

2024年08月16日

一线城市消费走弱的一点成因

宏观研究团队

——兼评7月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● 生产：工业小幅回落，服务业低位企稳

工业生产小幅回落。出口趋势向上提供一定需求支撑，但工业企业仍面临产销压力，或指向内需偏弱，有待3000亿超长期特别国债支持“两新”资金落地见效，缓解供需结构不平衡问题。分行业来看，工业生产回落的拖累主要来自于黑色冶炼、医药制造、茶酒饮料。服务业生产低位企稳，现代服务业贡献增量。

● 固投：地产延续磨底，水利基建进入第二轮上行期

1、新政效果消退，地产基本面延续磨底。从高频指标来看，二手房和新房成交均已走弱，符合我们在《试论地产需求政策的有效性边界》专题指出的“下一轮地产周期的先决条件可能是偿债比率修复至11%以下，需要收入政策的协同配合”。领先指标十城库销比继续走弱，二手房价降幅仍未见底。往后看，多地取消新房限价，在新房回归合理中枢的过程中房价影响或将延续。

2、基建增速和实物工作量分化，重视水利基建。两者分化的背后是：一则部分专项债下达后项目开工偏慢，二则水利、电热燃水等分项提速但难被传统指标观测。水利投资或已进入第二轮上行期。第一轮为2008-2012年，受益于四万亿投资和中央一号文件《国务院关于加快水利改革发展的决定》；第二轮始于近年来暴雨和洪涝极端天气增多，2023年8月政治局会议研究部署防汛抗洪救灾和灾后恢复重建工作，2023年11月增发国债其中超过5000亿投向水利，2024年7月水利投资累计同比为28.9%，占基建投资比重已提高至6.0%，西南水电有望加速推进。

3、制造业：设备更新动能仍强。1-7月制造业累计同比9.3%、设备工器具购置累计同比17.0%。分行业来看，有色冶炼、金属制品延续改善，产能过剩的电气机械延续放缓。

● 消费：或延续承压

7月居民消费延续偏弱，市场关注一线城市消费走弱。一则房价影响加深：2021-2022年二三线以及低能级城市房价先行下跌，一线城市则从2023年11月开始加速向下，房价下跌节奏不一致因而出现了消费补跌；二则部分行业调整优化，其中包括金融在内的服务业较为明显，我们进一步梳理了网约车、外卖、医疗、公务员等微观数据。政治局会议强调“下半年要以提振消费为重点扩大国内需求”，扭转收入预期有利于消费政策生效。

● 政策如期兑现，关键或在于收入性政策

我们在6月报告中提示“加强财政与央行配合、对结构性货币政策工具予以贴息，增加消费品以旧换新的中央补贴，适度放松12省融资约束，以及必要时可考虑增发国债”。除增发国债以外其他均已出台落地，后续可观察收储再贷款扩容、中央财政贴息收储、央行跟随美联储降息、服务消费支持政策等，但关键或在于收入性政策，我们认为短期加码的概率不大但现实必要性趋于上升。

● 风险提示：政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《大幅降息预期或将逐渐修正——美国7月CPI点评》-2024.8.15

《短贷强力“去水分”——7月金融数据点评——宏观经济点评》-2024.8.14

《政策持续用力，更加给力——宏观周报》-2024.8.11

目 录

1、 生产端：工业小幅回落，服务业低位企稳.....	3
2、 固投：地产延续磨底，水利基建进入第二轮上行期.....	3
3、 消费：或延续承压	6
4、 政策如期兑现，关键或在于收入性政策.....	8
5、 风险提示	8

图表目录

图 1： 工业生产小幅回落	3
图 2： 产销率仍需进一步改善	3
图 3： 新开工和商品房销售小幅改善	4
图 4： 二手房价领先指标继续下探	4
图 5： 7月以来新房成交已低于 2023 年同期.....	4
图 6： 二手房成交出现下行态势	4
图 7： 专项债提振基建增速	5
图 8： 水利管理投资增速改善	5
图 9： 水利基建迎来第二轮上行期	5
图 10： 设备更新增速仍高	6
图 11： 有色冶炼投资增速改善较快.....	6
图 12： 7月商品零售和服务零售均弱	6
图 13： 通讯器材、体娱用品、家电、化妆品等边际改善.....	6
图 14： 一线城市二手房价从 2023 年 11 月加速下跌.....	7
图 15： 美团财报显示，外卖人均收入下降.....	7
图 16： 博尔捷招股说明书显示，骑手单件佣金下滑.....	7
图 17： 滴滴财报显示，司机年均收入下降.....	7
图 18： 滴滴客单价连续 3 个季度负增长	7
图 19： 医生供给增加、收入下滑	7
图 20： 公务员或已降薪	7
图 21： 看准网显示，部分行业招聘平均工资下降.....	8

2024年7月工业增加值同比5.1%（预期5.0%），社零同比2.7%（预期3.1%），服务零售额累计同比7.5%，固定资产投资累计同比3.6%（预期3.9%）。其中，基建、制造业、房地产投资分别为8.1%、9.3%、-10.2%，对应预期为6.0%、9.7%、-10.1%。

1、生产端：工业小幅回落，服务业低位企稳

工业生产小幅回落。7月工业增加值同比为5.1%，工业增加值环比下降0.1个百分点至0.35%。出口趋势向上提供一定需求支撑，但工业企业产销仍有较大压力，1-7月产销率为95.9%、处于历史同期低位，或指向内需偏弱，有待3000亿超长期特别国债支持“两新”资金落地见效，以及出台新一批惠民生促消费政策积极响应政治局会议新提法，缓解供需结构不平衡问题、推动价格水平温和回升。分行业来看，工业生产回落的拖累主要来自于黑色冶炼、医药制造、茶酒饮料，工业增加值同比分别下滑了4.8、4.7、4.5个百分点。

服务业生产低位企稳，现代服务业贡献增量。7月服务业生产指数同比增速为4.8%，较前值加快了0.1个百分点。分行业来看，信息软件服务业、租赁商务服务业分别同比增长12.6%、9.0%。

图1：工业生产小幅回落

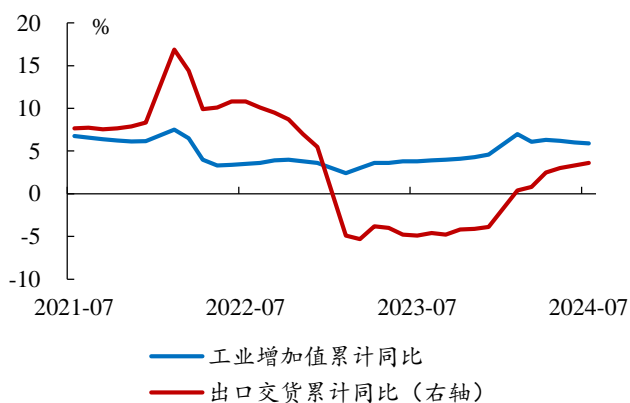
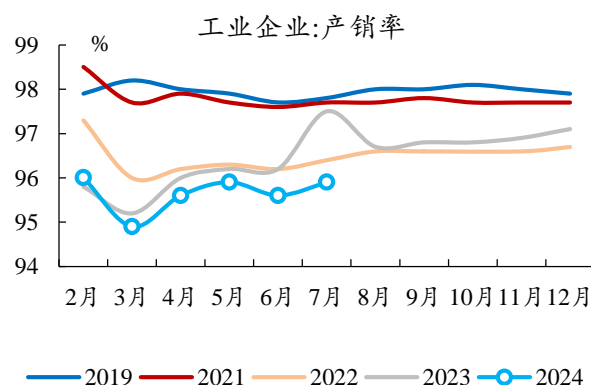


图2：产销率仍需进一步改善



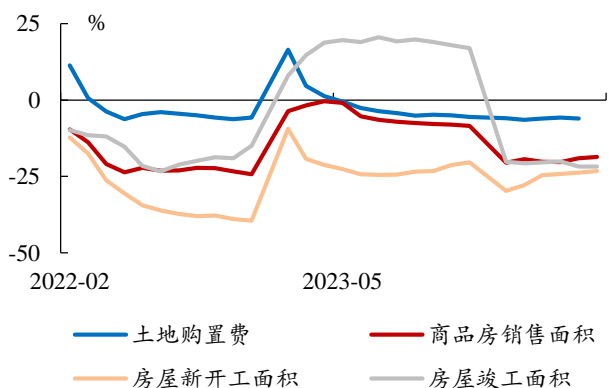
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、固投：地产延续磨底，水利基建进入第二轮上行期

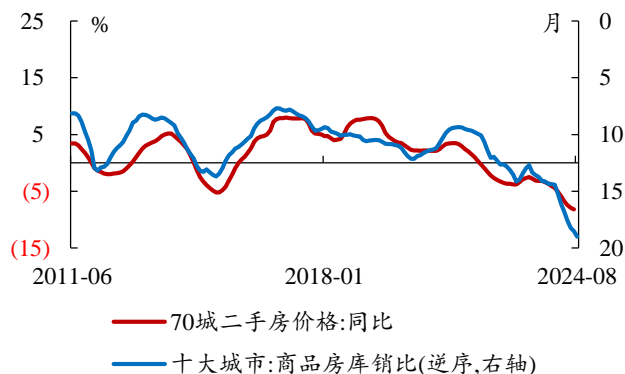
(1)新政效果消退，地产基本面延续磨底。1-7月地产投资累计同比为-10.2%、较前值下降了0.1个百分点，新开工、竣工、销售面积增速分别变动了+0.5、0.0、+0.4个百分点。从高频指标来看，二手房和新房成交均已走弱，符合我们在《试论地产需求政策的有效性边界》专题指出的“下一轮地产周期的先决条件可能是偿债比率修复至11%以下，需要收入政策的协同配合”。领先指标十城库销比在7月上旬暂企稳、但7月下旬销售放缓导致其再度转弱，指向二手房价的降幅仍未见底。往后看，多地（上海、武汉、郑州）取消新房限价，在新房回归合理中枢的过程中房价影响或将延续。

图3：新开工和商品房销售小幅改善



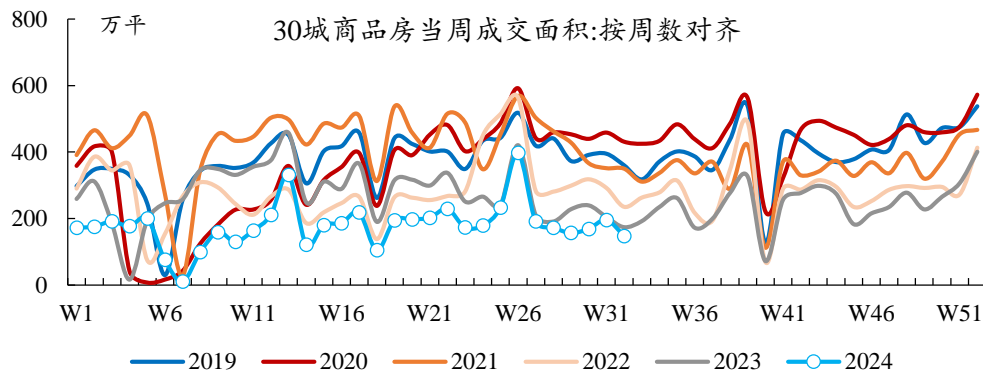
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：二手房价领先指标继续下探



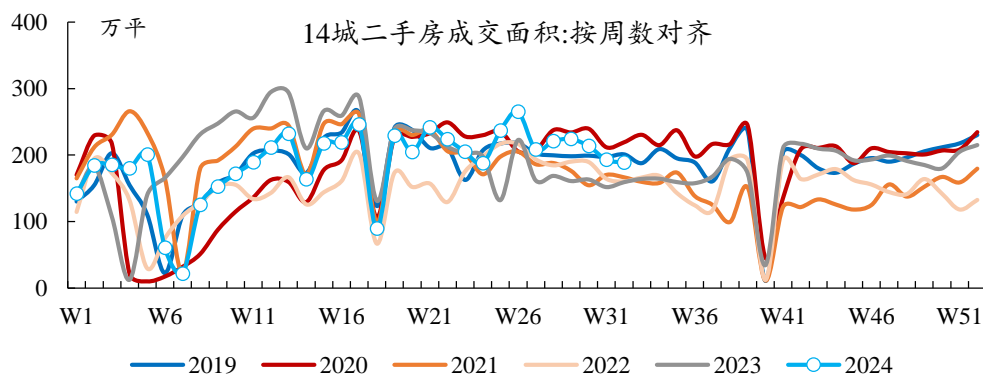
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：7月以来新房成交已低于2023年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：二手房成交出现下行态势



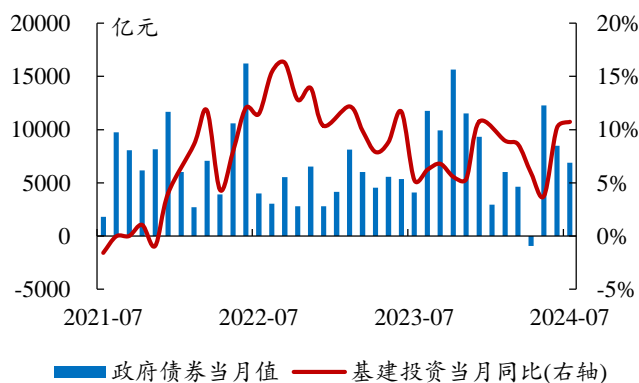
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)基建增速和实物工作量分化，重视水利基建：1-7月基建累计同比改善了0.4个百分点至8.1%，基建增速连续2个月明显改善但实物工作量表现仍弱，我们理解

两者分化源于：一则部分专项债下达后项目开工偏慢，二则水利、电热燃水等分项提速但难被传统指标观测（7月狭义基建2.0%、广义基建10.7%，不含电热燃水的狭义基建和实物工作量更相近）。

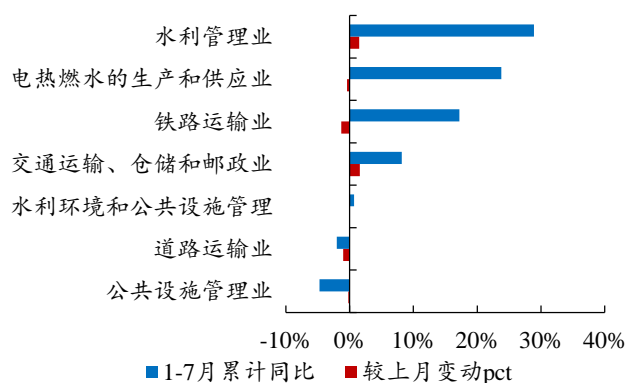
水利投资或已进入第二轮上行期。第一轮为2008-2012年，受益于四万亿投资和中央一号文件《国务院关于加快水利改革发展的决定》；第二轮始于近年来暴雨和洪涝极端天气增多，2023年8月政治局会议研究部署防汛抗洪救灾和灾后恢复重建工作、2023年11月增发国债其中超过5000亿投向水利，推动新一轮水利投资上行。2024年7月水利投资累计同比为28.9%，占基建投资比重已提高至6.0%，西南水电项目有望加速推进。

图7：专项债提振基建增速



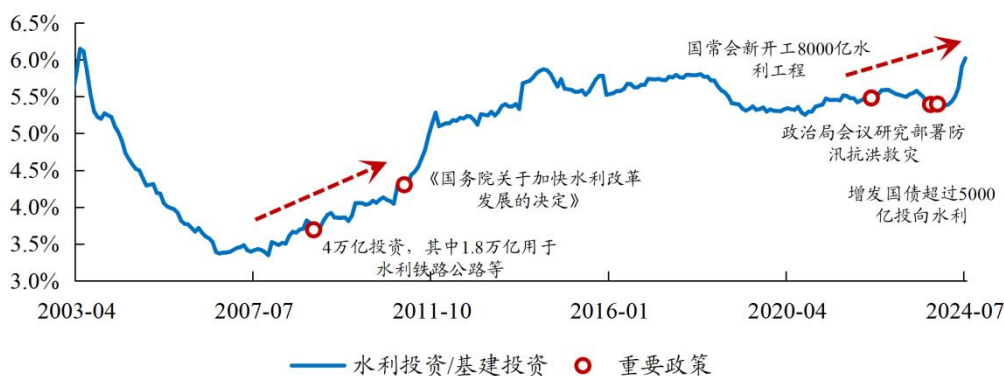
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：水利管理投资增速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：水利基建迎来第二轮上行期



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

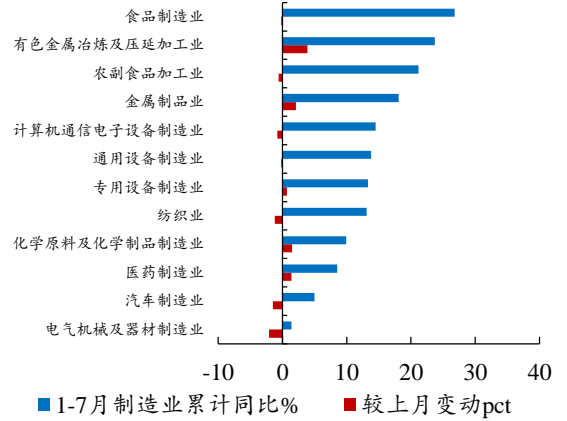
(3)制造业：设备更新动能仍强。1-7月制造业累计同比9.3%、较前值下行0.2个百分点；其中设备工器具购置累计同比17.0%。分行业来看，有色冶炼、金属制品投资增速较前值改善了3.9、2.1个百分点，产能过剩的电气机械延续放缓。

图10：设备更新增速仍高



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图11：有色冶炼投资增速改善较快

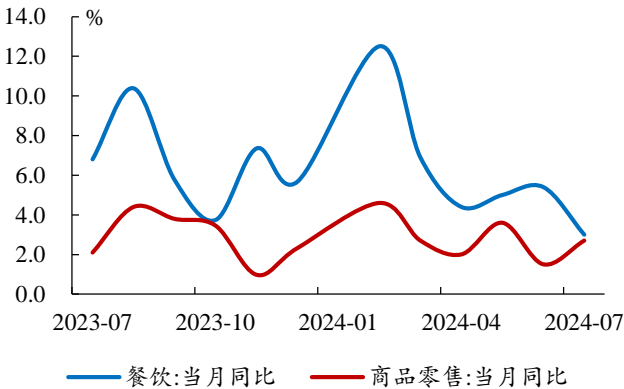


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、消费：或延续承压

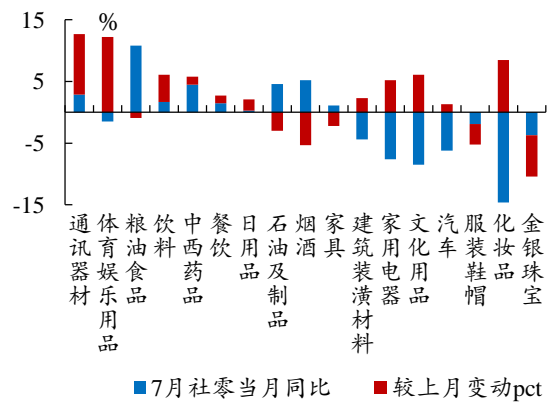
居民消费延续偏弱：1-7月社零、服零累计同比为3.5%、7.2%，较前值下降了0.2、0.3个百分点。其中，7月社零当月同比2.7%、较底部小幅回升。分行业来看，体育娱乐用品、通讯器材、化妆品、文化用品、家用电器边际改善，分别较前值提高了12.2、9.8、8.5、6.2、5.1个百分点。

图12：7月商品零售和服务零售均弱



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2023年为两年复合增速

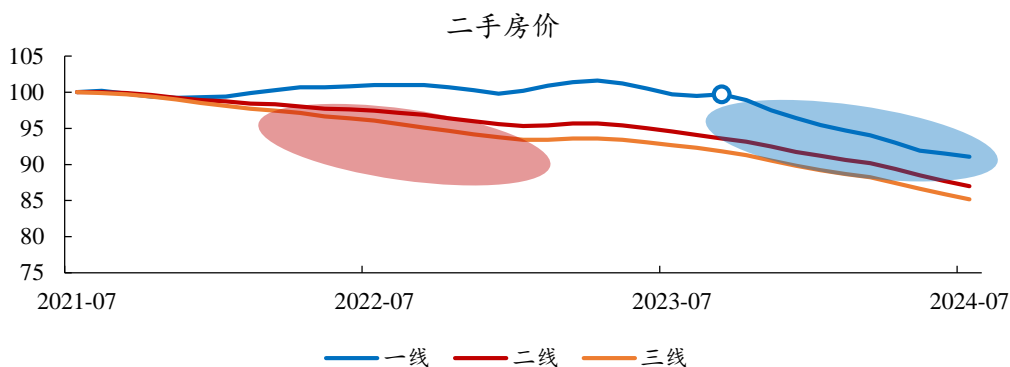
图13：通讯器材、文体用品、家电、化妆品等边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

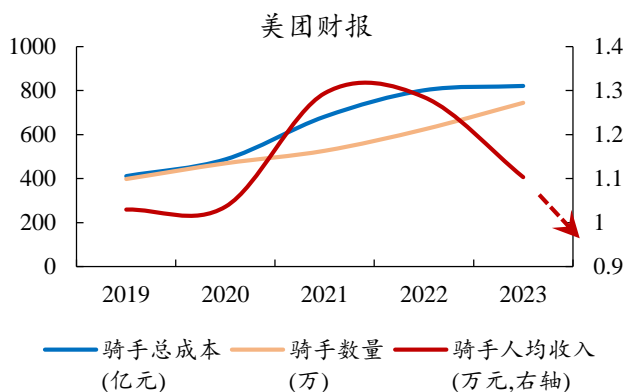
近期市场关注一线城市消费走弱，尤其上海为唯一社零负增长省市，或有两点成因。一则房价影响加深：2021-2022年二三线以及低能级城市先行下跌，一线城市则从2023年11月开始加速向下，节奏不一致因而出现了一轮消费补跌；二则部分行业调整优化、其中服务业较为明显，一线城市服务业比重较高，居民收入预期和消费信心下滑进一步约束了其消费支出，我们梳理了网约车、外卖、医疗、公务员等微观数据。7月政治局会议强调“下半年要以提振消费为重点扩大国内需求”，扭转收入预期有利于消费政策生效。

图14：一线城市二手房价从2023年11月加速下跌



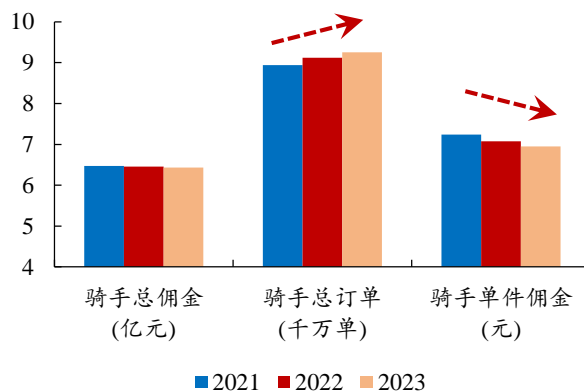
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：美团财报显示，外卖人均收入下降



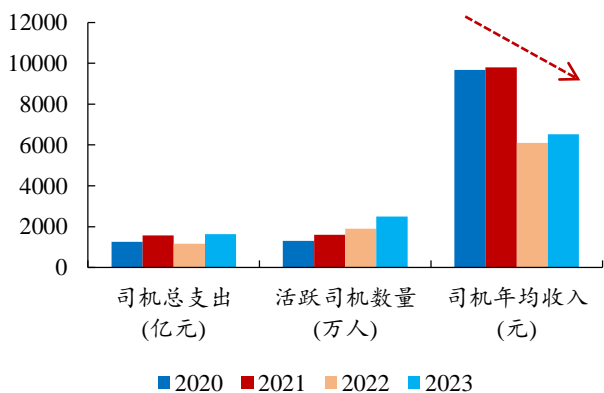
数据来源：美团财报、Wind、开源证券研究所

图16：博尔捷招股说明书显示，骑手单件佣金下滑



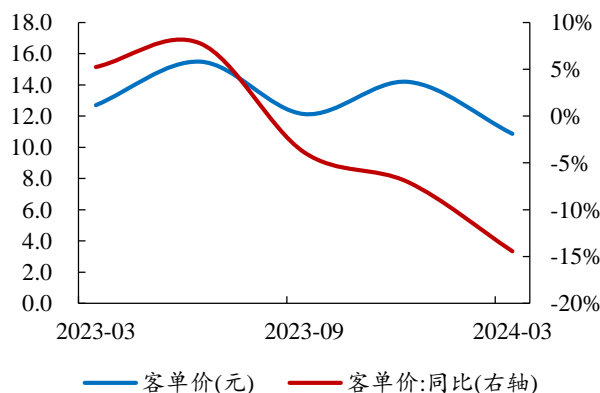
数据来源：博尔捷招股说明书、Wind、开源证券研究所

图17：滴滴财报显示，司机年均收入下降



数据来源：滴滴财报、Wind、开源证券研究所

图18：滴滴客单价连续3个季度负增长

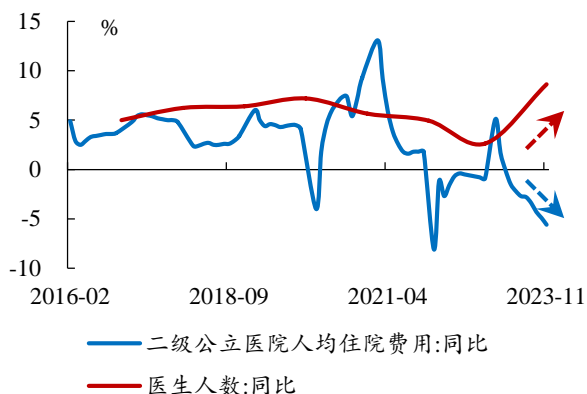


数据来源：滴滴财报、Wind、开源证券研究所

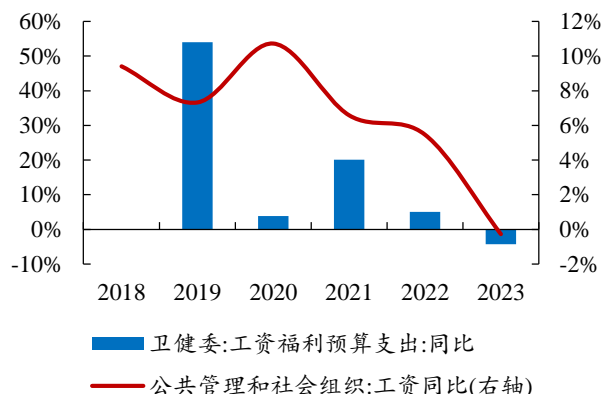
图19：医生供给增加、收入下滑

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图20：公务员或已降薪



数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：看准网显示，部分行业招聘平均工资下降

平均 工资	银行 柜员	直播	数据 分析师	律师	企业管 理咨询	会计	导游	教师
2021	9017	11579	22832	16977	16901	6050	6418	8059
2022	10511	12053	23668	22339	18733	6305	6411	7714
2023	8951	11349	23990	20635	17918	6266	6674	7734
2024	7611	11334	23020	15296	15800	6081	6902	7713

数据来源：看准网、开源证券研究所；数据截至 2024 年 7 月 17 日

4、政策如期兑现，关键或在于收入性政策

我们在 6 月报告中提示“加强财政与央行配合、对结构性货币政策工具予以贴息，增加消费品以旧换新的中央补贴，适度放松 12 省融资约束，以及必要时可考虑增发国债”。除增发国债以外其他均已出台落地，后续可观察收储再贷款扩容、中央财政贴息收储、央行跟随美联储降息、服务消费支持政策等，但关键或在于收入性政策，我们认为短期加码的概率不大但现实必要性趋增。

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn