



宏观研究报告

下行压力依旧 密切关注结构调整

事件：8月14日，国家统计局公布数据显示，中国7月规模以上工业增加值同比增长4.8%，前值6.3%。6月份全国固定资产投资累计同比增长5.7%，前值5.8%。5月社会消费品零售总额同比增长7.6%，前值9.6%。

主要观点

工业增加值如期回落。7月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，较6月份回落1.5个百分点。从环比看，7月份，规模以上工业增加值比上月增长0.19%。1-7月份，规模以上工业增加值同比增长5.8%，较前值回落0.2%。分三大门类看，7月份，采矿业增加值同比增长6.6%，增速较6月份回落0.7个百分点；制造业增长4.5%，回落1.7个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.9%，加快0.3个百分点。分经济类型来看，国有控股企业，股份制企业、外商企业和私营企业的1-7月工业增加值累计同比均较前值有所回落。从具体行业来看，纺织业累计同比（以下均指累计同比）低位继续回落，从前值的1.9%回落至1.8%，反映这个行业在内外不景气背景下盈利的困难。化学原料和化学制品制造业也继续回落，从前值的4.8%回落至4.6%，这一点从商品期货市场上具代表性的化工品价格回落中可以得到明显的佐证。黑色金属冶炼和压片加工业的累计增加值由前值的10.3%回落至10.2%，幅度有限，但是极有可能是全年的一个转折点。后续随着地产市场景气度的回落，黑色产业的工业增加值大概率会持续下降。计算机、通信和其他电子设备制造业累计同比由前值的9.6%回落至9.1%，与相关部门公布的电子产品产销量下滑的现状密切相关。在上个月的经济数据点评报告里，我们指出过，“很难期待工业领域能够有持续性的良好表现”，本月的数据表现完全在预料范围之内。后续的发展仍然要持续关注银保监会对于商业银行的房地产贷款专项检查的发展状况与国内结构性改革的进程等等。

地产投资高位略有回落。2019年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，连续第三个月回落，下滑趋势较为明显。其中，住宅投资53466亿元，增长15.1%，增速回落0.7个百分点。1—7月份，东部地区房地产开发投资39042亿元，同比增长9.2%，增速比1—6月份回落0.7个百分点；中部地区投资15248亿元，增长9.5%，增速加快0.6个百分点；西部地区投资15708亿元，增长15.1%，增速回落0.4个百分点；东北地区投资2845亿元，增长11.0%，增速回落1.7个百分点。除中部地区以外，其他主要区域均出现较为明显的下滑。1—7月份，房地产开发

经济数据	单位	7月	6月
CPI	同比%	2.80	2.70
PPI	同比%	-0.30	0.00
工业增加值	同比%	4.80	6.30
投资	同比%	5.70	5.80
消费	同比%	7.60	9.80
出口	同比%	3.30	-1.30
进口	同比%	-5.60	-7.40
贸易顺差	亿美元	450.50	509.70
M2	同比%	8.10	8.50
M1	同比%	3.10	4.40
新增贷款	亿元	10,600	16,600
外汇占款	亿元	0.0	-61.9

企业房屋施工面积 794207 万平方米，同比增长 9.0%，增速比 1—6 月份加快 0.2 个百分点。其中，住宅施工面积 554111 万平方米，增长 10.4%。房屋新开工面积 125716 万平方米，增长 9.5%，增速回落 0.6 个百分点。其中，住宅新开工面积 92826 万平方米，增长 9.6%。房屋竣工面积 37331 万平方米，下降 11.3%，降幅收窄 1.4 个百分点。其中，住宅竣工面积 26374 万平方米，下降 10.5%。贯穿去年全年的开工强而竣工弱的局面是房地产企业应对资金紧张的一种策略，今年的 6 月和 7 月这一数据出现改善，我们内部的地产观点是资金面的改善。1—7 月份，房地产开发企业到位资金 99800 亿元，同比增长 7.0%，增速比 1—6 月份回落 0.2 个百分点。其中，国内贷款 15377 亿元，增长 9.5%（前值 8.4%）；利用外资 61 亿元，增长 83.6%（前值 51.8%）；自筹资金 31032 亿元，增长 2.8%（前值 4.7%）；定金及预收款 33980 亿元，增长 9.6%（前值 9%）；个人按揭贷款 15198 亿元，增长 11.3%（前值 11.1%）。从不同渠道的资金来源变化情况来看，开发商资金来源越来越倚重于贷款和定金及预收款。从当前的政策态度和政策实践来看，预计这一块后期会比较严厉，这对于行业较小体量的主体的资金获取能力会形成一些影响。1—7 月份，房地产开发企业土地购置面积 9761 万平方米，同比下降 29.4%，降幅比 1—6 月份扩大 1.9 个百分点；土地成交价款 4795 亿元，下降 27.6%，降幅与 1—6 月份持平。与之对应的地方政府的土地出让收入会出现较大压力，这一点在后续的地方政府存量债务处理中的影响会慢慢体现出来。1—7 月份，商品房销售面积 88783 万平方米，同比下降 1.3%，降幅比 1—6 月份收窄 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 83162 亿元，增长 6.2%，增速加快 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%。销售面积和销售额的变化表明，主要的销售面积越来越集中于一二线较高单价的住宅上。我们在之前的报告中指出过，房地产问题归根结底依然是一个政治问题，决策层在决定土地资本在社会总产品的分配方面的份额直接决定行业层面的一系列问题。从政治局的最新表态以及当下主管部门的政策实践来看，内部矛盾发展到今天这个地步，地产可能确定已经到了一个转折点了。

基建投资回落，制造业投资略回升，固定资产投资回落。1—7 月，全国固定资产投资（不含农户）348892 亿元，同比增长 5.7%，增速比 1—6 月份回落 0.1 个百分点。从环比速度看，7 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.43%。其中，民间固定资产投资 210267 亿元，同比增长 5.4%，增速比 1—6 月份回落 0.3 个百分点。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同

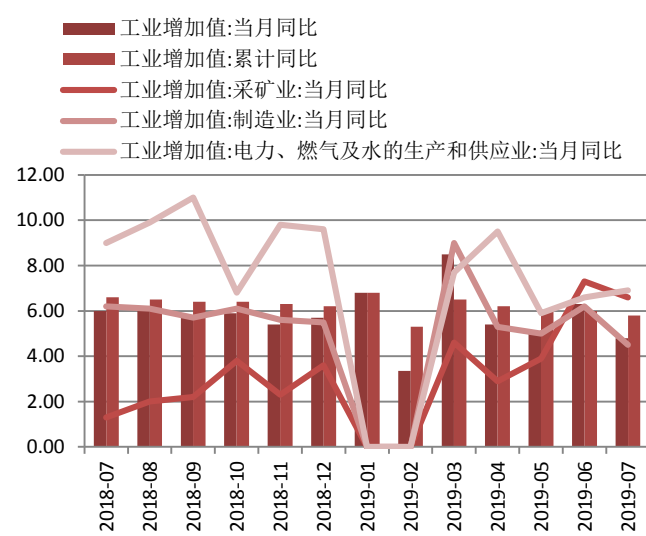
比增长 3.8%，增速比 1—6 月份回落 0.3 个百分点。其中，水利管理业投资下降 0.3%，1—6 月份为增长 1.1%；公共设施管理业投资增长 0.1%，1—6 月份为下降 0.3%；道路运输业投资增长 6.9%，增速回落 1.2 个百分点；铁路运输业投资增长 12.7%，增速回落 1.4 个百分点。制造业投资增长 3.3%，增速提高 0.3 个百分点。从制造业分项来看，纺织业投资累计同比由前值的-0.3%进一步回落至-2.6%，与行业景气度相关；计算机、通信和其他电子设备制造业累计同比增速由前值 8.5%进一步上升至 10.5%，与各地在 5G、电子制造及集成电路等领域的进一步投资有关。有色金属冶炼和压延加工业投资增速由-3.4%进一步回落至-3.8，反映出盈利进一步遭到压制后投资规模的回落。考虑到制造业的盈利现状以及当下各级政府的财政空间，我们依然认为，基建投资和制造业投资改善空间有限。

消费增速如期回落。2019 年 7 月份，社会消费品零售总额 33073 亿元，同比名义增长 7.6%，实际增长 5.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 30017 亿元，增长 8.8%。在统计局公布的报告中，统计局专门将汽车以外的消费品销售额的同比增长数据拿出来，我们猜测，是想向数据解读者传达这样的信号，即消费增速的回落更多地由单项汽车消费的下降造成的，而其他类别的消费项的回落并不明显。事实上，如果去观察分项数据，不难看出，其他细项的消费品大都或多或少地出现了回落。房地产相关的建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类、家具类的 1-7 月累计同比增加 3.1%，6.2%和 5.8%，前值分别为 3.6%，6.7%和 5.7%，除家具类消费变化不大以外，其他两类的消费均有较为明显的回落。通讯器材类消费累计同比表现由上月的 7.4%回落至本月的 6.5%，化妆品和金银珠宝类消费累计同比表现由上月的 13.2%和 3.5%回落至本月的 12.7%和 2.9%。服装鞋帽和中西药品类消费同比持平于前值。石油及制品类消费累计同比由前值的 3.1%回落至本月的 2.5%，日用品类消费累计同比由前值的 14.1%回落至 13.9%。我们在之前的消费数据点评报告一直的基调是趋势回落难以逆转，后续能否真正有实质改善还是得取决于国内的内部调整的效果。

积极关注内部调整。在上一份经济数据点评报告中，我们指出过，“为什么生产规模很难持续扩大，因为我们已经进入垄断资本主义阶段，生产过剩与内需不足同时出现，这是根本！在这个背景下，希望政府投入一笔资金一次性一劳永逸地激活投资高潮是不现实的，当社会生产规模扩大时，垄断资本会控制自身环节的产能，提高产品价格，推动物价上涨，把上下游企业新增的利润夺过来。中小资本的绝大部分利润最终会成为垄断资本的利润。垄断资本有强烈的压缩产能的情

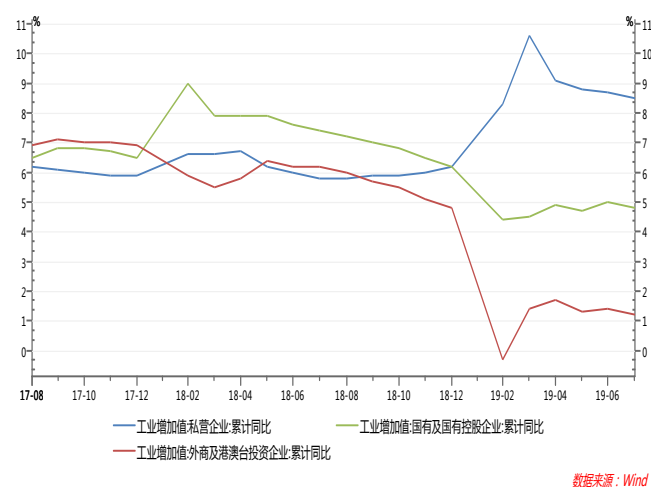
性，获得这些利润之后，不会用于扩大生产，而是转而进行投机或者资本扩张。这时，中小资本如果继续扩张产能，就会面临原材料涨价或者销售价格下跌的局面，必然得不偿失。于是中小资本的理性选择是仿效垄断资本进行投机。因而，我们一点也不奇怪于信贷投入的持续增加，而经济增速、工业增速的回落，资本市场的疯涨疯跌，这些都是当下这个经济环境和经济政策的必然结果。我们可以在这里相当明确地指出，如果政策层不能效仿美国大萧条后的罗斯福总统的新政，即打击生产环节的垄断力量的同时向部分群体和资本运动暴利环节采取措施（事实上当局在这方面已经开始有所动作），那么我们在前面反复强调的停滞、疯涨、泡沫、崩盘会反复上演”。最近一段时间，我们也注意到政策层开始加大商业银行的房地产贷款检查力度，地方的住建部门也开始对房地产经纪业进行严厉整顿，这些都是较为积极的信号，在8月14日的新闻联播中也有专门的片段提及地方政府为相关困难群体提供住房保障，然而就当下的局面而言，这种做法的效果依然相当有限。要有效扭转当下的困局，不能在方方面面达到去年刘鹤副总理在机构改革中提及的“革命性”要求，我们很难期待当下的经济结构能够发生实质性变化。

图 1 工业增加值回落



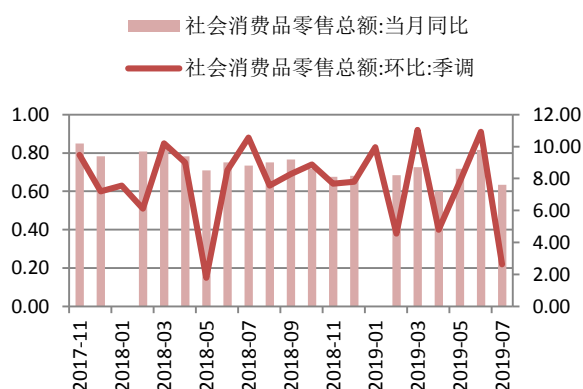
数据来源: wind, 鑫元基金整理

图 2 不同所有制企业工业增加值累计同比均回落



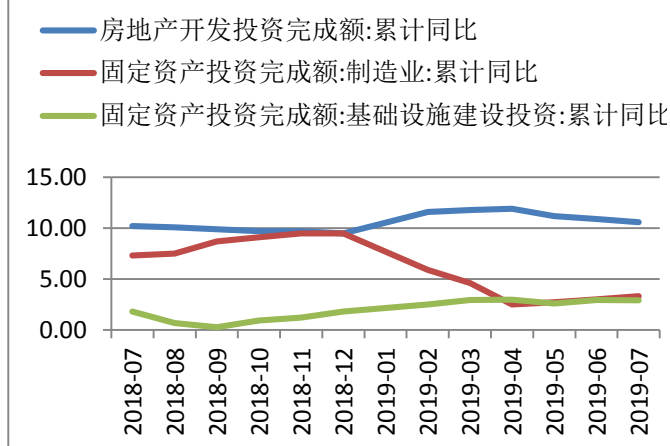
数据来源: wind, 鑫元基金整理

图 3 社会消费品零售累计同比回落



数据来源: wind, 鑫元基金整理

图 4 地产投资高位回落，固定资产投资增速和基建略回落



数据来源: wind, 鑫元基金整理