

2019年七月份宏观经济形势 分析报告

徐蕾 胡乔石

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

金融研究所

二〇一九年七月



- ▶ **制造业增加值增速放缓。**7月工业增加值仅同比增长4.8%，主要受制造业拖累。由于终端需求持续疲软，汽车制造业增加值同比下降4.4%。电气机械及设备、计算机、通讯和电子设备等高科技产业的产出增速较上半年明显减速，贸易摩擦和美国对中国科技公司施加的禁令造成的影响已经在7月份开始显现。
- ▶ **固定资产投资：制造业稳定而基础设施和房地产投资下滑。**1-7月固定资产投资总额同比增长5.7%，较上半年放缓0.1个百分点。虽然制造业固定资产投资同比增长3.3%，基础设施固定资产投资增速从上半年的4.1%微降至3.8%，部分反映夏季高温和降雨的影响。房地产固定资产投资从上半年的10.9%下滑至10.6%，主要由于土地购置支出的大幅下降。
- ▶ **零售受到汽车销售拖累。**由于6月份国五/国六切换和行业促销透支了后续需求，7月份规上社零中汽车销量同比下降2.6%，拖累零售增速1.2个百分点。统计局首次公布除去汽车销售之后的社零增速。扣除汽车影响，7月份社零将同比增长8.8%，1-7月累计同比增长9.2%。

目录

CONTENTS



01

国内经济形势分析

02

宏观经济政策分析

01

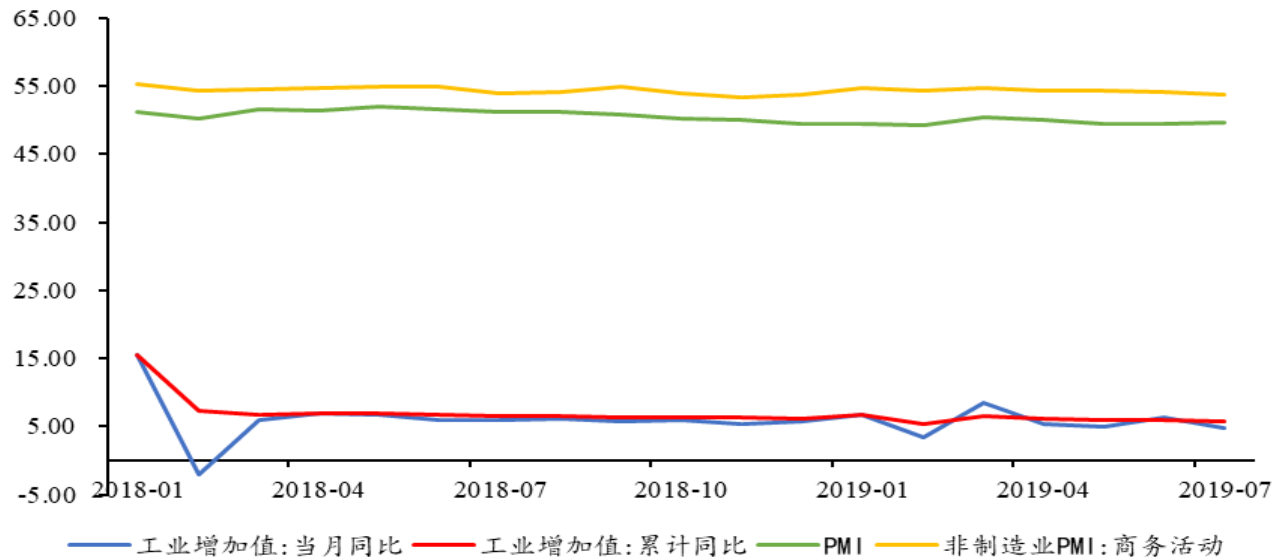


国内经济形势分析

GDP、工业、投资、消费、进出口、物价水平

2.1 工业生产回落超市场预期，制造业面临较大压力

工业生产及景气指数

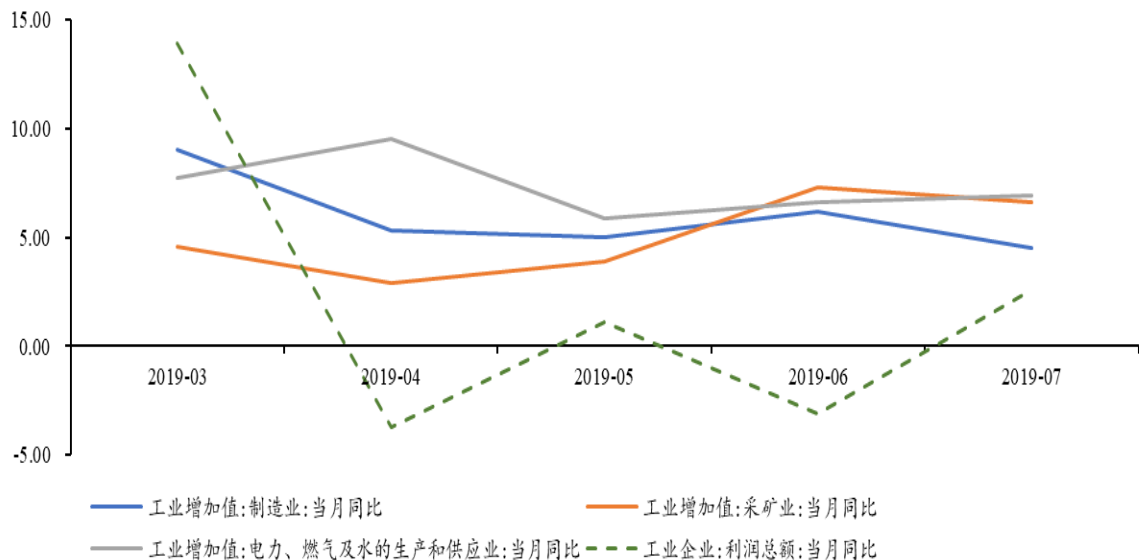


1-7月，规模以上工业增加值同比实际增长5.8%，增速较1-6月份回落0.2个百分点，其中，7月份增长4.8%，较前值回落1.5%，增速触及历史低位。其中，制造业工业增加值当月同比面临较大压力：一是与前值相比，制造业当月同比下行幅度最大，二是制造业当月同比跌至2013年6月以来的新低。

展望：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常波动。**3季度工业增加值或延续季初回落、季末冲高的特征。**

2.2 减税降费成效显著，工业企业利润增速由负转正

工业利润及三大类工业增加值同比

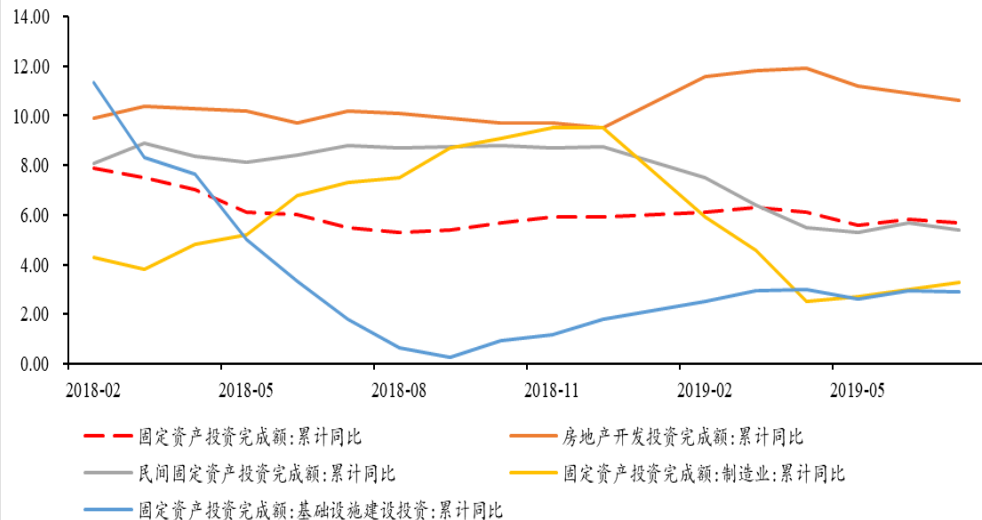


7月制造业增加值同比增长4.5%，较上月回落1.7个百分点，创2013年6月以来的最低水平，而采矿业继续维持较快增长，7月增速为6.6%，公共事业增加值同比增长6.9%。**7月工业企业利润同比增长2.6%，增速由负转正。**一方面，**企业主动去库存导致销售增长加快**，7月产成品存货增速从3.5%继续下降至2.3%，同时，此前持续低于季节性的产销率回升至近几年同期最高。另一方面，**受减税降费的利好作用**，7月主营业务利润率同比降幅从5.5%收窄至3%。

展望：工业企业利润增速由负转正，积极因素增多，**改善势头或将延续**。一是8月高炉开工率出现超季节性回升，当前库存水平处于历史低位，未来工业生产大幅走低的可能不具有持续性。二是增值税减税增厚企业利润，后续进一步减税降费的政策可能逐渐落地，将对冲PPI增速下滑。

2.3 投资：制造业投资增速回升，基建、房地产投资增速下滑

固定资产投资累计分项同比



展望：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，**预计制造业投资将回稳**。夏季后**基础设施项目的建设进度将提速**，第四季度基础设施固定资产投资增速将回升。

1-7月固定资产投资总额同比增长5.7%，较上半年放缓0.1个百分点，但比去年同期加快0.2个百分点。

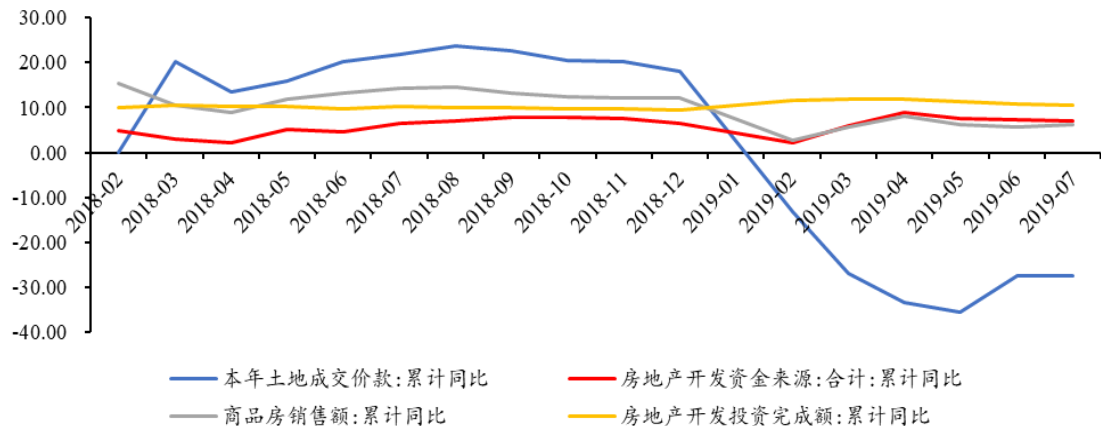
制造业投资持续回升，结构优化。1-7月制造业投资增速为3.3%，较前期增速提高0.3个百分点，实现连续三个月回升。其中，制造业技术改造投资增长12.7%、高技术制造业投资增长11.1%，增速分别高于全部制造业投资9.4个和7.8个百分点。

基建投资小幅回落。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。受高温、暴雨等天气影响，7月基建投资回落与建筑业PMI下行相一致。

房地产投资缓慢下降。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。

2.4 房地产：融资限制更趋严格，房地产投资前景不容乐观

房地产投资



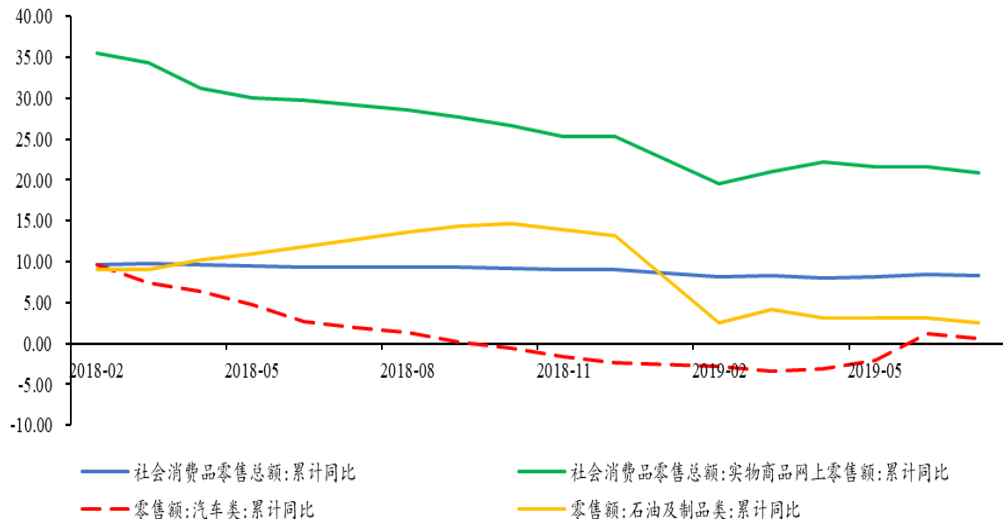
房地产投资面临诸多压力。一近期政治局会议提出不将房地产作为短期刺激经济的手段，政府管控楼市决心坚定。全国首套房、二套房贷款平均利率均有上调，指向地产调控继续趋紧。三是金融监管加强了对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，预计房企资金来源端将持续承压。四是多地金融机构房贷政策收紧，缓贷、断贷影响市场交易。

由于土地购置支出大幅下降和建安支出企稳，房地产固定资产投资增速从上半年的10.9%缓慢下降至7月的10.6%。主要原因有：1) 土地成交额同比减少；2) 针对房地产开发商的融资限制更趋严格；3) 房屋销售低迷，不足以为房地产开发项目提供内部资金。1-7月，全国商品房销售面积同比下降1.3%，降幅较上半年份收窄0.5个百分点，销售额则提高0.6个百分点至6.2%。

展望：综上所述，销售趋弱叠加融资受限，地产投资将持续受到压制，未来地产投资、销售仍有下行压力。

2.5 消费：受汽车消费拖累，社零增速回落

社会消费品零售总额及分类累计同比

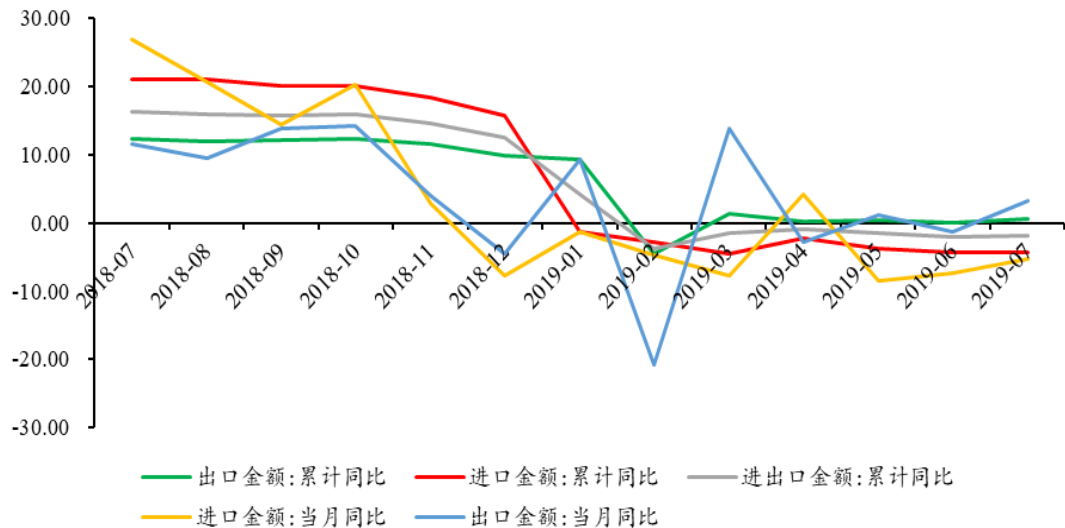


7月，社会消费品零售总额33073亿元，同比增长7.6%，较前期回落2.2个百分点。**汽车和石油类商品拉低社会消费品零售总额增速超过2个百分点，成为主要拖累。**扣除汽车和石油类商品，7月市场销售增速仍保持在9%以上的较快增长区间，与上月基本持平。7月线上社零同比增17.1%，较上月回落1.2个百分点。主要由于6月“618”大促对7月线上消费有一定的分流作用，7月为线上消费淡季。

展望：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。下一阶段，减税降费利好仍将持续释放，叠加刺激汽车等各类消费政策的逐渐出台与起效，**后续消费有望回稳。**

2.6 外贸：中美贸易摩擦升级，进出口持续低迷

进出口当月、累计同比

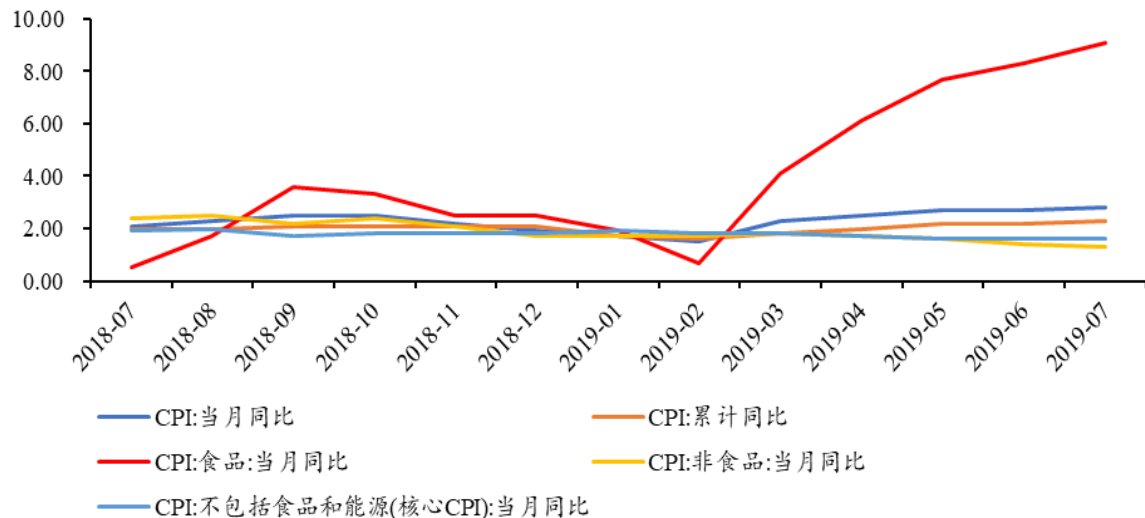


展望：中美贸易战升级是目前影响中美经济增长和进出口增速的关键变量。目前来看，还没有缓解的迹象，仍持续影响下半年进出口。预测下半年进出口增速仍将保持低迷。

出口同比转正。7月出口同比增长3.3%，比6月高4.6个百分点，部分受益于人民币贬值的滞后效应。从国别来看，对欧盟、东盟、新兴经济体的出口同比增速有所上升，对美出口降幅微弱收窄。**进口同比降幅有所收窄。**7月进口同比下降5.6%，降幅比6月收窄1.8个百分点，连续3个月保持下降。进口持续同比下行，印证国内需求端仍然疲弱。从进口商品来看，农产品进口量、价在7月出现了显著回升，从国别来看，7月自美国进口同比回升12个百分点。这显示6月底G20、7月中美谈判磋商期间，中国扩大了自美国进口农产品采购。

2.7 通胀：CPI和PPI继续分化，通胀整体趋回落

CPI当月、累计同比

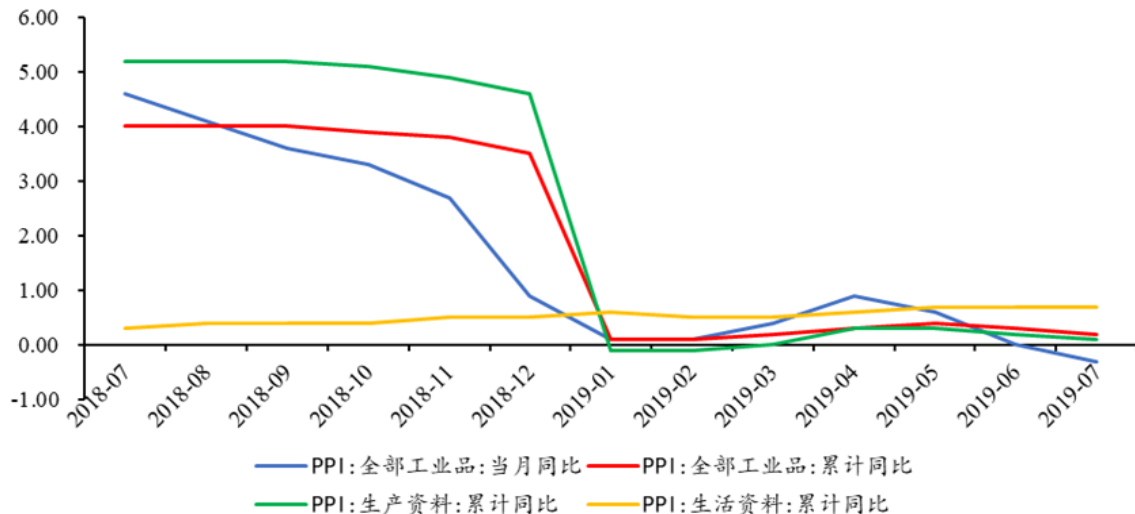


展望：CPI年内高点或已出现。随着时令水果大量上市，鲜果价格环比已开始回落，后续涨幅受限。全球需求回落下油价易跌难涨，除非油价超预期上涨，否则年内CPI难破“3”。
(但需警惕猪价上涨过快以及贸易摩擦对于CPI的刺激作用)

鲜果和猪肉拉动CPI进一步上涨。7月CPI同比上涨2.8%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，其中食品价格影响CPI约1.74个百分点，鲜果和猪肉仍是主要因素。分项来看，1) 受极端天气拖累库存、产量和运输影响，鲜果价格涨幅连续4个月维持高位。2) 猪价方面，受非洲猪瘟疫情影响，猪肉价格上涨与产能去化同步进行。3) 夏季高温多雨天气影响鲜菜生产和运输，导致7月鲜菜价格环比上涨2.6%，同比上涨5.2%。同时受成品油调价影响，7月交通燃料价格同比下降9%，带动非食品消费同比增幅继续收窄0.1个百分点至1.3%。

2.7 通胀：CPI和PPI继续分化，通胀整体趋回落

PPI当月、累计同比

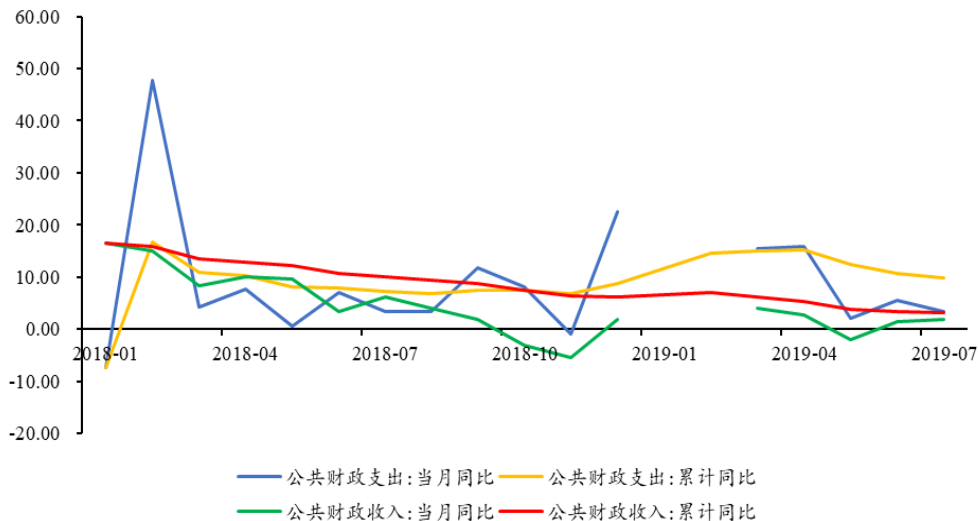


7月PPI同比转负，同比上涨-0.3%，较6月回落0.3个百分点。这主要是因为生产资料和翘尾因素拖累，特别是国际油价下跌的影响。OPEC 7月份的石油产量创下5年多来的最低水平，但在需求端不振的压力下，国际油价依旧持续承压下跌。在此背景下，石化产业链降价明显。此外，煤炭开采、纺织业、TMT制造业、燃气、电力、热力的生产和供应业等分项PPI同比降幅扩大或涨幅缩窄。

展望：在当前房地产投资增速已经开始回落，基建平稳的情况下，钢材价格上行难度加大，铁矿石和焦煤的价格上行缺乏基础，PPI未来运行主要看原油价格变动。随着PPI翘尾逐步回落，如果没有连续的价格上涨，PPI在下半年将持续走低，8月PPI预计仍将出现负增长。

2.8 财政：财政政策依旧积极，财政收支压力增大

财政收支当月、累计同比



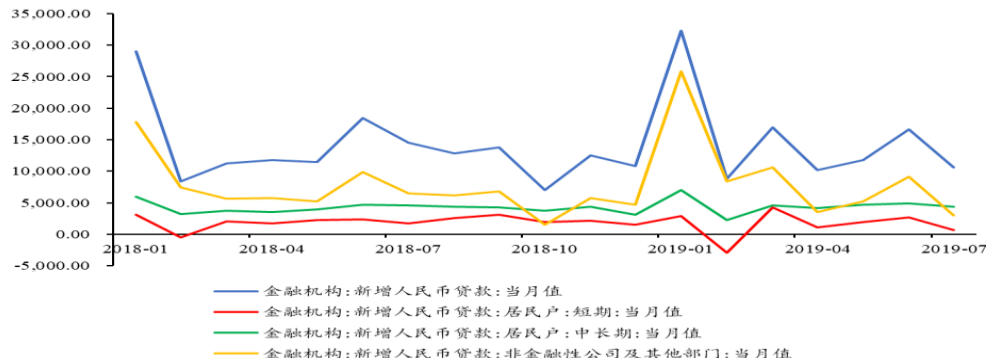
7月财政收入同比增长1.81%。税收收入增速同比减缓、非税收入继续上涨达今年最高，助力单月财政收入上升。税收收入方面：同比下降2.85%，已连续三月持续下降，主要受减税降费政策及持续的中美贸易摩擦影响。非税收入方面：同比大幅上升56.16%，主要是各级财政应对减税降费带来的收支平衡压力，大力盘活国有资金和资产带动相关收入增加。财政支出单月同比增速缩窄，财政政策依旧积极。7月财政支出同比增长3.45%，从结构上看，基建类支出继续回落，民生类支出有所回升。

展望：财政收入短期难有回升。 1) 减税降费政策持续进行，政策短期内不会变；2) 坚持落实“住房不炒”，房地产政策严格，未来土地财政回升幅度不会太大；3) 中美贸易摩擦持续，外贸环境复杂多变。财政支出方面，受经济下行、减税降费等影响，财政支出压力持续加大，下半年可能继续发行专项债，用地方政府债来弥补财政收支缺口。

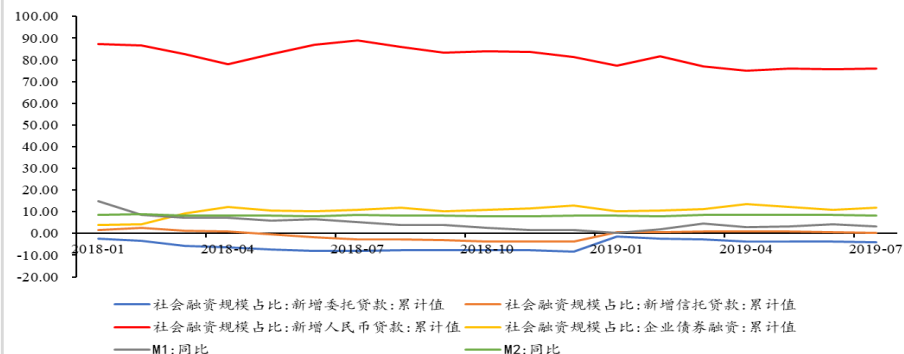
2.9 金融：社融不及预期，期待政策对冲

7月新增人民币贷款1.06万亿元，低于预期1.27万亿元，人民币贷款存量增速下降0.4个百分点至12.6%。其中**居民贷款**同比少增1232亿元，主要受短期贷款的拖累，以及消费贷款投向楼市监管趋严的影响；对房地产融资的强监管也使居民中长期贷款转为同比少增159亿元。**企业贷款**同比少增3527亿元，企业短期贷款、中长期贷款、票据融资均同比少增1100亿元以上，实体融资需求仍显不足。

金融机构新增人民币贷款



社会融资规模占比及M1、M2同比



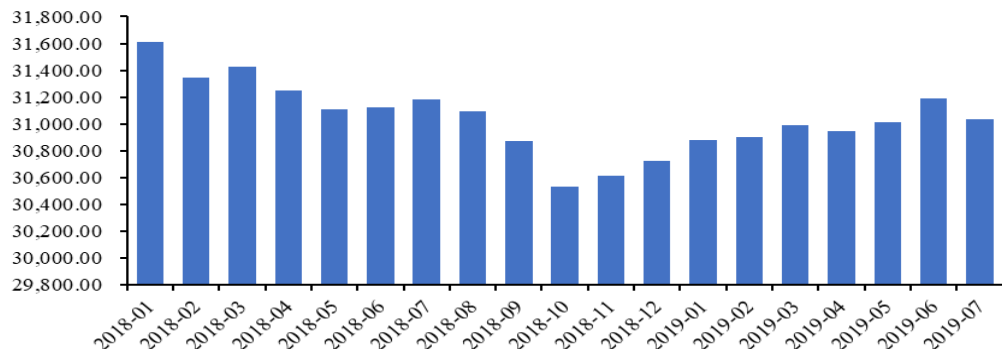
7月末M1、M2增速分别为3.1%、8.1%，均较6月末下降，**主要原因是贷款投放收紧，派生效应减弱**。7月社会融资规模增量1.01万亿元，月末存量同比增速较6月末下降0.2个百分点至10.7%，数据不及预期。需要关注：一是贷款增速下行；二是未贴现银承拖累表外融资大降；三是地方专项债持续放量，继续起到稳社融作用。社融数据不及预期，期待后续更多对冲政策出现，目前货币政策空间与灵活性较大，银行有望获得政策呵护。专项债继续发力则为银行提供了优质资产，预计后续定向施策有利于银行的基本面向好。

2.10 外汇：美元指数强势上涨，汇率贬值仍有压力

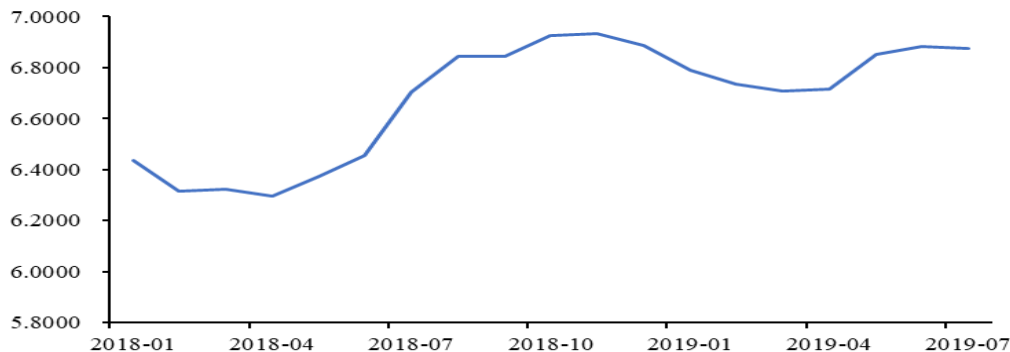
7月外汇储备31036.97亿美元，前值31192.34亿美元，环比减少155.37亿美元，上月为环比增加182.30亿美元。

- **美元指数强势上涨，汇率折算因素为负。**7月美联储降息幅度不及预期，推升美元指数强势上涨，致使汇率折算因素影响显著为负。
- **美英日欧收益分化，债券估值因素较弱。**占中国外汇储备比例较大的美债收益率基本持平，英债、日债、欧元区公债收益率继续保持下滑趋势。
- **汇率贬值仍有压力，长期或可保持稳定。**尽管逆差较上月有所收窄，但受中美贸易摩擦再度升级影响，美元兑人民币于8月初跌破“7”关口，这一重要心理关口的突破或会加剧市场避险情绪，对人民币汇率稳定不利。

官方储备资产：外汇储备（亿元）



美元兑人民币汇率



02



宏观经济政策分析

货币政策、财政政策、房地产政策

3.2 货币宽松总基调未变

7月19日，金稳会强调：**深化金融供给侧结构性改革，同时坚决防范出现风险传染和扩散。**

7月30日，政治局会议提出：**保持流动性合理充裕。**

展望：货币政策将更加强调合理充裕，加大支持制造业、民营企业力度

8月9日，央行发布《2019年第二季度中国货币政策执行报告》

- ✓ 灵活运用存款准备金率、中期借贷便利、常备借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具保持流动性合理充裕。
- ✓ 推进金融供给侧结构性改革，构建“三档两优”存款准备金政策框架，引导中小银行回归基层、服务实体；调整普惠金融小微企业贷款考核口径，扩大普惠金融定向降准优惠政策覆盖面；扩大民营企业债券融资支持工具试点。
- ✓ 继续深化利率市场化改革，完善人民币汇率市场化形成机制；进贷款利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制；坚守底线，防范化解重大金融风险。

- 一是货币政策将继续维护流动性的合理充裕；
- 二是调引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，结合对地产行业融资边际收紧判断，释放流动性或将进入实体经济，支持实体经济健康发展；
- 三是注重引导和稳定市场预期；
- 四是继续把金融供给侧结构性改革作为重点任务。

3.3 积极的财政政策持续发力

715总理座谈会，**聚焦短板扩大有效投资，用好地方政府专项债。**

7月30日政治局会议，**继续落实落细减税降费政策。**

展望：财政政策为稳定经济增长、应对内外部环境变化、全面建成小康社会提供强力支持和保障

7月，财政政策整体体现积极财政特征

- ✓ 7月财政支出的增长率仍然超过财政收入的增长率，财政政策依然比较积极。其中基建类财政支出增长态势小幅回落，民生保障类财政支出增长较快。
 - ✓ 作为第二本账的政府性基金支出1-4月增速为33.3%，1-7月增速达33.8%，强于市场预期。
 - ✓ 今年财政部首次将地方债部分额度提前于1月下发至各省级政府，较往年提前一季度，旨在提高项目融资与开工效率，合理安排地方债发行节奏。
-
- 一是依法合规做好专项债融资。财政部将督促指导地方政府加快新增专项债券发行使用进度，有力支持国家重大区域发展战略，发挥对民间投资的撬动作用，促进经济平稳健康运行。
 - 二是稳定制造业投资，加强民营企业的支持力度，进一步发挥好宽财政的刺激作用，继续落实下一阶段的减税降费政策。
 - 三是推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革。

3.4 房地产调控政策日趋收紧

7月29日央行座谈会，**严禁消费贷违规用于购房。**

7月30日政治局会议，**延续“房住不炒”定位，新增“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的政策定位。**

展望：“房住不炒”总基调短期内不会变，房地产政策将会延续现有稳中趋紧态势。

7月，房产调控政策以稳为主、日趋收紧

- ✓ 1-7月，全国房地产调控次数高达307次，相比去年同期增长了18%。7月单月房地产调控已经超过40次，继续维持高位。各种收紧政策继续频繁出台，包括房企资金链收紧措施，地方的限售加码，乱象整治等。
 - ✓ 自然资源部提出对批而未供、闲置土地数量较多和处置不力的地区，减少其新增建设用地计划安排。
 - ✓ 地方层面，7月地方陆续出台房地产市场调控措施。大连市加码房地产市场价格调控，严肃查处房地产开发企业和中介机构的各种违法行为；苏州市限购升级，二手房必须满5年才可交易。
- 一是进一步整治楼市乱象。全国热点城市要展开新一轮房地产市场整顿，严打投机炒房、黑中介、虚假宣传、捂盘惜售等违法行为。
 - 二是坚决遏制房价上涨，贯彻“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的要求。上半年以来多地管控措施相继出台，热点地区需要从房价涨幅、土地源头等方面管控房价。
 - 三是加快推进棚户区改造和廉租房建设，解决困难群众住房需求。

免责声明

兴泰智库成立于2016年8月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。