

宏观点评

是什么拖累了7月经济？

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%）；7月社会消费品零售总额同比 7.6%（预期 8.4%，前值 9.8%）；1-7月固定资产投资同比 5.7%（预期 5.8%，前值 5.8%），其中：房地产投资累计同比 10.6%，前值 10.9%；制造业投资累计同比 3.3%，前值 3.0%；基建投资累计同比 3.8%，前值 4.1%。

核心结论：

1、工业生产缘何走弱？主因内外需制约叠加环保限产。7月工业增加值比较上月下滑 1.5个百分点至 4.8%（不及预期 6%），主要源于内需下滑（7月基建投资增速和发电量增速均下滑），体现为黑色、有色等行业降幅明显，此外，6月底以来环保限产加码也是一大原因。需要注意的是，7月工业增加值增速（降）和7月PMI生产指数（升）有所背离。

2、地产投资增速回落但韧性仍在，未来继续承压，全年有望 6-8%。7月地产投资累计同比回落 0.3个百分点至 10.6%，但剔除土地购置费之后，1-6月地产投资累计同比仍有小幅提升并且处于近两年的次高位。鉴于6月以来地产融资收紧再叠加土地购置费递延的消退，预计后续地产投资增速趋降，但不会失速下行（当前调控重心是稳房价，稳增长尚不开稳地产）。此外，需要关注房地产施工面积增速和开工面积增速的背离。

3、年初以来基建为何屡不及预期？三大原因和未来举措值得关注。7月基建投资不升反跌，主因借新还旧、地方政府积极性不高、隐性债务监管趋严环境下专项债补充资金来源力度较为有限。往后看，稳基建是稳增长的必选项，预计平滑地方政府隐性债务、中央加杠杆仍是当局可选项，关键是能否提升地方政府积极性，可重点关注基建补短板 and 新型基建。

4、盈利制约下是什么在支撑制造业投资？数据看，7月制造业投资增速回升主因新经济分项增速较6月好转，应与6月底G20峰会之后贸易摩擦缓和有关，但8月9日美国宣布推迟决定美国与华为重启业务的许可，仍需警惕后续的反复。往后看，企业盈利尚未企稳、PPI下行、高基数仍将制约制造业投资增速，但730政治局会议首提“稳定制造业投资”有望带来政策托底。

5、消费大降主因汽车清库和618大促透支部分消费，期待政策对冲，警惕就业回落。7月社零增速大幅回落 2.2个百分点至 7.6%，7月走弱的行业细项与6月走好的行业具有高度一致性，即汽车、化妆品、金银珠宝和地产链。对于汽车，国五清库透支7月汽车消费，叠加去年7月1日降低进口汽车关税带来较高基数。而其他项可能与618大促透支了部分7月消费、以及地产竣工数据偏弱有关。往后看，消费喜忧并存：喜在于政策红利可能通过减税降费、农村消费和互联网消费、电子消费等方面释放；忧在于仍需警惕贸易摩擦扰动下就业恶化对居民收入和消费信心的拖累。

6、维持此前判断，经济下、政策上。综合看，我国经济下行压力加大，政策将延续宽松、稳定当头、坚持忧患意识，对内改革和对外开放并举，“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”组合拳可期，其中：降准几无悬念、“降息”可期，宽财政是发力点。（见报告《这次不一样——逐句730政治局会议》、《下半年下行压力仍大，继续关注政策组合拳》）。

风险提示：中美贸易冲突升级，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《人民币“破7”对出口影响几何？——兼评7月贸易数据》2019-08-11
- 2、《央行二季度货币政策报告的7大信号》2019-08-11
- 3、《这次不一样——逐句解读 7.30 政治局会议》2019-07-30
- 4、《下半年下行压力仍大，继续关注政策组合拳——6月经济数据点评》2019-07-16
- 5、《经济再下，政策组合拳有哪些？——5月经济数据点评》2019-06-16



内容目录

生产大幅走弱，主因内外需下滑叠加环保限产	3
地产投资增速回落但韧性仍在，未来继续承压，全年有望 6-8%	3
基建投资缘何放缓？地方积极性是关键，关注可能的中央加杠杆	5
新经济好转推升制造业投资，稳定制造业投资成硬要求	6
消费大降受汽车清库拖累，期待政策对冲，警惕就业回落	6
风险提示	8

图表目录

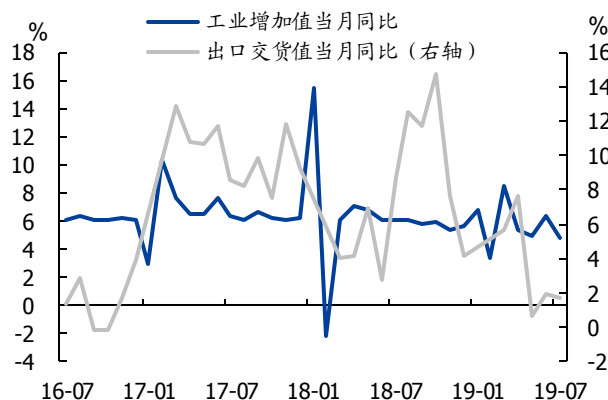
图表 1: 7 月工业生产和出口交货同比下滑	3
图表 2: 7 月高炉开工率大幅下滑	3
图表 3: 7 月地产新开工增速继续下滑	4
图表 4: 1-6 月建安投资增速仍处高位	4
图表 5: 6 月以来房地产融资相关政策文件和官方表态	4
图表 6: 2019 年公共财政支出增速先升后降	5
图表 7: 年初以来专项债发行对基建支撑力度较弱	5
图表 8: 7 月新经济类制造业增速走高	6
图表 9: 盈利增速将继续制约制造业投资	6
图表 10: 6 月消费主要支撑项同样为 7 月拖累项	7
图表 11: 7 月地产链消费明显走弱	7
图表 12: 互联网消费仍是居民消费的重要支撑	8
图表 13: 工业企业盈利为负可能拖累就业	8

生产大幅走弱，主因内外需下滑叠加环保限产

7月工业增加值同比超预期回落。7月工业增加值同比增长4.8%，较上月下滑1.5个百分点，低于市场预期的6.0%。1-7月工业增加值累计同比为5.8%，低于1-6月累计同比6.0%，且为近10年最低增速。

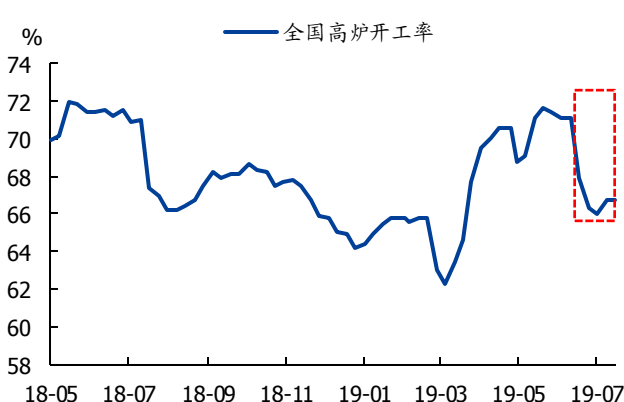
成因看，主要源于内需制约叠加环保限产。7月基建投资增速较6月回落0.3个百分点至3.8%（市场预期会回升），7月发电量同比增速则较6月大幅下降2.2个百分点至0.6%，对应看，黑色金属、有色金属冶炼及压延加工业分项分别较6月回落了3.7个和2.6个百分点；十种有色金属、粗钢、钢材的产量同比较6月回落3.1个、5个和3个百分点。此外，6月下旬以来唐山、武安、吕梁等地出台环保限产政策，同时铁矿石价格上涨也压缩钢厂盈利空间，因此看到，7月高炉开工率继续回落，黑色金属等行业也受到限制。需要注意的是，7月工业增加值增速（降）和7月PMI生产指数（升）有所背离，这意味着，接下来工业生产是否延续走弱，有待进一步观察。

图表 1：7月工业生产和出口交货同比下滑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：7月高炉开工率大幅下滑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

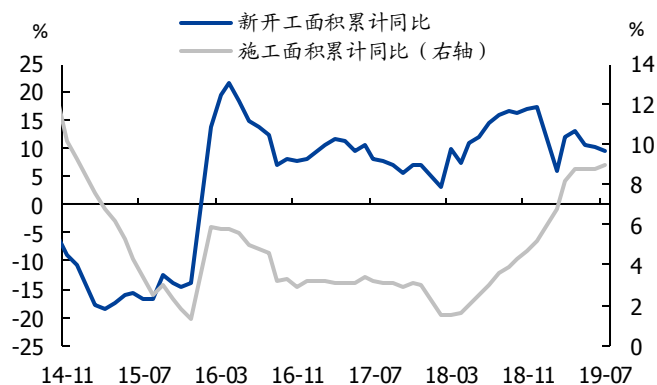
地产投资增速回落但韧性仍在，未来继续承压，全年有望6-8%

7月地产投资增速小幅下滑、但仍居高位。7月地产投资累计同比增长10.6%，增速较1-6月份回落0.3个百分点。7月新开工面积累计同比下滑0.6个百分点至9.5%，施工面积累计同比提升0.2个百分点至9.0%，表明房地产市场已现降温；到位资金方面，房地产开发资金来源同比下滑0.2个百分点至7.0%，主要受自筹资金同比大幅下滑拖累（7月2.8%，6月4.7%），应是房企融资政策收紧有关。此外，剔除土地购置费之后，1-6月地产投资累计同比为5.5%，高于1-5月的5.2%，且处于近两年的次高位，表明房地产投资仍是上半年经济增长的主支撑。

重申前期观点：地产调控趋紧，地产投资增速仍将趋于下行但不会失速，预计全年6-8%。6月以来监管机构开始控制地产融资，730政治局会议首提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”并继续强调“房住不炒”，再叠加土地购置费递延的消退，倾向于认为，未来地产投资增速趋于放缓。但考虑到中美贸易摩擦升级将拖累我国经济，以及减税降费

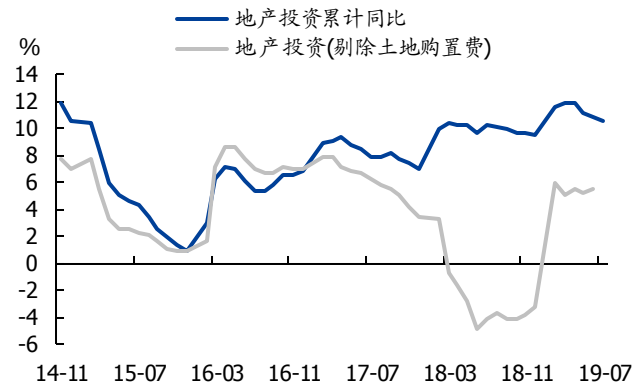
大幅降低地方政府税收收入情况下，地方补充资金仍然需要依靠土地出让收入，预计房地产投资回落速度不会太快，预计2019年底有望缓慢回落至6%-8%。此外，今年地产投资增速虽有下滑，但最核心的建安投资增速提升，从而对地产产业链上下游的刺激带动作用要强于去年。

图表3: 7月地产新开工增速继续下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 1-6月建安投资增速仍处高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 6月以来房地产融资相关政策文件和官方表态

时间	政策文件&官方表态	主要内容
2019/8/8	《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》	加强房地产信托合规管理和风险控制。督促辖内信托机构依法合规开展房地产信托业务，提高风险防控前瞻性和主动性，控制业务发展增速。按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取监管约谈、现场检查，暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。
2019/7/12	《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	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；房地产企业在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息；房地产企业发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况；房地产企业应制定发行外债总体计划，统筹考虑汇率、利率、币种及企业资产负债结构等因素，稳妥选择融资工具，有效防控外债风险。
2019/7/6	银保监会对部分信托公司进行约谈警示	银保监会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提出要求： 1.增强大局意识，严格落实“房住不炒”的总要求，严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求。 2.提高风险管控水平，确保业务规模及复杂程度与自身资本实力、资产管理水平、风险防控能力相匹配。 3.提高合规意识，加强合规建设，确保房地产信托业务稳健发展。 4.控制业务增速，将房地产信托业务增量和增速控制在合理水平。 5.提升受托管理能力，积极优化房地产信托服务方式，为房地产企业提供专业化、特色化金融服务。
2019/6/13	银保监会主席郭树清在陆家嘴论坛演讲内容	郭树清表示：近年来，我国一些城市住户部门杠杆率急速上升。更严重的是全社会新增土地资源有一半投入到房地产，一些房地产企业融资过度，挤占了信贷资源，导致资金使用效率进一步降低，也助长了房地产投资投机行为。

资料来源: 政府网, 国盛证券研究所

基建投资缘何放缓?地方积极性是关键, 关注可能的中央加杠杆

为何年初以来专项债放量、财政支出上升, 但基建投资一直低位运行? 综合看, 应与借新还旧、地方政府积极性不高、表内资金体量尚难补表外部分有关。

今年1-7月狭义基建投资累计同比增长3.8%, 较1-6月小幅下降0.3个百分点, 增幅不及我们预期; 广义基建累计同比增长2.91%, 较前值下降0.04个百分点。年初以来基建投资增速屡不大预期, 我们分析主要有以下三点原因:

原因一: 城投债、专项债部分资金用来借新还旧, 未实质性增加新的基建投入。根据往年经验, 基建资金来源中约有11%来自城投债, 约不到10%来自政府专项债。Wind数据显示, 截至8月14日, 2019年前7个半月城投债偿还量占同期发行量的73%; 同时前7个月发行地方政府债总额约为3.4万亿, 其中置换债券和再融资债券占比为25%。由此我们猜测, 2019年新发城投债和专项债中应有不到一半的资金用于借新还旧。同时, 调研显示, 增量基建资金优先补充在建工程的资金缺口, 因此新增项目较为有限。

原因二: 地方政府积极性受限。一方面, 去年以来地方平台融资监管加强, 地方政府投资基建的资金由表外回归表内, 审批趋严, 降低了融资和建设效率。另一方面, 由于当前处于经济新旧转换的关键时期, 新经济、消费等行业重要性提升, 因此地方政府可能弱化了对于房地产、基建投资增速的追求。此外, 也是更为本质的, 终身追责、倒查责任等强约束限制了地方政府的主观能动性和积极性。

原因三: 专项债补充资金来源力度较为有限。根据博瞻智库测算, 当前我国地方政府隐性债务规模大约在30-40万亿左右, 若我们仅从非标爆发的2012年开始算起, 那么截至2017年底隐性债务量每年大概达到5-7万亿。若以2019年新增一般债9300亿元额度, 加上新增专项债21500亿元额度, 合计30800亿元额度来看, 仍大幅小于以往隐性债务体量。专项债资金用于补充受到强管制的地方政府隐性债务, 显得“捉襟见肘”。随着专项债资金允许用作资本金新政的实施, 其对基建投资的支持力度有望加强。

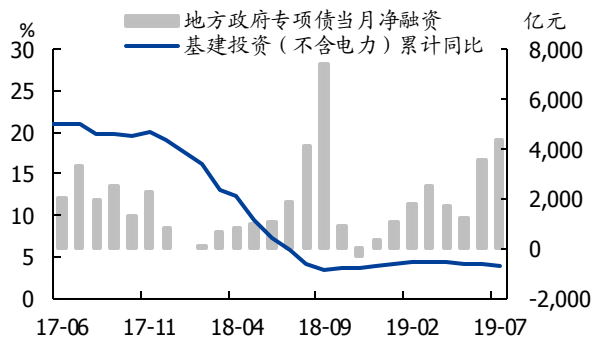
往后看, 进一步平滑地方政府隐性债务、中央加杠杆仍是当局可选项, 可重点关注基建补短板 and 新型基建。考虑到当前我国经济下行压力较大, 但基建投资仍尚未显著企稳, 预计财政政策仍将延续宽松, 可以采用的手段包括继续延长隐性债务化解的期限, 或者通过中央加杠杆补充资金来源(例如发行特别国债等)。同时, 730政治局会议提到“实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程, 加快推进新型基建等”, 预计也将提升基建对经济的拉动作用。

图表 6: 2019年公共财政支出增速先升后降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 年初以来专项债发行对基建支撑力度较弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

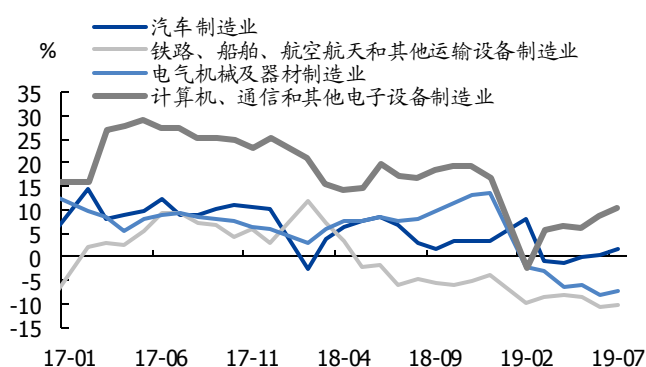
新经济好转推升制造业投资，稳定制造业投资成硬要求

7月制造业投资小幅回升，民间投资仍弱。1-7月固定资产投资同比增长5.7%，增速较1-6月小幅回落0.1个百分点，较2018年同期回升0.2个百分点。1-6月民间投资累计同比下降0.3个百分点至5.4%；制造业投资累计同比上升0.3个百分点至3.3%，连续3个月小幅回升。

7月制造业投资增速回升主因新经济分项增速较6月好转，与6月底G20峰会之后贸易摩擦缓和有关，但仍需警惕后续的反复。制造业投资分项中，较6月增速明显上升的行业为汽车制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业等新兴经济行业，我们认为TMT制造业等行业投资好转应与7月的贸易摩擦短暂缓和有关。特别是G20会晤之后，特朗普在记者会上称美国企业可继续向中国电信企业华为出售零件。但是，往后看，仍需警惕美方态度的反复，8月9日华为鸿蒙发布当天，美国宣布将会推迟决定美国公司与华为重启业务的许可。因此就新经济制造业分项看，不宜过于乐观。

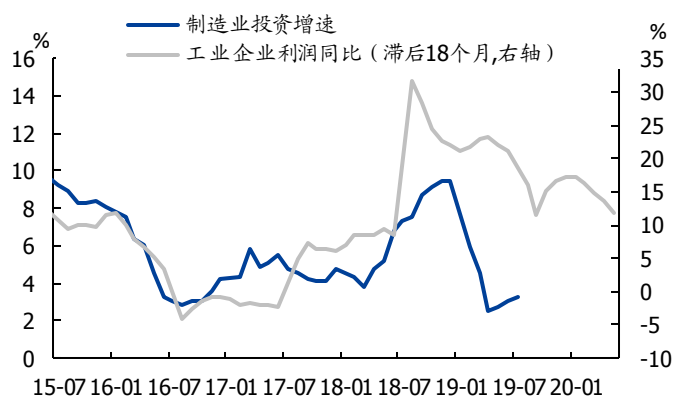
往后看，鉴于企业盈利尚未企稳，PPI面临通缩，高基数效应逐步显现，中美贸易摩擦扰动下制造业企业可能考虑向东南亚国家转移生产线等因素制约，制造业投资仍存较大下行压力。不过，730政治局会议首提“稳定制造业投资”，政策托底措施可期。

图表8：7月新经济类制造业增速走高



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9：盈利增速将继续制约制造业投资



资料来源：Wind，国盛证券研究所

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_10706

