

## 经济增长压力凸显，L型筑底路途漫漫

### ——7月经济数据点评

上海浦东发展银行金融市场部

高级分析师：李瑞敏

电话：(8621) 61614319

**事件：**8月12日，国家统计局公布7月份主要经济数据。7月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.0%，较上月回落0.2个百分点；社会消费品零售总额同比名义增长10.2%，增速比上月回落0.4个百分点。1-7月份，固定资产投资同比名义增长8.1%，增速比1-6月份大幅回落了0.9个百分点，其中民间投资同比增长2.1%，增速比1-6月份回落0.7个百分点。1-7月份，商品房销售面积同比增长26.4%，增速比1-6月份回落1.5个百分点。

#### 点评分析：

**(1) 工业生产再次放缓。**7月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.0%，较上月回落0.2个百分点。分三大门类看，7月份，采矿业增加值同比下降3.1%，降幅较上月扩大0.7个百分点，制造业增长7.0%，增速较上月下降0.2个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.4%，增速较上月提升3.4个百分点。虽然高温天气推升电力、热力等领域工业增速提升，但不足以抵消传统产业去产能和供给侧改革实质性推进，以及内外部需求放缓的影响，工业生产弱势放缓。7月份工业生产增速放缓与先行指标基本一致，7月份官方制造业PMI为49.9%，比上月下降0.1个百分点，跌破荣枯线，创五个月新低。从反映需求的指标来看，7月份官方PMI新订单指数为50.4%，较上月回落0.1个百分点，新出口订单指数为49.0%，比上月下降0.6个百分点，显示出内外需均下滑，扩张动力不足。

**(2) 消费增速小幅下滑。**7月份，社会消费品零售总额同比名义增长10.2%，增速比上月回落0.4个百分点。分项来看，除家具类、饮料类、服装类消费增速有所回升之外，其他类商品增速均有所下滑。天气炎热推动饮料类消费提升，服装换季和网上消费推动服装类消费增长。前期房地产销售的滞后效应仍然延续，与房地产相关的建筑及装潢材料、家具、家用电器等消费仍然保持较高的增速。汽车消费增速有所下滑，主要是汽车厂商半年冲业绩、冲销量，提前释放了部分需求。后期，预计随着中央明确“抑制资产泡沫”，房地产市场有继续降温的可能，房地产相关消费增速可能回落，消费增长压力或进一步加大。

**(3) 固定资产投资增速大幅回落。**1-7月份，固定资产投资同比名义增长8.1%，增速比1-6月份大幅回落了0.9个百分点。从投资的三大门类看，工业投资同比增长3.4%，增速比1-6月份回落0.8个百分点。其中，采矿业投资下降22.9%，降幅扩大3.2个百分点，制造业投资增长3.0%，增速回落0.3个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长19.9%，增速回落2.6个百分点。去产能和供给侧改革加快背景下，预计工业投资将持续承压。基础设施投资同比增长19.6%，增速比1-6月份回落1.3个百分点。工业投资和房地产投资回落背景下，基建投资需要承担更多稳增长重任，但基建投

资融资约束更强，预计后期将有更多政策出台，包括财政支持、PPP和专项资金募集等方面。房地产开发投资同比名义增长5.3%，增速比1-6月份回落0.8个百分点，连续3个月回落。在库存高企而人口结构过拐点、刚需长趋势下降，以及中央明确“抑制资产泡沫”背景下，预计房地产投资将继续回落，逐步回归供需基本面，短期会使经济动能放缓，但长期有助于房地产风险的释放。民间固定资产投资同比名义增长2.1%，增速比1-6月份回落0.7个百分点。从原因看，一是目前经济下行压力不断加大，传统产业产能过剩，企业利润增速下滑，民间投资自主增长动力不足。二是政府管制重重，某些领域投资私人难以进入。三是私人部门获取融资较为困难。

下一阶段，固定资产投资如要保持稳定增长，资金问题仍是关键。从1-7月份到位资金情况看，固定资产投资到位资金同比增长7.5%，增速比1-6月份回落0.5个百分点。其中，国家预算资金增长21.1%，增速回落0.7个百分点，国内贷款增长10.9%，增速回落1.5个百分点。到位资金不乐观，融资压力下半年高于上半年，后期投资增长压力加大。

**(4) 房地产销售延续下降趋势。**1-7月份，商品房销售面积同比增长26.4%，增速比1-6月份回落1.5个百分点。其中，住宅销售面积增长26.7%，办公楼销售面积增长41.3%，商业营业用房销售面积增长15.5%。二季度以来，房地产市场有所降温，房地产销售增速开始出现回落，但从绝对量看，成交面积仍处于高位，暂时未能够对房价形成压力。

**(6) 从宏观政策看，经济下行压力进一步加大，在货币政策空间有限的背景下，未来几个月经济增长可能需要一个适度的财政刺激，甚至一个加码的财政刺激。**目前货币政策主要受汇率、资本流动、资产泡沫等因素影响。一方面，7月外汇储备小幅减少41亿美元，扣除非美资产升值因素的影响，外储事实上减少应该在80亿美元-120亿美之间。在7月贸易顺差扩大背景下，外汇储备还是减少的，说明仍有不小的资本流出压力。另一方面，央行二季度货币政策执行报告认为，若频繁降准会大量投放流动性，信号意义较强，容易强化对政策放松的预期，导致本币贬值压力加大，外汇储备下降，意味着近期降准几无可能。7月26日政治局首提“抑制资产泡沫”，近期降息的可能性也基本没有。

我们之前判断，下半年的经济压力要大于上半年。二季度，房地产和基建继续支撑总需求，加上相关领域消费、服务的增长，二季度GDP增速维持在6.7%。但是，房地产泡沫程度高，对总需求的拉动难以延续，经济下行压力下半年大于上半年。7月26日政治局会议首次讨论资产泡沫，很可能指向房地产泡沫。从租金回报率和房地产市值/GDP的指标看，房地产泡沫已十分高。一是住宅市场与GDP之比估算超过200%，已超过2005年美国房地产泡沫时最高的172%。二是资产回报率低。以6月份数据计算，70个大中城市一线城市除广州外，都在2%以内，二线城市普遍在3%以内，三、四线城市在3-4.7%之间。国际上大中城市，租金回报率主要在4-6%。日本经历了近30年房价下跌之后，租金回报率在8%左右。美国31个大中城市在3.3-6.7%之间，中值为5%。房地产下半年若无法在稳增长中发挥重要作用，那么经济下行压力将进一步加大。目前，经济对外期待产能输出得以实现，期待全球范围的基础设施和其他国家的房地产投资增长出现，以输出产能和输出资本的方式获取增长动力。对内期待供给侧改革，期待制造业新的革命，但本轮革命性的技术已基本成形，短期再次出现难度太大，转型可以有，但难以取代长期以来的固定资产投资。

## 免责声明

本报告为内部交流使用；本报告基于我们认为可靠的已公开信息，但我们不保证该信息的准确性及完整性，客户也不应以为该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中的信息及表达的意见并不构成任何要约或投资建议，我们也不推荐基于本报告采取任何行动。

本报告的相关研判主要是基于分析本人的知识和倾向而作出的。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与本行业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告使用者独立做出评估，我行和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上加以理解，并不含有任何道德或政治偏见，报告阅读者也不应从道德或政治角度加以解读，我行和分析者本人对任何基于道德或政治角度理解所可能引起的后果不承担责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。本报告的版权仅为本行所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为浦东发展银行金融市场部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。