

如何看待 6.7%

李奇霖

联讯证券股份有限公司研究院 董事总经理/首席宏观研究员

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

张德礼

联讯证券研究院宏观组

严监管与紧信用，在去掉影子银行刚性兑付、资金池运营、高风险偏好的资金后，实体企业融资呈现头部化特点，AAA 评级债券买不到、AA 评级债券卖不出。

今年非标融资转负，社融增速持续下滑，表外融资因资本金约束以及表外融资主体与表内风控要求相异，非标转标难度加剧，实体融资成本上升，信用事件频现。

金融数据是经济数据的领先指标，前者已经大幅走弱。二季度 GDP 增速 6.7%，可能只是经济下行周期的起点。

一、从生产强需求弱，到供需两弱

二季度 GDP 增速 6.7%，连续第 12 季度在 6.7-6.9%的区间内。从宏观层面看，经济维持了非常强的韧性。

但如果从月度的生产和需求数据看，经济并不如 GDP 反映的那样平稳。可以认为，已经从一季度的“生产强需求弱”，变成了“供需两弱”。

先来看看反映生产的工业增加值。6 月规模以上工业增加值同比增长 6.0%，相比于 5 月下滑了 0.8 个百分点，基数原因可以解释一部分。2017 年各个季末工业增加值增速都出现跳升，高基数扰动下今年各个季末增速，都可能出现阶段性走弱，一季度也是如此。

即便如此，生产活动放缓，也是不争的事实。发电量增速，从 9.8%大降至 6.7%。主要工业品的产量增速，也多出现放缓。

这和一季度的生产强大相径庭。可能的原因，一是环保限产、重要会议导致的开工晚，影响正在淡化；二是严监管与紧信用下，终端需求持续走弱，逐步向生产传导；三是中美贸易战下，出口企业赶生产的动力也在弱化。

分析完了生产，再来看需求。总体感觉是，需求端还在继续走弱。下面，我们从支出法，逐一分析各终端需求。

首先是前 6 个月固定资产投资增速 6.0%，相比于前值放缓了 0.1 个百分点。三大分项中，制造业增速再度回升，而房地产和基建投资增速继续放缓。

1-6 月制造业投资累计增速 6.8%，创下 2016 年 3 月以来最高增速。在融资环境持续收紧的当下，制造业投资企稳，更多是前期盈利改善的滞后效应。

分主体看，民间投资增速 8.4%，继续高于整体，是主要支撑。但因融资难对民企的冲击更为明显，我们认为紧信用将成为制造业投资的硬约束，如此高的增速难以为继。

1-6 月全口径基建增速只有 3.3%，前值是 5.0%，相比于去年全年增速 15.0%出现了断崖式下跌。地方债务严监管下，基建面临资金来源约束，地方政府托底基建的动力也大打折扣。即使是 PPP 整顿工作短期放缓，我们也认为未来这一模式对基建的支撑力度有限，因为融资成本上升后，社会资本参与的净收益率大幅收窄。

从中央的角度看，压缩低效率的基建项目，是地方政府去杠杆必须经历的。比如近期印发的国办发 52 号文，就明显提高了城市轨道交通项目的门槛。

1-6 月地产投资增速 9.7%，时隔 3 个月，再度回到个位数。尽管没有公布土地购置费用、建安投资的数据，我们认为建安投资继续负增长，而土地购置费用仍然是主要支撑。

6 月地产数据的一个亮点是，累计销售面积、金额增速都回升，分别从 2.9%和 11.8%，提高到了 3.3%和 13.2%。但仅看单月数据，6 月的销售面积、销售金额增速都是回落的，从 8.0%下降至 4.5%，以及从 20.6%下降至 17.1%。

往后看，我们不认为房地产销售已经改善，地产投资增速还会继续回落。

一是前面提到的 6 月当月销售增速，是下滑的。

二是房地产调控持续收紧，房企各个融资渠道基本上都被规范了。由于一些城市新楼盘限价，新房价格甚至低于同一小区的二手房，不少开发商捂盘，希望等到地产政策放松后卖高价。但在融资压力下，部分开发商开始集中推手里的楼盘了，加快回款。

所以，累计销售增速企稳，我们不认为是市场改善的信号，反而是因为开发商面临持续的资金压力下，实施自救的结果。

6 月消费品零售总额名义增长 9.0%，实际增长 7.0%，相比于 5 月都出现改善。最主要原因是，端午节错月效应的消除。另一个原因是，“618”等电商活动对网上购物的带动，网上商品和服务零售额当月增速，从 5 月的 25.8%提高至 6 月的 26.7%。

限额以上消费品中，汽车销售额增速-7.0%，是 2002 年以来最低增速。一方面受 7 月关税下调预期的影响，递延了汽车消费。另一方面，也与棚改货币化安置降低后，三四线城市汽车消费需求减少有关。

二、政策继续微调整

展望未来，我们认为“供需两弱”还将延续。严监管与紧信用下，如何融资始终是摆在企业，尤其是民营企业面前的问题，制造业投资的企稳还有待观察。短期内，也难以看到地产调控的转向，甚至在政策微调后，地产监管可能会进一步强化，以避免货币政策结构性宽松释放的流动性进入楼市。地方债务监管同样如此，基建增速还未见底。

政策微调调整的必要性上升。除了定向降准和再贷款加大对小微企业的支持外，还可以在其它方面发力：

一是财政政策更为积极，在把握好地方债务监管的大方针下，加快地方政府债券发行，同时盘活存量财政存款。

二是提高银行体系应对表外资金回表的能力，包括创设资本补充工具增强银行资本、表内存款利率市场化缓解存款荒压力等。

三是打通银行流动性向非银机构传导通道，以增强市场风险偏好。一方面缓解定向降准对债转股实施的制度约束，另一方面能够将资金更好的扩散到部分被市场错杀的低评级与长久期融资主体。

落实到资产配置上，货币政策结构性宽松和融资需求回落，给长端利率下行打开了空间，利率债和高等级信用债仍具有配置价值，但需要提防违约冲击下低等级信用债利差的走扩。经济下行和贸易战不确定性的压力仍在，股票市场缺少趋势性的机会。而大宗商品更多是供给端的推动，目前来看影响是边际减弱的，大宗商品价格处于下行通道。