



李奇霖：7 月经济减速之谜



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖 孙永乐



疫情和洪涝灾害对经济的影响似乎比市场想象中的要大一些：

7月工业增加值同比增长 6.4%，预期值 7.9%，前值 8.3%，两年平均 5.6%；

社会消费品零售总额同比增长 8.5%；预期值 11.6%，前值 12.1%，两年平均 3.6%；

固定资产投资累计同比 10.3%，预期值 11.4%，前值 12.6%，两年平均 4.3%。

可见，7月无论是工业生产、消费还是固定资产投资，都出现了明显

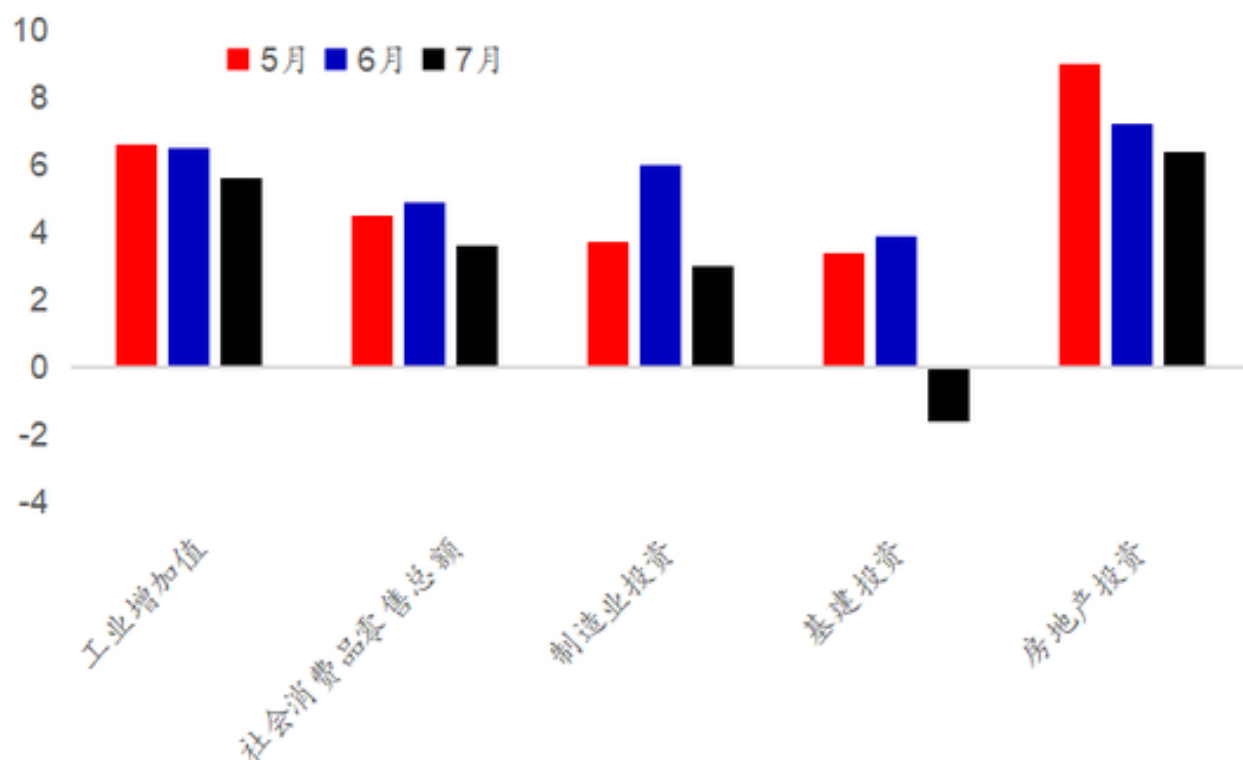
的下行压力。这个下行压力既有外生的冲击也有内生的影响。

外生的冲击主要是由疫情零星式扩散和洪涝灾害导致的。疫情零星扩散后，出于防疫需求，部分线下服务业和线下消费不得不先暂停了。洪涝灾害也导致部分地区没法正常开工，冲击了工业生产。

内生的冲击主要是经济运行几个突出的矛盾一直没有完全解决。比如缺芯、缺电、缺钢、运费高、原材料价格高等问题制约工业生产，比如制造业投资、消费等后周期动能偏弱，再比如房地产投资和出口等支撑动能持续性不强等问题都是客观存在的。

为了进一步分析好7月经济数据和展望好后续经济形势，我们来看一下7月经济数据的细分项。

图 1. 7 月各项经济指标变动情况概览



资料来源：wind，红塔证券

先来看一下固定资产投资。固定资产投资里最重要的三个分项是房地产投资、制造业投资和基建投资。我们一个一个来分析。

7月房地产投资两年同比增速 6.4%，前值为 7.2%，房地产投资继续下行。

7月的房地产投资下行有洪涝灾害的冲击，不少工地无法正常开工，拖累了房地产施工。更重要的是，在房企融资不断收紧、房地产销售承压的时候，房地产企业拿地热情、开工意愿和施工强度均出现了下滑趋势。

现在支撑房地产投资的主要就是竣工周期。为了降低三道红线的压力，近几个月来，房企一直在加快施工，让项目快点竣工。这么做的原因很简

单，竣工后，就可以确认预售款，销售数据就能上去，杠杆率就能下来一些。数据来看，7月房地产竣工同比增速为4%，而新开工面积和施工面积两年同比增速分别为-6.5%和-7.8%。

当外部融资被卡住了以后，房企的资金来源基本是靠卖房子的销售款来维持的，但问题是，房地产销售也开始下滑了。

7月监管层延续了房地产市场的严监管态势，多地出台了更严格的限购政策，比如杭州就规定非杭州户籍需要缴纳4年社保或个人所得税才能够限购1套住房。

同时，多地也加大了对居民信贷的管理，比如上海将首套房贷利率从4.65%上调到了5%，二套房贷款利率从5.25%上调到了5.7%。另外，部分城市则开始收紧了对二套房贷款的审批。

在这样的情况下，房地产销售会面临一些压力，体现在数据上就是，7月商品房销售面积1.3亿平方米(前值为2.2亿平方米)，两年复合增长0.06%(前值为4.8%)，房地产销售市场明显降温。

从8月的数据看，房地产销售还在继续下滑。30大中城市商品房日均销售面积为40.6万平方米，这一数据在7月为55.8万平方米。

房地产销售数据下去后，房企的资金来源也发生了变化。7月房地产开发投资资金中来自定金及预收款的占比仅有35.9%，而这一数据在5月和6月分别为41.4%和36.7%。

而销售承压对房企来说，其实是一个很不好的消息。毕竟疫情之后，房地产投资之所以能够撑住就是因为房子卖得还可以，快周转战略还能玩得下去。现在销售回落后，房企的资金回笼后续会变得更加的困难。

对房地产市场为数不多的好消息是第二次集中供地政策的变化。

第一次集中土拍，核心城市的优质地块受到了市场的热捧，土地溢价率反而大幅走高，比如重庆 22 宗地总共拍出了 218.2 亿元，楼面价创下新高，土地溢价率最高达到了 129%。这对稳定房价反而造成了不利影响。

更重要的是，土地市场的溢价率太高，加上一手房限价、竞自持和配建拉高了房企的隐性成本，所以在第二次集中土拍后，房企拿地的热情大幅下降，不少城市不得不将土拍延后，并限制溢价率，比如福州、天津已经限定土地溢价上限为 15%。

近期 A 股房地产板块表现抢眼，很大程度上是因为市场有了稳地价的预期，未来房地产企业拿地的压力会得到一定缓解，如果土地市场可以不那么“内卷”了，那么房企的毛利率可以修复一下。

但从土拍政策完善到企业拿地并进行开发投资会有一个较长的时滞，而前期回落的土地购置对房地产投资则依旧是一个拖累。综合来看，我们认为后续在销售回落的背景下，房地产投资还会是一个震荡下行的态势。

再来看制造业投资。

1-7 月份制造业投资同比增长 17.3%，两年平均增长 3.1%，前值是

2%，制造业投资在继续恢复，但恢复的速度依旧偏慢，而且当月两年同比均值7月下来了，7月当月两年平均是2.8%，6月是6%。

疫情反复对制造业企业投资回落肯定是有影响的，毕竟频繁复发的疫情让企业生产经营的不确定性大幅增强。而在不确定的经济环境下，对企业来说更好的选择是走一步看一步。

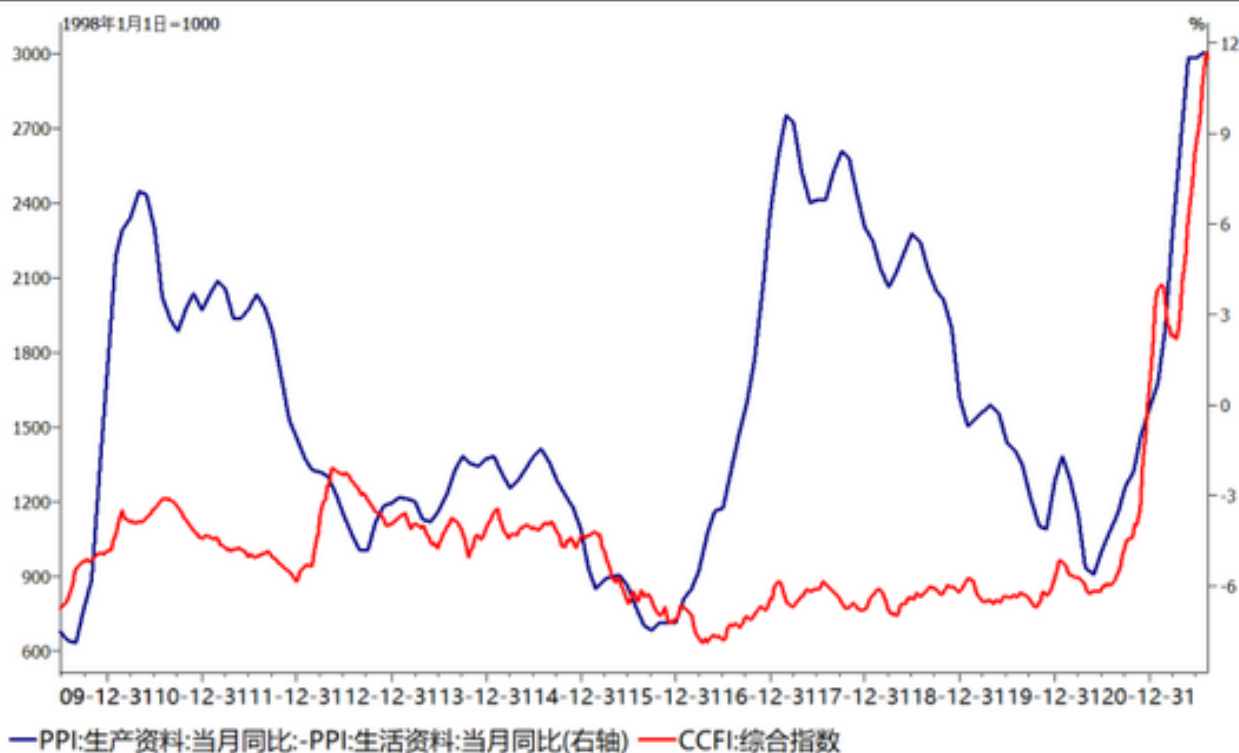
除了疫情之外，需求端的不确定性以及成本端的压力也抑制了制造业企业投资扩产。

目前，原材料价格以及运费价格依旧是压在制造业投资身上的两座大山。7月PPI同比增长9%，同比走势再度上扬。同时，PPI生产资料-生活资料的差值达到了11.7个百分点，创下了近十年来的新高。另外，CCFI运价指数也在持续上行，创下历史新高。

在成本端承压的同时，企业的需求端也不容乐观。此前，有订单，哪怕成本上涨一些，企业也还能承受。但是现在需求端的不确定性是在增强的，国内下半年经济大概率是不如上半年的，而海外需求的不确定性也更大了，PMI新订单、新出口订单、在手订单等在7月都出现了下滑。

疫情的影响、成本的压力以及需求端的不确定性等因素使得制造业企业的投资扩产行为更加谨慎。

图 2. 制造业企业成本压力大



资料来源：wind，红塔证券

好消息是，在政策的支持下，高技术制造业的投资依旧在扩大，1-7月高技术产业投资同比增长 20.7%，两年平均增长 14.2%；其中高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长 27.1%、8.8%。

高技术制造业中，有需求支撑的比如计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业同比分别增长 16.0%和 21.0%。来源：蓝皮书

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_34313

