



警惕政策不确定性

—— 7月经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 单月数据波动不宜过度解读

总体来看，7月经济数据出现一定程度回落在预期之内，工业和消费数据大幅回落可能和6月回升一样，都不具有持续性，对单月数据波动不宜过度解读。但经济数据没有表现明显上冲态势，后续可关注淡季旺季切换时微观数据的表现。经济数据的高波动性，至少反映了近期经济政策的不确定性。需要警惕政策不确定性本身，可能导致居民推迟消费、增加预防性储蓄，企业减少投资、生产，给经济带来下行压力。去杠杆、财政政策、货币政策、汇率政策、贸易政策，等等，政府都应该加强和市场的沟通，采取多种渠道，增强沟通效率。

● 外需承压与环保限产压制工业生产

7月工业增加值同比增速从6.3%回落至4.8%，主要原因有：其一，外需承压拉低出口相关行业生产增速。其二，环保限产与钢厂自发减产压制工业生产。7月工业生产增速大幅走低可能不具有持续性。环保限产对7月工业生产有较大压制，但力度在8月有所减弱，8月高炉开工率出现回升。同时，此前持续低于季节性的产销率回升至近几年同期最高，反映工业品产销衔接能力上升，这也侧面反映本月企业可能在加速去库存，未来一旦需求出现边际改善，企业生产经营预期很可能会回升。

● 地方债放量，但基建投资增速回落

地方债放量，但信贷与非标疲软，同时7月多地受高温暴雨等因素影响，可能也对基建产生影响。政治局会议提到“旧改+新基建”，但年内基建投资增速上行幅度可能有限。制造业投资增速继续回升，下半年制造业投资增速大趋势向下，波段上有起伏。房地产投资增速在5月已至拐点得到确认，施工面积单月增速中止三连降，建安投资增速可能有所回升，对房地产投资增速产生支撑。施工增速的支撑在于低竣工以及销售还没有明显回落，但由于加上地产融资渠道收紧，随着房企自有资金的消耗以及商品房销售低迷，施工增速最终可能跟随新开工回落。

● 高基数与汽车小幅拖累社零增速

7月社零实际增速从7.86%回落至5.7%，高基数拖累社零增速。从结构上来看，表现较好的主要是必选消费，可选消费则普遍回落，其中，汽车消费增速回落拖累社零增速明显。6月汽车零售好、去库存快，很大程度是因为国六标准在7月1日正式实施。6月汽车零售端的显著改善不具有可持续性，7月汽车消费增速如期回落，7月初的零售结转数量较大，使得汽车零售端呈现低基数下同比增速企稳的特征。

地产链相关消费增速回落。受前期商品房销售走弱影响，家电、家具、建筑及装潢材料类消费增速均回落。地产链消费方面，政治局会议提到“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，近期房企融资渠道收紧，部分地区银行房贷利率上浮，这些都会压制地产链相关消费。油价下跌拖累石油制品消费。6月油价同比跌幅扩大，燃料RPI增速下降2.1个百分点，石油制品消费增速从3.5%降至-1.1%。

● 风险提示：货币政策发生转向

相关报告

宏观报告：供需两弱，经济未企稳——2019年1-2月经济数据点评

2019-3-14

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 单月数据波动不宜过度解读	3
2、 外需承压与环保限产压制工业生产	3
3、 地方债放量，但基建投资增速回落	5
4、 高基数与汽车小幅拖累社零增速	6

图表目录

图 1: 三大行业工业增加值同比增速 (%)	3
图 2: 7 月工业增加值基数依然偏低	4
图 3: 分行业工业增加值同比增速变化 (%)	4
图 4: 7 月高炉开工率超季节性下降，8 月回升	4
图 5: 钢材等工业品产量增速回落 (%)	5
图 6: 7 月产销率回升 (%)	5
图 7: 基建和房地产投资增速回落 (%)	6
图 8: 7 月社零基数偏高	7
图 9: 必选消费表现好于可选消费 (%)	7
图 10: 乘用车零售增速下滑 (%)	8
图 11: RPI 各分项变化	8
图 12: 油价下跌拖累石油制品消费	8

1、单月数据波动不宜过度解读

总体来看，7月经济数据出现一定程度回落在预期之内，工业和消费数据大幅回落可能和6月回升一样，都不具有持续性，对单月数据波动不宜过度解读。但经济数据没有表现明显上冲态势，后续可关注淡季旺季切换时微观数据的表现。经济数据的高波动性，至少反映了近期经济政策的不确定性。需要警惕政策不确定性本身，可能导致居民推迟消费、增加预防性储蓄，企业减少投资、生产，给经济带来下行压力。去杠杆、财政政策、货币政策、汇率政策、贸易政策，等等，政府都应该加强和市场的沟通，采取多种渠道，增强沟通效率。

2、外需承压与环保限产压制工业生产

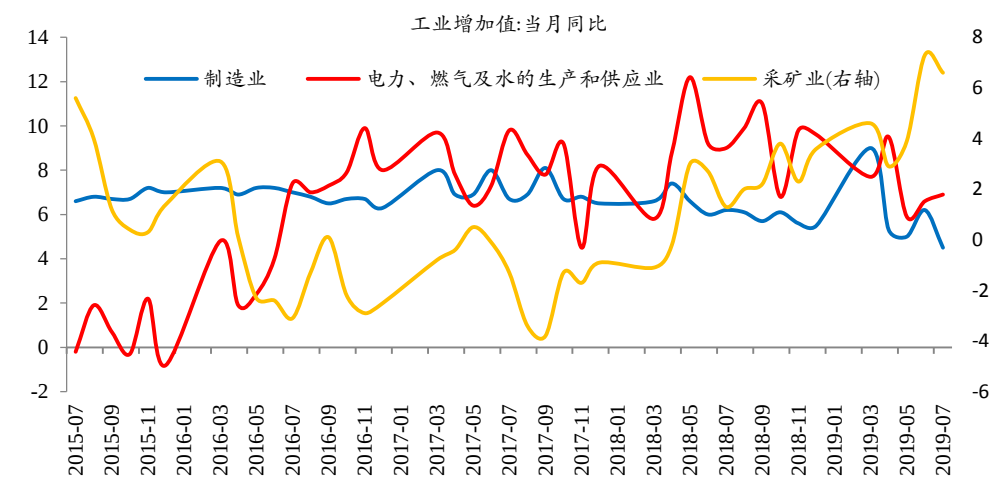
7月工业增加值同比增速从6.3%回落至4.8%，首先可以排除基数原因，7月基数小幅回升但仍然偏低，2018年7月工业增加值季调环比0.43%，和2018年6月（0.4%）基本持平。我们认为7月工业生产增速大幅回落的主要原因有：

其一，外需承压拉低出口相关行业生产增速。制造业是拖累工业生产增速的最主要因素，对出口敏感的计算机、电器机械等行业生产增速回落较多。

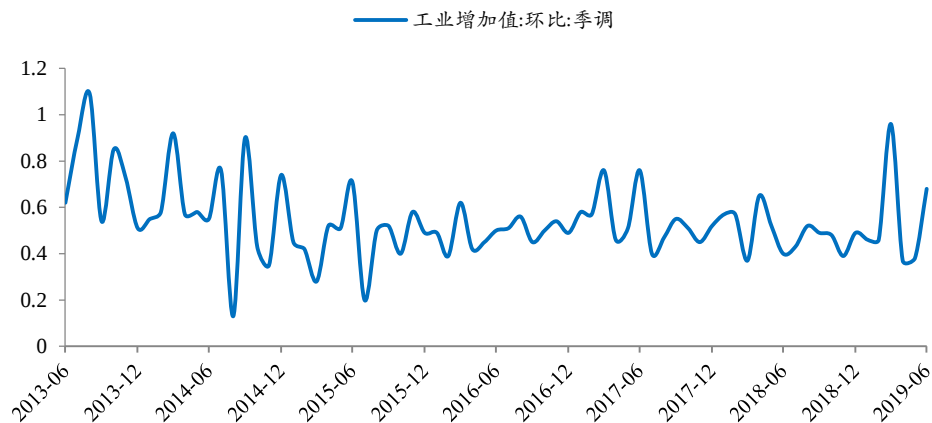
其二，环保限产与钢厂自发减产压制工业生产。7月环保限产加码，高炉开工率下降速度在近几年处于较快水平。同时，前期铁矿石价格飙升压制钢厂利润，部分钢厂减产，钢铁行业生产增速大幅下滑，7月房屋施工面积增速回升，但钢材、粗钢产量增速均大幅回落。

7月工业生产增速大幅走低可能不具有持续性。环保限产对7月工业生产有较大压制，但力度在8月有所减弱，8月高炉开工率出现回升。同时，此前持续低于季节性的产销率回升至近几年同期最高，反映工业品产销衔接能力上升，这也侧面反映本月企业可能在加速去库存，未来一旦需求出现边际改善，企业生产经营预期很可能会回升。

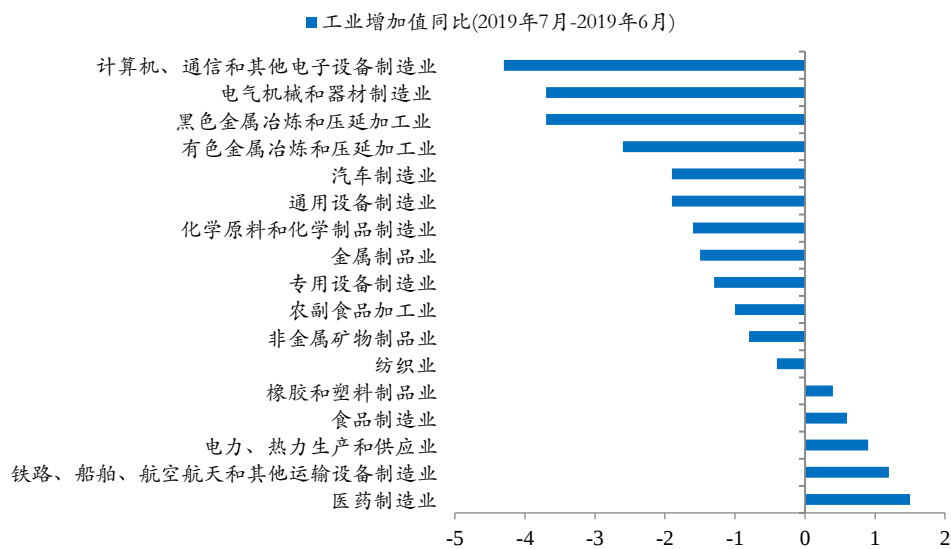
图1：三大行业工业增加值同比增速（%）



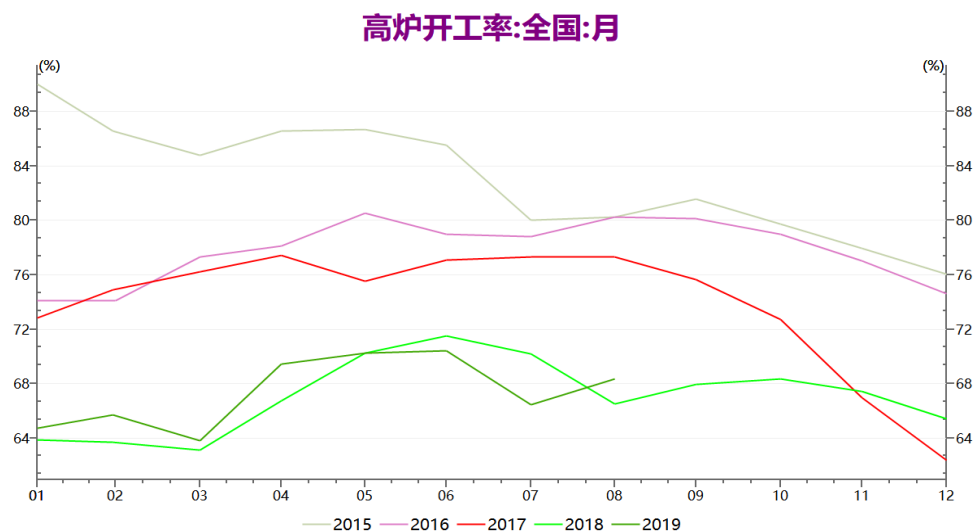
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 7月工业增加值基数依然偏低

资料来源：Wind，新时代证券研究所

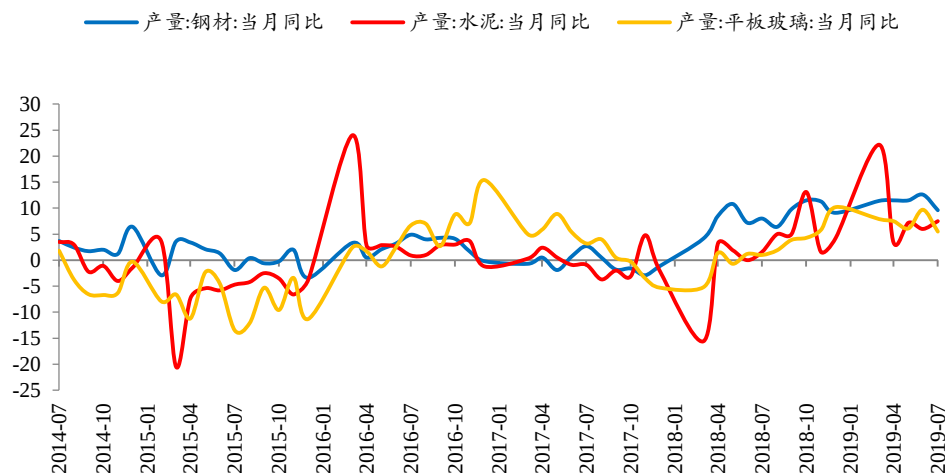
图3： 分行业工业增加值同比增速变化（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

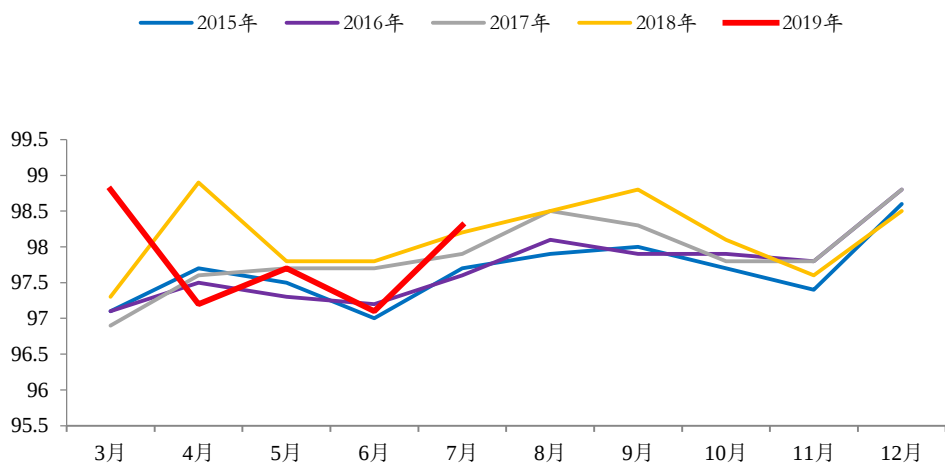
图4： 7月高炉开工率超季节性下降，8月回升

数据来源：Wind

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 钢材等工业品产量增速回落 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 7月产销率回升 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

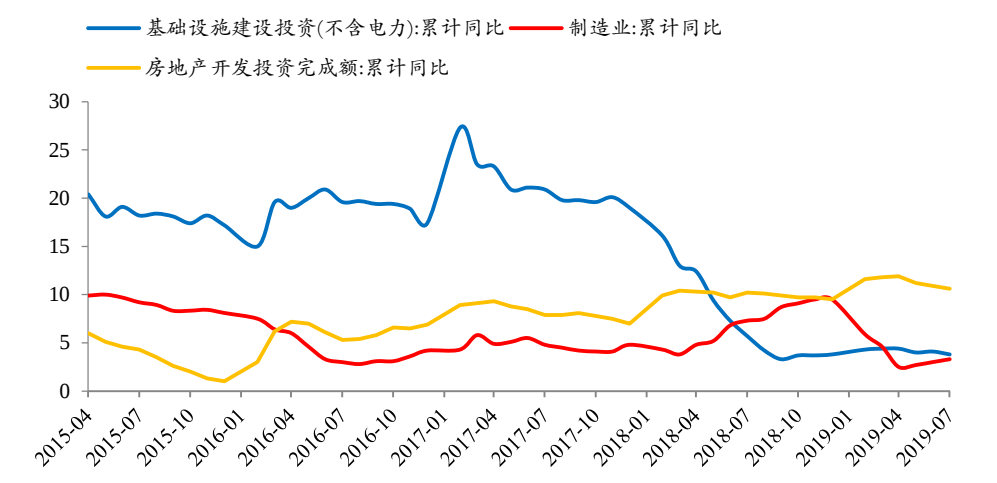
3、 地方债放量，但基建投资增速回落

地方债放量，但基建投资增速回落。1-7月基建投资增速回落至2.91%，单月增速从3.9%下降至2.7%，虽然7月地方专项债投放4385亿元，同比多增2534亿元，但信贷与非标疲软，同时7月多地受高温暴雨等因素影响，可能也对基建产生影响。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，加快推进信息网络等新型基础设施建设”。这不仅有利于稳定内需，还可以提升经济供给能力。旧改、新基建有利于促进基建投资，但一方面本轮政策相对以往较为克制，实施积极财政政策的同时，严格控制地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的硬约束还在，防风险是底线，监管政策的基调还是从严，非标融资依然制约基建投资；另一方面，旧改理论上可释放大量基建投资需求，但还存在融资模式、项目转化率等问题待解，年内推进力度可能较为有限。综合来看，基建投资增速上行幅度有限。

制造业投资增速继续回升。我们延续《内需改善可对冲外需下行——2019年下半年出口与投资展望》中对制造业投资的想法，下半年制造业投资增速大趋势向下，波段上有起伏。企业资本开支没有启动，去产能、环保减弱导致上游企业利润增速下滑以及外需回落将滞后体现在未来制造业投资数据上，制造业投资增速下滑是大趋势，这从企业家宏观经济热度指数、盈利指数等领先指标也可以看出。不过在波段上可能会有起伏，从建筑业建安工程产值增速、建筑业竣工厂房仓库房屋价值增速、出口交货值增速等领先指标看，制造业投资增速在三季度可能会小幅回升。

房地产投资增速在5月已至拐点得到确认。7月房地产投资增速继续小幅回落，结构上，施工面积单月增速中止三连降，7月同比增长15.7%，建安投资增速可能有所回升，对房地产投资增速产生支撑。施工增速的支撑在于低竣工以及销售还没有明显回落，但由于房企拿地动力不足，加上地产融资渠道收紧，政治局会议提到“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，这一提法彻底断绝房地产调控政策再度大幅放松的可能性，随着房企自有资金的消耗以及商品房销售低迷，施工增速最终可能跟随新开工回落。

图7：基建和房地产投资增速回落（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、高基数与汽车小幅拖累社零增速

7月社零实际增速从7.86%回落至5.7%，从结构上来看，表现较好的主要是必选消费，可选消费则普遍回落。

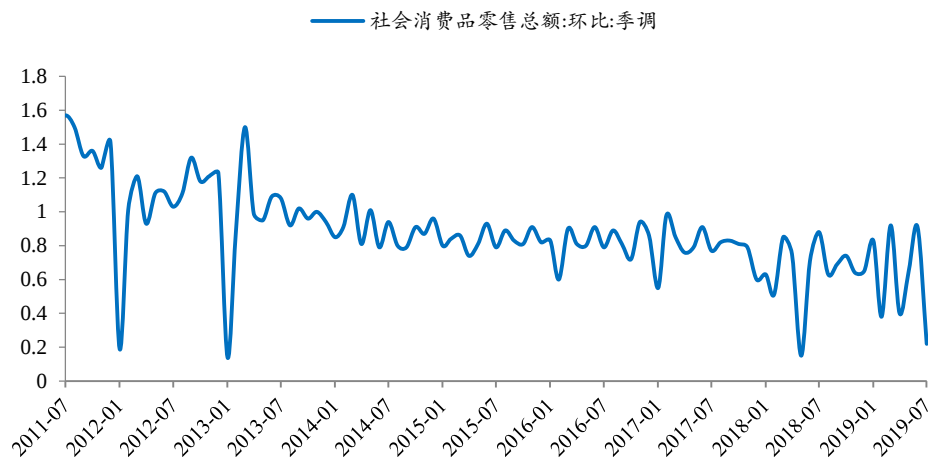
高基数拖累社零增速。2018年7月社零季调环比增长0.89%，是2018年全年最高，高基数对社零增速产生拖累。

汽车消费增速回落拖累社零增速。6月汽车零售好、去库存快，很大程度是因为国六标准在7月1日正式实施。6月汽车零售端的显著改善不具有可持续性，7月汽车消费增速如期回落，7月初的零售结转数量较大，使得汽车零售端呈现低基数下同比增速企稳的特征。

地产链相关消费增速回落。受前期商品房销售走弱影响，家电、家具、建筑及装潢材料类消费增速均回落。地产链消费方面，政治局会议提到“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，近期房企融资渠道收紧，部分地区银行房贷利率上浮，这些都会压制地产链相关消费。

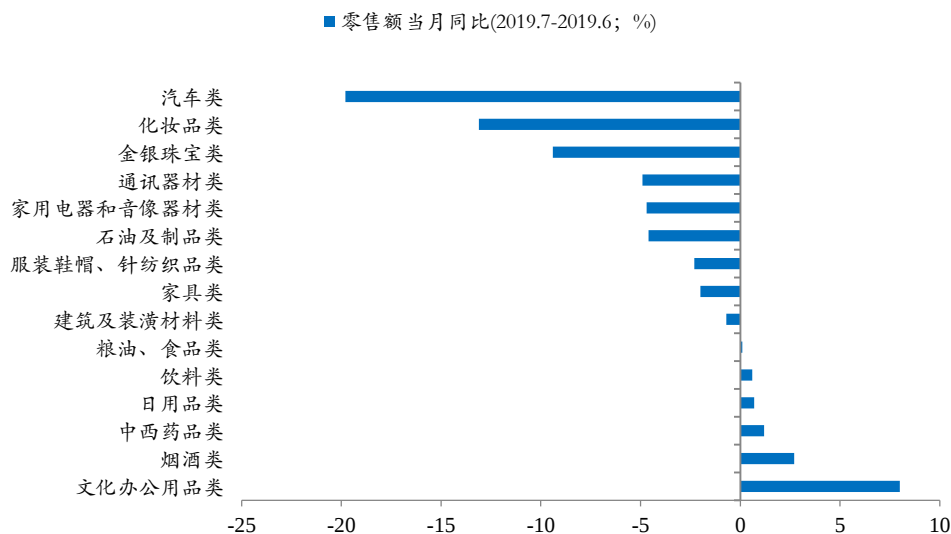
油价下跌拖累石油制品消费。6月油价同比跌幅扩大，燃料RPI增速下降2.1个百分点，石油制品消费增速从3.5%降至-1.1%。

图8： 7月社零基数偏高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 必选消费表现好于可选消费（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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_10681

