

7月中国经济报告

低位徘徊，砥砺前行

概要。7月份，中国经济低位徘徊，数据略逊预期，制造业增加值增速触及历史低位，基础设施固定资产投资减速，社零受到汽车销售拖累。我们预计未来数月中国经济仍将继续磨底，期待政府会出台更多逆周期政策调节，政策再保持定力的同时仍然具备刺激空间。

- **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（当月同比增长4.5%，创历史新低）。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，我们认为贸易摩擦和美国对高科技公司施加的禁令造成的影响已经在7月份开始显现。上述制造业行业的投资增速今年下滑亦较为明显，不过在政策加码下，7月份略有收窄。
- **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%（上半年为3.0%），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。我们预计第四季度会出现基建抢工现象，基础设施固定资产投资增速将回升；而由于针对开发商的融资限制，房地产投资将延续缓慢下滑的趋势。
- **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%。当月除汽车外，石油相关产品的销售额也由于原油价格下跌而同比下降1.1%。
- **预计政府会出台更多逆周期政策。**未来几个月，中国经济很可能徘徊在底部附近。在适当时机，我们预计政府预防性地出台更多逆周期措施，如鼓励新型基础设施建设相关领域的投资和与民生相关领域的投资。与此同时，确保就业市场健康、保持低失业率至关重要，七月份城镇调查失业率略升至5.3%，较上月末上升0.2个百分点，“就业优先”的政策支持力度将加大。货币政策方面，我们预计中国人民银行将在8月或9月开展定向降准以及调降公开市场操作利率。利率市场化改革“双轨并一轨”将迈出实质性步伐。

数据摘要

同比/累计同比增速(%)	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	1H19	Jul-19
规模以上工业增加值	8.5	5.4	5.0	6.3	6	4.8
城镇固定资产投资	6.3	6.1	5.6	5.8	5.8	5.7
- 制造业固定资产投资	4.6	2.5	2.7	3.00	3	3.3
- 房地产开发投资	11.8	11.9	11.2	10.9	10.9	10.6
- 基建固定资产投资	4.4	4.4	4.0	4.1	4.1	3.8
社会消费品零售总额	8.7	7.2	8.6	9.8	8.4	7.6

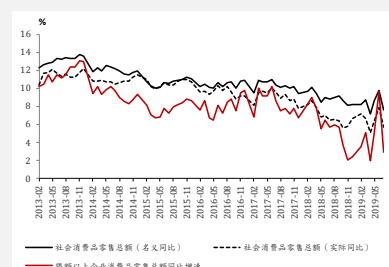
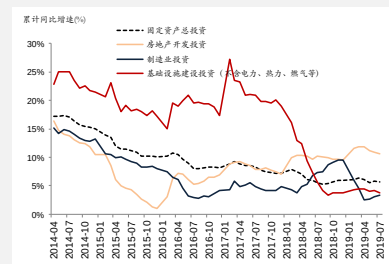
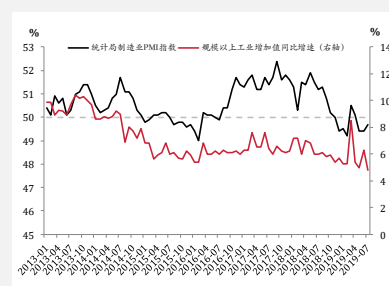
来源：国家统计局，招银国际

丁文捷 博士

(852) 3900 0856 / (86) 755 2367 5597
dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

(852) 3761 8725
xuhanbo@cmbi.com.hk



近期报告

1. 年初至今中国贸易数据的几个趋势—2019年8月9日
2. 7.30 中央政治局会议要点速评—2019年7月31日
3. 中国五月份经济数据快评 - 贸易战阴影下数据继续疲弱，静待月底 G20 — 2019年6月19日

请登录 2019 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

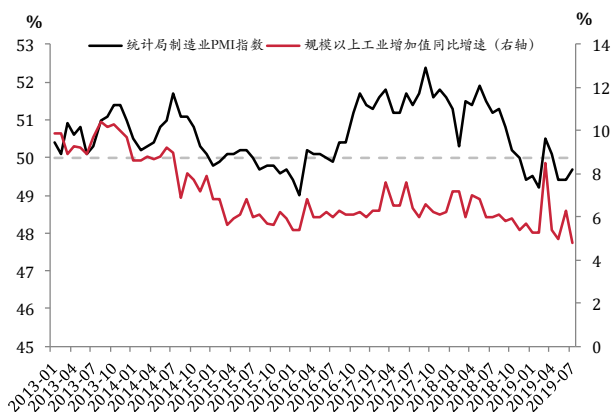
制造业增加值增速放缓

工业增加值增速大幅下降；制造业低迷。7月工业增加值仅同比增长4.8%，增速触及历史低位；1-7月累计同比增长5.8%（我们预测全年增长6.0%）。当月制造业同比增长4.5%，是最大的拖累因素；而7月采矿业和电气供应业同比增速分别保持稳定在6.6%和6.9%。由于需求持续疲软，汽车制造业增加值同比下降4.4%。

高科技产业走低，或受贸易战影响。7月高新技术产业增加值同比增长6.6%，增速虽然超过制造业平均水平，但不及前几个月的双位数增长。电气机械及设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值分别同比增长7.6%/6.1%，较上半年明显减速，疑为贸易紧张局势和美国对中国科技公司施加的禁令造成的影响。

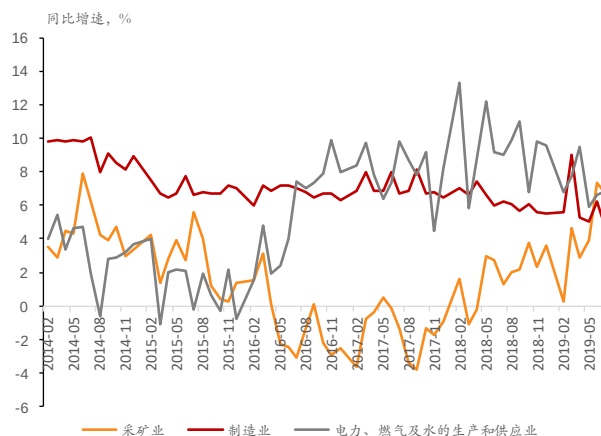
然而，高频指标显示8月份的情况或将更为乐观。从8月上半月煤炭消耗量回升来看，我们预计8月份工业增加值增速或将转强。

图 1：7 月工业增加值仅同比增长 4.8%，增速大幅下降



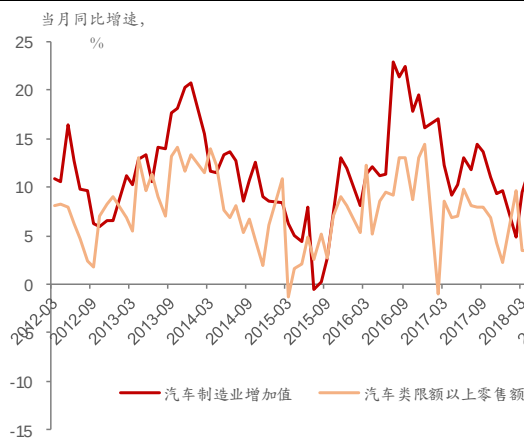
资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 2：制造业增加值同比增速下降至 4.5%



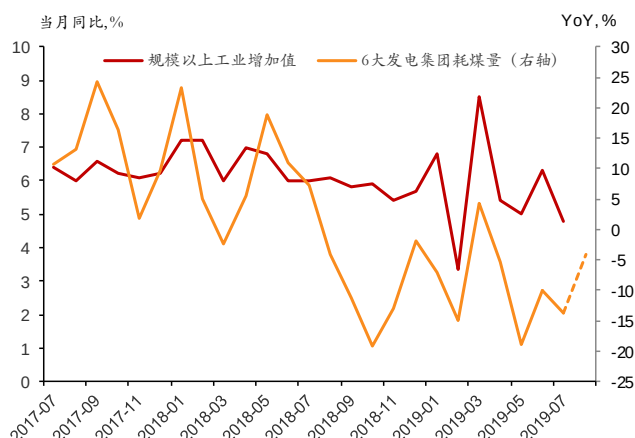
资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 3：汽车制造业增加值同比下降 4.4%



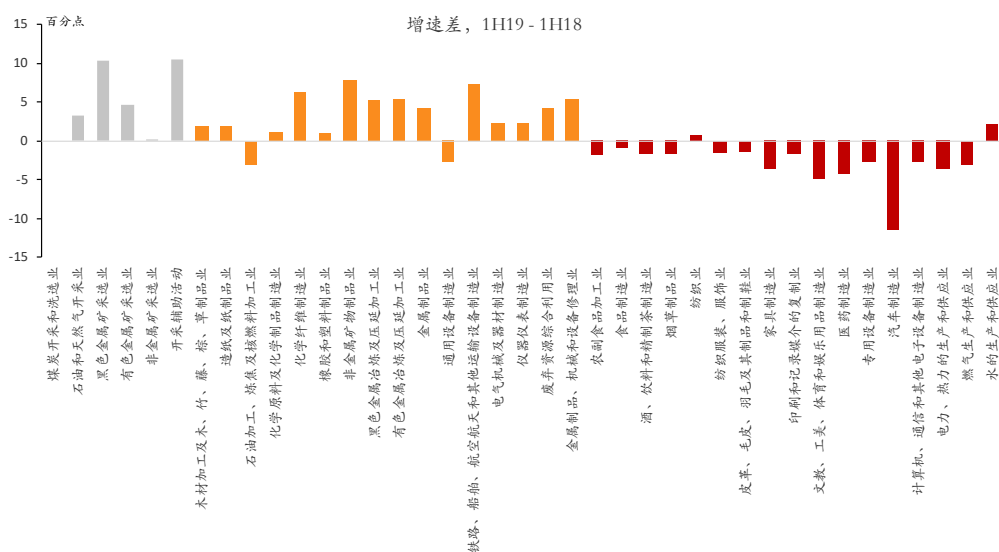
资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 4：高频指标显示 8 月工业增加值增速或将转强



资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 5：上半年按行业增加值增速同比变化；下游行业增速降幅最大



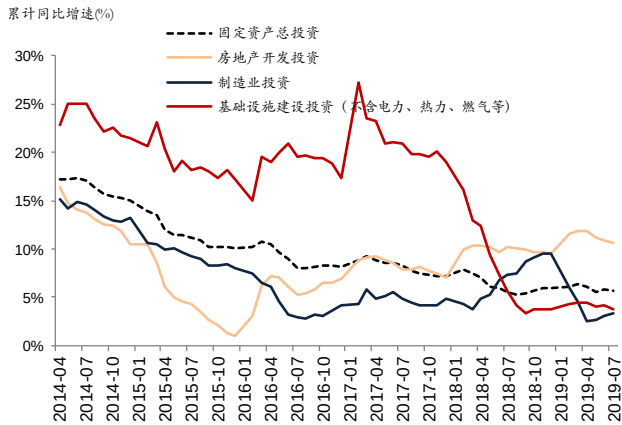
资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

*灰色：上游行业；橘色：中游行业；红色：下游行业

固定资产投资——制造业稳定而基础设施和房地产投资下滑

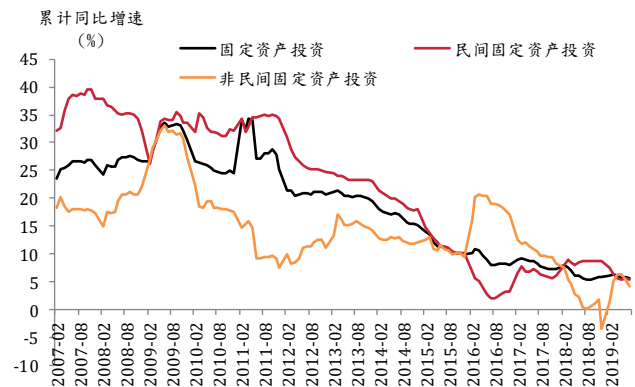
1-7月固定资产投资总额同比增长5.7%，较上半年放缓0.1个百分点。虽然制造业固定资产投资累计同比增长3.3%（上半年为3.0%），基础设施和房地产固定资产投资增速分别从上半年的4.1%/10.9%下降至3.8%/10.6%。

图6：固定资产投资



资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

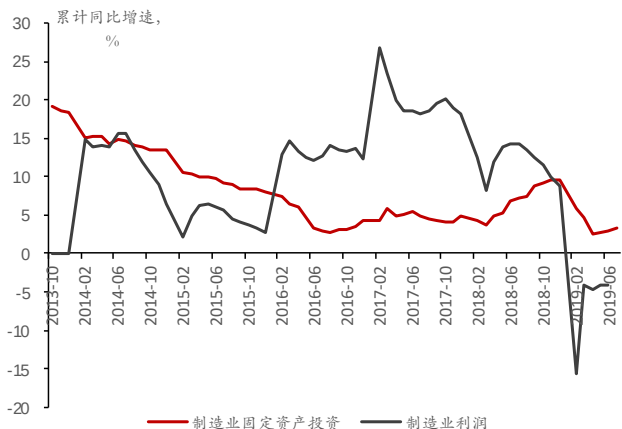
图7：固定资产投资：民间投资与非民间投资



资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

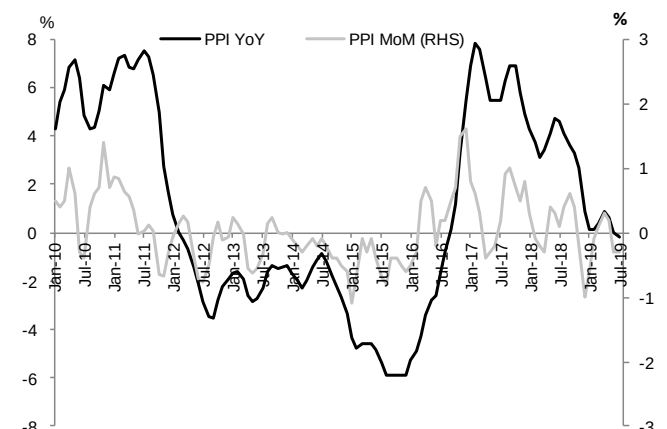
制造业固定资产投资企稳，1-7月同比增速较上半年提升0.3个百分点至3.3%。电气机械及器材制造业/计算机、通信和其他电子设备制造业/汽车制造业是固定资产投资增速同比下滑最严重的行业。然而，由于全国范围内对高科技和研发密集型行业及公司的支持加码，7月以来这些行业的投资情绪较上半年有所改善，或将日趋向好。制造业活动面临的主要风险是PPI增长乏力，未来几个月PPI增速可能将徘徊于0%至-1%区间内。

图8：制造业固定资产投资增速 vs 利润增速



资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

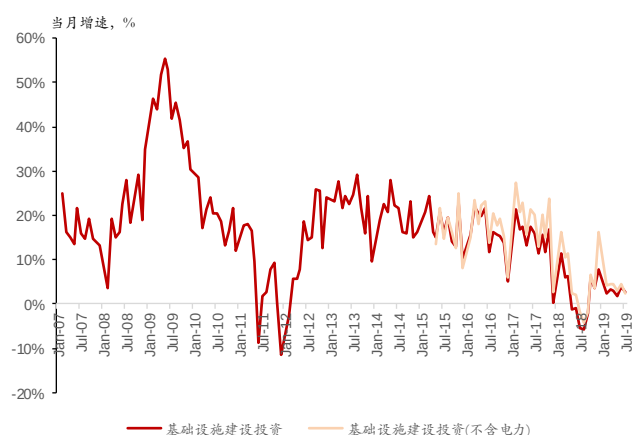
图9：PPI负增长或将影响未来制造业固定资产投资



资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

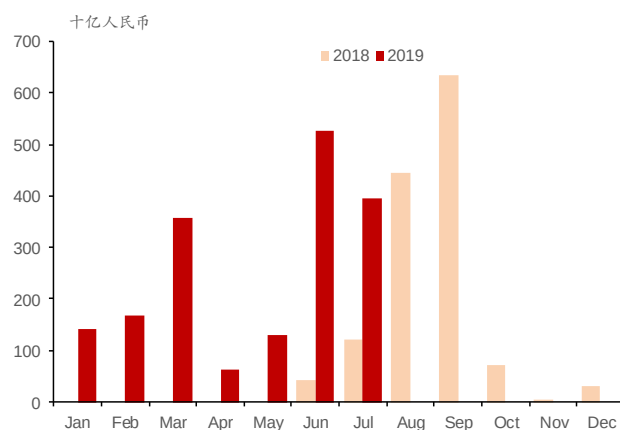
受不利天气影响，7月基础设施固定资产投资增速放缓。1-7月基础设施固定资产投资增速较上半年微降0.3个百分点至3.8%。夏季高温和降雨对基础设施项目的建设进度造成压力。资金和项目审批基本按计划进行。我们预计夏季后基础设施项目的建设进度将提速，第四季度基础设施固定资产投资增速将回升。

图 10：基础设施固定资产投资增速



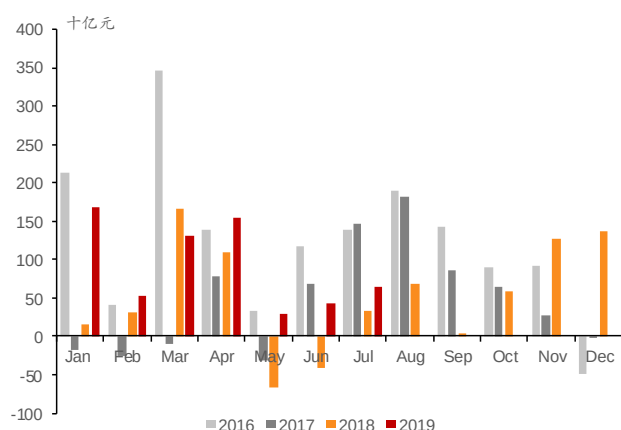
资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 11：地方政府债发行量（年初至今约为 1.78 万亿元）



资料来源：财政部，万得，招银国际研究

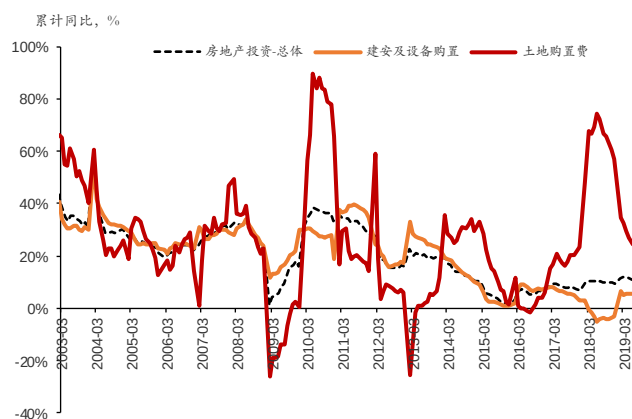
图 12：城投债净增量（年初至今约为人民币 6,430 亿元人民币，而去年同期为 2,520 亿元）



资料来源：国家统计局，万得，招银国际研究

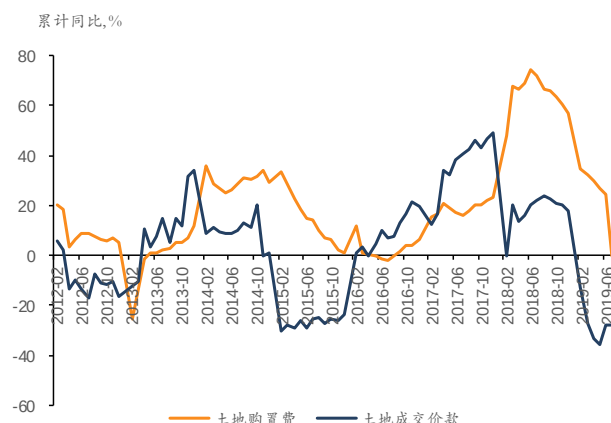
房地产固定资产投资缓慢下降。由于土地购置支出大幅下降和建安支出企稳，房地产固定资产投资增速从上半年的 10.9% 缓慢下降至 7 月的 10.6%。由于 1) 土地成交额同比减少，2) 针对房地产开发商的融资限制更趋严格，以及 3) 房屋销售低迷，不足以为房地产开发项目提供内部资金，因此我们对下半年房地产投资的前景不太乐观。

图 13: 土地购置支出大幅下降, 建安支出企稳



资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 14: 1-7 月土地成交额同比下降 27.6%

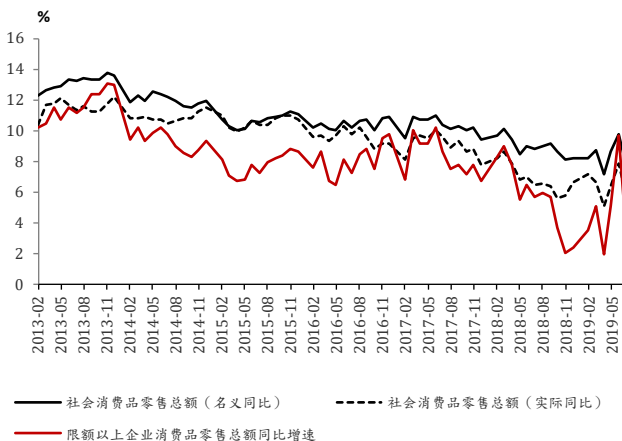


资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

零售受到汽车销售拖累

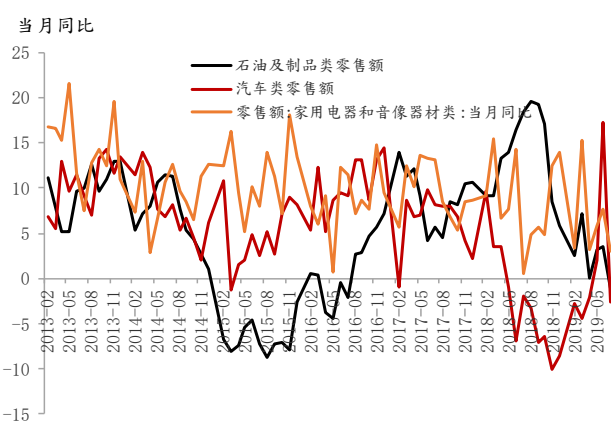
扣除汽车因素影响, 7 月社零将同比增长 8.8%, 1-7 月累计同比增长 9.2%。国家统计局首次公布不含汽车销售的社零数据。汽车销售拖累 7 月社零增速 1.2 个百分点, 拖累 1-7 月累计增速 0.9 个百分点。6 月受国五环保标准转换国六影响, 很多厂商、经销商开展促销, 拉动汽车销售大涨, 透支后续汽车销售, 7 月汽车销量同比下降 2.6%。除汽车外, 石油相关产品的销售额也由于原油价格下跌而同比下降 1.1%。

图 15: 社零增速受到汽车销售拖累



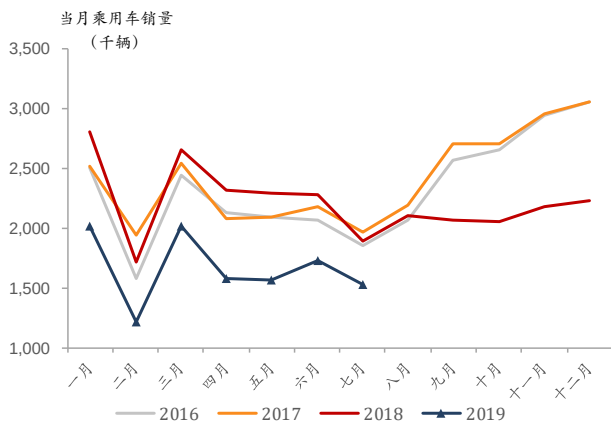
资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 16: 7 月汽车销量同比下降 2.6%



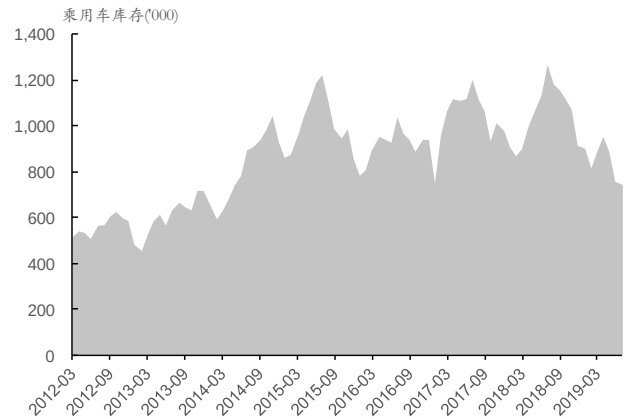
资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 17: 乘用车销量低于往年



资料来源：中国汽车协会，万得，招银国际研究

图 18: 乘用车库存



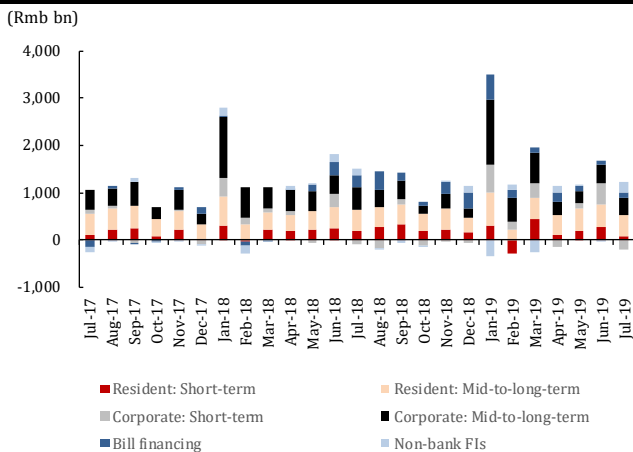
资料来源：万得，招银国际研究

货币政策：加速利率“双轨并一轨”

优化贷款结构以鼓励中长期企业贷款

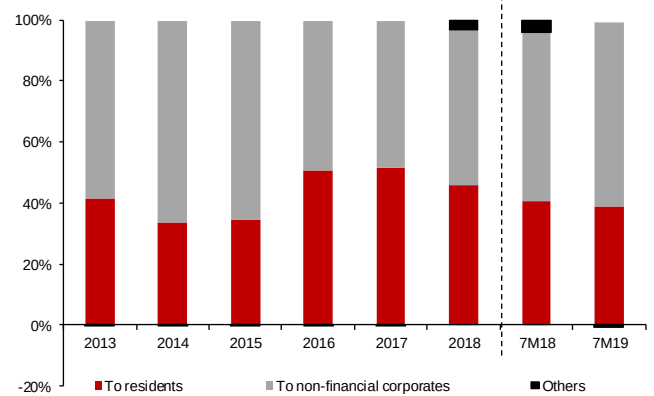
约 60% 新增贷款流向企业。1-7 月，流向居民和非金融企业的贷款占新增人民币贷款的 40% 和 61%，而去年同期则分别为 41% 和 55%。按绝对值计算，1-7 月新增居民贷款为人民币 4.26 万亿元，而去年同期则为 4.25 万亿元。1-7 月非金融企业新增贷款为 6.56 万亿元，较去年同期增加 7,710 亿元。

图 19: 新增人民币贷款细分



资料来源：中国人民银行，万得，招银国际研究

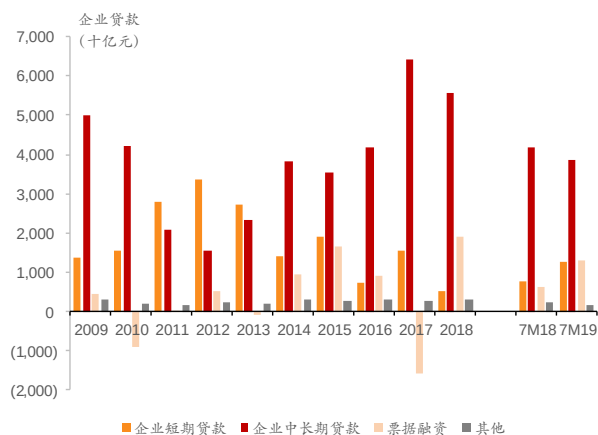
图 20: 1-7 月，流向居民和非金融企业的贷款占新增人民币贷款的 40% 和 61%



资料来源：中国人民银行，万得，招银国际研究

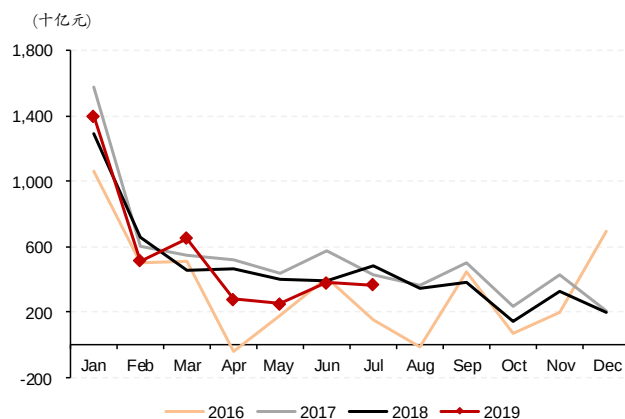
然而，自 4 月以来，新增中长期企业贷款减少。1-7 月，新增中长期企业贷款人民币 3.85 万亿元，少于去年同期的 4.17 万亿元。自 4 月以来，按月新增企业贷款均低于过去两年水平。这与自二季度以来的实体经济融资需求突然下降这一事实相呼应。

图 21: 1-7 月新增中长期企业贷款人民币 3.85 万亿元, 而去年同期则为 4.17 万亿元



资料来源：中国人民银行，万得，招银国际研究

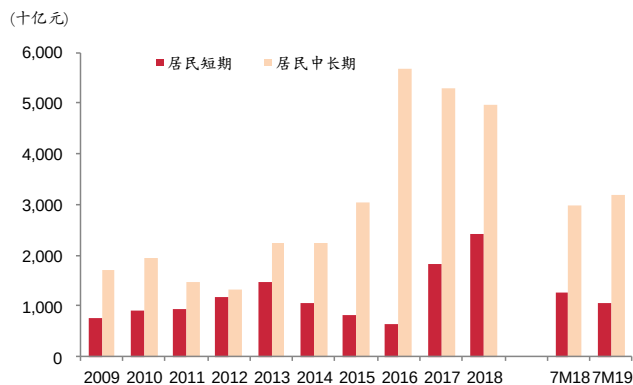
图 22: 自 4 月以来，按月新增企业中长期贷款均低于过去两年水平



资料来源：中国人民银行，万得，招银国际研究

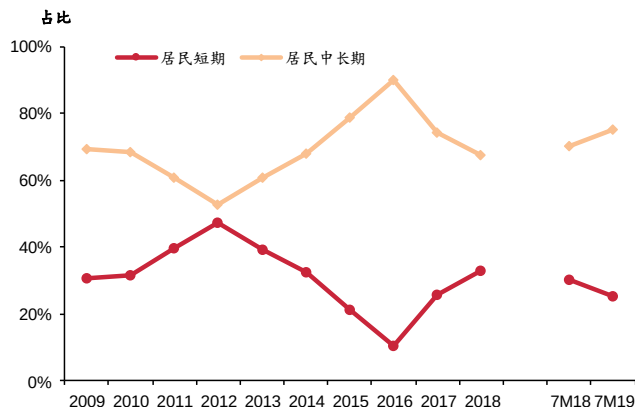
居民贷款：以住房贷款为主。1-7 月，新增居民贷款为人民币 4.27 万亿元，与去年同期的 4.25 万亿元相近。其中，中长期居民贷款（其中很大一部分为住房贷款）增加 3.2 万亿元，而去年同期则为 2.98 万亿元；短期贷款增加 1.07 万亿元，去年同期为 1.28 万亿元。3-6 月，按月新增中长期居民贷款（即住房贷款）均超过去年同期，引发了监管对于房价过度上涨的担忧。这种趋势在 7 月银行被要求收紧住房贷款之后逆转。

图 23: 居民贷款：短期贷款同比下降，中长期贷款上升



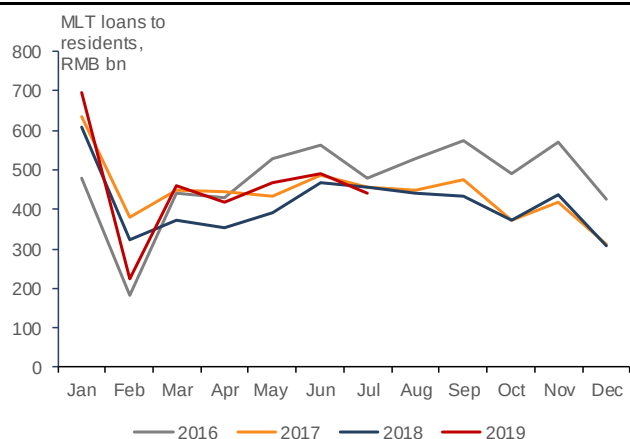
资料来源：中国人民银行，万得，招银国际研究

图 24: 中长期贷款占比提升



资料来源：中国人民银行，万得，招银国际研究

图 25：3-6 月按月新增中长期居民贷款均超过去年同期，但 7 月以来趋势逆转



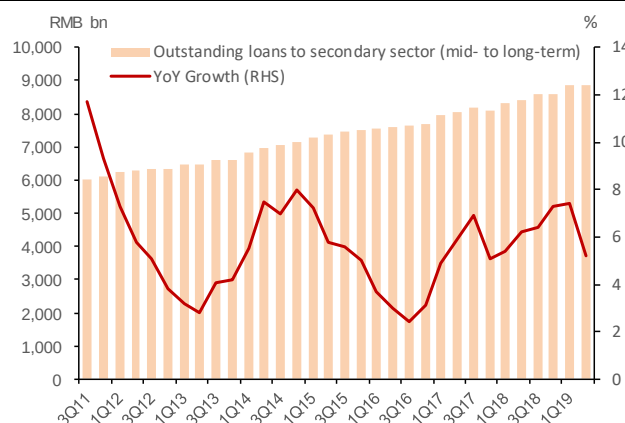
资料来源：中国人民银行，万得，招银国际研究

如何提升和满足企业融资需求？

政府引导项目和中长期制造业贷款

除传统基础设施以外，与 5G、人工智能、工业互联网、物联网、冷链物流相关的新型基础设施项目将在未来几年创造新的融资需求。此外，改善民生的项目如养老护理、教育和老旧小区升级，也创造了对银行贷款的需求。人行和银保监会最近的工作计划也数次要求银行业增加对制造业公司的中长期贷款。

图 26：对第二产业的贷款余额



资料来源：万得，银保监会，招银国际研究

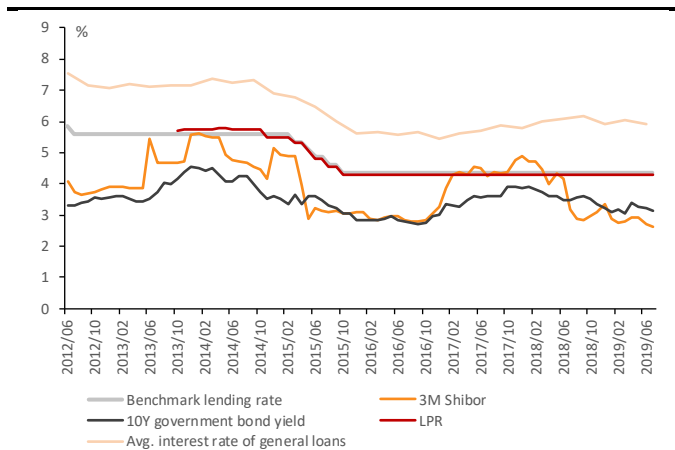
区域发展战略，如长三角一体化

长三角一体化自去年升级为国家战略以来，进展顺利。长三角地区的贷款和存款增长均超过全国水平。截至 2019 年 6 月 30 日，长三角地区占全国人民币贷款/存款余额的 24.3% 和 25%，贷款余额和存款余额同比增速分别超过全国增速 1.8 个百分点和 2.8 个百分点。上半年，长三角新增人民币贷款和存款分别占全国新增的 27.1% 和 35.5%。

利率并轨，降低实体经济融资成本

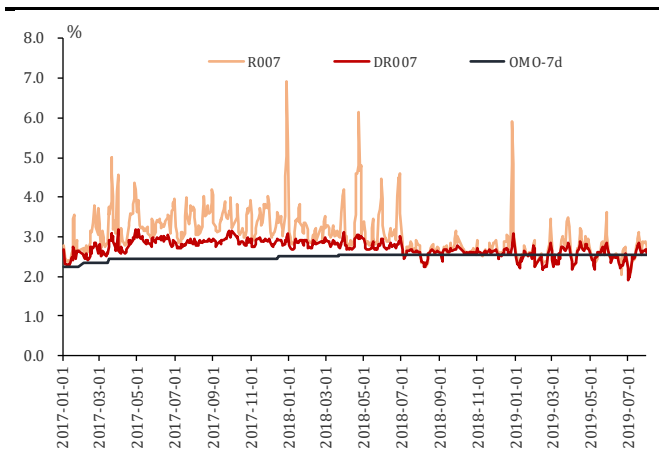
央行二季度货币执行报告多次提到下一步推进以利率并轨为重点的贷款利率市场化，推动“两轨合一轨”，完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用，从而降低融资成本。下半年，我们预计中国人民银行将采取重大举措改革，提升 LPR 对市场利率的敏感度，反映并随市场利率而波动，并扩大以 LPR 为基础定价的贷款范围、规模与期限，以及将同业拆解和普通贷款一并纳入以 LPR 为基础定价的范围内。

图 27：利率双轨



资料来源：中国人民银行，万得，招银国际研究

图 28：市场利率



资料来源：中国人民银行，万得，招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	：股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	：股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。