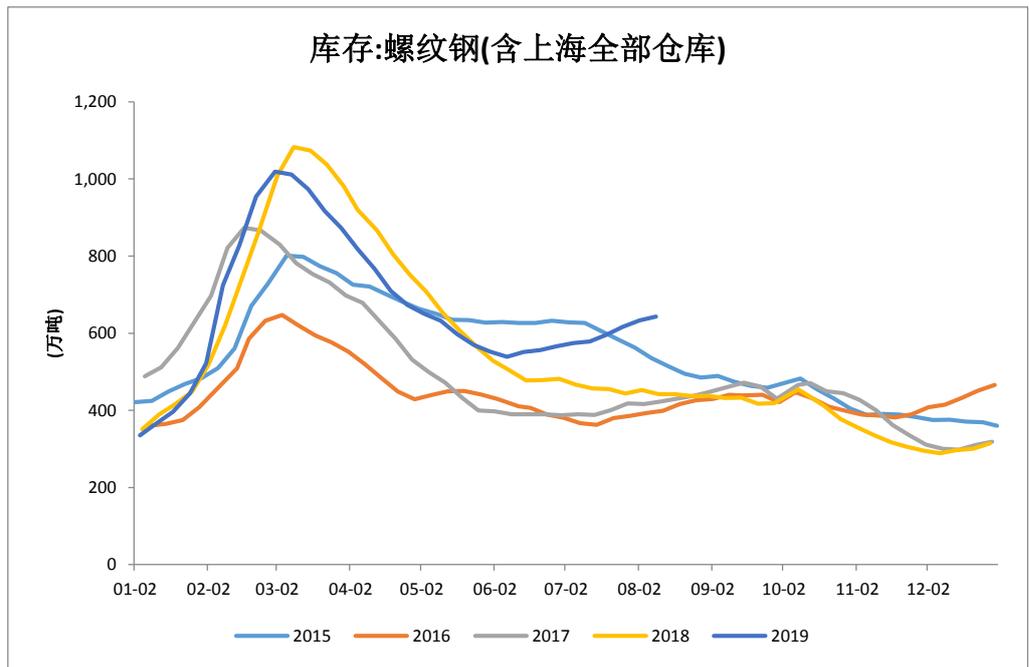
其中,制造业增加值分行业来看,有以下特征:第一,非金属矿物制品业(本月8.7%,前值9.5%)、黑色金属(本月10%,前值13.7%)、有色金属(本月10.3%,前值12.9%)等和基建及房地产施工密切的行业高位回落,主要和产成品的库存持续回升导致库存堆积有关,如钢材库存从6月开始超季节性回升且当前还未见到见顶的迹象,同时绝对高的增速反应出基建和地产对于生产端的拉动效应仍比较明显,但强度在下降;第二,通用设备制造业(本月0.7%,前值2.6%)和专用设备制造业(本月4%,前值5.3%)回落,反映了需求端疲软的资本支出已经影响到生产;第三,铁路、船舶等运输设备制造业(本月15.7%,前值14.5%)在高位继续回升,基建加码的效应仍在;第四,总体上看,中上游行业生产有回落的趋势,下游行业,如医药制造业、食品制造业等必选消费制造业的生产保持走强的态势,而与出口相关性比较强的电气机械、计算机通信电子设备行业的生产明显走弱。生产端的疲软也从侧面印证了需求的不振。

图 1: 制造业增加值情况(分行业)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 2：钢材库存从 6 月份开始超季节性回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 2. 投资：地产投资仍是主要力量，基建投资和制造业投资仍比较弱

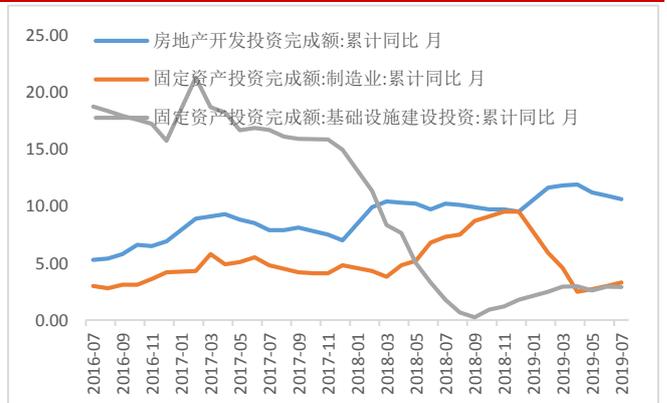
固定资产投资累计同比增长 5.7%，较上月回落 0.1 个百分点，基本保持平稳，主要靠地产投资的拉动，不过拉动的力量在减弱，同时基建投资和制造业投资仍比较弱。民间固定资产投资累计同比增长 5.4%，增速较 6 月份回落 0.3 个百分点。

图 3：固定资产投资小幅回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：地产投资仍是主要拉动力量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业投资累计同比 3.3%，较上月回升 0.3 个百分点，制造业投资增速仍处于较低位置，但连续 3 个月小幅回升。制造业投资能否企稳回升，主要取决于两个因素，一是企业盈利，二

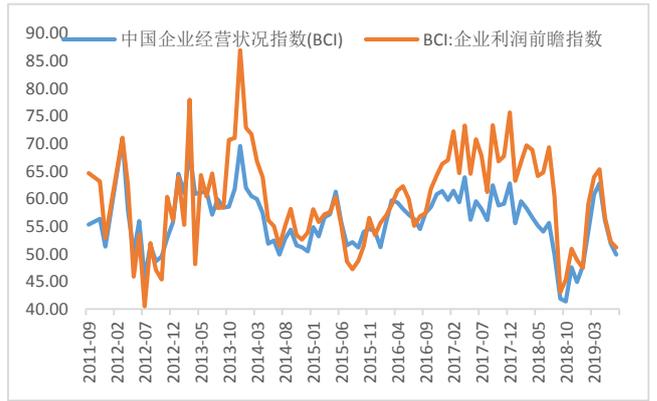
是企业预期。根据历史经验，利润改善大致领先制造业投资增速回升1年左右，而且制造业投资筑底企稳时，利润增速多处于高位，而目前工业企业利润增速还处于负数区间。企业预期方面，贸易摩擦的不确定性、房地产调控的收紧等因素的影响下，企业预期有所走弱，PMI生产经营活动预期由4月份的56.5回落到6月份的53.6，长江商学院的中国企业经营状况指数（BCI）及分项指数企业利润前瞻指数均从4月份高位回落，反应企业预期的走弱。制造业投资仍面临一定的压力，但政策层面要求“稳定制造业投资”，近期发改委、工信部等部门就制造业投资形势、培育发展制造业集群等密集调研，后续有望看到具体措施出台。后续制造业的走势主要取决于相关支持政策落地的效果和今年以来的减税降费的效果。

图5：利润改善大约领先于制造业投资企稳一年左右



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图6：4月份开始企业预期开始快速恶化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

基建投资累计同比2.91%，较上个月回落0.04个百分点，基建“补短板”带来的效果并不明显。尽管今年以来，政策对于基建的支持不断加码，如地方政府债发行前置，但受制于地方政府隐性债务的严监管，基建投资并没有像以往一样随着政策的支持而大幅攀升。

随着政策明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，基建成为托底经济的重要选择。从政策层面来说，政策对于基建“补短板”的支持态度是明确的，例如，5月份明确专项债在符合一定条件下可做项目资本金；7月份政治局会议中也给出了未来基建的重要方向——“实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设”。政策的效果还有待观察。

目前，“开正门，堵偏门”的思路下，基建投资更加依赖于财政政策的力度。因此基建投资面临的现实压力是后续的财政空间还有多大。从目前来看，情况并不乐观：从收入端来看，企业盈利偏弱叠加减税大背景下，下半年公共财政收入增长幅度有限；卖地收入受地产调控影响预计也会有所下滑。从支出端来看，上半年财政支出有所前置，一定程度上透支下半年的财政空间。不过，如果下半年经济下行压力持续加大的话，地方专项债仍有灵活空间，如专项债可突破新增余额限额的限制，使用往年剩余额度，18年的剩余额度大约有1.1万亿，这部分可能会是未来专项债的新增发行空间；也可以出台更多类似6月明确专项债可作为重大项目资本金来撬动基建投资的政策，未来在项目种类、资本金比例，专项债的角色上可能都会有所放松。但要承担宏观杠杆率重新回升的压力。

房地产投资累计同比10.6%，较上个月回落0.3个百分点。尽管增速有所回落，但地产依然是支撑固定资产投资最主要的力量。

### 3. 房地产：仍处于下行周期，调控收紧对投资的影响还未真正显

现

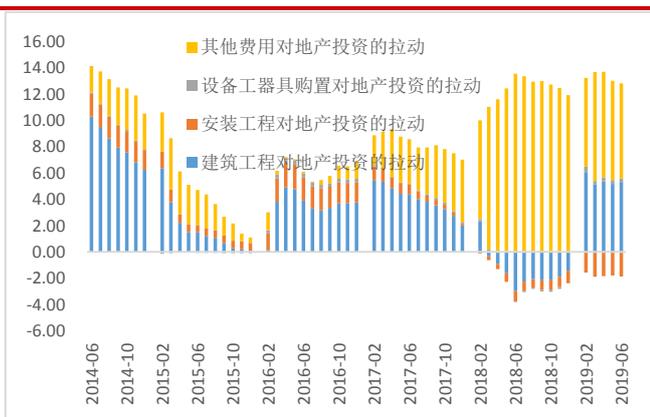
5月份以来，对于房地产的调控不断收紧，尤其对地产的融资端限制比较明显，7月份地产信托发行规模和地产债净融资均出现下滑，导致7月份房地产开发资金来源中的自筹资金部分累计同比2.8%，较上月回落1.9个百分点。不过，国内贷款、定金及预收款、按揭贷款等资金来源累计同比均有所回升，支撑地产资金来源保持平稳，地产投资增速依然保持高位。

房地产链条来看，新开工回落，施工大幅回升，销售有所走强，竣工有见底的迹象。具体来看，6月份新开工面积当月同比6.56%，较上个月回升6.16个百分点；施工面积当月同比8.88%，与上个月相比回落2.33个百分点；销售面积当月同比1.18%，较上个月反弹3.34个百分点0.2个百分点；房地产待售面积累计同比-8.4%，地产库存依然处于收缩的状态。

总体上看，房地产销售仍处于下行周期，但偏低的库存支撑销售下行缓慢；同时，较高的新开工和施工面积支撑地产投资的短期保持韧性，但随着地产融资的收紧，房企拿地意愿降低，土地购置费支出下降，后续将会传导至新开工增速。同时，开发商的流动性收紧的背景下，将会加快推盘，有限的资金会优先保证房地产施工。2018年以来，地产商为缓解流动性压力，采取了“快开工，慢竣工”的策略，销售了大量期房，积累了较大的交房压力。一段时间内地产投资增速将由施工带来的建筑工程来支撑。第三，由于投资受到资金来源的限制，随着施工量的下降，地产产业链相关的需求也会下降。

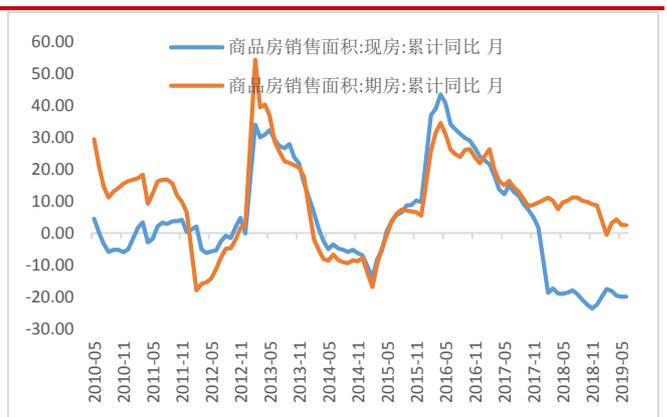
考虑地产监管的全面趋严和当前的地产“拿地-开工-施工-竣工”链条的具体情况，预计今年下半年地产投资增速在地产施工的支撑下稳步下滑。

图7：今年以来建筑工程成为拉动地产投资的重要力量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图8：18年开始现房和期房的销售增速开始分化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

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\\_10702](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10702)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn