

证券研究报告/宏观数据

客观看待 7 月经济数据的波动——7 月经济数据点评

报告摘要：

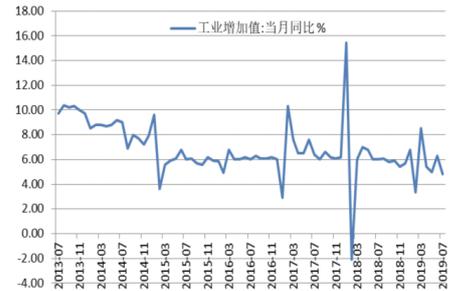
7 月工业增加值回落超市场预期。今年工业增加值同比、环比均显示了明显的季末冲高、季初回落特征，表现较为反常。我们认为需求并非造成 7 月生产滑坡的主因。回顾历史，季末冲高特征亦曾在 2017 年出现过，对比后发现今年 7 月产销分化较为明显，这一观察得到了数据的支持，事实上今年 7 月工业企业产销率已创 2014 年以来同期新高。产销的分化形态指向 7 月企业库存去化大概率加快。我们认为不宜通过单月生产数据研判趋势。若看平均数据，则各产业工业增加值 6、7 月同比均值都好于 5 月，一定程度上反映经济底部仍有支撑。考虑到数据的异常扰动，我们建议保持观望。

1-7 月固定资产投资略有回落。基建投资增速回落 0.3 个百分点，与建筑业 PMI 下行相一致，高温暴雨天气或是原因之一。制造业投资持续回升，5 月以来制造业投资的演化完全符合我们前期的判断。上半年产能利用率、订单指数、企业家信心指数波动处于正常水平，相较而言制造业投资明显超跌，我们推断主因中美贸易摩擦导致企业投资有所迟疑、政府产业决策徘徊。随着工业企业产能利用率同比回升、库存持续去化、减税降费利好持续释放，客观上均有利于制造业投资的企稳复苏，叠加 7 月政治局会议要求稳定制造业投资、美关税加征空间逐渐收窄、7 月企业去库有望提速等增量信息，我们维持制造业投资全年中枢 3%-6% 的判断。但仍需持续关注贸易谈判进展，若贸易摩擦持续激化，则仍会使后续制造业投资受到抑制。

房地产投资回落，销售增速反弹。7 月房地产销售的反弹应不可持续。7 月地产销售的反弹或与政策进一步收紧前房企加大推盘、购房者恐慌性购买有关。政治局会议提出不将房地产作为短期刺激经济的手段，7 月全国首套房、二套房贷款平均利率均有上调，指向地产调控继续趋紧，未来全国房地产销售增长趋于乏力。叠加近期信贷结构调整优化座谈会要求约束房地产贷款增速，预计地产投资仍有下行压力。

社零同比回落，但剔除出行类商品市场销售后，7 月社零平稳增长。6、7 月社零同比均值为 8.7%，较 4、5 月已有明显改善，显示减税降费政策效果已有显现。

预计后续积极财政政策将继续发力，而货币政策虽会边际宽松，但仍将以结构性政策为主。预计经济有望于二季度后真正企稳，但须关注中美贸易谈判后续进展，若结果仍不佳，则经济企稳时间将有所滞后。



相关报告

《消费投资企稳，下半年不必过于悲观——6 月经济数据点评》20190715

《经济动能此消彼长，地产渐弱——5 月经济数据点评》20190616

《逆周期调节仍需发力，经济将于年中企稳——4 月经济数据点评》20190516

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S05501518060001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目录

1. 主要数据	3
2. 工业生产回落超预期，不宜通过单月数据研判走向.....	3
3. 房地产、基建投资增速下滑，制造业投资持续回升.....	4
4. 地产投资回落、销售反弹，预计后续仍承压.....	6
4.1. 房地产投资增速回落，销售增速反弹.....	6
4.2. 供给端：新开工、施工、竣工面积增速均回落.....	6
4.3. 需求端：销售增速降幅收窄.....	7
4.4. 预计未来地产投资、销售仍有下行压力.....	7
5. 社零回落主因前期汽车消费透支，后续有望回稳.....	8
6. 内外部形式复杂严峻，逆周期调节政策有望托底.....	9

图 1: 工业增加值显示出季末冲高、季初回落特征.....	3
图 2: 三大门类增加值同比增速表现分化.....	3
图 3: 7月产销率创 2014 年以来同期新高.....	4
图 4: 7月企业新增存款超季节性回落.....	4
图 5: 工业增加值与新增企业存贷款同步性提升.....	4
图 6: 基建投资增速小幅下滑.....	5
图 7: 制造业投资增速持续回升.....	5
图 8: 房地产开发投资增速下滑.....	6
图 9: 房屋新开工面积及增速.....	7
图 10: 新开工面积同比(细分行业).....	7
图 11: 商品房销售面积及同比.....	7
图 12: 商品房销售同比(细分行业).....	7
图 13: 房企开发到位资金累计值及同比.....	8
图 14: 社会消费品零售总额同比增速.....	9
图 15: 限额以上单位商品汽车类零售当月同比.....	9

1. 主要数据

中国 7 月规模以上工业增加值同比 4.8%，预期 5.8%，前值 6.3%。

中国 1-7 月城镇固定资产投资同比 5.7%，预期 5.8%，前值 5.8%。

1-7 月份，全国房地产开发投资 72843 亿元，同比增长 10.6%，增速比 1-6 月份回落 0.3 个百分点。

中国 7 月社会消费品零售总额同比 7.6%，预期 8.4%，前值 9.8%。

2. 工业生产回落超预期，不宜通过单月数据研判走向

7 月工业增加值回落超市场预期。1-7 月，规模以上工业增加值同比实际增长 5.8%，增速较 1-6 月份回落 0.2 个百分点，其中，7 月份增长 4.8%，较前值回落 1.5%。

结构上看，私营企业、高技术产业和新产品保持较快增长。1-7 月份，高技术制造业增加值同比增长 8.7%，高于规模以上工业 2.9 个百分点，比上年同期提高 0.7 个百分点；私营企业增加值同比增长 8.5%，高于全部规模以上工业 2.7 个百分点，也高于去年同期 2.7 个百分点。

图 1: 工业增加值显示出季末冲高、季初回落特征



数据来源: 东北证券, Wind

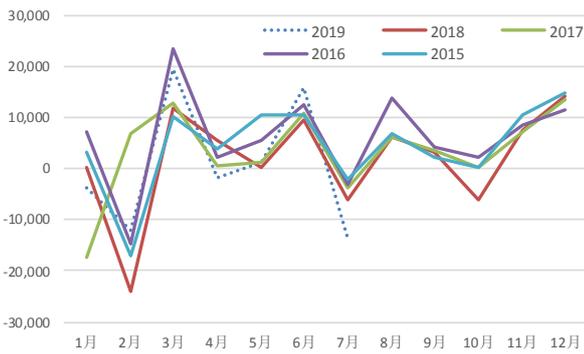
图 2: 三大门类增加值同比增速表现分化



数据来源: 东北证券, Wind

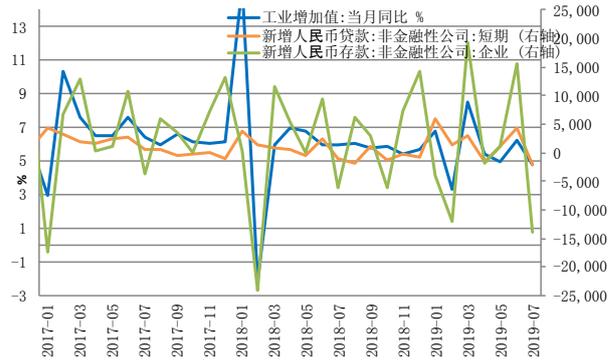
今年工业增加值同比、环比均显示出了明显的季末冲高、季初回落特征，表现较为反常，我们认为这种异常主要是由企业经营异常导致的。这一判断可从企业新增存款与短期贷款数据上得到验证：7 月企业新增存款-13900 亿元，同比多减近 8000 亿元，显著偏离近年中枢水平。此外，年初以来工业增加值与企业新增短贷、存款数据的联动性明显增强，也体现出企业经营存在异动。建议关注上述现象背后的推动力。

图 3: 7月企业新增存款超季节性回落



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 工业增加值与新增企业存贷款同步性提升

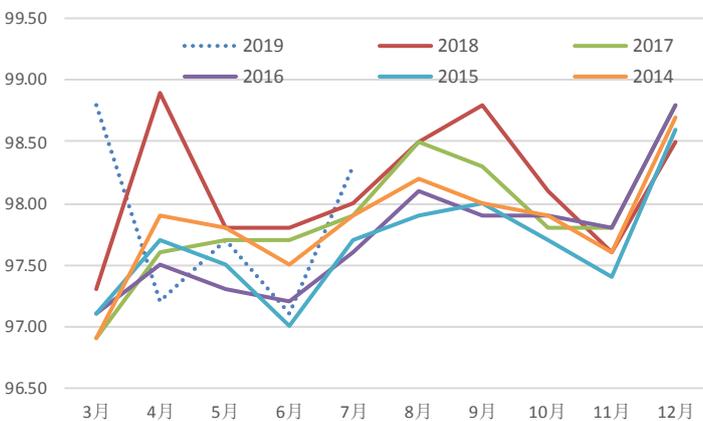


数据来源: 东北证券, Wind

剖析来看,我们认为需求并非造成7月生产滑坡的主因。回顾历史,季末冲高特征亦曾在2017年出现过。当年7月PMI环比回落、内需趋弱,然而工业增加值依然录得0.4的环比增速,仅较6月回落0.36个百分点。相较而言,今年7月PMI各分项有所改善,固定资产投资虽滑落但幅度不大,出口交货值同比维持平稳,然而工业增加值环比仅增0.19%,较6月骤降0.48个百分点。上述对比指向需求并非造成7月生产滑坡的主因,事实上数据也支持该论断,今年7月工业企业产销率已创2014年以来同期新高。

产需的分化形态指向7月企业库存去化大概率加快。

图 5: 7月产销率创2014年以来同期新高



数据来源: 东北证券, Wind

综上,我们认为不宜通过单月生产数据研判趋势。若看平均数据,则各产业工业增加值6、7月同比均值都好于5月,一定程度上反映经济底部仍有支撑。考虑到数据的异常扰动,我们建议保持观望。

3. 房地产、基建投资增速下滑,制造业投资持续回升

1-7月固定资产投资有所回落。1-7月份,固定资产投资同比增长5.7%,增速比上

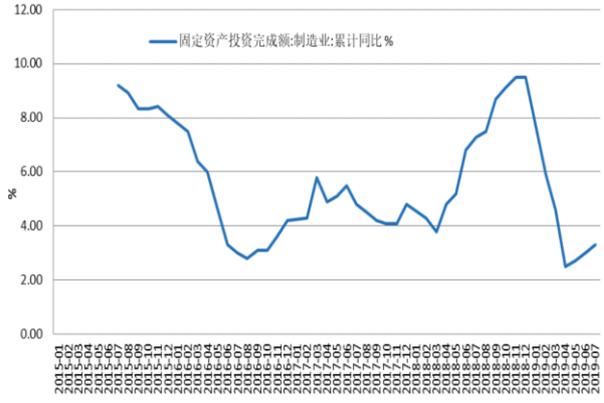
半年回落 0.1 个百分点，但比去年同期加快 0.2 个百分点。

图 6: 基建投资增速小幅下滑



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 制造业投资增速持续回升



数据来源: 东北证券, Wind

基建投资回落，指向相关支持政策的效果尚待显现。1-7 月份，基础设施投资同比增长 3.8%，增速比 1-6 月回落 0.3 个百分点。结构上看，生态保护和环境治理业投资增长 41.0%，铁路运输业投资增长 12.7%，信息传输业投资增长 9.1%，道路运输业投资增长 6.9%，公共设施管理业投资增长 0.1%，增速年内首次由负转正。

7 月基建投资回落与建筑业 PMI 下行相一致。结构上看，7 月基建投资回落是由水利管理业与交通运输业投资下滑所致，考虑到上述投资受天气影响较大，我们推测高温暴雨天气是基建趋弱的原因之一，这也与统计局对 7 月建筑业景气度回落的解释相一致。

制造业投资持续回升，结构优化。1-7 月制造业投资增速为 3.3%，较前期增速提高 0.3 个百分点，实现连续三个月回升。其中，制造业技术改造投资增长 12.7%，增速高于全部制造业投资 9.4 个百分点。高技术制造业投资增长 11.1%，增速比上半年加快 0.7 个百分点，并高于全部制造业投资 7.8 个百分点。

6、7 月制造业投资的演化完全符合我们前期的判断。在 5 月经济数据点评中我们就已指出，当前高技术制造业投资已呈复苏迹象，有望持续回暖，叠加高耗能行业技改需求可期，预计制造业投资后续将逐渐改善，此后我们的观点不断得到验证。

上半年制造业投资领先指标总体维持在正常区间，包括产能利用率、订单指数、企业家信心指数等，但相较而言前者明显超跌，我们推断这是受到了中美贸易摩擦的影响，导致企业投资有所迟疑以及政府产业决策徘徊。我们认为随着工业企业产能利用率同比回升、库存持续去化、减税降费利好持续释放，客观上均有利于制造业投资的企稳复苏，具体分析框架及思路可参阅《经济动能此消彼长，地产渐弱——5 月经济数据点评》、《风雨兼程，砥砺前行——2019 年国内宏观中期展望》、《制造业投资理论框架与实证经验——制造业专题报告之一》。

考虑到 7 月政治局会议要求稳定制造业投资、美关税加征空间逐渐收窄、最新数据显示企业去库有望提速等增量信息，展望未来，我们维持中期报告的看法，即预计制造业投资将回稳，全年中枢 3%-6%。

但仍需持续关注贸易谈判进展，若贸易摩擦持续激化，则仍会使后续制造业投资受到抑制。

4. 地产投资回落、销售反弹，预计后续仍承压

4.1. 房地产投资增速回落，销售增速反弹

房地产投资增速回落，销售增速反弹。1-7月，全国房地产开发投资同比增长10.6%，较上半年回落0.3个百分点。1-7月，全国商品房销售面积同比下降1.3%，降幅较上半年收窄0.5个百分点，销售额则提高0.6个百分点至6.2%。

图 8: 房地产开发投资增速下滑



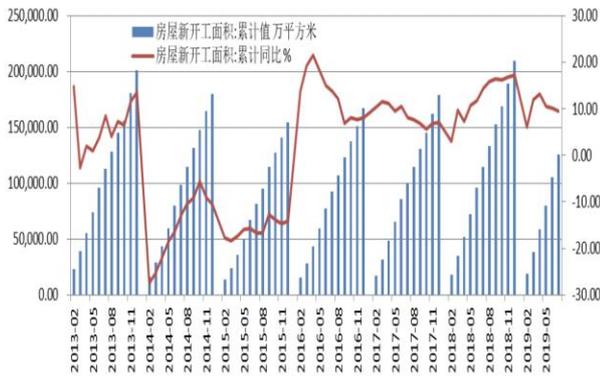
数据来源：东北证券，Wind

4.2. 供给端：新开工、施工、竣工面积增速均回落

房屋新开工面积增速放缓。1-7月房屋新开工面积同比增长9.5%，增速回落0.6个百分点。其中住宅新开工面积同比增长9.6%，回落0.9个百分点。

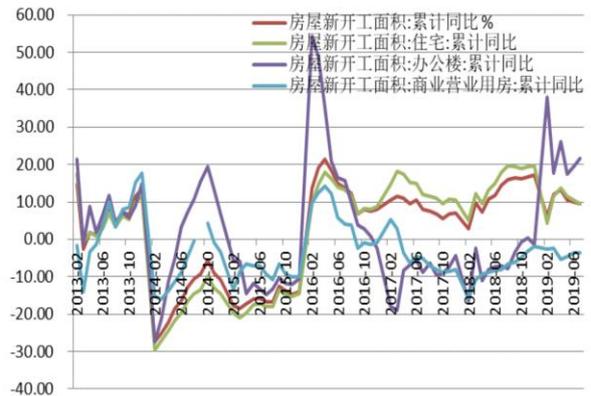
房屋施工面积回落、竣工面积降幅收窄。1-7月房屋施工面积同比增长9%，增速较上半年回落0.2个百分点。房屋竣工面积下降11.3%，降幅收窄1.4个百分点，其中，住宅竣工面积下降10.5%，降幅收窄1.2个百分点。

图 9: 房屋新开工面积及增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 新开工面积同比(细分行业)

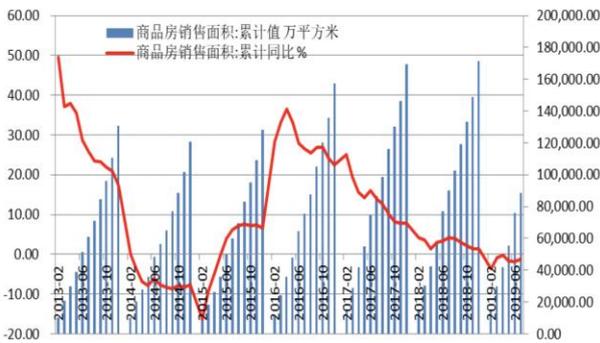


数据来源: 东北证券, Wind

4.3. 需求端: 销售增速降幅收窄

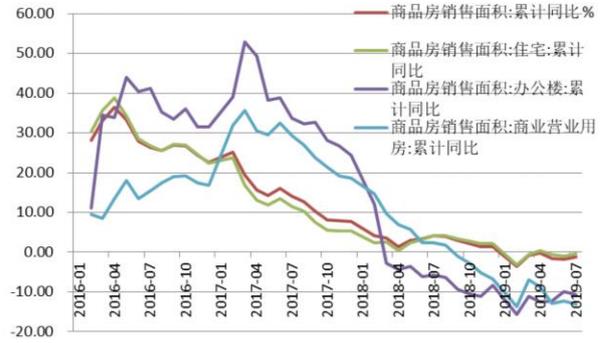
1-7月份, 商品房销售面积同比下降 1.3%, 降幅与上半年相比收窄 0.5 个百分点。其中, 住宅销售面积下降 0.4%, 办公楼销售面积下降 10.8%, 商业营业用房销售面积下降 13.1%。商品房销售额增长 6.2%, 增速提高 0.6 个百分点。其中, 住宅销售额增长 9.2%, 办公楼销售额下降 13.3%, 商业营业用房销售额下降 10.9%。

图 11: 商品房销售面积及同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 商品房销售同比(细分行业)



数据来源: 东北证券, Wind

4.1 预计未来地产招咨 销售仍有下行压力

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_10637

