



宏观点评

政策待兑现，结构仍分化

——2024年7月经济数据点评

证券分析师

张浩

资格编号：S0120524070001

邮箱：zhanghao3@tebon.com.cn

投资要点：

- **核心观点：**当前经济运行面临“去地产化”及所谓的“去中国化”的内外部挑战，政策战略定力较强，核心在于通过“制造立国”战略加以应对。Q2经济增长低于目标，政策加码予以呵护，一方面促进已有政策落地，强化政策协同及取向一致，另一方面要求及早储备并适时推出一批增量政策，我们认为准财政工具推出概率较高，增发国债或也是可用选项。未来，预计当外部大国博弈及内部风险释放进一步加剧，可能促使逆周期政策加码。当前来看更多依赖改革破局，重点关注高水平市场体系建设、深化供给侧结构性改革、推进全面创新机制等。以“制造立国”应对“去地产化”和所谓的“去中国化”依旧是宏观数据的主线逻辑：

- 其一，1-7月，制造业投资维持强势表现达到9.3%，基建投资达到4.9%，有效对冲了地产投资-10.2%带来的负向拖累。
- 其二，“去地产化”对就业质量、财富效应、收入预期等方面的影响一定程度上扰动了居民消费，1-7月社零累计同比仅为3.5%，但得益于“制造立国”战略有效应对所谓的“去中国化”影响，出口部门表现较好，一方面有效弥补了消费的不足，另一方面外贸的稳定为国际收支和就业奠定坚实基础，7月城镇调查失业率5.2%。
- 其三，“制造立国”战略下，所谓的产能过剩更多应理解为产能迭代、产能保全和产能储备，生产好于需求的格局也在延续，7月工业增加值同比增长5.1%继续保持较强水平，1-7月工业增加值累计同比增速达到5.9%。

我们认为，以“制造立国”应对“去地产化”和所谓的“去中国化”这一主线逻辑预计将贯穿全年，可能会催生宏观经济数据的韧性与居民、企业等主体的微观体感背离，后者预期偏弱的原因主要来自于以“制造立国”应对“去地产化”和所谓的“去中国化”导致部分经济部门和行业出现结构分化，特别是在政府财税、资产抵押品、财富效应、信用扩张和就业吸纳等方面，居民和企业部门相对受挫。此外，生产大于需求的格局可能持续，后续价格可能相对偏弱，PPI转正需关注供给因素对铜价、原油的推升。

- **投资建议：中期求进：**股票方面，方向上建议把握红利、资源能源、出口及出海，以及受海外科技事件催化和国内产业政策支持的科技成长方向；下半年海外再平衡力量也值得关注。债券方面，在“利率曲线平坦化”与“信用利差极窄化”背景下，信用债需重新思考股债性价比和厚尾风险，综合央行操作和基本面及政策预期影响，预计利率债Q3震荡概率较高，在配置力量主导下，10年国债Q4仍有下探至新低可能。大宗商品关注供给收缩确定性强+海外需求定价的品种，“去美元化”有望推动黄金价格进一步上行，具有较强的配置价值。
- **风险提示：**(1) 政策推进力度及效果不及预期或出现政策转向；(2) 地产下行风险超预期；(3) 地产增量政策落地不及预期。

内容目录

1. 2024 年 1-7 月宏观经济延续回升向好态势	2
2. “制造立国”叠加工业稳增长，生产端或持续较强	2
3. 固投稳步增长，制造业是关键	2
3.1 多重政策支持下制造业投资增速维持较高	2
3.2 7 月基建供给端扰动明显，后续关注天气变化	2
3.3 地产投资增速较前值下行，地产政策效果有待显现	2
4. 餐饮走弱，汽车不强，1-7 月社零同比+3.5%	2
5. 就业结构分化持续存在	2
6. 风险提示	2

图表目录

图 1: 以“制造立国”应对“去地产化”和“去中国化”依旧是宏观数据的主线逻辑....	2
图 2: 主要经济指标运行情况概览 (2024.03-2024.07)	2
图 3: 生产法 GDP 同比及预测	2
图 4: 1-7 月工业增加值累计同比+5.9%	2
图 5: 1-7 月工业增加值分行业累计同比: 原材料加工业和装备制造业领先	2
图 6: PPI 对固定资产投资价格指数具有一定的前瞻性	2
图 7: 固定资产投资完成额分产业: 制造业累计同比较高	2
图 8: 固定资产投资完成额分行业: 第二产业累计同比较高.....	2
图 9: 高新技术产业引领制造业投资加速增长	2
图 10: 7 月水泥发运率有所下行: 7 月 37.2% (前值为 39.1%)	2
图 11: 7 月水泥价格指数小幅上行: 7 月 118 点 (前值为 117 点)	2
图 12: 1-7 月地产投资累计增速-10.2%.....	2
图 13: 2024 年 7 月全国商品房待售面积居历史高位	2
图 14: 2024 年 7 月全国主要城市去化周期 (月)、同比及环比	2
图 15: 7 月社会消费品零售总额同比+2.7%	2
图 16: 7 月餐饮收入同比为 3.0% (前值为 5.4%)	2
图 17: 限额以上企业零售额中汽车、建材和金银珠宝 7 月同比均负增.....	2
图 18: 7 月海南 3 星级以上酒店散客住宿价格指数和团队住宿价格指数均值较去年同期 分别变动-1.1%、-1.2%	2
图 19: 7 月全国电影票房居于季节性平均水平	2
图 20: 7 月汽车经销商库存预警指数为 59.4 点, 指向汽车流通行业处在景气区间.....	2
图 21: 7 月乘联会口径厂家零售乘用车销量约为 19.9 万辆 (前值为 24.2 万辆)	2
图 22: 7 月全国城镇调查失业率为 5.2%, 环比上升	2
图 23: 青年人失业率明显高于整体失业率.....	2
表 1: 2023 年下半年一系列工业稳增长政策	2

1. 2024 年 1-7 月宏观经济延续回升向好态势

1-7 月国民经济运行延续回升向好态势。经济内生动能继续修复，生产需求平稳增长，就业物价总体向好，经济运行总体呈现平稳态势。

供给端，7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.1%，环比增长 0.4%。整体来看 7 月工业增加值同比基本符合预期，工业生产较强根源在于新动能成长，催化在于十大工业行业稳增长政策效能不断释放，需求端也有着多重支撑。新动能行业成为经济结构性的亮点；部分传统行业也受到稳增长政策的支持，下半年工业生产有望继续保持较高增速。

需求端，7 月份社会消费品零售总额同比增长 2.7%，（前值为 2%），低于我们的预期（+4.5%）以及 Wind 一致预期（+3.1%）。

投资端，据国家统计局数据，1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 3.6%。分领域看，1-7 月份制造业投资累计同比增速为 9.3%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为 4.9%，房地产开发投资同比增速为-10.2%。当前我国固定资产投资呈现三大特点：一是制造业投资继续高增，“科技金融”支持高技术产业投资、设备更新和技术改造支撑传统制造业投资，制造业投资有望持续高增；二是基建受供给端扰动较大，7 月基建实物量和价格指数复苏进程一定程度上反映天气扰动，预计在政策积极定调和落实实施下，基建投资实物工作量有望加速形成；三是地产投资增速较前值下降，新开工边际好转，施工和竣工受天气扰动略有减速，517 地产政策加码扩围后，地产政策效果逐步显现。从资本形成总额角度来看，当前 PPI 同比仍处于负增长阶段，投资对增长的实际拉动相对较强，出现若铜油共振，PPI 有望在 Q4 转正。

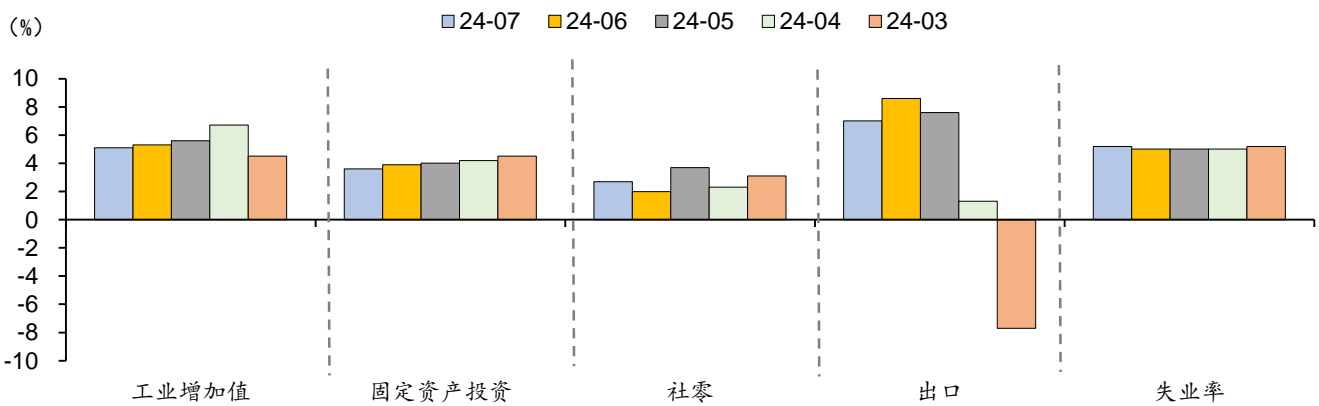
当前我国经济仍处于“去地产化”进程中，“制造立国”战略推动制造业投资与工业发力对冲“去地产化”影响，关注后续宏观政策逐步落地对经济的支撑作用。从结构上看，广义基建投资和制造业投资预计将保持较强的韧性，消费需求也有望平稳复苏。我们预计，2024 年第三、四季度的实际 GDP 增速维持在 5.0%，全年经济增长“前高、中低、后稳”，全年 GDP 增速预计有望达到 5.0%左右。

图 1：以“制造立国”应对“去地产化”和“去中国化”依旧是宏观数据的主线逻辑

宏观指标			24-07	24-06	24-05	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12
生产	工业增加值	单月同比 %	5.10	5.30	5.60	6.70	4.50	-12.70	26.30	6.80
		累计同比 %	5.90	6.00	6.20	4.30	4.10	4.00	3.90	3.80
		季调环比 %	0.35	0.42	0.15	0.94	-0.12	0.16	0.85	0.36
	固定资产投资	累计同比 %	3.60	3.90	4.00	4.20	4.50	4.20	0.00	3.00
		季调环比 %	-0.17	0.56	-0.09	-0.20	0.81	-0.04	0.24	0.12
需求	制造业投资	累计同比 %	9.30	9.50	9.50	9.70	9.90	9.40	0.00	6.50
		基建投资(不含电力)	累计同比 %	4.90	5.40	5.70	6.00	6.50	6.30	0.00
	房地产投资	累计同比 %	-10.20	-10.10	-10.10	-9.80	-9.50	-9.00	0.00	-9.60
		单月同比 %	2.70	2.00	3.70	2.30	3.10	5.50	0.00	7.40
	社零	累计同比 %	3.50	3.70	4.10	7.20	6.90	6.80	7.00	7.30
		季调环比 %	0.35	-0.10	0.89	-0.03	0.25	-0.02	-0.09	0.21
	出口	单月同比 %	7.00	8.60	7.50	1.30	-7.70	5.30	7.80	2.15
		累计同比 %	4.00	3.60	2.50	-5.30	-5.90	-5.80	-5.60	-5.20
	进口	单月同比 %	7.20	-2.30	1.80	8.30	-1.90	-8.10	15.50	0.29
		累计同比 %	2.80	2.00	2.90	-6.10	-6.60	-7.60	-7.70	-7.80
贸易差额	亿美元	846.50	990.47	825.51	719.57	581.24	390.39	842.74	747.27	
通胀	CPI	%	0.50	0.20	0.30	0.30	0.10	0.70	-0.80	-0.30
	PPI	%	-0.80	-0.80	-1.40	-2.50	-2.80	-2.70	-2.50	-2.70
就业	调查失业率	单月同比 %	5.20	5.00	5.00	5.00	5.20	5.30	5.20	5.10
	信贷	亿元	2600	21300	9500	7300	30900	14500	49200	11700
金融	社融	亿元	7724	32985	20623	-658	48335	14959	64734	19326
	M2	%	6.30	6.20	7.00	7.20	8.30	8.70	8.70	9.70
	M1	%	6.60	5.90	-4.20	-1.40	1.10	1.20	5.90	1.30

资料来源：Wind，德邦研究所

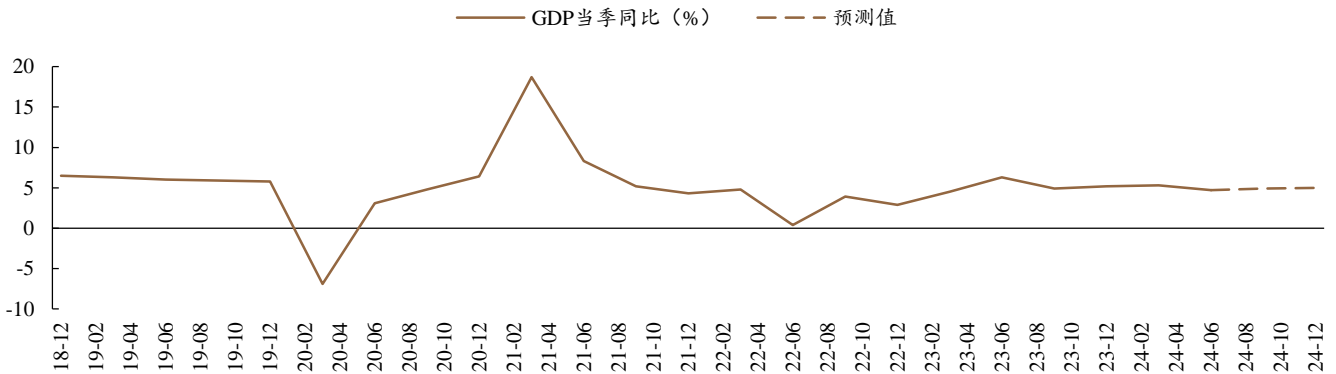
图 2：主要经济指标运行情况概览（2024.03-2024.07）



资料来源：Wind，德邦研究所

注：固定资产投资科目是累计同比增速，其他为当月同比增速，出口按美元计价

图 3：生产法 GDP 同比及预测



资料来源：Wind，德邦研究所测算

2. “制造立国”叠加工业稳增长，生产端或持续较强

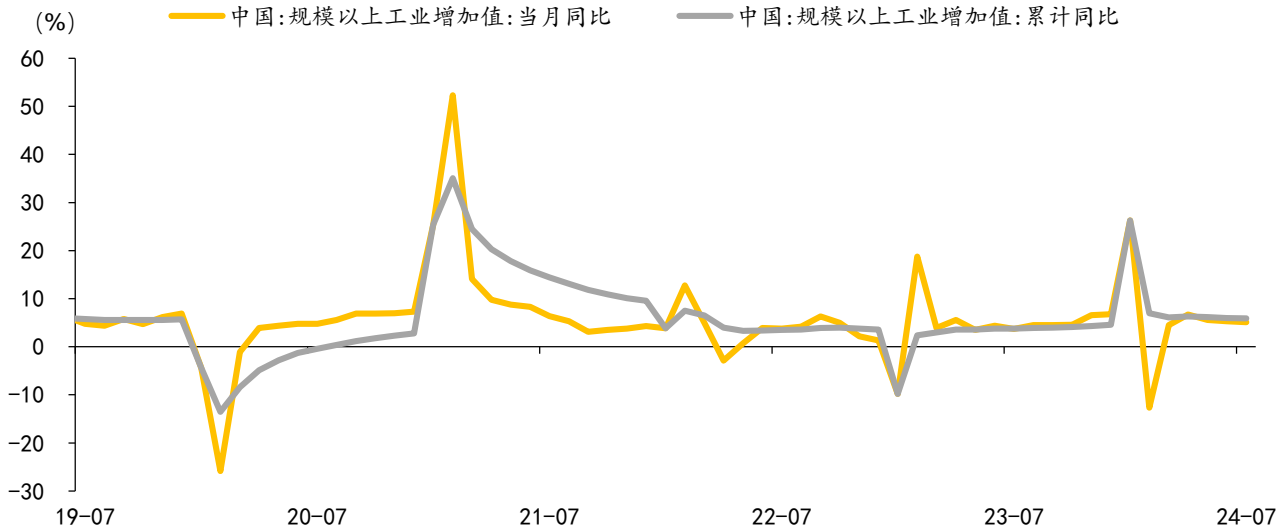
1-7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.9%，比 1-6 月份回落 0.1 个百分点；7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.1%，比上月回落 0.2 个百分点。整体来看，7 月工业增加值同比大致符合预期，工业稳增长政策效能持续释放、先进产能替代落后产能支撑供给，大规模设备更新和消费品以旧换新、地产政策加码扩围、政府债发行同比增加并形成实物工作量、海外降息临近外需较强等支撑需求，宏观政策续力，效能持续释放有望带动下半年工业生产继续保持较高增速。

工业生产较强根源在于新动能成长，催化在于十大工业行业稳增长政策效能不断释放，需求端也有着多重支撑。在“制造立国”大方向下，我国正积极支持培育高端制造业等经济增长新动能成长，新动能行业成为经济结构性的亮点；部分传统行业也受到稳增长政策的支持，2023 年下半年陆续出台了十大工业行业稳增长政策，各相关主管部门和各地政府积极落实政策部署，政策效能持续释放。在需求端也有多重支撑。**其一**，3 月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，7 月发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，大规模设备更新和消费品以旧换新持续支撑工业品需求。**其二**，地产政策逐渐放松也是提振需求的重要方式，4 月起地产政策持续加码扩围，降低利率、降低首付比、收储去库存、限购限价放松等政策持续出台，有利于加速地产链开工、施工和竣工的加速修复，从而提振相关工业品需求。**其三**，一万亿超长期特别国债持续发行，下半年财政支出有望加快，实物工作量的推进也意味着对工业品用量的增加。**其四**，海外主要经济体陆续开启降息周期，市场预期美联储首次降息时点临近，下半年外需或依然较强，出口也构成工业品需求的一大支撑。多重支撑之下，工业产需结构改善也可有所期待，下半年生产端微观主体或更加积极。

7 月工增同比较 6 月下降受天气因素影响明显。7 月极端高温与极端强降水并存，对多地工业生产造成一定冲击，气象局新闻发布会提到，7 月内共发生 8 次区域性暴雨过程，33 个国家级气象站日降水量突破历史极值，7 月强对流、暴雨、地质灾害气象风险预警信息均为近年来(2017-2023 年)同期发布量最高。虽然今年 7 月全月工作日比去年多 2 天，但 7 月规上工业增加值同比增速依然较 6 月放缓。

向前看，过去三年三季度工业增加值复合增速较高，基数效应下今年 8-9 月工业增加值同比增速或阶段性运行在年内低位，但复合增速或仍将维持在较高水平，四季度在基数走低影响下，工业增加值同比增速有望再度攀升。预计 Q3-Q4 工业增加值同比分别为 5.1%和 5.6%，对应全年工业增加值同比增长 5.7%。

图 4：1-7 月工业增加值累计同比+5.9%



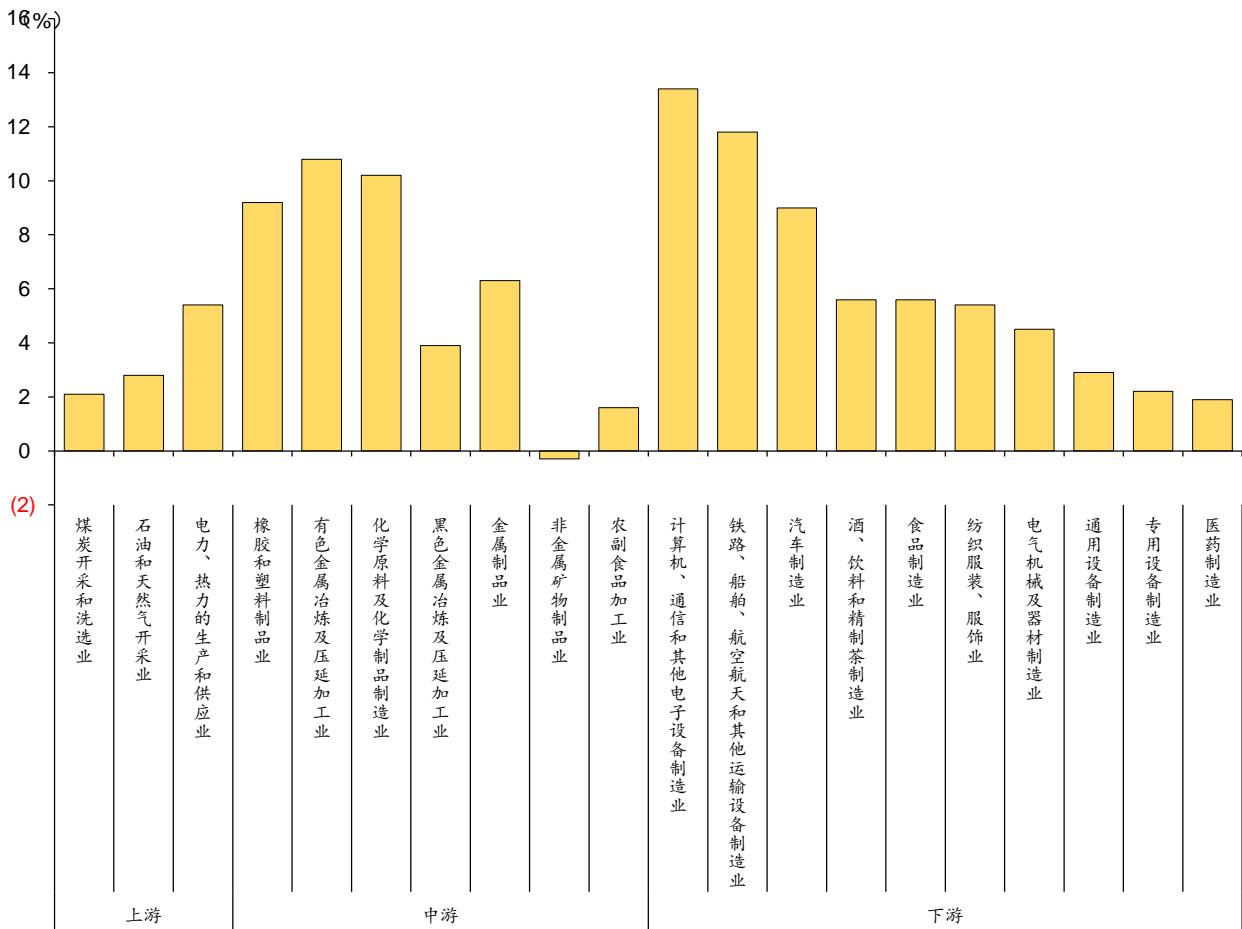
资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：2023 年下半年一系列工业稳增长政策

成文日期	发文机关	政策	相关增长目标
2023 年 7 月 19 日	工业和信息化部、国家发展改革委、商务部	《轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	2023—2024 年轻工业增加值平均增速 4% 左右，规上企业营业收入规模突破 25 万亿元。
2023 年 8 月 9 日	工业和信息化部	《电力装备行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	力争 2023—2024 年电力装备行业主营业务收入年均增速达 9% 以上，工业增加值年均增速 9% 左右。
2023 年 8 月 10 日	工业和信息化部、财政部	《电子信息制造业 2023—2024 年稳增长行动方案》	2023—2024 年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速 5% 左右，电子信息制造业规模以上企业营业收入突破 24 万亿元。
2023 年 8 月 18 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、生态环境部、商务部、应急管理部、中华全国供销合作总社	《石化化工行业稳增长工作方案》	2023—2024 年，石化化工行业稳增长的主要目标是：行业保持平稳增长，年均工业增加值增速 5% 左右。
2023 年 8 月 21 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、商务部、海关总署、国家粮食和储备局	《有色金属行业稳增长工作方案》	力争 2023 年有色金属工业增加值同比增长 5.5% 左右，2024 年增长 5.5% 以上。
2023 年 8 月 21 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、生态环境部、商务部、海关总署	《钢铁行业稳增长工作方案》	2023 年钢铁行业工业增加值增长 3.5% 左右、2024 年钢铁行业工业增加值增长 4% 以上等主要目标。
2023 年 8 月 22 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、生态环境部、住房城乡建设部、商务部、金融监管总局	《建材行业稳增长工作方案》	2023 至 2024 年，建材行业保持平稳增长，力争工业增加值增速分别为 3.5%、4% 左右，产业高端化智能化绿色化水平不断提升。
2023 年 8 月 17 日	工业和信息化部、财政部、农业农村部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家药监局	《机械行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	2023—2024 年力争营业收入年均增速 3% 以上，到 2024 年达到 8.1 万亿；重点行业呈现规模稳中有升，新增长点不断涌现，企业竞争力进一步增强，供给能力显著提升
2023 年 8 月 25 日	工业和信息化部、财政部、交通运输部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家能源局	《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	2023 年，汽车行业运行保持稳中向好发展态势，力争实现全年汽车销量 2700 万辆左右，同比增长约 3%；汽车制造业增加值同比增长 5% 左右。2024 年，汽车行业运行保持在合理区间。

资料来源：中国政府网，工信部、发改委、商务部、财政部等，德邦研究所

图 5：1-7 月工业增加值分行业累计同比：原材料加工业和装备制造业领先

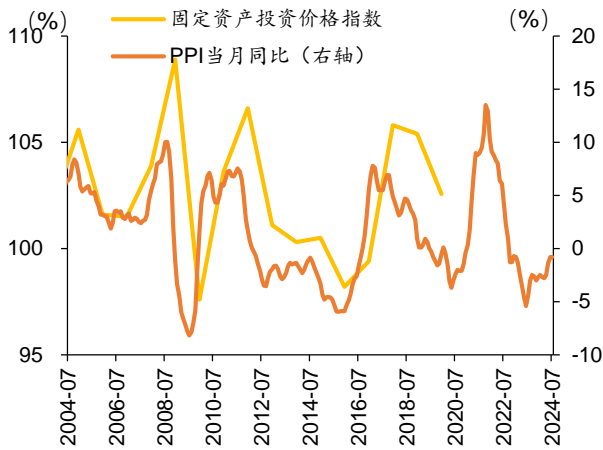


资料来源：Wind，德邦研究所

3. 固投稳步增长，制造业是关键

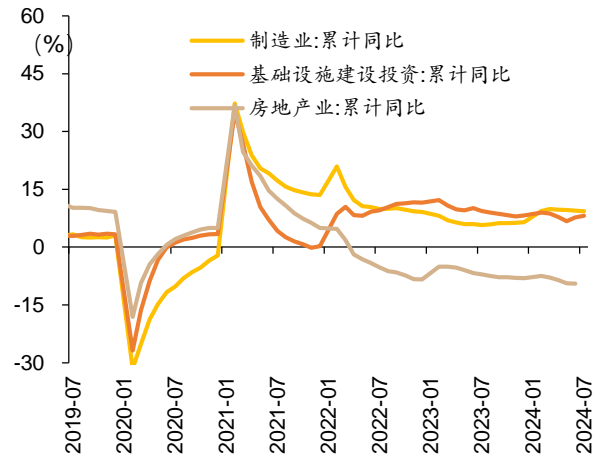
1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 3.6%。分领域看，1-7 月份制造业投资累计同比增速为 9.3%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为 4.9%，房地产开发投资同比增速为-10.2%。当前我国固定资产投资呈现三大特点：一是制造业投资继续高增，“科技金融”支持高技术制造业投资、设备更新和技术改造支撑传统制造业投资，政策支持下制造业投资增速维持较高；二是基建受供给端扰动较大，7 月基建实物量指标复苏进程一定程度上反映天气扰动，预计在政策积极定调和落实实施下，基建投资实物工作量有望加速形成；三是地产投资增速较前值下行。从资本形成总额角度来看，当前 PPI 同比仍处于负增长阶段，投资对增长的实际拉动相对较强，出现若铜油共振，PPI 有望在 Q4 转正。

图 6：PPI 对固定资产投资价格指数具有一定的前瞻性



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：固定资产投资完成额分产业：制造业累计同比较高



资料来源：Wind，德邦研究所

3.1 多重政策支持下制造业投资增速维持较高

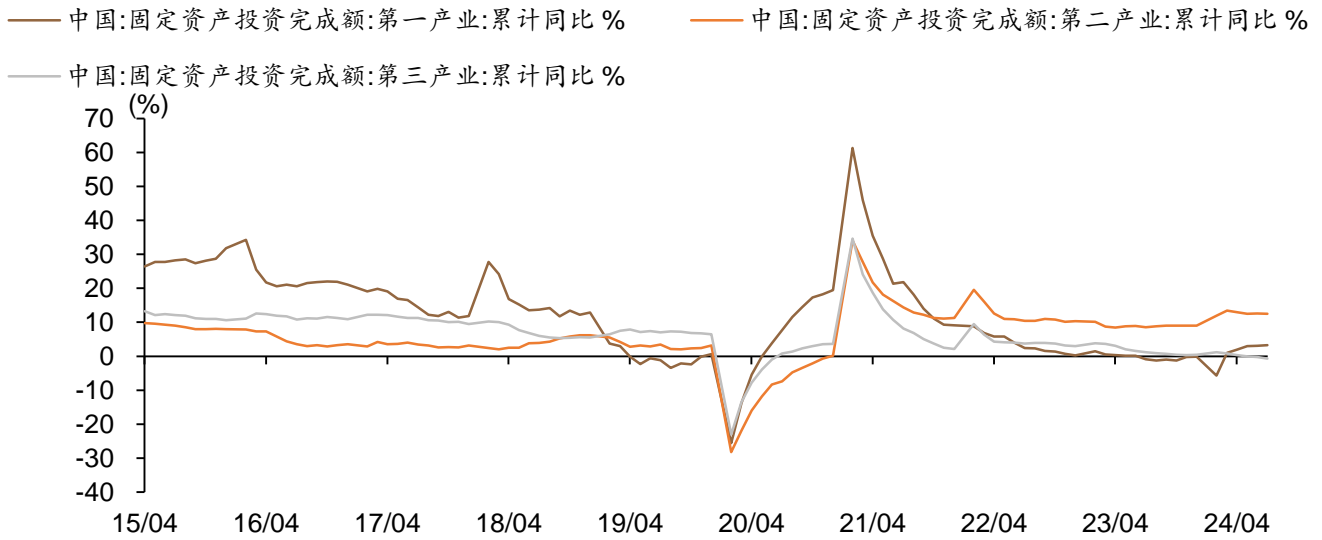
1-7月制造业投资累计增速为9.3%，较上月回落0.2个百分点；我们测算7月制造业投资单月同比8.3%，较上月回落1个百分点。7月制造业PMI生产经营活动预期指数下降1.3个百分点至53.1%，BCI企业投资前瞻指数环比下降1.78个百分点至54.68%，两个指数均环比回落，指向7月制造业投资意愿阶段性下降。在经济结构转型升级的过程中，高技术制造业继续引领制造业投资高增，大规模设备更新也带来了传统制造业投资增量动能，年内制造业投资有望保持高增。

高新技术制造业继续引领制造业投资高速增长。1-7月高新技术制造业投资增长9.7%，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资分别增长37.7%、10.8%，均高于整体制造业投资增速。高技术制造业既是新质生产力的代表产业，又符合制造立国战略方针，今年在宏观政策指引和金融业做好五篇大文章中“科技金融”的支持下，高技术制造业有望持续带动制造业投资高增。

设备更新和技术改造支撑传统制造业投资。2月中央财经委员会第四次会议强调：推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。推动大规模回收循环利用，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展。3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，在发展高新技术产业的同时推动传统产业数字化、智能化升级，也通过优化标准、推动落后产能、落后设备淘汰、落实能耗要求等方式支持传统制造业投资于设备更新和技术改造。6月财政部等多部门联合印发《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》，7月发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，进一步加大对设备更新改造的融资端支持，一系列政策对制造业投资起到了支撑作用。

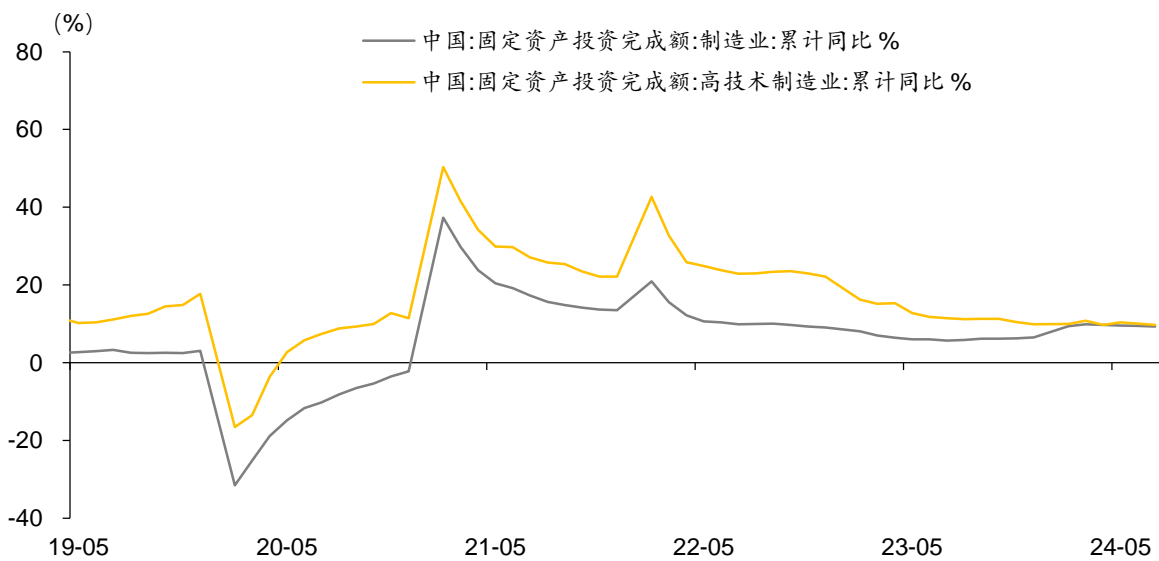
向前看，在高新技术产业加速发展、传统制造业设备更新和技术改造的双重支撑下，年内制造业投资有望维持较高增速，预计三到四季度末制造业投资累计同比分别为8.8%和8.8%，全年制造业投资增长8.8%。

图 8：固定资产投资完成额分行业：第二产业累计同比较高



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：高新技术产业引领制造业投资加速增长



资料来源：Wind，德邦研究所

3.2 7月基建供给端扰动明显，后续关注天气变化

1-7月基建投资（不含电力等）同比增长4.9%（前值为5.4%），低于我们的预测（我们的预测值为+5.5%）和Wind一致预期（Wind预测+6.0%）。其中，1-7月水利管理业投资增长28.9%（前值为27.4%），航空运输业投资增长25.5%（前值为23.7%），铁路运输业投资增长17.2%（前值为18.5%）。

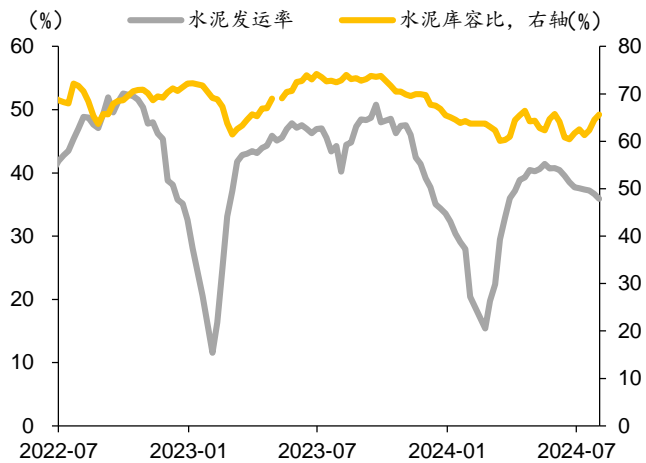
7月基建实物量和价格指数复苏进程一定程度上反映天气扰动。7月石油沥青装置开工率均值为26.1%，较去年同期下降9.7个百分点，较上期环比上升1.7个百分点。7月磨机运转率均值为44.8%，较去年同期下降1.8个百分点，较上期环比下降1.3个百分点。7月水泥发运率均值为37.2%，较去年同期下降7.8个百分点，较上期环比下降1.9个百分点；水泥库容比均值为62.7%，较去年同期下降10.2个百分点，较上月环比上升0.9个百分点。价格方面，7月全国水泥价格指数均值为118.1，较去年同期上涨4.3%，较上月上涨0.7%。

展望下半年，我们认为基建加速主要有稳增长政策支持+专项债和超长期特别国债发行+年底赶工这三方面支撑：

- 一是政策积极定调下，基建仍可以较好满足稳增长的目标：2024年3月，政府工作报告强调“统筹稳增长和增后劲”、“制定促进民间投资政策，能源、水利等基础设施和制造业投资较快增长”、“加快重大科技基础设施体系化布局”、“重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，加快实施“十四五”规划重大工程项目”。2024年4月，政治局会议要求“加快专项债发行进度”；从各省已披露的重大项目投资角度来看，多地就推进重大项目建设召开调度会议、集中签约仪式，主要是海南、江苏和内蒙古等新增较多，其他省份与2023年接近。
- 二是新增专项债和超长期特别国债的发行，有望加速Q3-Q4实物工作量形成：2024年2月7日，发改委下达2023年增发国债第三批项目清单，共涉及项目2800多个；2024年4月，发改委联合财政部完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作，共筛选通过专项债券项目约3.8万个、2024年专项债券需求5.9万亿元左右，为今年3.9万亿元专项债券发行使用打下坚实项目基础；2024年5月，超长期特别国债首发，均匀发行至11月中旬。此外，新增专项债在1-7月发行较慢，5月有所加速，截止8月1日，按照两会提出的2024年发行3.9万亿专项债，目前仅发行了计划的45.6%。我们预计Q3是专项债的发行高峰期。预计后续随着专项债和超长期特别国债的发行，实物工作量有望加速形成。
- 三是受到2023年三四季度低基数以及年底赶工的影响，四季度基建投资增速有望小幅上升：受到专项债和超长期特别国债发行流程的影响，实际落地时间可能与发行计划存在时滞，因此在财政发力下三、四季度

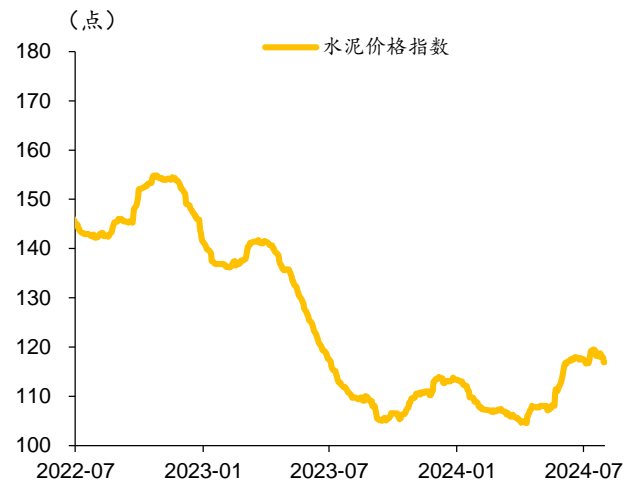
形成实物工作量的可能性较大，加之 2023 年同期低基数影响，今年三、四季度基建投资有望高速增长。此外需要关注 Q3 极端天气对基建投资实物工作量形成的扰动，国家气候中心称“今年夏季我国高温天气出现相对较早，高温天气过程较多。”因此综合来看，我们预计后续需重点关注下半年天气对基建的扰动，在天气扰动下降后，基建赶工有望推动增速回升。

图 10：7 月水泥发运率有所下行：7 月 37.2%（前值为 39.1%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：7 月水泥价格指数小幅上行：7 月 118 点（前值为 117 点）



资料来源：Wind，德邦研究所

3.3 地产投资增速较前值下行，地产政策效果有待显现

2024年1-7月地产投资累计增速-10.2%（前值为-10.1%），接近我们的预测（-10.0%），7月地产投资当月增速为-9.7%，后续投资改善继续关注地产政策落地效果。2024年1-7月，房地产开发投资累计同比-10.2%，其中房屋新开工、住宅施工、住宅竣工累计同比分别为-23.2%（前值为-23.7%）、-12.7%（前值为-12.5%）、-21.8%（前值为-21.7%）。

- 7月100大中城市成交土地占地面积同比-37.6%（前值为22.4%），表明土地购置放缓，与此同时，1-6月建筑工程和安装工程投资额累计同比分别为-11.3%和-16.7%，1-5月累计同比分别为-11.5%和-17.0%，表明建安投资下降速度放缓，现房边际回暖速度高于期房。
- 中国房地产指数系统百城价格指数显示，7月百城新建住宅平均价格为16443元/平方米，环比上涨0.13%，涨幅较6月收窄0.02个百分点。二手住宅方面，以价换量趋势延续，百城二手住宅价格连续27个月下跌至均价14653元/平方米。整体来看，核心城市二手房价格回落后性价比凸显，对新房市场造成分流。二手房延续以价换量态势，后续政策落地效果仍需观察。

展望下半年，我们认为地产的负财富效应不容忽视，房地产投资大概率迎来系统性拐点的重要基础或是房价企稳、销售回暖。

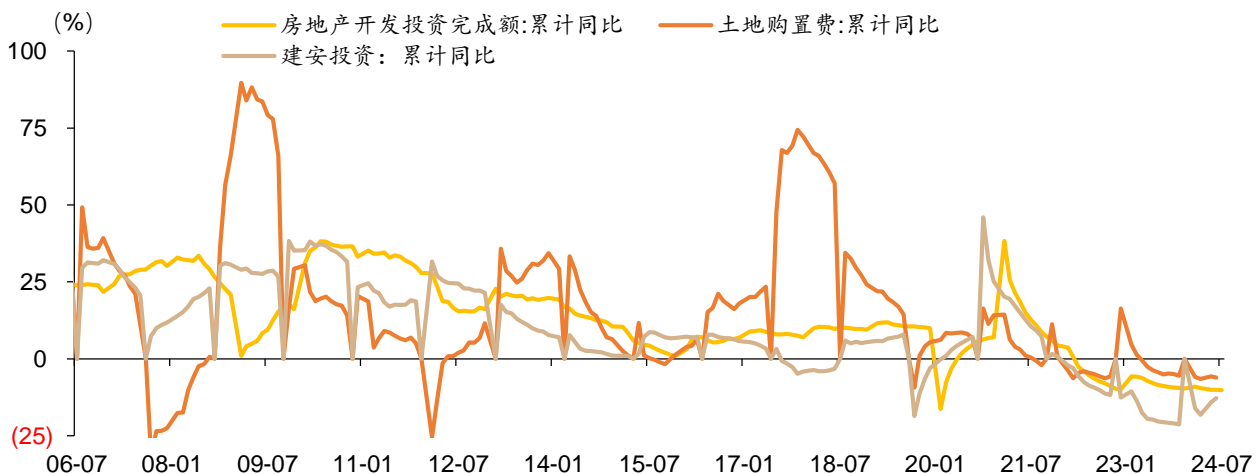
当前我国地产市场呈现出“高库存+低需求+价格回落”三大特点：1、高库存：截止2024年6月，我国商品房待售面积为7.4万亿平方米居历史高位，6月各省市商品房去化周期环比略有改善，但是同比均值为+45.2%，从这两方面看我国地产市场仍然存在高库存的特点，为此430政治局会议上就提出“统筹研究消化存量房产”；2、低需求：2024年3至6月，商品房销售面积累计同比分别为-19.4%、-20.2%、-20.3%和-19.0%，商品房销售面积同比自6月开始止跌表明房地产市场虽然仍然面临需求不足的问题，但是销售逐步出现边际改善；3、价格回落：在地产政策“多箭齐发”之下，二手房的销量改善多为以价换量带来，2024年3月北京、上海、广州和深圳二手房价格指数与2016、2016、2017和2018年历史水平接近，6月70个大中城市商品住宅销售价格环比降幅总体收窄，指向我国地产虽然处于价格回落期但517新政后市场企稳基础逐渐增强。

- **地产政策加码扩围、有待见效。**房地产市场的景气回落背景下，一系列地产政策也加码扩围逐步放松，主要涉及四类限制性政策放松、保交房、政府收储、首付比等。1) 限制性政策放松：2023年以来，多地在限购、限贷、限售、限价方面逐步放松限制性政策；2) 保交房：2024年4月30日中央政治局会议强调“继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。”

首次以“保交房”替代了之前的“保交楼”提法；3) 政府收储：2024年5月17日，在国务院政策例行吹风会中住建部副部长董建国对此进行了强调：“推动消化存量商品住房。城市政府坚持‘以需定购’，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房。”收储成为地产政策工具箱中的新工具之一；4) 首付比：2024年5月17日，央行“多箭齐发”，宣布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、调整个人住房贷款最低首付款比例和设立3000亿元保障性住房再贷款四项地产新政，被视为地产调控政策的重要变化。

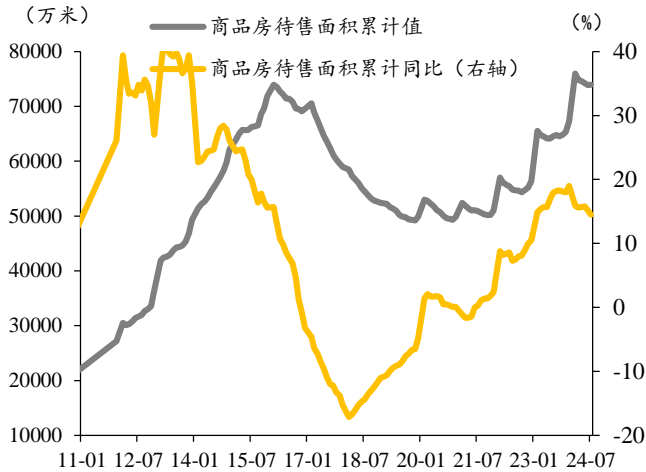
- 后续重点关注政策效果和地产基本面的变化。关注政策落地效果，走出负反馈主要依赖几方面政策效果兑现：1、去库存关键在于改善供需格局，实现价格环比驻底，价格驻底有助于观望性需求释放。2、限制性政策放松以及以租代售、租售同权等有助于购房人群的增多。3、需求改善的关键是看到量价实现正反馈，关注短期成交量放量后价格走势。

图 12：1-7 月地产投资累计增速-10.2%



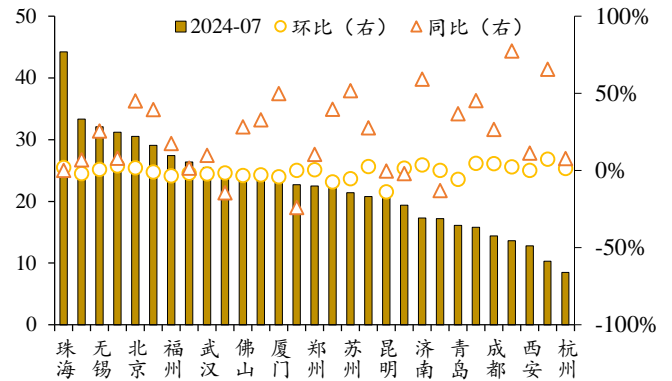
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：2024 年 7 月全国商品房待售面积居历史高位



资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：2024 年 7 月全国主要城市去化周期（月）、同比及环比



资料来源：iFind，德邦研究所

注：新建商品住宅去化周期=新建商品住宅的存量/此前 12 个月月均成交量

4. 餐饮走弱，汽车不强，1-7 月社零同比+3.5%

1-7 月，社会消费品零售总额同比增长 3.5%，7 月当月社零同比增长 2.7%（前值为 2.0%），低我们的预期（+4.5%）和 Wind 一致预期（+3.1%）。

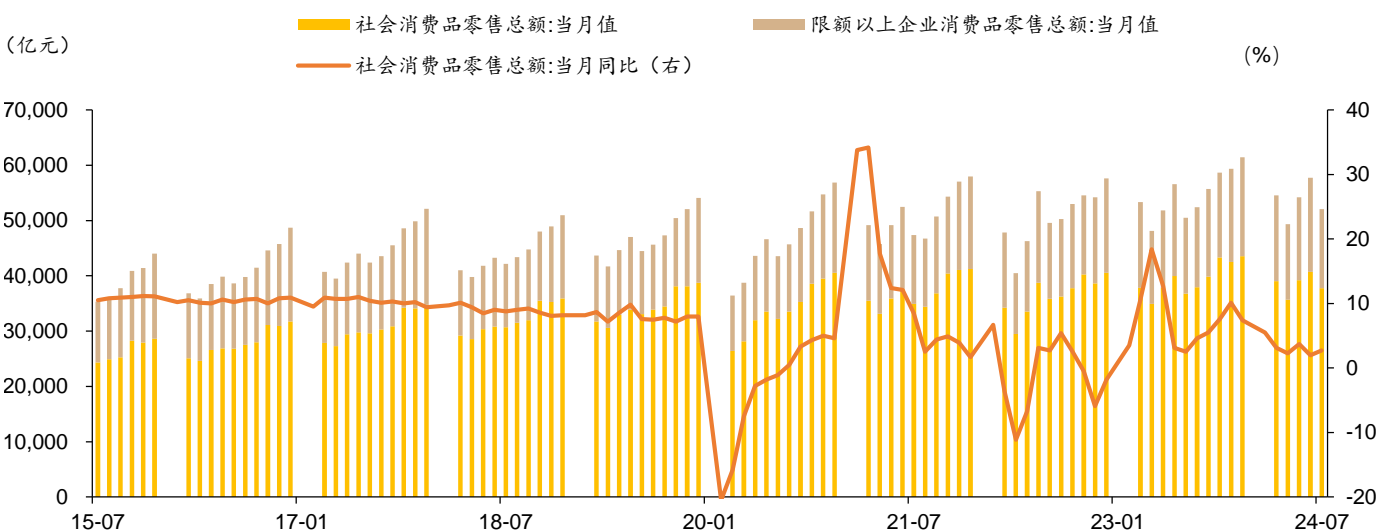
- 服务消费方面，餐饮闭店率持续上升，高端旅游出行景气尚可。**7 月服务业 PMI 为 50.0 较前值有所回落（前值为 50.2），供给端餐饮闭店率持续上升，据《联商网》统计，今年上半年，全国至少有 131 家商超门店关闭，超过 2023 年同期统计的数据的近 6 倍，“关店潮”或从供给端验证居民消费孱弱；**需求端来看**，高端旅游景气度提升，从高频数据上看，电影方面，同比继续下跌环比边际改善，主要系暑期档逐步发力拉动，7 月日均电影票房收入和观影人次均值较去年同期同比分别变动-35.8%、-35.9%；较上期环比分别变动 164.8%、159.2%。旅游出行方面，7 月海南 3 星级以上酒店散客住宿价格指数和团队住宿价格指数均值较去年同期分别变动-1.1%、-1.2%；海南散客旅游餐饮价格指数和团队旅游餐饮价格指数同比均-0.1%，环比均+0.1%。整体来看，高端旅游出行呈现环比景气度修复，餐饮消费需求仍有修复空间，仍需居民收入预期改善+消费意愿调整支撑。
- 商品消费方面，汽车销售促销冲量，经销商情绪大多悲观，消费者持币待购。**据乘联会统计，7 月前 28 日，乘用车市场零售 139.2 万辆，同比-3%，环比-11%；乘用车新能源车市场零售 72.2 万辆，同比+31%，环比-5%。根据中国汽车流通协会乘联分会统计，2024 年 7 月中国汽车经销商库存预警指数为 59.4%（前值为 62.3%），同比上升 1.6 个百分点，环比下降 2.9 个百分点。库存预警指数位于荣枯线之上，汽车流通行业处在不景气区间。整体来看，短期来看，“以旧换新”政策对车市的推动

作用尚不明显。此前 6 月促销活动以及半年度冲量已致使部分潜在需求提前释放，加之近期极端天气频发与厂家高温休假，经销商销售节奏放缓。7 月车市进入传统淡季，加之宝马为代表的多家车企宣布退出价格战，新车价格回升，引发消费者持币待购，观望情绪加重，经销商悲观情绪蔓延，据中国汽车流通协会乘联分会统计，“多数经销商预期 2024 年下半年汽车销量将维持平稳。”

展望下半年，我们认为社零出现积极的边际变化长期依托居民收入预期改善+消费意愿调整，中期依托地产政策落地带动地产后周期消费品改善或政策催生新的消费业态。

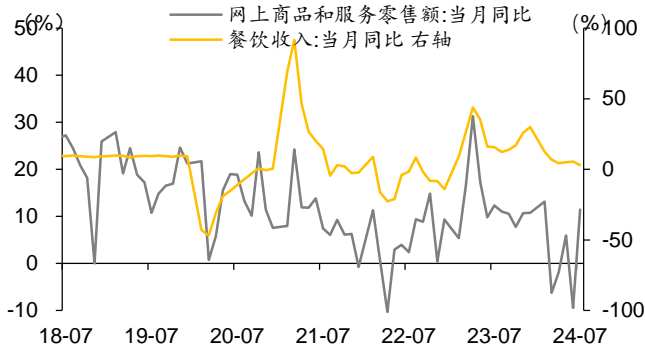
- 其一，“去地产化”带来的负财富效应冲击居民消费能力和消费意愿，消费者预期指数处于历史低位，消费市场存在一定的改善空间。由于房地产在居民资产负债表中实物资产占比超过 70%，房价持续下跌导致居民财富受挫，由此产生负财富效应，进而冲击居民消费能力和消费意愿。房地产上下游产业链长，地产后周期是消费的重要组成部分，今年以来由于房地产领域的相对不景气，地产后周期的消费品表现相对较弱。
- 其二，517 地产新政开启，地产政策持续加码扩围，降低利率、降低首付比、收储去库存、限购限价放松等政策持续出台，地产政策加码扩围有助于降低对消费层面的扰动，也有助于催化新的消费业态，例如“去库存”收储形成的大规模保障性租赁住房，可能催生相对应的建筑装饰翻新需求、家具家电等可选易耗品需求以及床垫、沙发等轻工纺服需求。在政策方面，3 月政府工作报告要求扩大内需，同月 7 日国务院发布国发〔2024〕7 号《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》文件，设备更新和以旧换新有望继续加速推进。

图 15：7 月社会消费品零售总额同比+2.7%



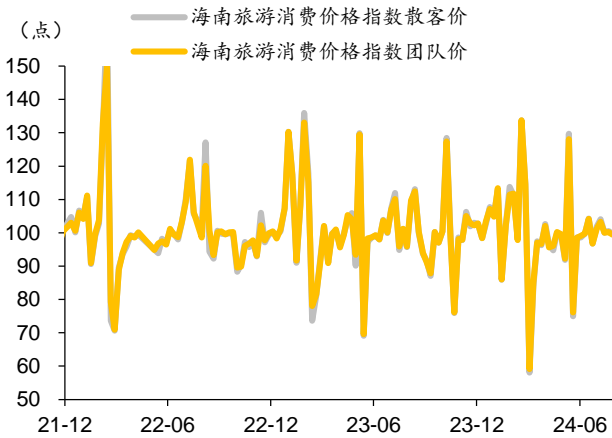
资料来源：Wind，德邦研究所

图 16: 7 月餐饮收入同比为 3.0% (前值为 5.4%)



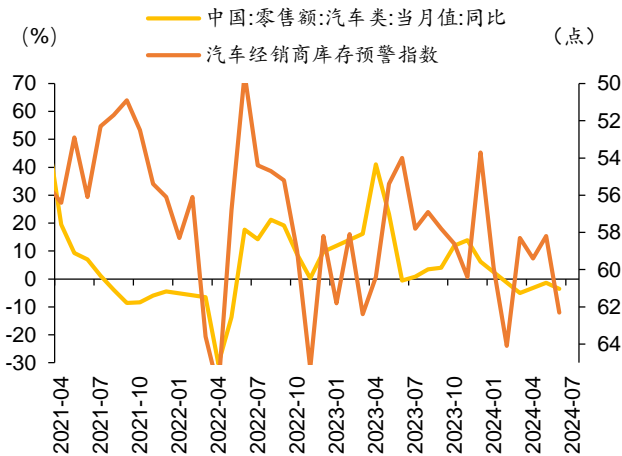
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 18: 7 月海南 3 星级以上酒店散客住宿价格指数和团队住宿价格指数均值较去年同期分别变动-1.1%、-1.2%



资料来源: Wind, 德邦研究所

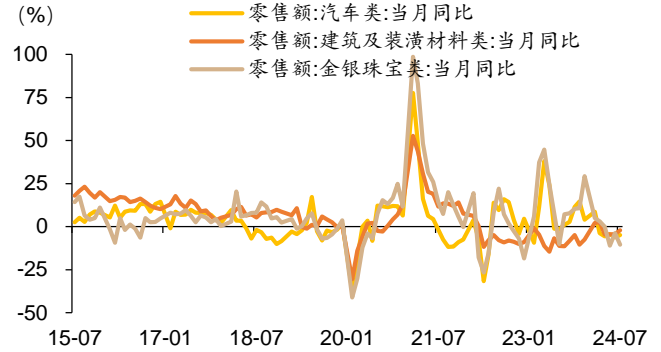
图 20: 7 月汽车经销商库存预警指数为 59.4 点, 指向汽车流通行业处在不景气区间



资料来源: Wind, 中国汽车流通协会, 德邦研究所

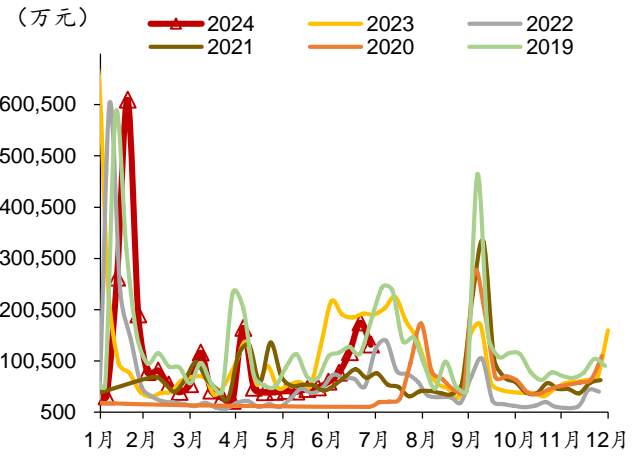
注: 汽车经销商预警指数越高表明汽车库存压力越大

图 17: 限额以上企业零售额中汽车、建材和金银珠宝 7 月同比均负增



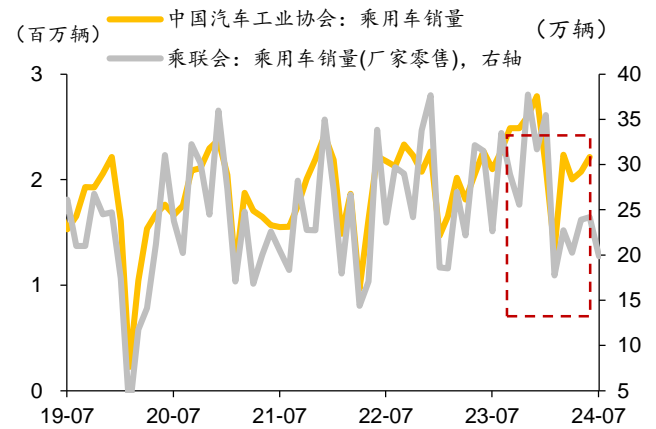
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 7 月全国电影票房居于季节性平均水平



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 21: 7 月乘联会口径厂家零售乘用车销量约为 19.9 万辆 (前值为 24.2 万辆)



资料来源: Wind, 德邦研究所

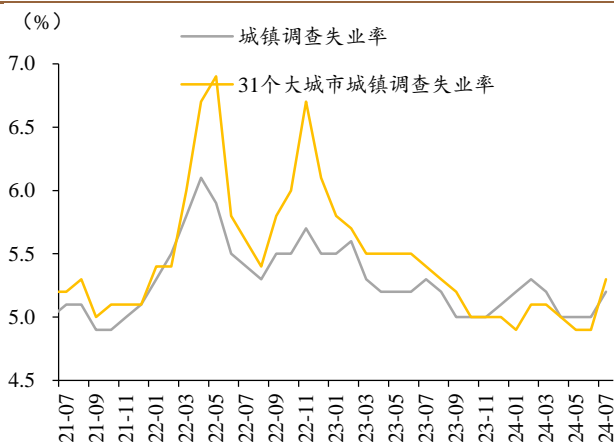
5. 就业结构分化持续存在

就业形势继续呈现总量平稳、结构分化的特征。总量层面，7月全国城镇调查失业率为5.2%，环比上升0.2个百分点，同比下降0.1个百分点。结构层面，不同群体的失业率数据分化，预计青年人就业仍是主要难点，与过去几年特征一致。截止6月，16-24岁和25-29岁不含在校生失业率分别为13.2%和6.4%，显著高于7月城镇调查失业率5.2%和外来农业户籍人口失业率4.9%。随着7-8月大学毕业生进入就业市场，预计城镇调查失业率短期内可能在相对高位运行，三季度末到四季度有望再度回落。

就业与收入交叉印证服务消费偏弱。7月就业人员平均工作时长48.7小时/周，今年以来这一指标持续处于历史较高水平，而上半年居民工资性收入累计同比增长5.8%，增速较一季度和去年上半年下降1个百分点，二季度当季工资性收入累计同比增长4.4%，同样低于今年一季度的6.9%和过去四年二季度复合增速的6.8%，收入增速放缓和工作时长较长从消费时间和消费金额上都不利于居民服务消费，可能是服务消费偏弱的主要原因之一。

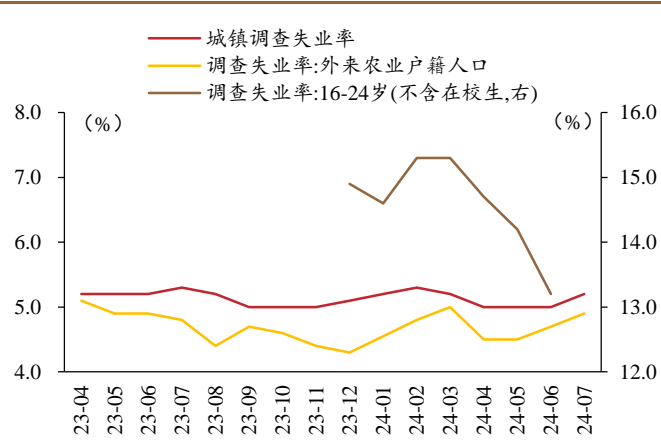
无需对就业形势过度担忧。4月30日中央政治局会议提出“要切实保障和改善民生，突出就业优先导向，促进中低收入群体增收”；5月28日，总书记在中共中央政治局第十四次集体学习上强调“要加快塑造素质优良、总量充裕、结构优化、分布合理的现代化人力资源，解决好人力资源供需不匹配这一结构性就业矛盾”，“要完善重点群体就业支持政策。坚持把高校毕业生等青年群体就业作为重中之重”。各级政府如果能够针对经济转型期内就业市场存在的结构性矛盾、特定群体困难做出指向性部署，将有助于解决特定群体、特定时期的就业压力上升问题，减轻结构性失业压力。预计在7-8月大学生求职高峰过后失业率会逐步回落，年底回落至5%左右。

图 22：7月全国城镇调查失业率为5.2%，环比上升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 23：青年人失业率明显高于整体失业率



资料来源：Wind，德邦研究所

6. 风险提示

- (1) 政策推进力度及效果不及预期或出现政策转向；
- (2) 地产下行风险超预期；
- (3) 地产增量政策落地效果不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

张浩，硕士，德邦证券研究所宏观组组长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。