

宏观经济 | 宏观点评

静待柳暗花明——7 月经济数据点评



| 报告要点

8月15日，国家统计局公布7月经济数据。虽然7月工业生产保持韧性，投资放缓一定程度上是由于极端天气因素的扰动，但7月需求端偏弱的态势进一步显现，我们认为政策及时发力的必要性或正在上升。当然，投资者也无须过度担忧，我们认为中国经济内生性动能犹存，近期金融数据也有一些企稳的迹象。展望未来，我们预计，在新旧动能逐步转换、经济内生性动能逐步增强、政策和改革进一步发力、以及前期政策逐步落地起效的共同作用下，下半年经济仍有望重回复苏轨道。

| 分析师及联系人



樊磊

SAC: S0590521120002 SAC: S0590523030001



方诗超

宏观点评

静待柳暗花明——7月经济数据点评

相关报告

- 1、《通胀温和回落节奏正好——美国7月CPI数据点评》2024.08.15
- 2、《美国经济或不着陆——美国经济再观察（四）》2024.08.10



扫码查看更多

事件点评

➤ 需求端：消费弱回升，投资有放缓

7月需求端表现分化。季节性调整后，7月社零环比温和回升（环比+0.2%，前值-0.7%），其中商品消费出现反弹（环比+0.6%，前值-0.3%），餐饮消费有所回落（环比-0.7%，前值+0.2%）；地产销售继续回落；固定资产投资环比下降3.9%（前值+2.7%），表明7月固定资产投资整体有所放缓，其中制造业投资有所回落（环比-4.5%，前值+5.8%），基建投资明显放缓（含电力的广义基建环比-11.5%，前值+17.7%；不含电力的狭义基建环比-3.2%，前值+1.9%），地产投资则继续下滑。

➤ 生产端：工业增加值保持韧性

尽管需求端总体有所回落，但7月生产端仍保持了一定的韧性。剔除季节性因素的影响后，7月工业增加值环比增长0.4%（前值+0.6%）。同时，发电量环比增长0.4%（前值+0.5%），也有助于验证工业产出的回升。7月工业企业出口交货值则进一步回落（环比-1.8%，前值-0.2%），与7月出口的环比增速放缓保持一致。除了外需有所走弱之外，7月前期航运价格仍然偏高，导致一些低货值订单的商品推迟出运在工厂积压，这可能影响了后续生产，导致出口交货值走弱。

➤ 失业率有所上行

从季节性调整后的数据来看，7月城镇调查失业率为5.2%（前值5.1%），较上月回升0.1个百分点。同时，31大中城市调查失业率为5.3%，较上月上升0.4个百分点，较总体调查失业率上升的幅度更大（0.1个百分点），表明大中城市就业压力的上升或相对其他地区更为明显，这可能与高校毕业生更多集中在大城市有关。

➤ 下半年经济仍有望重回复苏轨道

虽然7月工业生产保持韧性，投资放缓一定程度上是受到高温、强降水等阶段性因素的扰动，但7月需求端数据偏弱的态势进一步显现，社零增长整体偏弱，官方数据显示的就业市场压力也明显上升。我们认为政策及时发力的必要性正在上升。当然，投资者也无须过度担忧，我们认为中国经济内生动能犹存，近期金融数据也有一些企稳的迹象。伴随着政策和改革进一步发力，以及前期政策的逐步落地，我们整体仍维持下半年中国经济的新周期可能推动经济逐步复苏的判断。

风险提示：政策与预期不一致，地产出现超预期的信用风险事件，海外地缘政治事件超预期。

正文目录

1. 需求端：消费弱回升，投资有效缓	4
1.1 社会消费品零售略有回升	4
1.2 地产销售仍然偏弱	7
1.3 固定资产投资环比回落	8
2. 生产端：工业增加值保持韧性	12
2.1 工业增加值继续回升	12
2.2 出口交货值回落	13
3. 失业率有所上行	15
3.1 城镇调查失业率稍有上升	15
3.2 大中城市失业率明显回升	15
4. 未来经济与政策展望	17
4.1 极端天气扰动7月投资	17
4.2 下半年经济仍有望重回复苏轨道	18
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1：社会消费品零售规模（季调）	4
图表 2：社会消费品零售同比增速	5
图表 3：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）	5
图表 4：各商品板块消费季调环比	6
图表 5：汽车与地产后周期消费（季调）	7
图表 6：其他板块的商品消费（季调）	7
图表 7：商品房及住宅销售面积（季调）	7
图表 8：固定资产投资及其分项的环比增速（季调）	8
图表 9：固定资产投资（季调）	9
图表 10：基建与制造业投资（季调）	10
图表 11：房地产开发投资（季调）	10
图表 12：中国住房库存规模（季调）	11
图表 13：工业增加值（季调）	12
图表 14：发电量（季调）	13
图表 15：出口交货值（季调）	13
图表 16：调查失业率（季调）	15
图表 17：调查失业率（季调）	16
图表 18：二手房挂牌价格指数	18
图表 19：全球制造业 PMI	18
图表 20：美元兑人民币汇率	19
图表 21：中国社会融资总量存量季调环比	20
图表 22：政府部门社融存量同比和政府以外部门社融存量同比	20
图表 23：企业部门社融存量同比	21
图表 24：居民部门社融存量同比	21

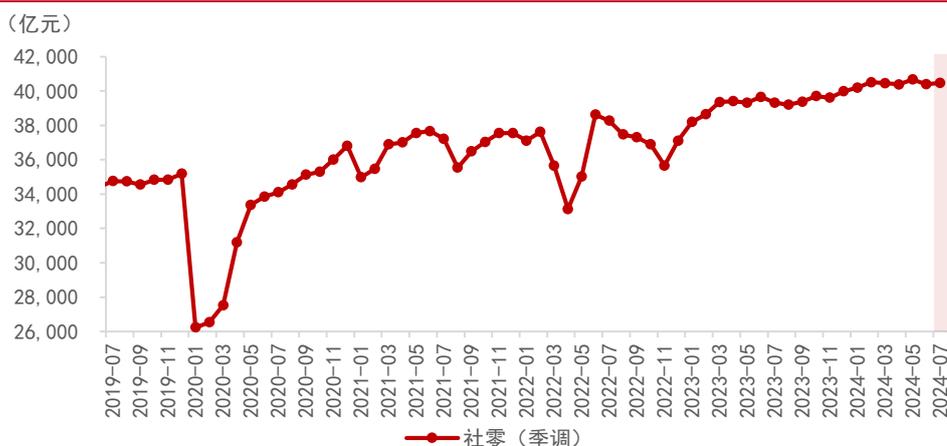
1. 需求端：消费弱回升，投资有放缓

7月需求端表现分化。季节性调整后，7月社零环比温和回升，其中商品消费出现反弹，餐饮消费有所回落；地产销售继续回落；固定资产投资环比出现下滑，其中制造业投资、基建投资均较上月有所放缓，地产投资则继续下滑。

1.1 社会消费品零售略有回升

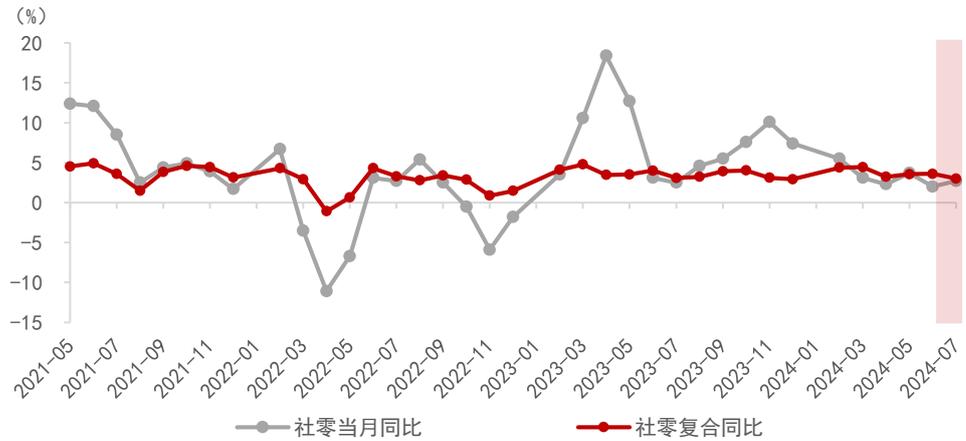
总体而言，季调后，7月社会消费品零售规模较上月有所回升。从剔除季节性因素影响的数据来看，7月社零环比增长0.2%（前值-0.7%）；整体而言，增长偏弱。

图表1：社会消费品零售规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：社会消费品零售同比增速

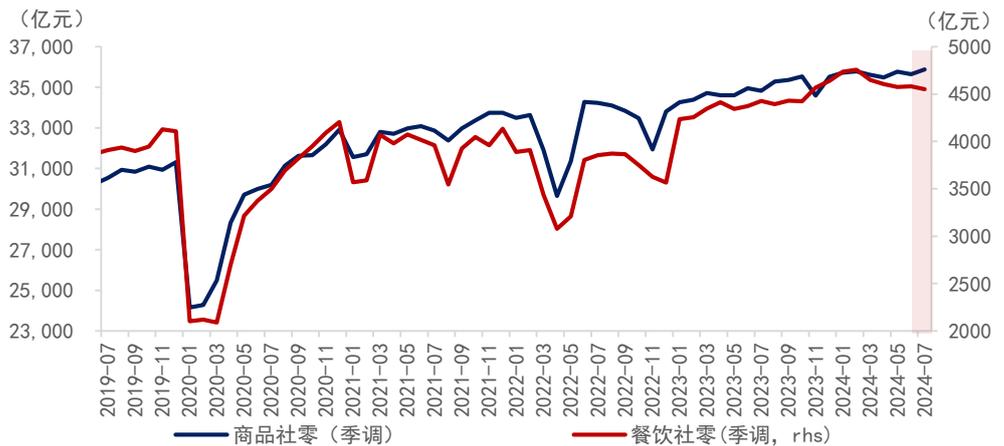


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比增速以2019年为基期

分消费类别而言，7月商品消费有所回升，餐饮消费有所回落。

季节性调整后，7月商品消费环比增长0.6%（前值-0.3%），餐饮消费环比下降0.7%（前值+0.2%）。

图表3：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

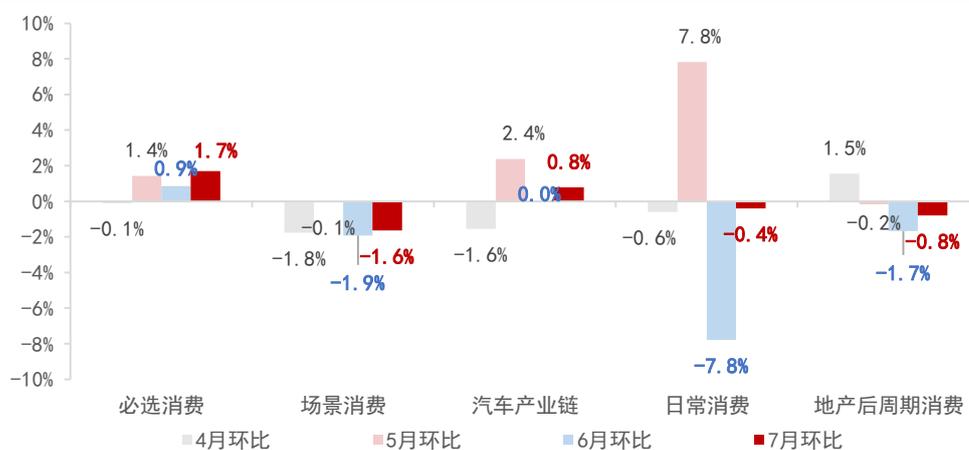
分板块来看，除汽车消费外，其余商品板块的消费都在7月延续了上月的走势，且继续表现分化。其中，必选消费继续回升，日常商品、外出相关商品与地产后周期

商品的消费则进一步放缓，汽车消费则在上月的平稳后出现了回升。

具体而言，从限额以上的商品销售观察：

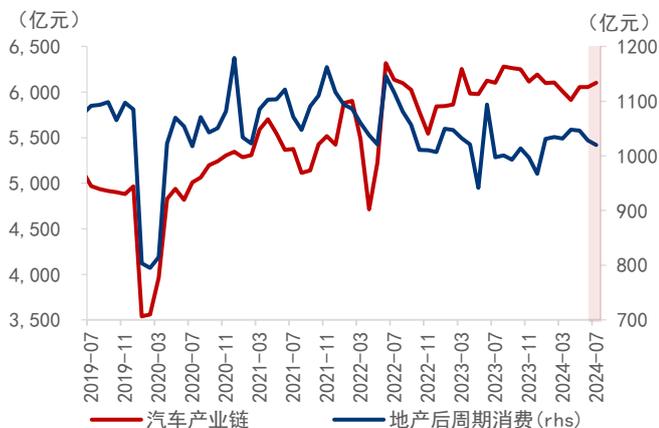
- 粮油、食饮及药品等必选消费继续回升。季节性调整后，其7月环比增长1.7%（前值+0.9%）。
- 汽车消费有所回升。季节性调整后，7月汽车消费环比增长0.8%（前值0%）。
- 但日常商品消费（烟酒、日用品、体育文娱用品等）继续回落。季节性调整后，7月日常商品消费规模环比下降0.4%（前值-7.8%）。
- 鞋帽服装、化妆品等与外出相关商品消费进一步回落。季节性调整后，外出相关消费在7月环比下降1.6%（前值-1.9%）。
- 家具家电等地产后周期商品消费也进一步放缓。季节性调整后，地产后周期商品消费在7月环比下降0.8%（前值-1.7%）。

图表4：各商品板块消费季调环比



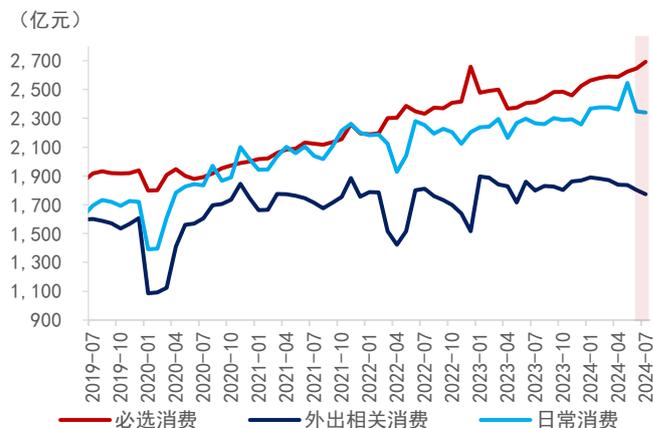
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5: 汽车与地产后周期消费 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 其他板块的商品消费 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.2 地产销售仍然偏弱

7月地产销售规模继续环比下滑。从经过季节性调整的数据来看,7月商品房销售规模环比下降4.4%(前值-7.6%),其中住宅销售面积环比下降1.9%(前值-8.2%)。

图表7: 商品房及住宅销售面积 (季调)



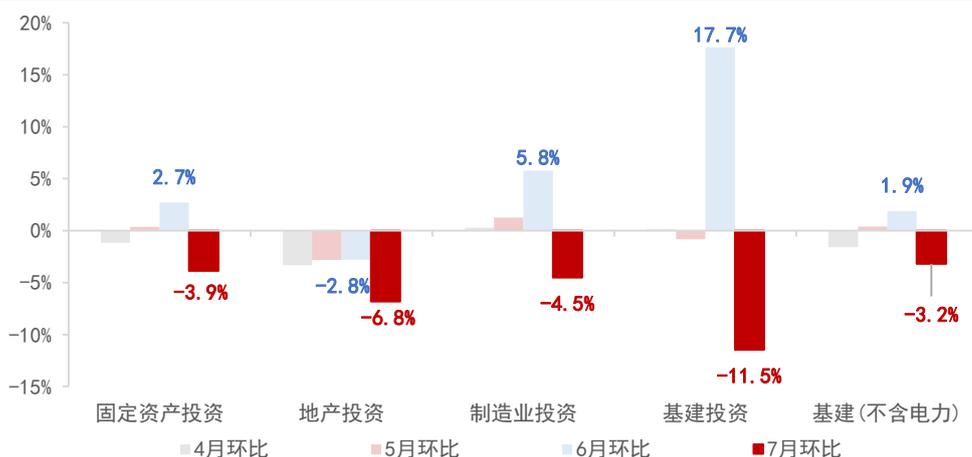
资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.3 固定资产投资环比回落

7月固定资产投资在季节性调整后整体环比回落。其中，制造业投资、基建投资均较上月有所放缓，地产投资则继续下滑。

从经过季节性调整后的数据来看，7月固定资产投资规模环比下降3.9%（前值+2.7%），表明7月固定资产投资整体有所放缓。当然由于6月数据偏高，也导致了7月固定资产投资的环比下行比较明显。我们认为或不能排除统计方面的原因导致6月作为季末或半年度的数据存在一些异常¹。

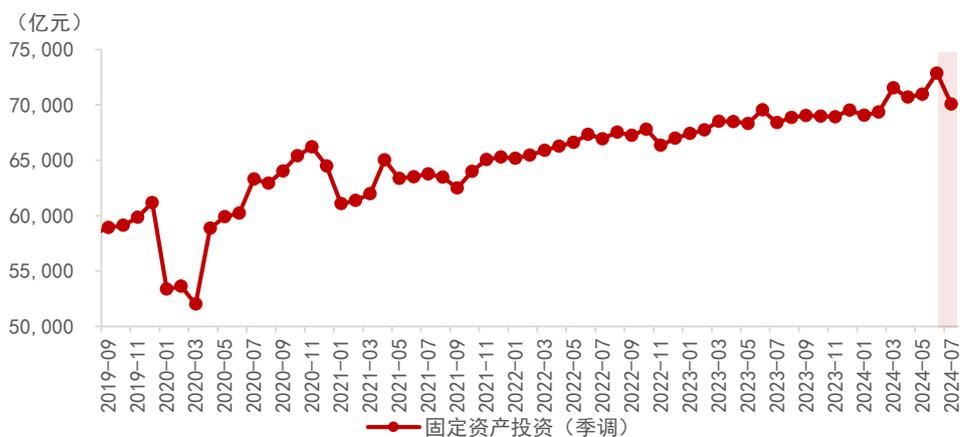
图8：固定资产投资及其分项的环比增速（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

¹ 由于统计部门常会在统计周期的最后一个月集中修正此前统计的一些误差，可能造成了6月份数据偏高（这也意味着此前月份的数据可能偏低）。

图表9：固定资产投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

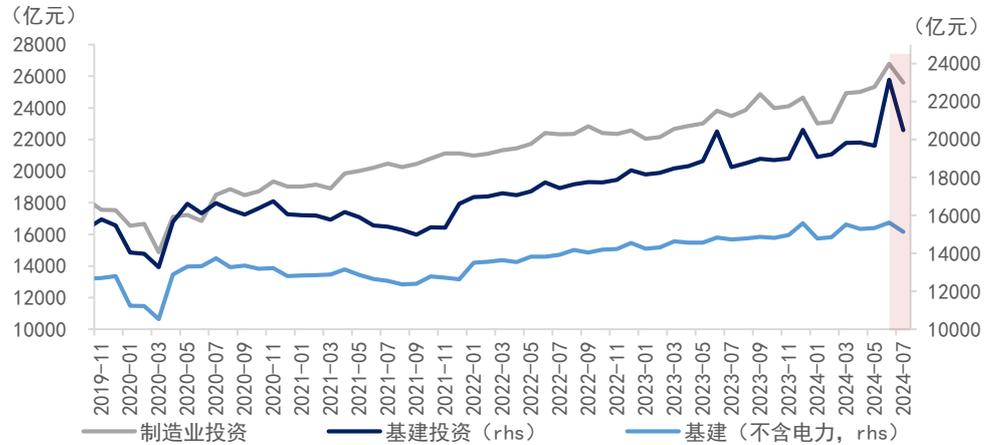
从结构上来看：

制造业投资有所回落。季节性调整后，制造业投资在连续 4 个月的环比正增长后，在 7 月有所回落，环比下降 4.5%（前值+5.8%），但是，如果考虑 6 月数据异常高，剔除这个因素，当前的制造业投资可能整体仍在扩张，实际上其绝对水平仍高于 5 月及以前的水平。

电力相关投资是 7 月基建下行的主要拖累。季节性调整后，7 月广义的基建投资（包含电力）在上个月的大幅反弹后出现回落，环比下降 11.5%（前值+17.7%）。其中，不包含电力的狭义基建投资环比增速为-3.2%（前值+1.9%），这意味着可能主要是电力相关领域的投资回落对 7 月的基建投资构成了拖累。

总体而言，基建投资在 7 月明显放缓。当然，6 月数据偏高也有很大的影响；实际上，就绝对规模而言，7 月基建投资仍明显强于 1-5 月水平。

图表10：基建与制造业投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

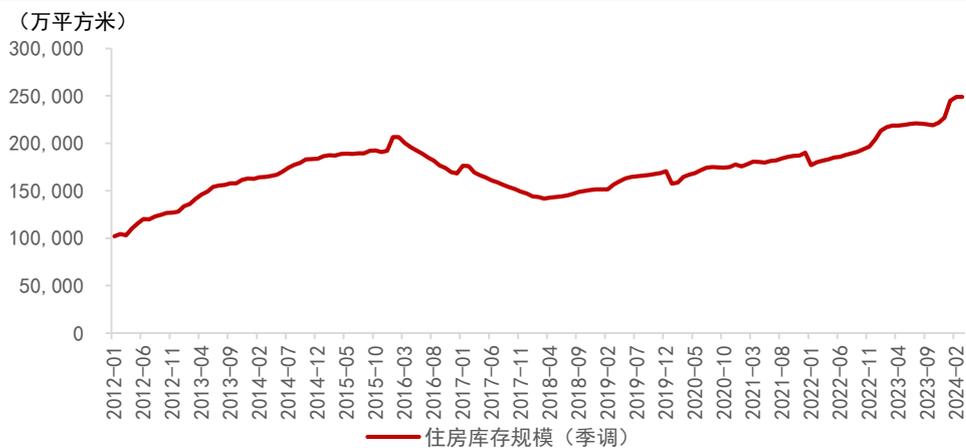
地产投资继续环比回落。季节性调整后，7月地产投资规模环比回落6.8%（前值-2.8%）。由于居民部门以及地产企业都具有较高的地产库存，给地产投资带来了下行压力，相应“去库存”措施也在逐步推进落实中。

图表11：房地产开发投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12: 中国住房库存规模 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

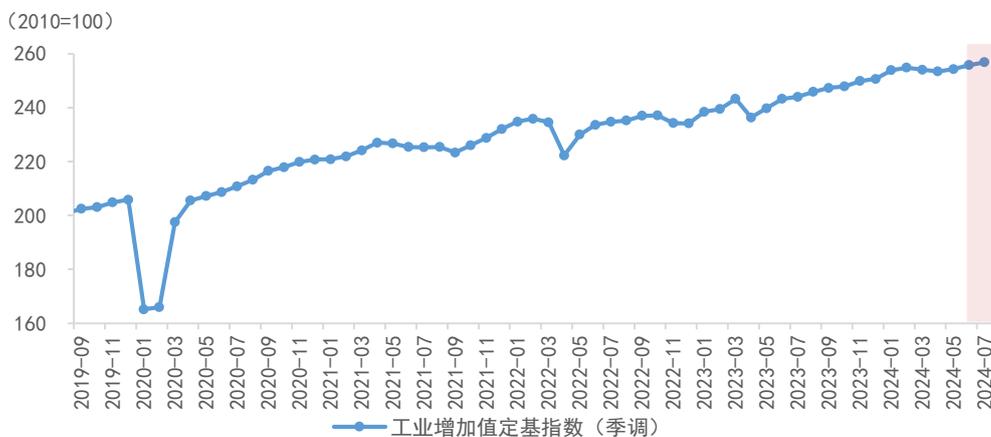
2. 生产端：工业增加值保持韧性

尽管需求端总体有所回落，但7月生产端仍保持了一定的韧性。剔除季节性因素的影响后，7月工业增加值和发电量都保持了温和的环比正增长；工业企业出口交货值则有所回落，与7月出口增长环比放缓保持一致。我们认为，不能排除此前航运价格较高，导致一些低货值订单商品推迟出运在工厂积压，影响后续生产，进而导致出口交货值走弱的可能（《密切关注出口拐点——对7月外贸数据的思考与未来展望》）。

2.1 工业增加值继续回升

7月工业增加值同比增长5.1%（前值5.3%）。季节性调整后，7月工业增加值环比增长0.4%（前值+0.6%）。

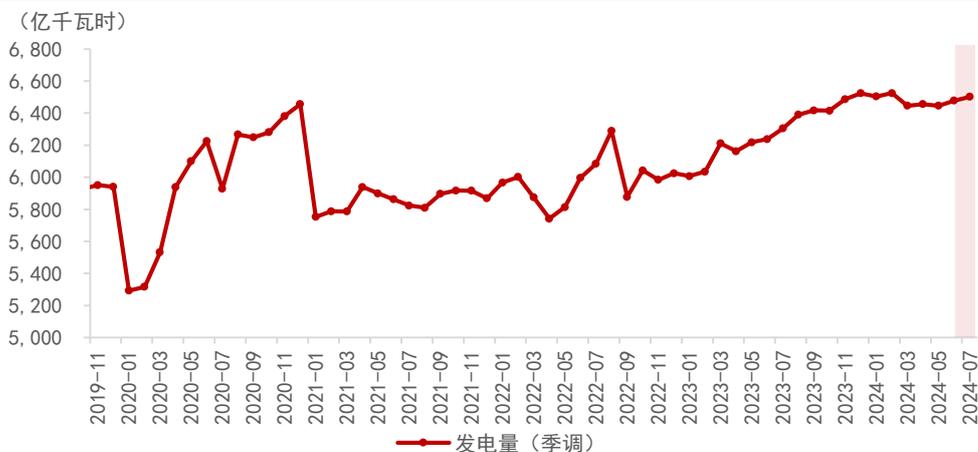
图表13：工业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

从季节性调整后的数据来看，7月发电量继续回升。季节性调整后，7月发电量环比增长0.4%（前值+0.5%）。虽然新能源汽车产业的发展使得发电量增长和工业增加值的增长在一段时间出现了一些不一致，但是发电量的环比正增长仍然有助于验证工业产出的回升。

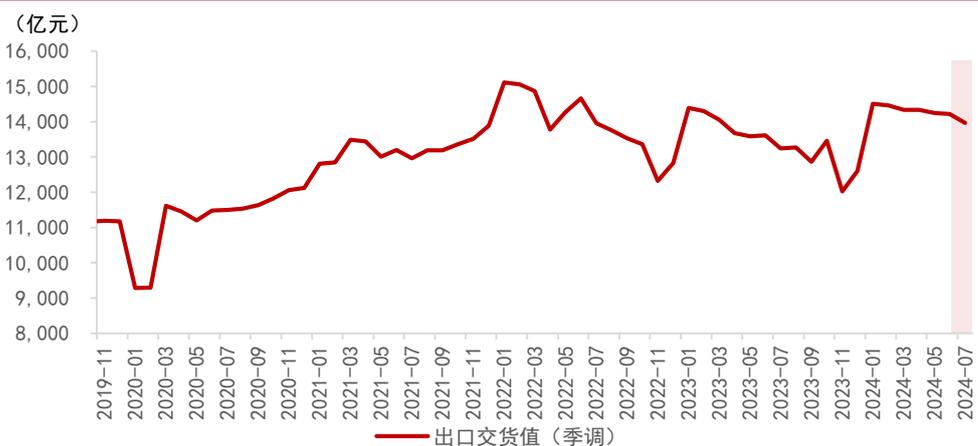
图表14: 发电量 (季调)



2.2 出口交货值回落

与此同时, 7月出口交货值则进一步回落。季节性调整后, 7月工业企业出口交货值环比下降 1.8% (前值-0.2%), 和 7月货物贸易出口数据的回落保持一致。

图表15: 出口交货值 (季调)



此外, 7月前期航运价格较高, 导致一些低货值订单商品推迟出运在工厂积压, 这可能影响了后续生产, 导致出口交货值走弱。

从我们追踪的一些大型企业的出口订单情况来看，目前订单水平仍然维持在高位，并无明显下行的迹象（《密切关注出口拐点——对7月外贸数据的思考与未来展望》）。短期来看，出口交货值或仍将有所支撑，不会出现大幅的下行。

但中期来看，考虑到外需景气度有所下滑，“抢出口”和海外补库需求都已得到一定满足，我们预计，三季度到四季度前期季节性调整后的出口或有所降温，出口交货值可能会面临更明显的下行压力。

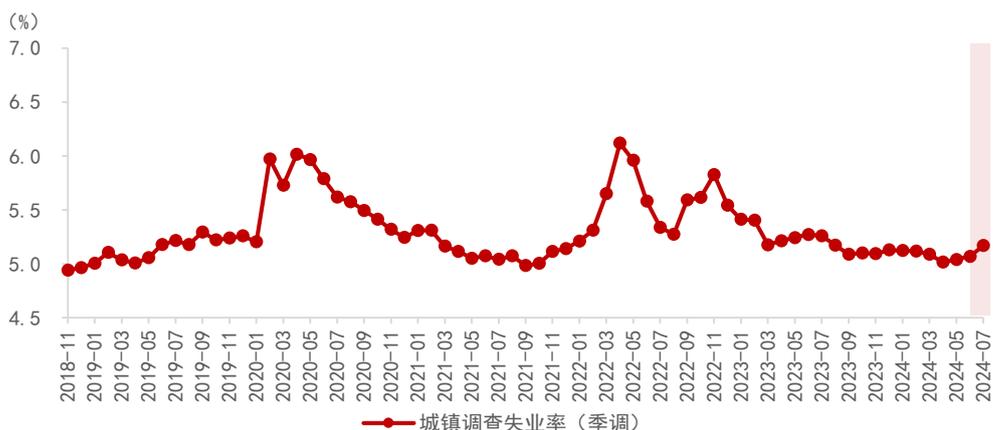
3. 失业率有所上行

季节性调整后，7月城镇调查失业率有所上升。同时，31个大中城市的调查失业率也有一定回升。

3.1 城镇调查失业率稍有上升

7月城镇调查失业率为5.2%，较6月（5.0%）有所上升。季节性调整后，7月城镇调查失业率为5.2%（前值5.1%），较上月回升0.1个百分点。

图表16：调查失业率（季调）



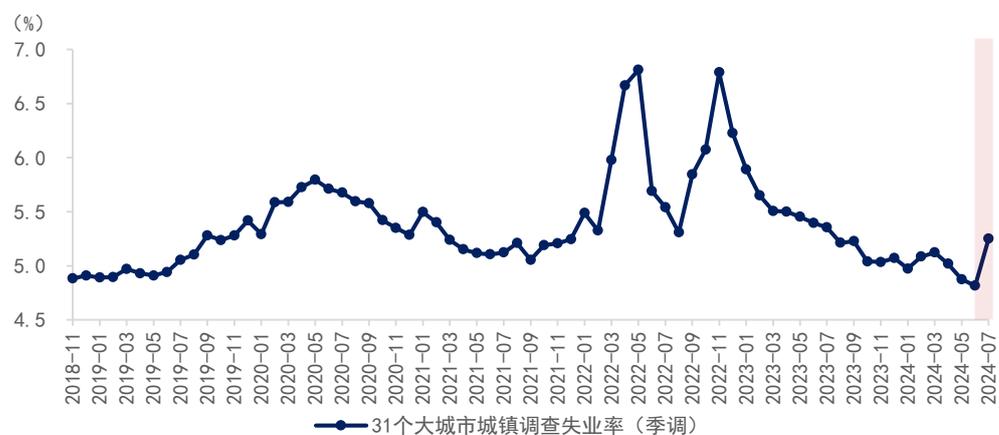
资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 大中城市失业率明显回升

31个大中城市调查失业率在7月为5.3%（前值4.9%）。季节性调整后，7月31个大中城市调查失业率为5.3%，较上月上升0.4个百分点，较总体调查失业率上升的幅度更大（0.1个百分点），表明大中城市就业压力的上升可能相对其他地区更为明显，这可能与高校毕业生更多集中在大城市有关²。

² https://www.stats.gov.cn/sj/sjd/202408/t20240815_1955995.html

图表17: 调查失业率 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

4. 未来经济与政策展望

虽然7月工业生产保持韧性，投资放缓一定程度上是受到高温、强降水等阶段性因素的扰动，但是7月需求端数据偏弱的态势进一步显现，社零数据的增长整体偏弱，官方数据显示的就业市场压力也明显上升。我们认为政策及时发力的必要性正在上升。

当然，投资者也无须过度担忧，我们认为中国经济内生性动能犹存，而近期金融数据也有一些企稳的迹象。伴随着政策发力和前期政策的效果有所显现，我们整体仍维持下半年中国经济的新周期可能推动经济逐步复苏的判断。

4.1 极端天气扰动7月投资

我们认为，极端高温与强降水等阶段性因素的扰动可能导致了7月投资放缓。在数据发布后的国新办新闻发布会上，国家统计局新闻发言人刘爱华表示，7月固定资产投资的放缓，“主要还是受到极端强降水和高温天气制约了建筑施工等因素的影响”³。

此前气象局新闻发布会上也曾介绍⁴，今年7月，“全国平均气温……较常年同期偏高1.1℃，为1961年以来历史同期最高。我国南方遭遇大范围持续高温过程。多地连续高温日数超20天，共有59个国家级气象站日最高气温突破或持平历史极值”。我们认为，偏高的气温可能的确对户外施工造成了较大限制。

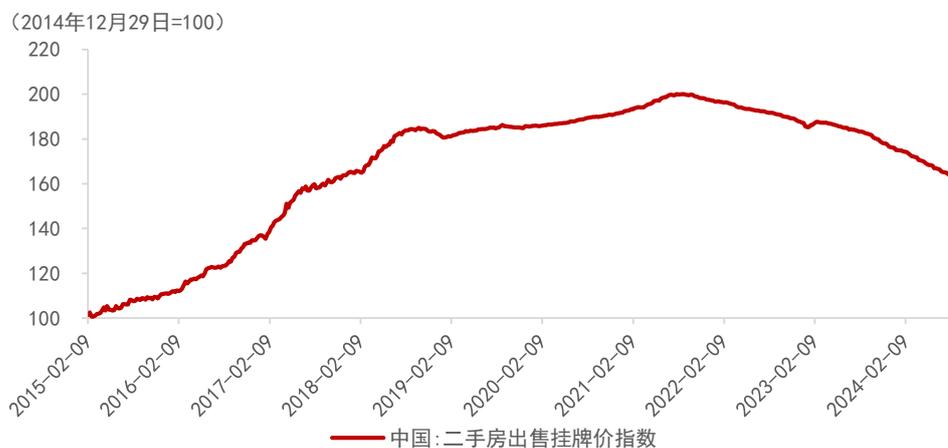
此外，尽管7月居民消费有温和的环比回升，但程度较弱，且从不同类别消费的分化来看，居民的风险偏好或仍有待提升。7月必选商品消费有所回升，但餐饮消费以及可选商品（包括鞋服等外出相关消费、体育文娱用品等日常消费、地产后周期消费等等）的消费多数环比有所回落。

居民风险偏好的下降可能部分与地产价格持续调整有关。7月二手房挂牌价指数的平均值较上月环比下降1.1%（前值-0.9%）。当然地产价格的调整可能也受到风险偏好收缩的影响。此外，可能还有一些其他因素对居民的风险偏好产生了影响。

³<https://www.yicai.com/news/102232941.html>

⁴<https://news.cctv.com/2024/08/05/ARTI19SS5frXBHdhXqUOLfy0240805.shtml>

图表18：二手房挂牌价格指数

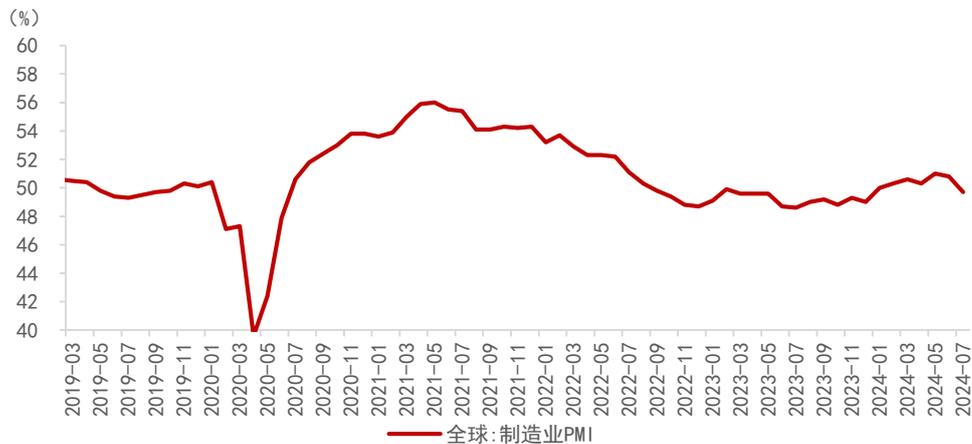


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：数据更新至 2024. 8. 5。

4.2 下半年经济仍有望重回复苏轨道

就短期而言，7月数据略弱于预期，就业市场压力也明显加大，而且海外需求也有逐步转弱的压力（《密切关注出口拐点——对7月外贸数据的思考与未来展望》）。但是，我们认为投资者也无须过度悲观，一些迹象表明“柳暗花明又一村”的情形仍有望在下半年出现。

图表19：全球制造业 PMI



资料来源：Wind，国联证券研究所

第一，新旧动能转换推动经济复苏的大逻辑并未破坏。7月工业生产与发电量仍保持环比正增长；如果剔除6月制造业投资的异常高增，整体而言制造业投资仍在持续增长，表明在地产以外的领域继续扩大再生产的过程仍在持续，新动能逐步替代旧动能的大逻辑并没有改变（《中国经济的新周期和新特征——2024年宏观展望——中国经济如何走向复苏（四）》）。

第二，短期数据恶化，特别是就业数据的恶化意味着政策和改革发力的必要性在进一步上升，并且可能逐步落地。按照政治局会议的部署，地方政府专项债债券发行进度可能加速并尽快形成实物工作量。同时，人民银行降准、降息仍有空间，我们认为不能排除人民银行早于美联储降息的可能，毕竟人民币汇率近期已经有明显反弹。此外，如果决策层储备和推出其他的政策措施，我们认为也属于意料之中。我们也注意到一些经济体制改革也已经在加速推进，例如财政部近期宣布将尽快启动消费税改革⁵。

图表20：美元兑人民币汇率

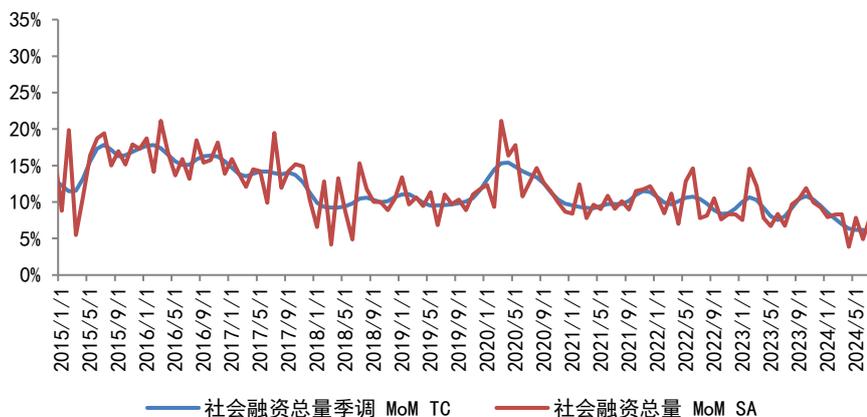


资料来源：Wind，国联证券研究所

第三，前期政策调整的一些效果或有所显现。我们注意到，7月的存量社会融资总量环比增速（经季调）已经有所反弹，并在最近几个月已经有企稳的迹象。尽管金融和经济之间的关系有所弱化（《物价与金融数据无须过度担忧——4月金融物价数据点评》），但是金融数据企稳肯定是一个积极信号。

⁵<https://www.chinanews.com.cn/cj/2024/07-31/10260692.shtml>

图表21：中国社会融资总量存量季调环比



资料来源：Wind，国联证券研究所

从存量的同比数据来看，不仅仅政府债券同比明显反弹，政府以外部门的融资也有所企稳。

图表22：政府部门社融存量同比和政府以外部门社融存量同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

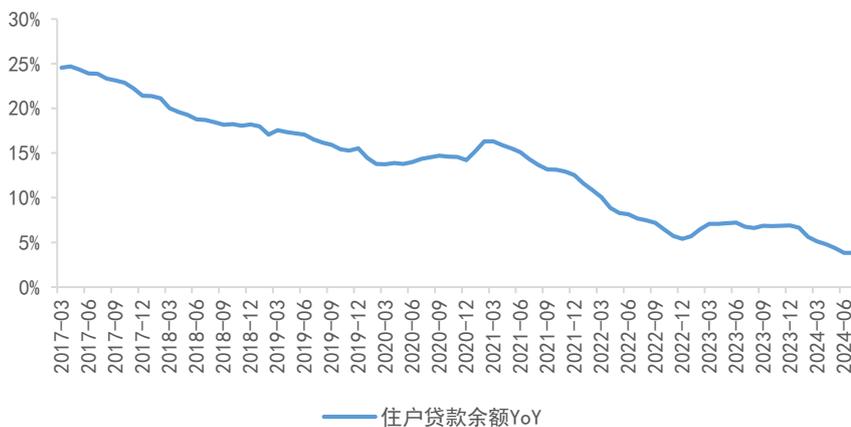
具体而言，居民和企业部门的整体融资也都有所企稳。

图表23：企业部门社融存量同比



资料来源：Wind, 国联证券研究所；注：全部融资包括企业贷款、票据融资、承兑汇票、企业债券、信托委托贷款⁶

图表24：居民部门社融存量同比



资料来源：Wind, 国联证券研究所；注：居民贷款余额包括居民短期和中长期贷款

展望未来，我们预计，在新旧动能逐步转换、经济内生性动能逐步增强（《新周期的量与价——2024年下半年宏观经济展望》）和政策改革发力、且前期政策效果逐步落地的共同支持下，下半年中国经济的负产出缺口有望逐步收敛，推动经济重

⁶主要考虑债务融资，没有包括股票融资

回复苏轨道。

5. 风险提示

政策与预期不一致：若政策落地时间与力度有所变化，则相关领域的增速可能不符合我们的预期。

地产出现超预期的信用风险事件：如果地产出现超预期的信用风险事件，则地产销售与投资可能不符合我们的预期。

海外地缘政治事件超预期：如果出现超预期的地缘政治事件，则出口可能不符合我们的预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼