

金融市场部 研究创新团队

肖语嫣李彦儒

内外需不振、地产政策收紧，数据下行趋势明显 ——七月份经济/金融数据点评

摘要：

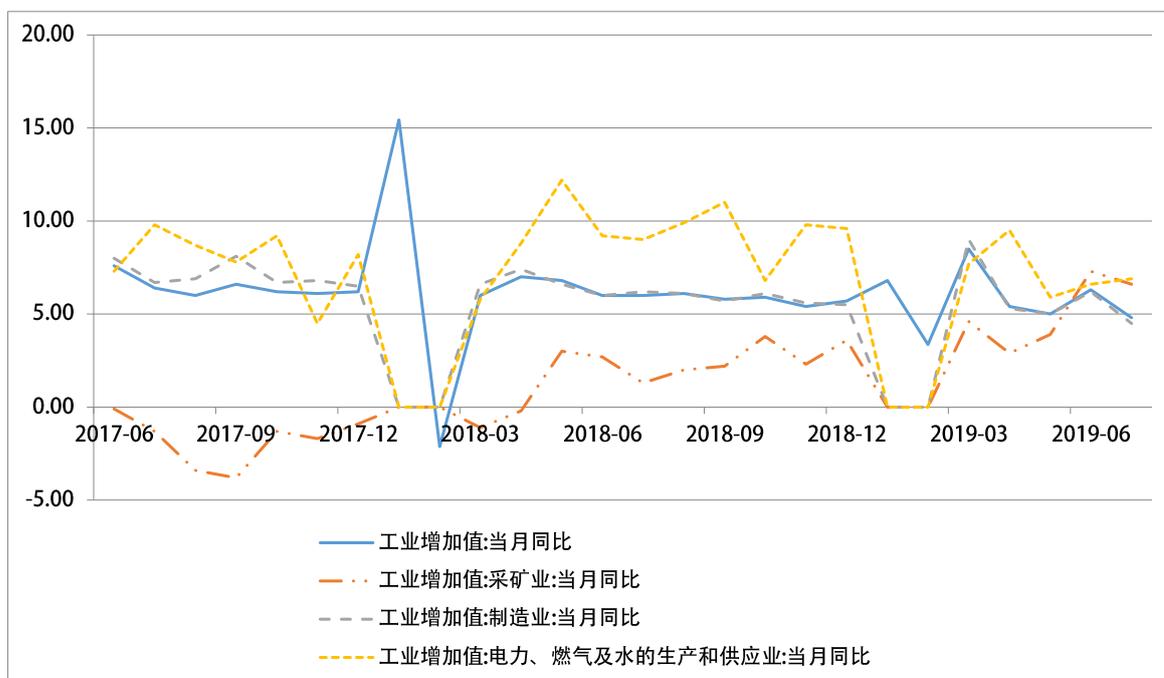
在六月经济数据短暂改善后，七月数据皆不同程度地下行。具体来看，工业增加值同比增速为 4.8%，为今年 3 月以来最低，较前值回落 1.5 个百分点，主要是受到内外需不振、全球经济下行显著以及工业品价格面临通缩风险、工业企业利润承压的影响。固定资产投资完成额累计同比增长 5.7%，较前值下降 0.1 个百分点。其中制造业投资增速 3.3%，较前值回升 0.3 个百分点，但仍显低迷。房地产开发投资增速为 10.6%，较前值回落 0.3 个百分点，随着房地产管控趋严、中央政治局会议再次提出严禁“炒房”行为以及房地产投融资渠道收紧，预计未来房地产投资将大概率持续维持下行趋势。基建投资同比增速为 3.8%，处于低位运转，较前值下降 0.3 个百分点。我们认为基建持续低位主要源于资金来源的约束。社会消费品零售总额在六月线上促销活动和汽车行业国六即将实施的利好因素消退后，7 月同比增速为 7.6%，较前值下降 2.2 个百分点。人均可支配收入方面看，近两年全国居民人均可支配收入累计实际同比增速

下降显著，二季度为 6.5%。在多数信贷平台爆雷后，居民部门去杠杆力度加大后，居民消费能力开始出现低迷势头。

金融数据方面，7 月新增人民币贷款 1.06 万亿，前值 1.66 万亿，较去年 7 月同比减少 3900 亿元。新增贷款同比大幅下降的主要原因有一方面源于去年的高基数效应，18 年开始在金融严监管的大环境下，融资需求由表外转向表内，很大程度刺激了当时信贷数据的增长。而今年 5 月以来房地产融资渠道一度收紧，房地产企业融资难度增加，企业中长期贷款的增速受限，预计在未来几个月内，短期贷款与中长期贷款数据走势将会出现分化。7 月社融规模 1.01 万亿，前值 2.26 万亿。其中，新增人民币贷款为拖累社融的主要分项。同时，受前期包商事件及地产下行周期持续影响，金融机构的授信意愿以及开发商、投资者的融资渠道都在进一步缩紧，预计下半年社融增量将会持续走低。7 月 M2 同比增长 8.1%，前值 8.5%；M1 同比增长 3.1%，前值 4.4%，均有下跌。从数据来看，企业部门所承受的流动性压力尚未从去年的去杠杆环境中完全走出来，并一定程度地影响到居民部门存款，下半年流动性紧缩压力仍需要注意。

以下为正文:

图 1: 工业增加值及分行业当月同比增速



数据来源: WIND、杭银研究

一、 工业增加值: 高位回落, 主要受到内外需不振和工业利润承压的影响

七月工业增加值当月同比增速回落 1.5 个百分点至 4.8%, 为今年 3 月以来最低。1-7 月累计同比增长 5.8%, 前值 6%。从环比看, 规模以上工业增加值比上个月增长 0.19 个百分点。我们认为工业增加值保持低位或与内外需走弱、PPI 面临通缩压力、工业企业利润承压等多因素有关。

➤ 当前经济活力和内生动力皆偏弱，数据难以回升

从 PMI 看，作为工业先行指标，7 月 PMI 为 49.7%，其中多数细项指标如新订单、新出口订单、在手订单指标虽较前值有小幅回升，但仍处于荣枯线 50% 以下。代表经济动能指标的“新订单-产成品库存”指标为 2.8%，远低于此前数值，表明当下经济活力和内生动力仍偏弱。全球经济下行，海外几大经济体的制造业整体持续走弱。美国 PMI 为 51.2%，较前值回落 0.5 个百分点。日本 PMI 为 49.4%，前值 49.3%。欧元区 PMI 从 47.6% 回落至 46.5%，为 12 年以来最低值。PPI 当月同比增速时隔三年跌破 0%，录得 -0.3%，工业品出厂价格面临通缩压力，因此也拖累工业企业利润的增长。从 1-6 月数据看，工业企业利润累计值 2.98 亿元，低于去年同期的 3.38 亿，累计同比增速为 -2.4%，今年以来一直为负增长。从企业新增贷款看，7 月企业新增中长期贷款 3678 亿元，去年同期 4875 亿元。总的来看，在内外需皆走弱、全球经济下行的大背景下，工业增加值将大概率继续低位运行。

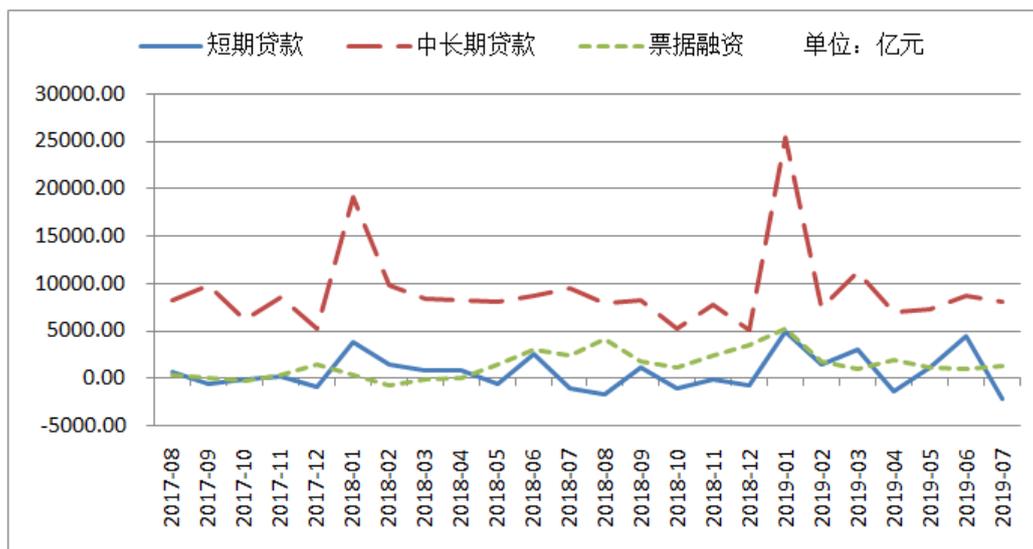
分三大类别看，仅有电力、燃气及水的生产和供应业当月同比增速小幅回升至 6.9%，前值 6.6%。采矿业当月同比增速小幅下滑至 6.6%，但仍处于高位运行状态。制造业当月同比增长 4.5%，较前值回落 1.7 个百分点，为历史新低。多数行业如煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业和开采专业及辅助性活动的当月同比增速均保持较高位。中游行业看，多数行业的增速较前值有所下行，仅有木材加工、造纸、铁路船舶等行业的增速小幅回升。金属制品、机械和设备修理业当月同比增速从前值的 24% 骤降至 -1.2%。下游行业看，如食品、烟草、家具、印刷等行业皆有小幅回升。

二、金融数据：信贷数据拖累社融规模，流动性紧缩风险需要注意

➤ 信贷数据：创 18 年以来同比最大降幅，主要受到去年高基数以及居民杠杆率走低的影响

7 月金融机构新增人民币贷款 1.06 万亿，市场预期 1.27 万亿，前值 1.66 万亿。7 月新增信贷大幅度减少，较去年 7 月新增 1.45 亿元同比减少 3900 亿元，为 18 年以来最大同比降幅。其中，各种种类的贷款均出现不同程度的减少：短期贷款下滑猛烈，减少 2195 亿元，同比少增 1160 亿元；中长期贷款新增 8096 亿元，同比少增 1355 亿元，虽然萎缩程度在数值上超过远期，但比例较平缓；票据融资新增 1284 亿元，同比少增 1104 亿元。从不同部门来看，7 月居民户新增贷款 5112 亿元，同比少增 1232 亿元；企业部门新增贷款大幅度回落，由去年 7 月的新增 6501 亿元降为今年的新增 2974 亿元。

图 2：短期贷款萎缩程度尤为明显



数据来源：WIND，杭银研究

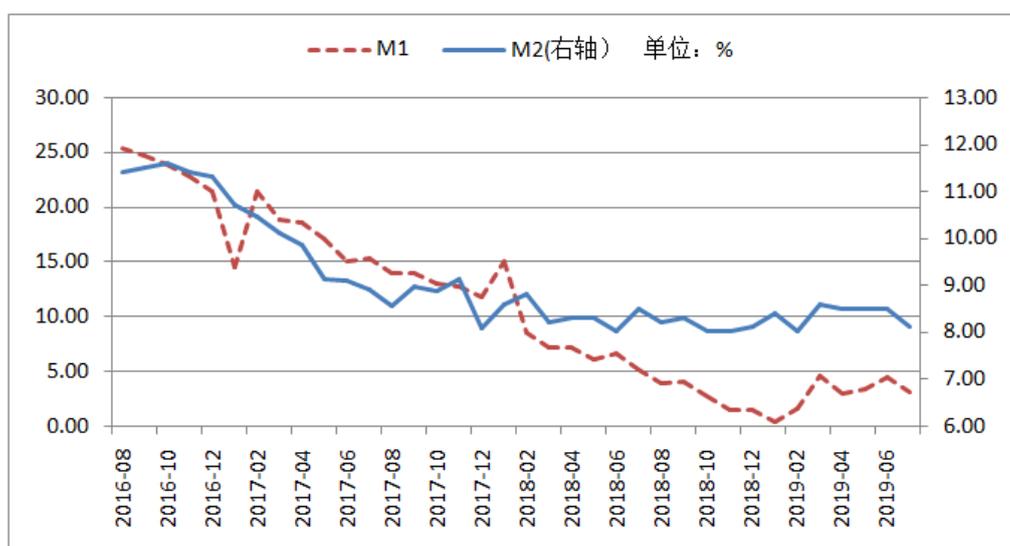
信贷数据的同比大幅下降一定程度上受到去年的高基数效应影响。18 年国家开始加强金融监管，大力控制表外非标融资，打击影子银行。18 年 6、7 月份国内 P2P 成交额

萎缩剧烈，运营平台数量持续下滑，直接促成了当时更多融资需求转向表内，极大程度刺激了当时信贷数据的增长。同时，受今年5月份以来的地产融资政策大幅收紧，无论是房地产企业的融资难度、还是居民的购房意愿都受到了一定的影响。七月底政治局会议提出要“引导金融机构增加对制造业民营企业的中长期融资”，预计在未来几个月内，短期贷款与中长期贷款数据走势将会出现分化。

➤ 社融数据：受信贷与非标拖累，走势出现下行

7月社会融资规模1.01万亿，市场预期1.625万亿，前值2.26万亿。从各分项来看，新增人民币贷款新增8086亿元，同比少增4775亿元为拖累社融的主要分项；受包商事件影响，银行资金流向监管变严开始逐步显现，新增未贴现银行汇票减少4563亿元，同比多减1819亿元；信托贷款融资减少676亿元，虽较去年同期有所改善，但创造了19年度到目前为止的最低值，预计随着地产融资的进一步限制，信托行业受到的监管将会愈发严格。

图3：近年来M2, M1同比增速持续下降



数据来源：WIND，杭银研究

7月非标融资-6226亿元,同比多减1340亿元,也一定程度上拉低了社融整体数据。具体分项数据来看,新增委托贷款同比多减37亿元,新增信托贷款同比少减516亿元,新增表外票据融资同比多减1819亿元,下滑明显。新增信托贷款尽管较去年有所回升,达到-676亿元,但对比今年的数据而言,新增信托贷款受到地产政策下行周期影响明显,为年内新低。从另一个角度看,这也体现出今年上半年信托融资对地产投资强劲的支持程度,即便近几个月来经历了严格的政策监管,新增信托贷款依然超越去年同期。

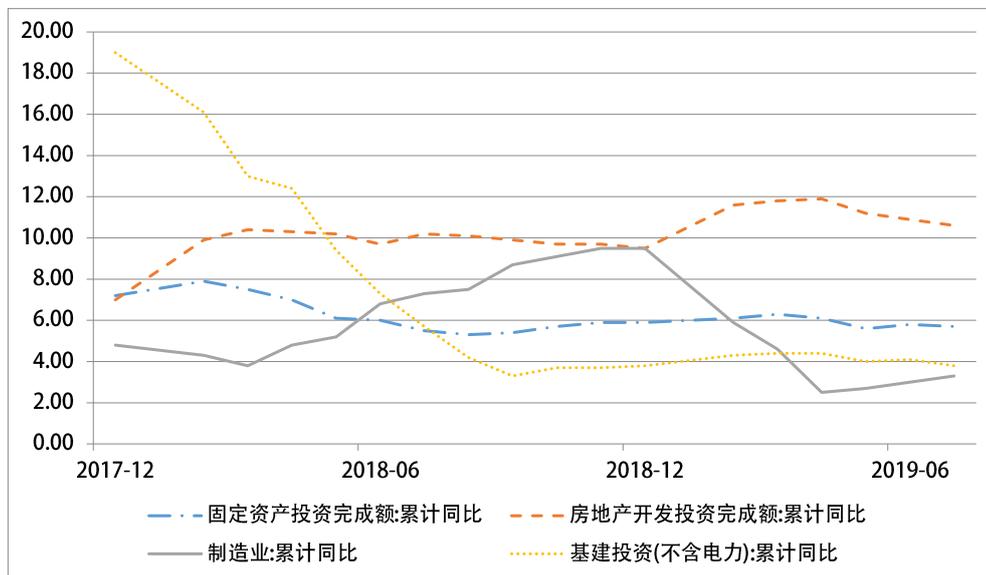
➤ 存款数据：企业部门存款继续承压

7月M2同比增长8.1%,市场预期8.4%,前值8.5%;M1同比增长3.1%,前值4.4%。金融机构新增人民币存款6420亿元,同比减少3880亿元,流动性出现巨大考验。分项来看,财政存款新增8091亿元,较去年同比少增1254亿元;居民户存款减少1032亿元,较去年同比少减1900亿元;非金融性公司存款减少13900亿元,较去年同比多减7712亿元。

从M1及企业存款数据来看,企业部门的压力尚未从去年的去杠杆环境中完全走出来,流动性出现了明显的压力。财政存款较去年同期有所减少,说明预算内财政支出以及政府支出依旧维持在一个较宽松的状态。居民存款量基本保持平稳,但随着企业流动性的恶化,这种压力在未来有可能逐步影响到居民部门的存款数据,流动性紧缩压力需要警惕。

三、 固定资产投资：制造业投资呈现低迷，房地产投资下行，基建投资保持低位

图 4：固定资产投资完成额同比增速



数据来源：WIND、杭银研究

截至七月，全国固定资产投资（不含农户）34.89 万亿元，累计同比增速回落至 5.7%，较前值小幅回落 0.1 个百分点，为今年年内次低值。其中，制造业投资增速有小幅回升的趋势，但仍呈现低迷。在房地产严监管、资金渠道收紧的大背景下，房地产投资同比增速为 10.6%，已多个月保持下行趋势，预计近期难以立马回升。基建投资增速保持低位，同比增速小幅下行 0.3 个百分点至 3.8%，

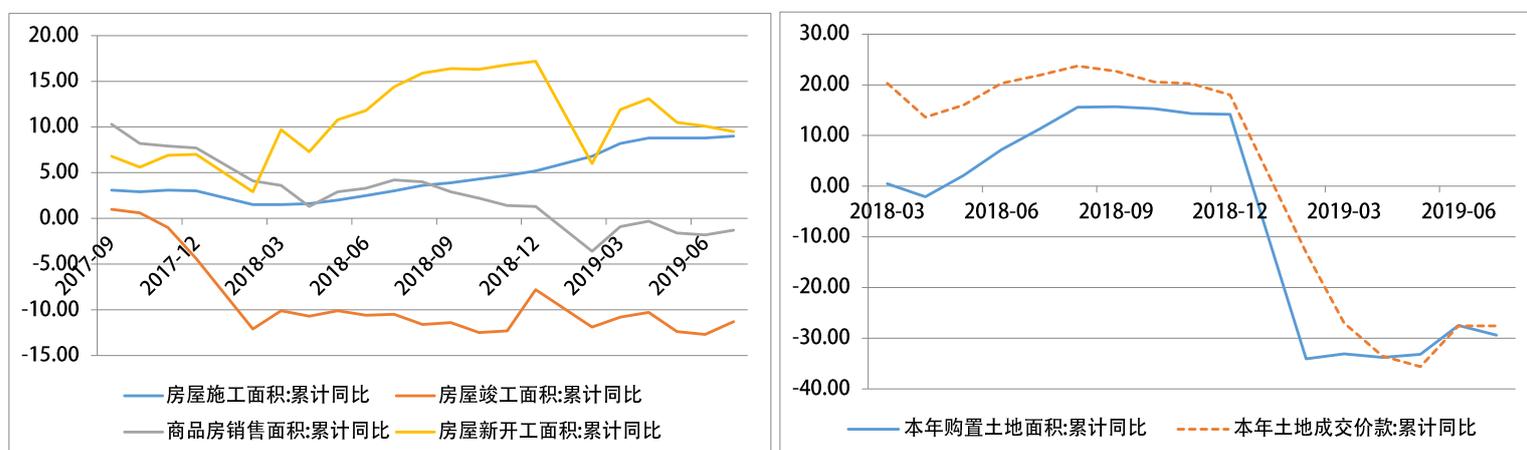
➤ 制造业投资：传统行业下行显著，新型行业如计算机/通信行业保持较高增长

制造业投资累计同比增速为 3.3%，持续小幅回升，前值为 3%，但较去年同期仍显低迷，主要是受到内外需不振以及工业企业利润连续五个月处于负增长的影响，今年以来制造业固定资产投资累计同比增速一直处于较低位。传统制造业行业如黑色金属、金属制造业、铁路、船舶等行业的增速皆保持较低，新型行业如计算机、通信和其他

电子设备制造业累计同比增速为 10.5%，连续两个月回升。政策面看，7 月政治局会议重新强调推进供给侧改革的重要性，注重用降成本、补短板的方式完善上游结构性改革，而非大幅度刺激需求侧来对冲经济下行压力。预计黑色、燃气等上游产业投资额将会出现下降。

➤ 房地产投资：政策趋严背景下，房地产企业投融资能力受限，市场持续降温

图 5： 房地产施工/销售/竣工/开工面积 购置土地面积及成交价



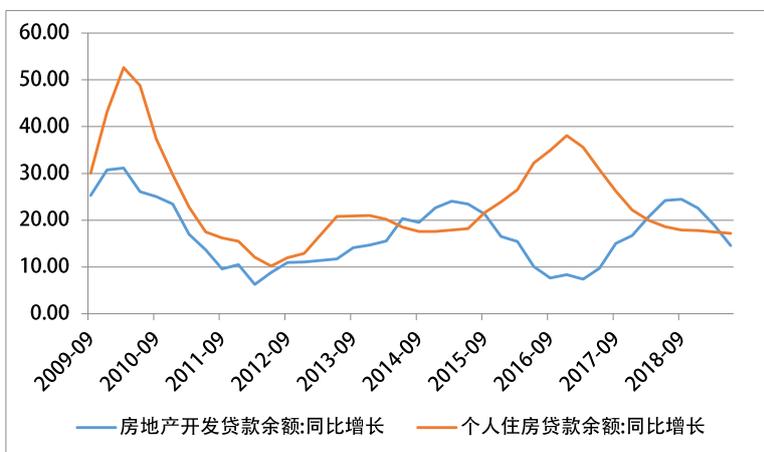
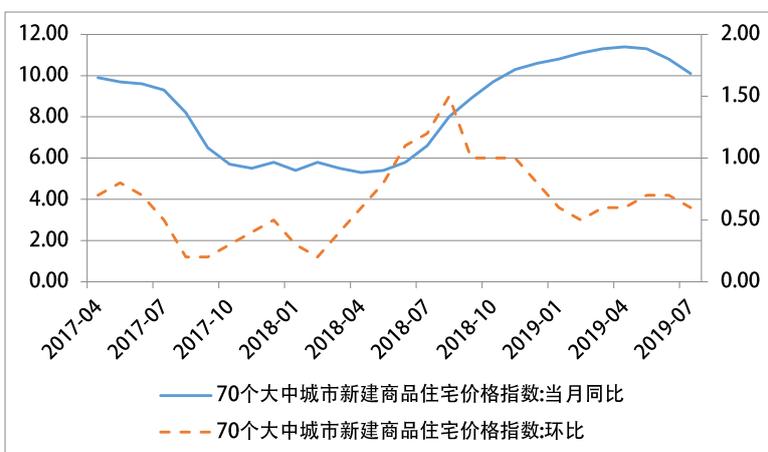
数据来源：WIND、杭银研究

房地产方面，1-7 月房地产开发投资 7.28 万亿元，累计同比增速为 10.6%，前值 10.9%，连续四个月保持下行趋势。政策面看，19 年以来有关房地产调控的政策密集出台，房地产金融风险屡次被提及。七月底的中央政治局会议除了保留了“坚持房子是用来住的、不是用来炒的地位，落实房地产长效管理机制”的表述外，更是新增了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的措辞。政府对于房地产调控的态度趋严，房地产作为支柱行业，应回归行业本源，而并非作为刺激经济的工具来对待。上周，银保监会为严查房地产违规融资，发布了《关于开展 19 年银行机构房地产业务专项检查的通知》，将针对 32 个城市检查房地产开发贷款、业务授信等多方面。在严监管和收紧

资金渠道的背景下，房地产投融资能力持续收缩，房企买地继续降温。预计未来，房地产管控将会更加严格，严防“炒房”和违规融资的行为。从资金来源角度看，房地产开发资金来源累计同比增长自今年4月以来保持持续下行趋势，1-7月累计同比增长7%。今年以来，本年购置土地面积和土地成交价款累计同比增速皆由正转负，截止7月，累计同比增速分别为-29.4%和-27.6%。房屋新开工面积累计同比增长9.5%，较前值回落0.6个百分点。房屋竣工面积和商品房销售面积累计同比增速连续多月保持负增长，分别为-11.3%和-1.3%。房屋施工面积累计同比增长9%，前值8.8%。商品房价格也持续走低，70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增长10.1%，前值10.8%。总的来看，短期内房地产融资渠道将大概率继续收紧、房地产监管加码，房地产市场将继续降温，房产投资或将维持小幅回落的状态。

从城市规模分化来看，受人口迁入迁出情况影响，二线城市的情况要明显弱于一线城市。根据6月份数据，二线城市商品房销售面积同比下降3.09%，自18年2月起连续17个月为负，承受较大的下行压力；一线城市商品房销售面积同比增长18.52%，较为稳定。

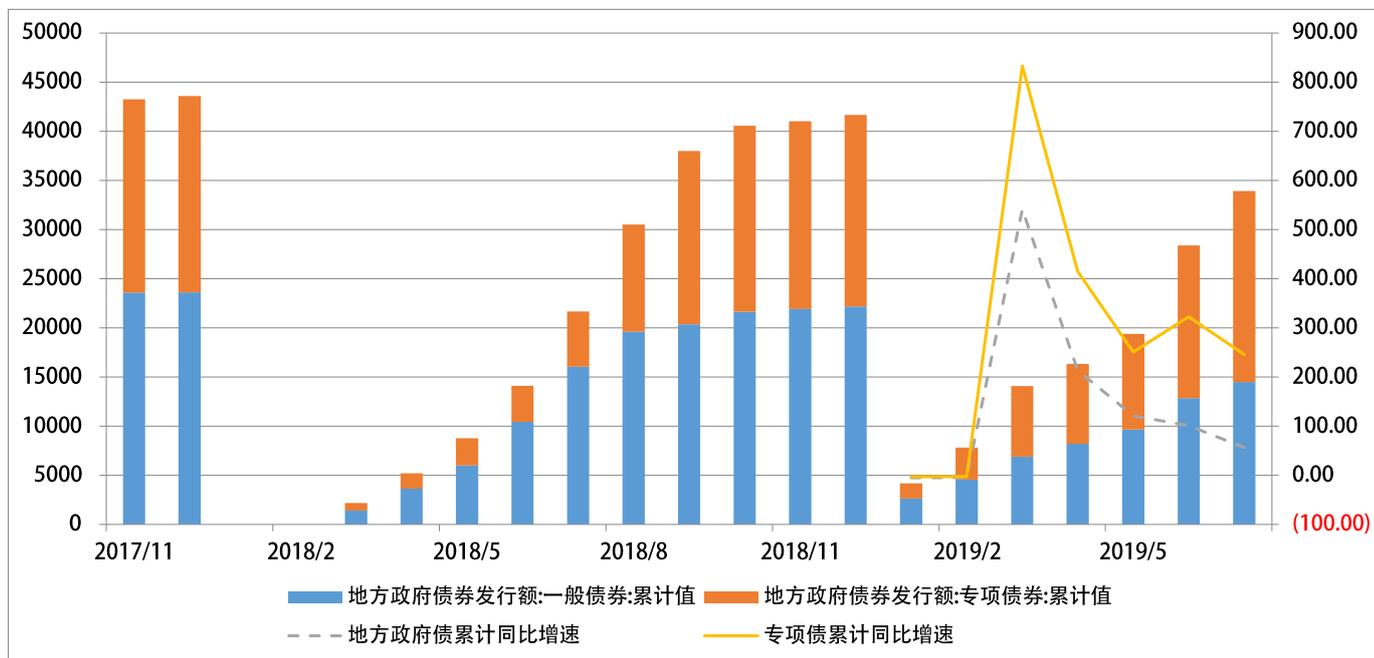
图 6: 70 个大中城市新建商品房价格 房地产开发贷款余额及个人住房贷款余额



数据来源: WIND、杭银研究

➤ 基建投资：持续低位运转，主要是受到财政收入下降的影响

图 7：地方政府债券与专项债发行情况



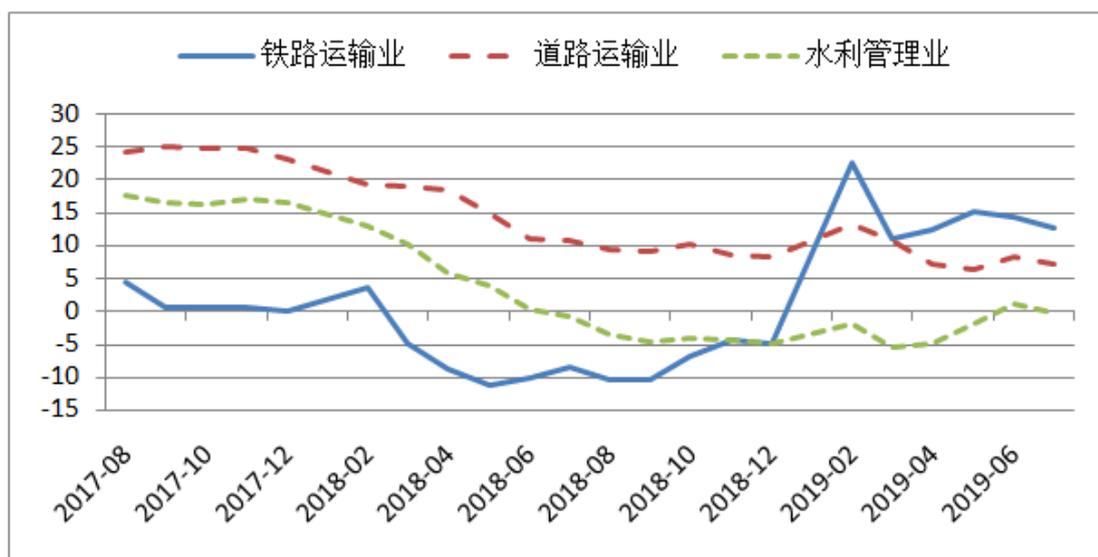
数据来源：WIND、杭银研究

基建投资方面，1-7 月累计同比增速为 3.8%，较前值小幅回落 0.3 个百分点，为年内新低，去年同期基建投资累计同比增速为 5.7%，从 18 年 5 月开始基建投资增速开始持续处于较低位运转。我们认为，七月基建投资持续小幅下行或与资金来源受限有关。从金融渠道来看，基建投资资金来源主要包括预算内资金（公共财政支出）、国内贷款和自筹资金（地方政府债、PPP 等）。具体来看，中央政府公共财政支出当月同比 3.45%，前值 5.6%，维持在较低位。同时，随着房地产市场降温，房地产企业购买土地热情也随之下降，100 大中城市成交土地占地面积 7 月同比增速为-14.18%，前值 -3.03%。七月政府土地出让收入累计同比增速为 3.1%，远低于去年同期的 35.1%，预计下半年政府性基金收入较为疲软。从地方专项债发行的数据看，1-7 月累计发行 19453.55 亿，去年同期仅为 5632 亿。19 年专项债大幅扩容，但其中棚改和土储挤占了大量额度，因此虽然专项债提速，但基建投资仍处于较低位运转。从政策面看，19

年政府政策以调结构为主，对地方政府隐性债务监管较为严格，使得城投债、PPP、以及其他自筹资金增长放缓。

分项来看，各主要行业固定资产投资完成额均有下滑。铁路运输业累计同比 12.7%，前值 14.1%；道路运输业累计同比 6.9%，前值 8.1%；水利管理业累计同比-0.3%，前值 1.1%。尽管单从当月数据来看，各分项走势一致下滑，但回顾过去两年数据，可以发现基建方面投资已逐渐产生分化形态。其中，铁路运输业投资增速结束了去年一整年的下滑，今年开始累计同比始终维持在 10%以上。即便考虑到低基数效应的影响，也可以看出铁路建设受到的中央财政支持力度之大以及开工速度之快。其他两个分项走势则恰好相反，道路运输业及水利管理业累计增速结束 17 年至 18 年上半年的高位运行状态，开始走低。尤其是水利管理业同比增速，受资金来源限制，除上个月达到累计同比 1.1%以外，已连续一年维持负值。

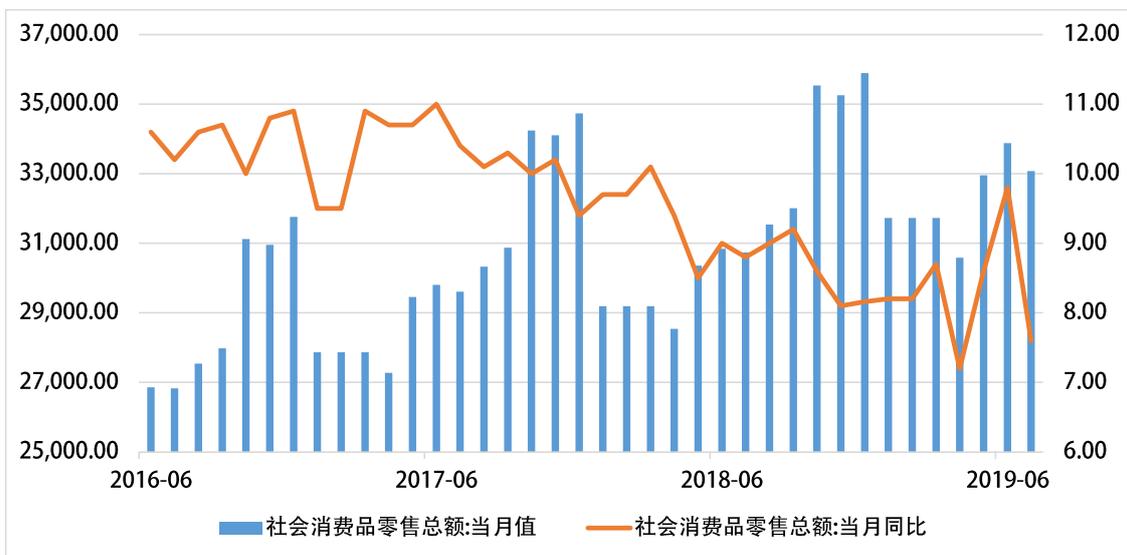
图 8：基建投资各分项近两年来走势分化明显



数据来源：WIND，杭银研究

四、社会消费品零售：回落至低位，汽车消费走低为主要拖累项

图 9：社会消费品零售品当月值和同比增速



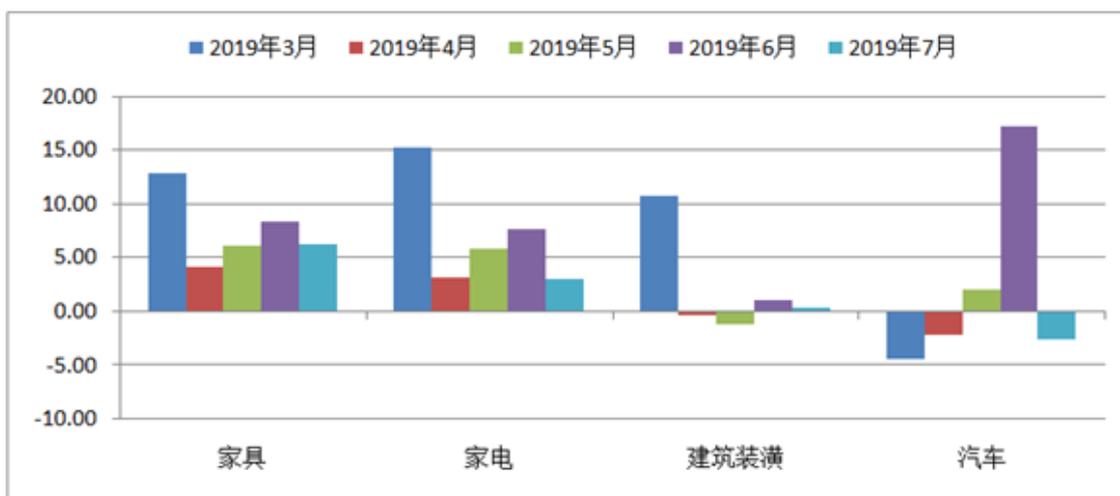
数据来源：WIND、杭银研究

七月社会消费品零售总额同比增速处于历史较低位，当月同比增速为 7.6%，较前值下降 1.2 个百分点。1-7 月累计同比增速为 8.3%。较前值下降 0.1 个百分点。

短期看，居民消费通常有一定习惯性，如节假日因素、投资收益、消费信贷等因素。长期看，居民消费主要受到可支配收入的影响。在六月份的经济数据点评中，我们认为六月社消零售数据改善或与国六即将实施以及电商线上促销购物活动有关。而七月份，随着利好因素逐渐褪去，社消零售数据同比增速再次回落至较低位。其中，汽车类同比增速由高位 17.2% 骤降至 -2.6%，成为对社消零售增速的主要拖动因素。从人均可支配收入角度来看，近两年我国居民可支配收入同比增速有所下降，经历了连续的 P2P 爆雷、银行授信政策收紧等一系列居民部门去杠杆之后，消费能力开始呈现低迷势头，居民消费的意愿并不高。在失去了“618 促销”的刺激作用后，社消零售中有关行业的销售额也随之下滑，如家用电器和音像器材类、珠宝类、化妆品、服装类等行

业的同比增速较上个月显著回落至 3%、-1.6%、9.4%和 0%，降幅分别为 4.7%、9.4%、13.1%和 4.7%。

图 10：7 月汽车、家具、家电和建筑装潢等细分行业同比增速均有回落



数据来源：WIND、杭银研究

免责声明：

本报告中的信息均来自于公开资料及合法获得的相关内、外部资料，我们对来源的相关信息的确性和完整性不作任何保证，我们的观点和建议仅供投资机构或者个人参考。任何时候任何情况下，本报告观点并不构成对任何机构或者个人的投资建议，对因本报告任何内容引起的任何损失，我们不承担任何责任。