

供需双弱，静待政策对冲

数据：7月社会消费品零售总额当月同比 7.6%（前值 9.8%），累计同比 8.3%（前值 8.4%）；7月固定资产投资当月同比 5.2%（前值 6.3%），累计同比 5.7%（前值 5.8%）；7月工业增加值当月同比 4.8%（前值 6.3%），累计同比 5.8%（前值 6.0%）

1、投资：制造业投资小幅回升、基建、房地产投资小幅回落，固定资产投资总体回落。其中，基建短暂小幅回落，但在政策引导下预计将进一步回升；制造业投资小幅回升，但增速依然偏低；房地产投资在资金来源制约下回落，但增速高于整体 FAI。具体来看：（1）基建投资小幅回落。水电气、水利环保业增速小幅回升，但受交通运输增速放缓影响，基建增速小幅回落，其中，铁路运输业、道路运输业增速均回落。（2）制造业投资增速小幅回升。在化学原料、计算机通信、汽车行业投资带动下，制造业投资当月、累计同比小幅回升。往前看，制造业企业利润逐步筑底，制造业投资有望趋稳并回升。（3）房地产投资小幅回落。建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅再度扩大，且在房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速放缓。近期政治局会议再度明确房地产严调控政策，叠加棚改货币化安置力度减弱，销售趋弱背景下，地产投资下行压力仍存。

3、消费：汽车消费增速转负导致7月社零增速明显下行。6月受国五、国六标准更换影响，汽车促销力度加大，带动社零增速上行，7月汽车消费增速再度转负导致社零增速明显下行。从分项上看，日常消费、地产链条类消费以及石油制品消费均有所下行。

4、工业增加值：工业增加值当月同比继续走低，表明生产有所走弱。7月工业增加值当月同比再度回落，表明工业生产仍然偏弱。发电量和粗钢产量同比均下行，与工业增加值回落相印证。

5、7月投资、消费、生产均走弱，制造业投资是亮点。近两个月，制造业投资小幅回升，预计下半年制造业投资逐步趋稳并小幅回升。主要是基于以下原因：1）盈利是决定制造业投资的重要因素，2Q 名义 GDP 增速回升意味着企业盈利状况得到部分改善，随着成本端的降幅高于需求端降幅，企业利润有望逐步企稳回升，将部分带动制造业投资改善；2）今年以来政策的重点在于稳定民营企业，制造业投资是市场化程度最高、民企相对集中、效率相对较高的领域。7月政治局会议也强调了稳定制造业投资，在宽松政策（减税降费，支持民企融资等）的指引下，将支撑制造业投资趋稳；3）设备更新升级并未完全结束，如石油加工、化学原料等行业产能置换仍有空间。**当前经济依然存在下行压力，政策有望进一步发力。**财政政策方面，在私人部门投资和消费意愿低迷的情况下，财政政策应该发挥更大作用。与居民、企业和地方政府相比，中央政府加杠杆空间充裕，有必要通过减税降费、扩大支出的方式来实现中央政府加杠杆。我们预计，三四季度有可能会增加专项债的投放力度。货币政策方面，三四季度货币政策仍将保持边际宽松，预计将降准 1 次，同时随着 PPI 通缩压力的显现，以及全球央行转向货币宽松的增加，中国央行降息的窗口已经打开。如果中美贸易对抗再度升温，有可能降息的时间会较早。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1: 国金宏观 7 月经济数据点评

国金宏观7月经济数据点评：7月供需双弱，静待政策对冲					
经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	6月	7月	1-6月	1-7月	
社零	9.8	7.6	8.4	8.3	汽车消费增速转负导致7月社零增速明显下行。6月受国五、国六标准更换影响，汽车促销力度加大，带动社零增速上行，7月汽车消费增速再度转负导致社零增速明显下行。从分项上看，日常消费、地产链条类消费以及石油制品消费均有所下行。
投资	6.3	5.2	5.8	5.7	制造业投资小幅回升、基建、房地产投资小幅回落，固定资产投资总体小幅回落。固定资产投资当月、累计同比均小幅回落。其中，基建短暂小幅回落，但在政策引导下预计将进一步回升；制造业投资小幅回升，但增速依然偏低；房地产投资在资金来源制约下回落，但增速高于整体FAI。
民间投资	6.8	3.9	5.7	5.4	民间投资意愿依然偏弱。虽然制造业投资增速小幅回升，但在总需求偏弱的背景下，民间投资当月、累计同比均小幅回落。且从绝对量来看，民间投资增速依然偏低。
基建投资	3.9	2.7	3.0	2.9	基建投资小幅回落。水电气、水利环保业增速小幅回升，但受交通运输增速放缓影响，基建增速小幅回落，其中，铁路运输业、道路运输业增速均回落。往前看，在政策引导下基建投资有望进一步回升。
制造业投资	3.8	4.7	3.0	3.3	制造业投资增速小幅回升。在化学原料、电子设备投资带动下，制造业投资当月、累计同比小幅回升。往前看，制造业企业利润逐步筑底，制造业投资有望进一步回升。
房地产投资	10.0	9.0	10.9	10.6	房地产投资小幅回落，建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅再度扩大，且在房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速放缓。
新开工面积	8.9	6.6	10.1	9.5	商品房销售面积累计降幅虽收窄但仍偏低，新开工面积当月、累计同比均回落
资金来源	5.7	5.8	7.2	7.0	商品房销售累计降幅收窄，定金和按揭贷款增速小幅回升，自筹资金增速放缓，房地产资金来源增速放缓。
商品房销售面积	(2.3)	1.2	(1.8)	(1.3)	当月商品房销售面积回升带动销售额增速回升，但从累计同比来看，商品房销售虽边际改善但仍不乐观，近期政治局会议再度明确房地产严调控政策，叠加棚改货币化安置力度减弱，30大中城市商品房销售面积当月、累计同比均走弱，商品房销售仍不乐观
商品房销售额	4.2	9.8	5.6	6.2	
出口	(1.3)	3.3	0.1	0.6	进出口边际改善。7月出口当月同比由负转正，主要原因在于对东盟出口回升，但整体趋势难言改善。7月进口当月同比跌幅持续收窄，边际上有所改善，但整体依然较弱，主要原因在于国内需求不振。
进口	(7.4)	(5.6)	(4.3)	(4.5)	
工业增加值	6.3	4.8	6.0	5.8	7月工业生产当月同比回落，表明生产有所走弱。从结构来看，除公用事业增速小幅上行外，采矿业、制造业增速均出现下滑。
出口交货值	1.9	1.7	4.2	4.1	出口交货值当月同比下行，可能预示着8月出口有所下降。
发电量	2.8	0.6	3.3	3.0	发电量当月同比下行，与工业增加值增速下行相印证，表明生产走弱。
粗钢产量	10.0	5.0	9.9	9.0	粗钢生产当月同比下行，原因在于基建投资有所回落。
人民币汇率 (贬值为-)	0.5	(0.3)	(0.0)	(0.3)	7月人民币兑美元贬值。7月美元指数上升，中美利差收窄，人民币兑美元贬值。
M1	-	-	4.4	3.1	社融增速小幅回落，企业融资需求仍有待改善。信贷：总量上，信贷季节性回落，但幅度大于去年同期；结构上，居民中长期贷款相对稳定，企业短期贷款降幅大于季节性，与此同时，票据融资环比回升，中长期贷款依然偏弱。社融：信贷季节性回落，非标收缩扩大，企业债融资改善，地方专项债继续增加，社融增速小幅回落。M2：居民、企业存款季节性减少，财政存款季节性回升，M1、M2均回落。
M2	-	-	8.5	8.1	
信贷(万亿)	1.7	1.1	9.7	10.7	
社融(万亿)	2.3	1.0	13.2	14.2	
CPI	2.7	2.8	2.2	2.3	PPI同比转负，物价下行压力加大。7月CPI当月同比上升，主要原因在于猪肉价格涨幅超季节性以及蔬菜价格季节性上涨。7月PPI当月同比转负，主要原因在于全球需求走弱背景下，煤炭、水泥等工业品价格下跌，原油、钢铁价格虽小幅上涨但仍处于低位，且去年同期整体基数较高。
PPI	0.0	-0.3	0.3	0.2	
制造业PMI	49.4	49.7	-	-	制造业PMI反季节性上行。7月制造业PMI与上月上行，但依然位于收缩区间，生产和需求有所回暖，价格上涨，制造业景气度整体有所回升。7月非制造业商务活动下行，其中服务业景气度有所回落，建筑业景气指数回落，非制造业扩张步伐放缓。
非制造业PMI	54.2	53.7	-	-	
综合PMI	53.0	53.1	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下:

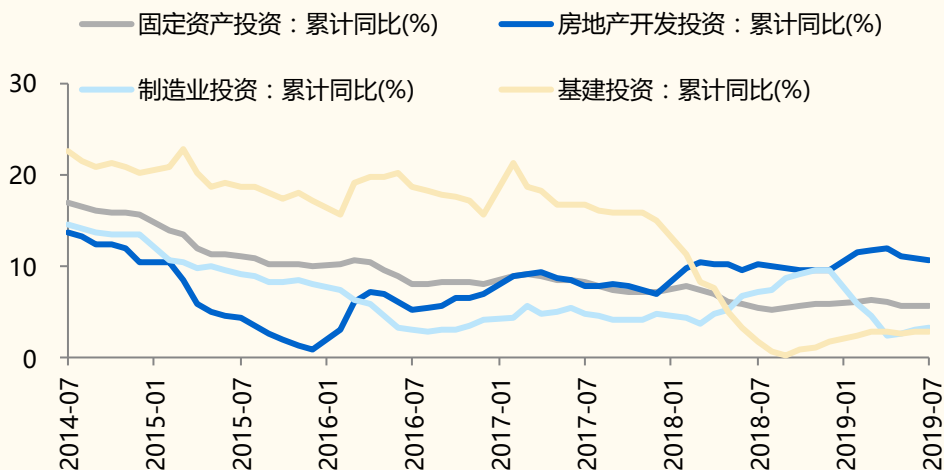
1、制造业投资小幅回升、基建、房地产投资小幅回落，固定资产投资总体小幅回落。其中，基建短暂小幅回落，但在政策引导下预计将进一步回升；制造业投资小幅回升，但增速依然偏低；房地产投资在资金来源制约下回落，但增速高于整体 FAI。

(1) 基建投资小幅回落。水电气、水利环保业增速小幅回升，但受交通运输增速放缓影响，基建增速小幅回落，其中，铁路运输业、道路运输业增速均回落。具体来看：1) 交运行业累计同比降至 4.6% (前值 5.1%)，其中铁路运输业增速降至 12.7% (前值 14.1%)，道路运输业增速降至 6.9% (前值 8.1%)；2) 水利大环保行业累计同比涨幅扩大至 2.6% (前值 2.5%)，其中权重最大的公共设施管理业增速由负转正至 0.1% (前值-0.3%)，水利管理业增速降至-0.3% (前值 1.1%)。往前看，在政策引导下基建投资有望进一步回升。

(2) 制造业投资增速小幅回升。在化学原料、计算机通信、汽车行业投资带动下，制造业投资当月、累计同比小幅回升。往前看，制造业企业利润逐步筑底，制造业投资有望进一步回升。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计同比降至 6.9% (前值 8.4%)，计算机通信行业累计同比升至 10.5% (前值 8.5%)；2) 装备制造业中，政策支持的汽车制造业累计同比升至 1.8% (前值 0.2%)，铁路船舶行业累计同比跌幅收窄至-10.4% (前值-10.5%)；3) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比-7.6% (前值-7.4%)，食品制造累计同比-1.4% (前值-0.4%)；4) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比-3.8% (前值-3.4%)。

(3) 房地产投资小幅回落。建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅再度扩大，且在房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速放缓。近期政治局会议再度明确房地产严调控政策，叠加棚改货币化安置力度减弱，销售趋弱背景下，地产投资下行压力仍存。

图表 2: 固定资产投资累计同比小幅回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

2、工业生产当月同比继续走低，表明生产有所走弱。7月工业增加值当月同比再度回落，表明工业生产仍然偏弱。发电量和粗钢产量同比均下行，与工业增加值回落相印证。

(1) 从结构上看，采矿业增速上行，制造业和公用事业增速下行。采矿业当月同比涨幅收窄至 6.6% (前值 7.3%)，制造业当月同比下降至 4.5% (前值 6.2%)，公用事业部门当月同比下降至 6.9% (前值 6.6%)。

(2) 从制造业内部结构上看，整体呈现下行趋势，且由于基建投资回落，传统制造业生产有所下行

1) 新兴产业整体下行。其中医药制造业当月同比下行至 3.8% (前值 5.4%)，计算机、通信和电子行业当月同比下行至 6.1% (前值 10.4%)。

2) 装备制造业整体下行。其中汽车当月同比跌幅扩大至-4.4% (前值-2.5%)，金属制品业当月同比涨幅收窄至 4.2% (前值 5.7%)，运输设备业当月同比上升至 15.7% (前值 14.5%)。

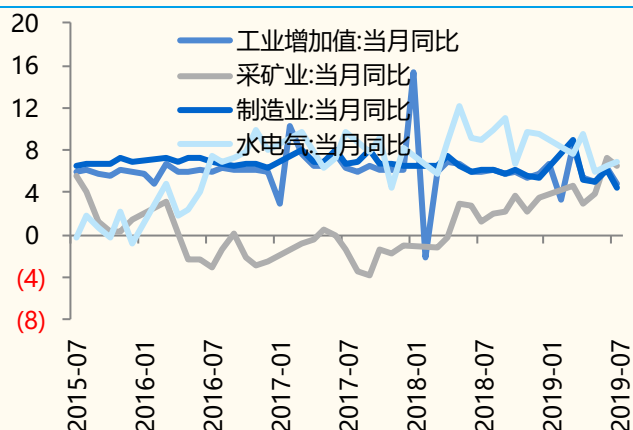
3) 通用专用设备制造整体下行。其中通用设备制造业当月同比下降至 0.7% (前值 2.6%)，专用设备制造业当月同比下降至 4.0% (前值 5.3%)。

4) 轻工业分化。其中农副食品加工业当月同比下降至 1.5% (前值 2.5%)，食品制造当月同比上行至 7.3% (前值 6.7%)，纺织业工业当月同比下降至 1.2% (前值 1.6%)。

5) 传统制造业下行。黑色金属冶炼及压延加工业增加值当月同比下降至 10.0% (前值 13.7%)，有色金属冶炼及压延加工业当月同比下降至 10.3% (前值 12.9%)，非金属矿物制品业当月同比下降至 8.7% (前值 9.5%)。

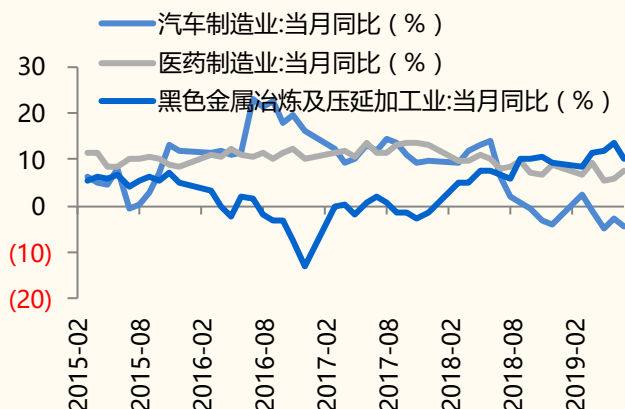
(3) 规模以上工业企业出口交货当月同比下降。规模以上出口交货值当月同比下降至 1.7% (前值 1.9%)。

图表 3: 工业增加值当月同比回落



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 汽车和黑色金属当月同比下降



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

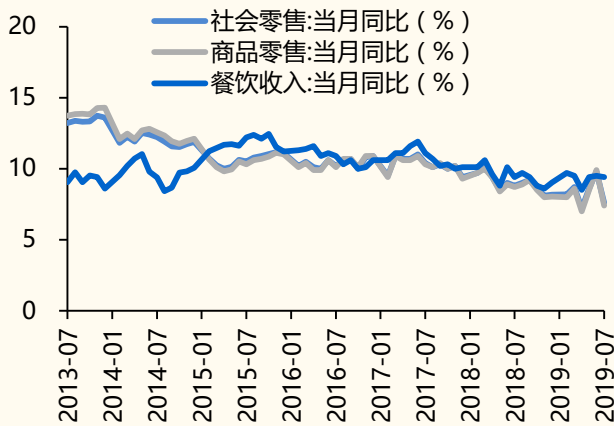
3、汽车消费增速转负导致 7 月社零增速明显下行。6 月受国五、国六标准更换影响，汽车促销力度加大，带动社零增速上行，7 月汽车消费增速再度转负导致社零增速明显下行。从分项上看，日常消费、地产链条类消费以及石油制品消费均有所下行。

(1) 地产链条整体下行。建筑装潢材料当月同比下降至 0.4% (前值 1.1%)；家具当月同比收窄至 6.3% (前值 8.3%)；家电当月同比收窄至 3.0% (前值 7.7%)。

(2) 升级型消费整体下行。通讯类消费同比下降至 1.0% (前值 5.9%)；中西药同比上行至 11.6% (前值 10.4%)；石油及制品类消费下行至-1.1% (前值 3.5%)。

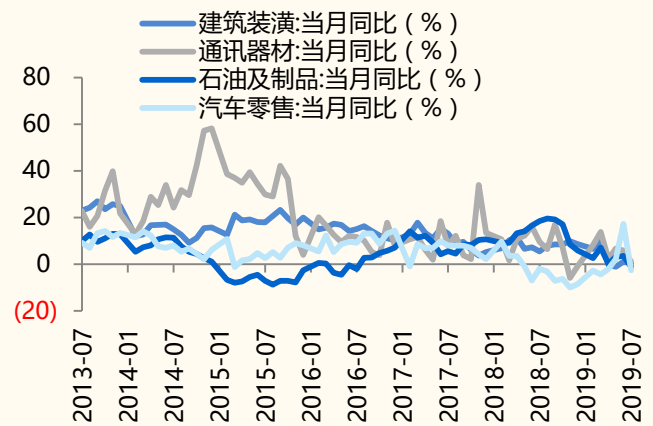
(3) 汽车消费跌入负区间。汽车消费当月同比跌入负值-2.6% (前值 17.2%)。

图表 5: 消费当月同比明显下行



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 6: 汽车、地产类链条、升级型消费整体下行



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

风险提示:

1. 财政宽松力度不足, 减税降费力度不够或者执行力度不够, 难以对冲经济下行压力, 导致企业盈利进一步下降, 失业等问题加剧;
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升, 同时物价下滑, 实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力;
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧, 令政策层面对经济增长的压力上升, 导致阶段性经济增长失速;
4. 房地产市场持续收紧, 叠加资管新规严格执行程度超预期, 可能造成部分金融机构出现风险, 从而导致系统性风险发生概率上升;
5. 中美贸易摩擦升温, 对双方需求形成较大冲击; 美联储如果加息速度和幅度高于市场预期, 将推升美元大幅上升, 资本流入美国, 新兴市场将再度面临资本流出, 可能诱发风险。

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_10709



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>