

内需修复进程是后续经济走势的关键

——2024年7月经济数据点评

核心观点

今年二季度经济增速低于预期，从行业上主要受到建筑业、金融业和房地产业的拖累，从支出法角度主要是房地产投资、基建投资和居民消费拖慢了整体经济的复苏进程，而出口则是经济的重要支撑项。从7月的经济数据看，基建因专项债发行的提速已有改善，外贸略微降速但对经济的支撑作用依然较强，但消费和房地产投资改善程度相对有限。站在当前时点看，后续经济走势能否企稳向上，关键在于在增量稳增长政策的支撑下，以房地产投资和消费为代表的内需修复能否如期推进。

(1) 7月消费表现依然较弱

2024年7月，社零同比录得+2.7%，较6月+0.7PCTS，低于市场预期的+3.1%，其中，商品零售和餐饮收入同比分别为+2.7%和+3.0%，分别较上月+1.2PCTS和-2.4PCTS。从限额以上具体商品类别零售额增速角度，2024年7月，非必需品消费和必需品消费出现分化，7月食品、饮料、日用品类和中西药品类等必需性消费品消费金额同比增速为正，非必需性消费品中，除石油及制品类和通讯器材类消费金额同比为正外，其余如烟酒类、金银珠宝类、建筑装潢类等9类商品消费金额同比增速为负。7月消费数据低于市场预期，一方面可能仍然与今年电商活动启动较早，消费在此前出现透支有关。从4月以来增速看，家用电器类、化妆品类、通讯器材类、服装鞋帽帽类、文化办公用品等网络销售量较大的商品在5月的增速均形成了二季度以来的“凸”点。除消费透支效应外，消费不及预期的更根本因素依然是居民实际收入增速下降之下消费意愿的不足。今年7月社零环比为+0.35%，自2012年开始，仅高于2020、2021和2022年同月，明显低于疫情前同月水平。我们认为，作为经济组成部分中相对“后周期”的部分，后续消费的修复或难以一蹴而就，或需要整个经济的企稳向上作为先决条件。

(2) 7月固投表现平稳，房地产投资仍然是最大拖累

2024年7月，固投同比+1.9%，较6月-1.7PCTS，低于上半年累计值的+3.9%，带动1-7月固投累计同比录得+3.6%，较上半年-0.3PCTS。其中：制造业投资+8.3%，较上月-1.0PCTS，带动1-7月制造业投资录得+9.3%，较上半年-0.2PCTS，走势相对平稳；基建投资+10.7%，较上月+0.5PCTS，明显高于上半年的+7.7%，带动1-7月基建投资录得+8.1%，较上半年+0.4PCTS；房地产投资-10.8%，较6月-0.7PCTS，也低于上半年的-10.1%，带动1-7月房地产投资录得-10.2%。

2024年7月，制造业投资录得+8.3%的较高增速，单月增速虽然低于上月，但在近60个月中依然排在第17位，显示增速并不算慢。从具体的行业看，已公布投

主要数据

| | |
|-------|-----------|
| 上证指数 | 2877.3579 |
| 沪深300 | 3341.953 |
| 深证成指 | 8370.1229 |

主要指数走势图



作者

| | |
|-------------------------|------|
| 符旸 | 分析师 |
| SAC执业证书: S0640514070001 | |
| 联系电话: 010-59562469 | |
| 邮箱: fuyyjs@avicsec.com | |
| 刘庆东 | 分析师 |
| SAC执业证书: S0640520030001 | |
| 联系电话: 010-59219572 | |
| 邮箱: liuqd@avicsec.com | |
| 刘倩 | 研究助理 |
| SAC执业证书: S0640122090025 | |
| 联系电话: 010-59562515 | |
| 邮箱: | |

相关研究报告

- 7月通胀回升，外贸保持平稳 —2024-08-13
- 金融市场分析周报 —2024-08-08
- 美联储即将开启降息，国内稳内需政策仍需发力 —2024-08-04

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

资数据的所有制造业子行业 1-7 月累计投资增速均为正，其中 6 个行业增速较上半年抬升，7 个制造业子行业增速较上半年下滑。有色、金属制品和铁路船舶航空航天制造业为 3 个 1-7 月同比增速较上半年抬升幅度最大的行业。

7 月制造业投资增速继续保持平稳，维持相对高增速，仍然是当前固投的主要支撑项。我们认为，当前制造业投资增速主要有三个支撑因素：一是大规模设备更新改造政策的支撑；二是我国产业继续升级趋势之下高技术制造业投资对整体制造业投资的拉动；三是年初以来，特别是二季度以来外需持续改善下对制造业需求的支撑。往后看，制造业投资在大概率保持平稳的同时也面临若干不确定性：一是海外经济走弱之下，外需的支撑的力量在后续存在着不确定性；二是我国内需虽然当前修复的力度仍然偏弱，未来仍然存在着一定不确定性；三是当前制造业产能利用率处在 2018 年以来相对低位，后续可能对制造业投资产生一定制约。综合来看，预计年内制造业投资仍将保持平稳，全年有望实现+8.5%以上增速。

2024 年 7 月，房地产投资增速为-10.8%，较 6 月跌幅略微扩大。7 月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-11.8%、-6.3%和-10.1%。

总体来看，7 月房地产投资并未出现改善，同比下滑仍在 10%以上，且跌幅较上月略微扩大。其余房地产相关数据方面，一手房销售额和销售面积同比跌幅有所扩大，房屋新开工和竣工面积均出现跌幅缩小，但均录得 20%以上跌幅，显示无论是居民购买一手房屋，还是房企营建新项目意愿均较弱。此外，房企开发资金来源虽较 6 月降幅缩窄，但仍有 10%以上跌幅，显示房企资金仍然相对紧张。值得注意的是，延续 6 月趋势，7 月二手房交易继续回暖。根据中指研究院数据，2024 年 7 月，包括北京、深圳、上海和杭州在内的重点 15 城二手房成交 9.9 万套，同比增幅达到 42.5%。房地产投资能否改善，后续的重点在于稳商品房销售政策下，二手房的回暖能否向一手房传导，进而改善整个房地产价值链条。

今年 7 月，基建投资同比+10.7%，累计同比+8.1%，排在近 60 个月月度同比增速的第 24 位（2021 年为两年复合增速）。今年一季度专项债发行进度较慢，5 月以来发行有所提速，但截止 7 月，今年 1-7 月财政发力的进度仍明显落后于去年。1-7 月新增专项债发行为 1.78 万亿元，完成了全年进度的 45.5%，而去年 1-7 月发行规模和完成进度分别为 2.50 万亿元和 66%。展望 8 月到年末，预计在更加充裕的资金支撑下，叠加“三大工程”等项目的持续推进，基建投资将继续保持一定强度，全年仍有望实现+7.0%以上增速。

(3) 工业生产保持韧性

2024 年 6 月规模以上工业增加值同比+5.1%，较 6 月-0.2PCTS，排在近 60 个月的第 27 位。2024 年 1-7 月规模以上工业增加值累计同比增长+5.9%，较去年全年+1.3PCTS，表明相比去年，今年工业生产总体扩张速度加快。另一方面，7 月工业增加值环比为+0.35%，虽较 6 月的近 5 年同月最低有所改善，但与 2013 年至今同月数据比，仅高于 2015 年、2021 年和 2023 年，显示今年 7 月的工业生产相对弱于季节性。展望后续，我们认为随着稳增长政策持续发力，8 月到年末工业生产大概率仍将维持韧性，而制约工业生产的两个潜在因素一是房地产投资和居民消费代表的内需修复进程的不确定性，二是南方地区极端天气在三季度对工业生产的扰动。预计全年工业生产有望实现+5.5%左右的增速。

风险提示：海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

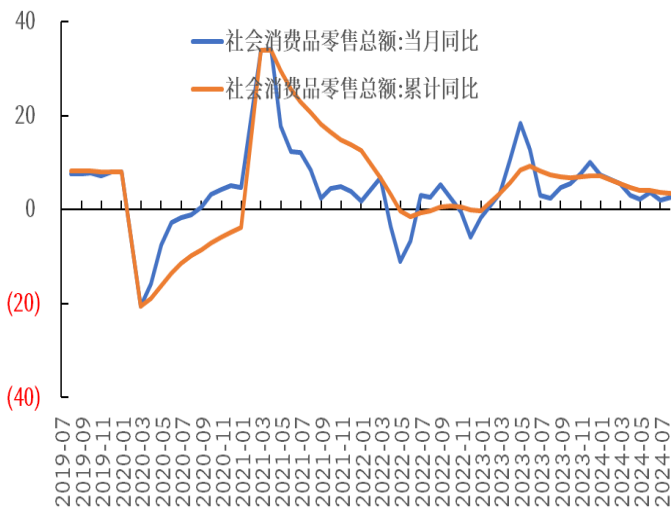
一、7月消费表现依然较弱

2024年7月，社零同比录得+2.7%，较6月+0.7PCTS,低于市场预期的+3.1%，其中，商品零售和餐饮收入同比分别为+2.7%和+3.0%，分别较上月+1.2PCTS和-2.4PCTS。

从限额以上具体商品类别零售额增速角度，2024年7月，非必需品消费和必需品消费出现分化，7月食品、饮料、日用品类和中西药品类等必需性消费品消费金额同比增速为正，非必需性消费品中，除石油及制品类和通讯器材类消费金额同比为正外，其余如烟酒类、金银珠宝类、建筑装潢类等9类商品消费金额同比增速为负。

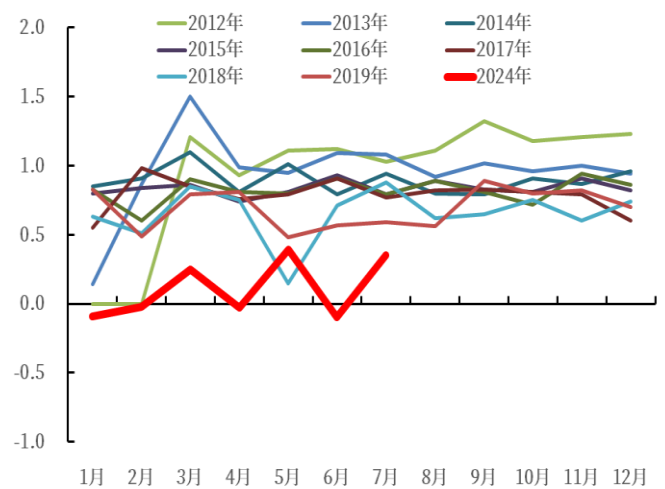
7月消费数据低于市场预期，一方面可能仍然与今年电商活动启动较早，消费在此前出现透支有关。从4月以来增速看，家用电器类（4到7月增速分别+4.5%、+12.9%、-7.6%、-2.4%）、化妆品类（4到6月增速分别-2.7%、+18.7%、-14.6%、-6.1%）、通讯器材类（4到6月增速分别+13.3%、+16.6%、+2.9%、+12.7%）、服装鞋帽类（4到6月增速分别-2.0%、+4.4%、-1.9%、-5.2%）、文化办公用品（4到6月增速分别-4.4%、+4.3%、-8.5%、-2.4%）等网络销售量较大的商品在5月的增速均形成了二季度以来的“凸”点。除消费透支效应外，消费不及预期的更根本因素依然是居民实际收入增速下降之下消费意愿的不足。今年7月社零环比为+0.35%，自2012年开始，仅高于2020、2021和2022年同月，明显低于疫情前同月水平。我们认为，作为经济组成部分中相对“后周期”的部分，后续消费的修复或难以一蹴而就，或需要整个经济的企稳向上作为先决条件。

图1 社零同比走势 (%)

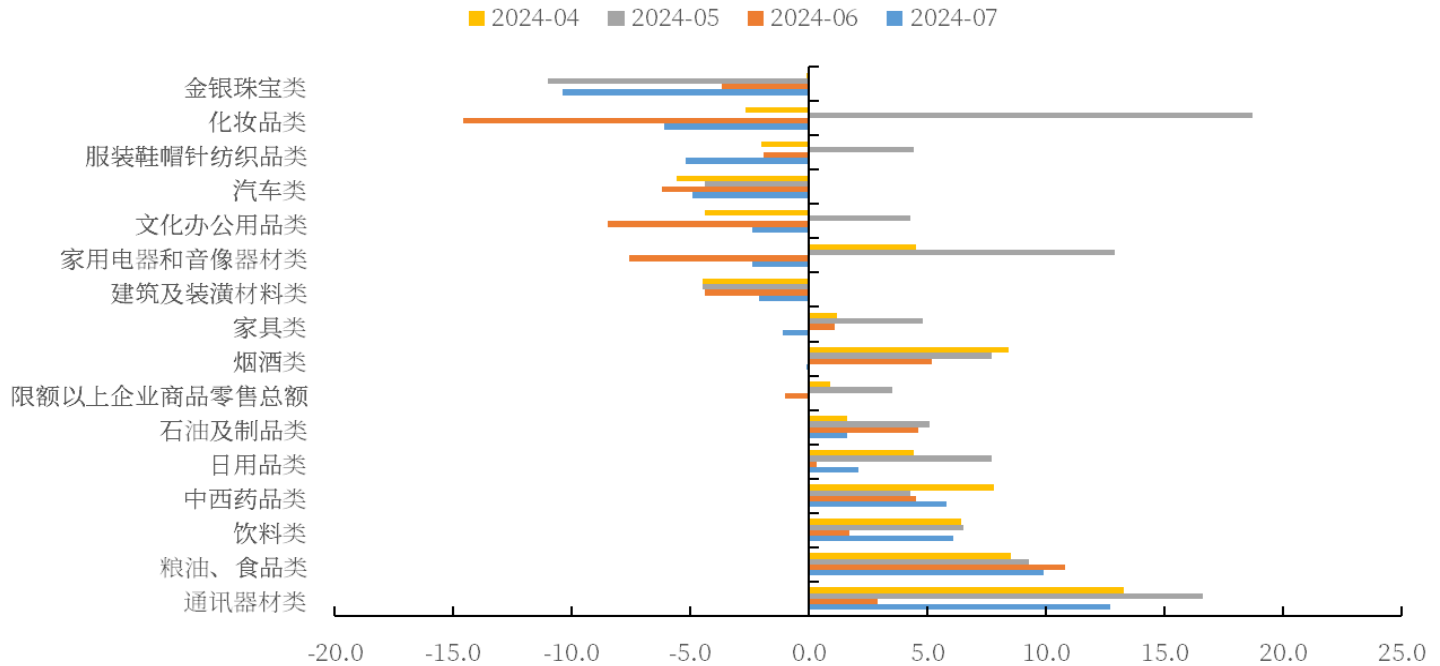


资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 历年各月社零环比 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 二季度以来各商品类别零售额当月同比增速 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

二、7月固投表现平稳，房地产投资仍然是最大拖累

2024年7月，固投同比+1.9%，较6月-1.7PCTS，低于上半年累计值的+3.9%，带动1-7月固投累计同比录得+3.6%，较上半年-0.3PCTS。其中：制造业投资+8.3%，较上月-1.0PCTS，带动1-7月制造业投资录得+9.3%，较上半年-0.2PCTS，走势相对平稳；基建投资+10.7%，较上月+0.5PCTS，明显高于上半年的+7.7%，带动1-7月基建投资录得+8.1%，较上半年+0.4PCTS；房地产投资-10.8%，较6月-0.7PCTS，也低于上半年的-10.1%，带动1-7月房地产投资录得-10.2%。

(1) 制造业投资增速相对平稳

2024年7月，制造业投资录得+8.3%的较高增速，单月增速虽然低于上月，但在近60个月中依然排在第17位，显示增速并不算慢。从具体的行业看，已公布投资数据的所有制造业子行业1-7月累计投资增速均为正，其中6个行业增速较上半年抬升，7个制造业子行业增速较上半年下滑。有色、金属制品和铁路船舶航空航天制造业为3个1-7月同比增速较上半年抬升幅度最大的行业。

7月制造业投资增速继续保持平稳，维持相对高增速，仍然是当前固投的主要支撑项。我们认为，当前制造业投资增速主要有三个支撑因素：一是大规模设备更新改造政策的支撑。1-7月设备工器具购置投资增速录得+17.0%，已达2021年3月以来最高增速；二是我国产业继续升级趋势之下高技术制造业投资对整体制造业投资的拉动。1-7月高技术制造业投资增速为+9.7%，依然高于制造业投资总体增速；三是年初以来，特别是二季度以来外需持续改善下对制造业需求的支撑。自3月以来，我国以美元计出口

同比累计增速持续向上，今年 1-7 月以美元计出口同比增速为+4.0%。

往后看，制造业投资在大概率保持平稳的同时也面临若干不确定性：一是海外经济走弱之下，外需的支撑的力量在后续存在着不确定性。7 月，当前对我国外贸增速拉动最大的两个地区，欧盟和美国制造业 PMI 分别录得 45.8%和 49.5%，分别与上月持平 and 较上月-2.2PCTS。此外，美国 7 月非农数据明显低于预期，也加深了市场对美国经济走势的担忧。但考虑到发达经济体当前经济放缓的程度并不陡峭以及近些年我国通过调整外贸策略，预计外需对制造业投资的支撑较难出现突然衰弱；二是我国内需虽然当前修复的力度仍然偏弱，未来仍然存在着一定不确定性；三是当前制造业产能利用率处在 75.2%的 2018 年以来相对低位，后续可能对制造业投资产生一定制约。综合来看，预计年内制造业投资仍将保持平稳，全年有望实现+8.5%以上增速。

(2) 7 月房地产投资改善依然有限

2024 年 7 月，房地产投资增速为-10.8%，较 6 月跌幅略微扩大。7 月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-11.8%、-6.3%和-10.1%。

房屋销售方面，今年 7 月商品房销售额和销售面积同比分别为-18.5%和-15.4%，分别较 6 月-4.2PCTS 和-0.9PCTS。房地产施工方面，7 月房屋施工面积同比-21.7%，其中新开工面积同比-19.7%、竣工面积同比-21.8%。

房地产开发资金方面，7 月房企开发到位资金同比-11.2%（较 6 月+3.4PCTS），其中国内贷款同比-3.2%（较 6 月+4.6PCTS）、自筹资金同比-4.8%（较 6 月+1.0PCTS）、定金及预收款同比-13.2%（较 6 月+9.1PCTS）、个人按揭贷款同比-34.3%（较 6 月-9.1%）。

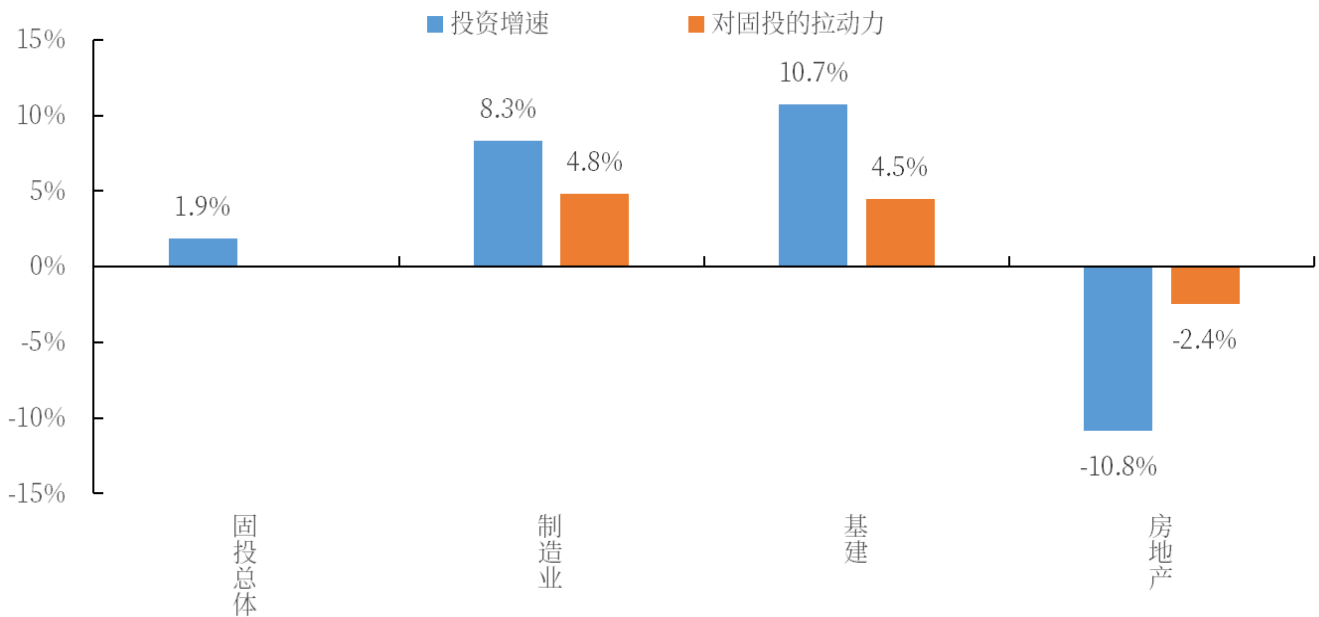
总体来看，7 月房地产投资并未出现改善，同比下滑仍在 10%以上，且跌幅较上月略微扩大。其余房地产相关数据方面，一手房销售额和销售面积同比跌幅有所扩大，房屋新开工和竣工面积均出现跌幅缩小，但均录得 20%以上跌幅，显示无论是居民购买一手房屋，还是房企营建新项目意愿均较弱。此外，房企开发资金来源虽较 6 月降幅收窄，但仍有 10%以上跌幅，显示房企资金仍然相对紧张。库存角度，根据我们的统计，截止 7 月，我国商品房商品房去化周期已达 34.4 个月，去化周期较前 6 月继续上升，显示整个房地产行业目前仍受困于居民购买一手房意愿低，存在去库存的同时去化周期仍在上升的现象。值得注意的是，延续 6 月趋势，7 月二手房交易继续回暖。根据中指研究院数据，2024 年 7 月，包括北京、深圳、上海和杭州在内的重点 15 城二手房成交 9.9 万套，同比增幅达到 42.5%。房地产投资能否改善，后续的重点在于稳商品房销售政策下，二手房的回暖能否向一手房传导，进而改善整个房地产价值链条。

(3) 7 月基建投资发力

今年 7 月，基建投资同比+10.7%，累计同比+8.1%，排在近 60 个月月度同比增速的第 24 位（2021 年为两年复合增速）。分三大基建类别看，1-7 月电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+23.8%，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+8.2%，水利环境和公共设施管理投资同比录得+0.7%。

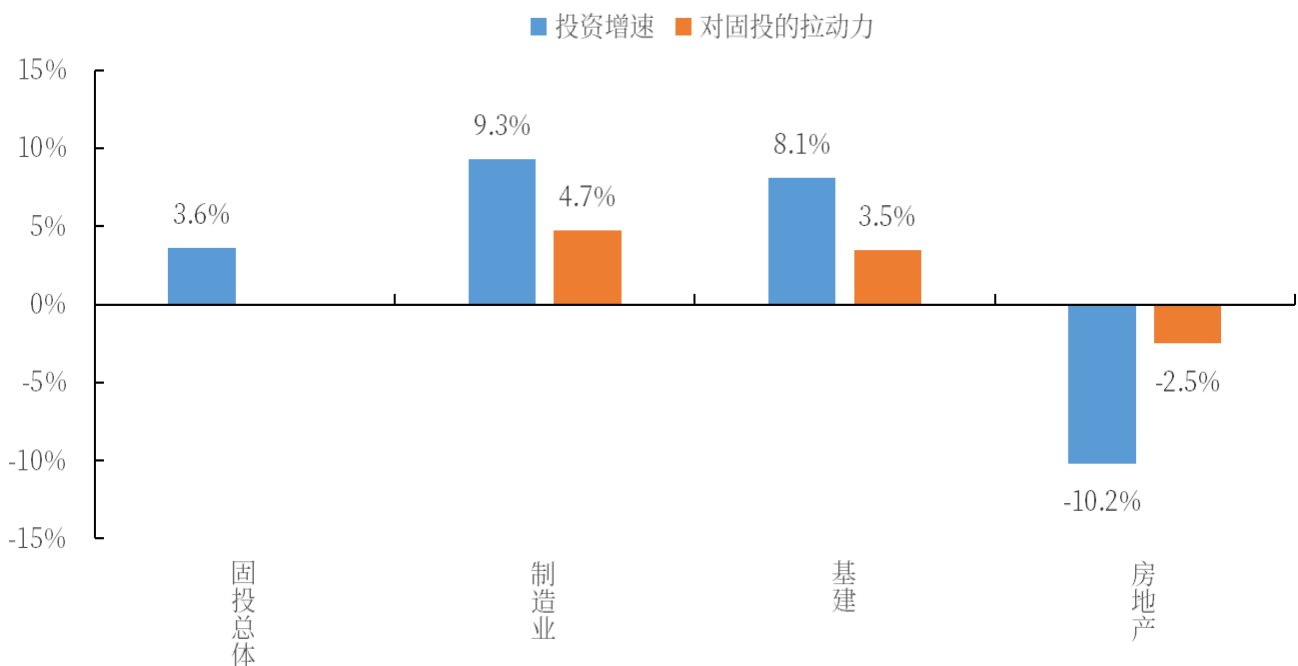
今年一季度专项债发行进度较慢，5月以来发行有所提速，但截止7月，今年1-7月财政发力的进度仍明显落后于去年。1-7月新增专项债发行为1.78万亿元，完成了全年进度的45.5%，而去年1-7月发行规模和完成进度分别为2.50万亿元和66%。展望8月到年末，预计在更加充裕的资金支撑下，叠加“三大工程”等项目的持续推进，基建投资将继续保持一定强度，全年仍有望实现+7.0%以上增速。

图4 2024年7月固投及主要分项投资增速及拉动力



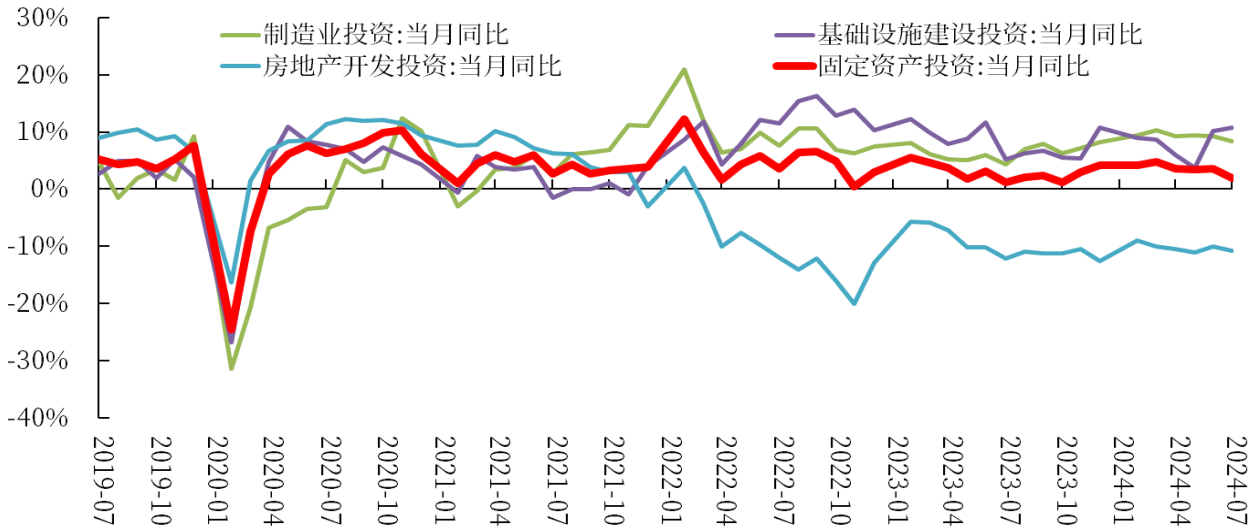
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 2024年1-7月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

图6 固投及主要分项当月同比走势



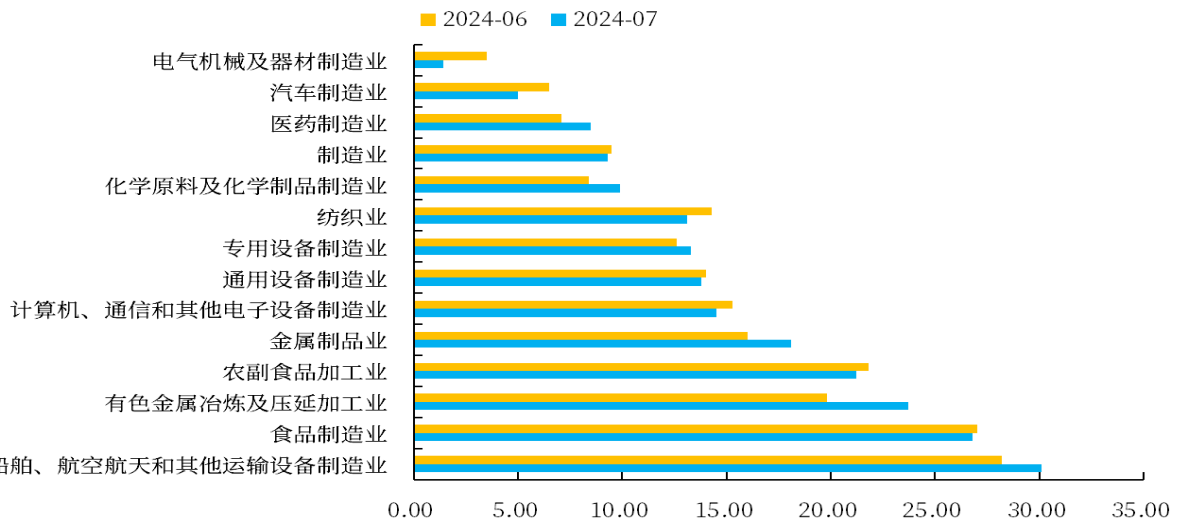
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图7 制造业产能利用率 (%)

| | 2018年Q1以来分位数 | 2024-06 | 2024-03 | 2023-12 | 2023-09 | 2023-06 | 2023-03 | 2022-12 | 2022-09 | 2022-06 |
|------------------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 制造业 | 19.2% | 75.20 | 73.76 | 76.00 | 75.80 | 74.80 | 74.50 | 75.80 | 75.90 | 75.40 |
| 食品制造业 | 7.7% | 68.80 | 69.07 | 71.25 | 71.10 | 68.10 | 70.70 | 71.90 | 72.00 | 71.30 |
| 纺织业 | 69.2% | 79.10 | 78.01 | 76.15 | 76.90 | 76.90 | 75.50 | 76.20 | 76.70 | 77.80 |
| 化学原料及化学制品制造业 | 65.4% | 76.40 | 76.40 | 76.68 | 74.60 | 74.30 | 75.50 | 76.00 | 75.30 | 77.70 |
| 医药制造业 | 30.8% | 75.30 | 75.97 | 75.36 | 72.70 | 76.20 | 75.20 | 77.60 | 74.80 | 75.10 |
| 化学纤维制造业 | 76.9% | 85.00 | 85.64 | 85.69 | 85.10 | 84.10 | 82.10 | 79.20 | 82.00 | 83.80 |
| 非金属矿物制品业 | 11.5% | 64.20 | 61.97 | 64.68 | 65.00 | 65.10 | 63.90 | 67.20 | 68.20 | 66.70 |
| 黑色金属冶炼及压延加工业 | 73.1% | 79.70 | 77.33 | 76.41 | 79.10 | 79.00 | 78.10 | 73.50 | 74.90 | 79.20 |
| 有色金属冶炼及压延加工业 | 38.5% | 79.10 | 78.21 | 79.64 | 80.20 | 80.30 | 77.80 | 79.40 | 79.60 | 79.00 |
| 通用设备制造业 | 61.5% | 79.40 | 78.16 | 79.24 | 78.70 | 79.70 | 79.10 | 79.30 | 79.70 | 78.50 |
| 专用设备制造业 | 3.8% | 76.50 | 77.01 | 77.52 | 77.50 | 78.10 | 77.00 | 77.50 | 77.60 | 77.50 |
| 汽车制造业 | 23.1% | 73.00 | 64.87 | 76.90 | 75.60 | 73.30 | 72.00 | 73.20 | 75.70 | 69.10 |
| 电气机械和器材制造业 | 7.7% | 74.70 | 72.74 | 77.12 | 77.80 | 77.10 | 75.80 | 79.00 | 76.70 | 76.00 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 15.4% | 76.20 | 74.72 | 77.63 | 76.50 | 74.60 | 73.70 | 78.50 | 78.10 | 77.50 |

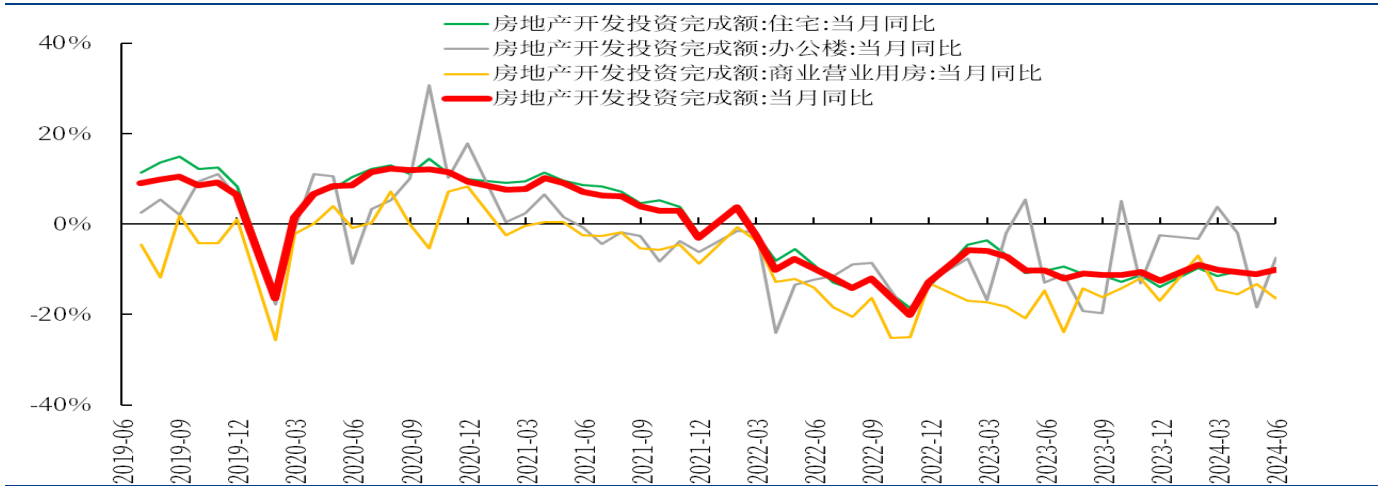
资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 制造业分行业累计投资增速 (%)



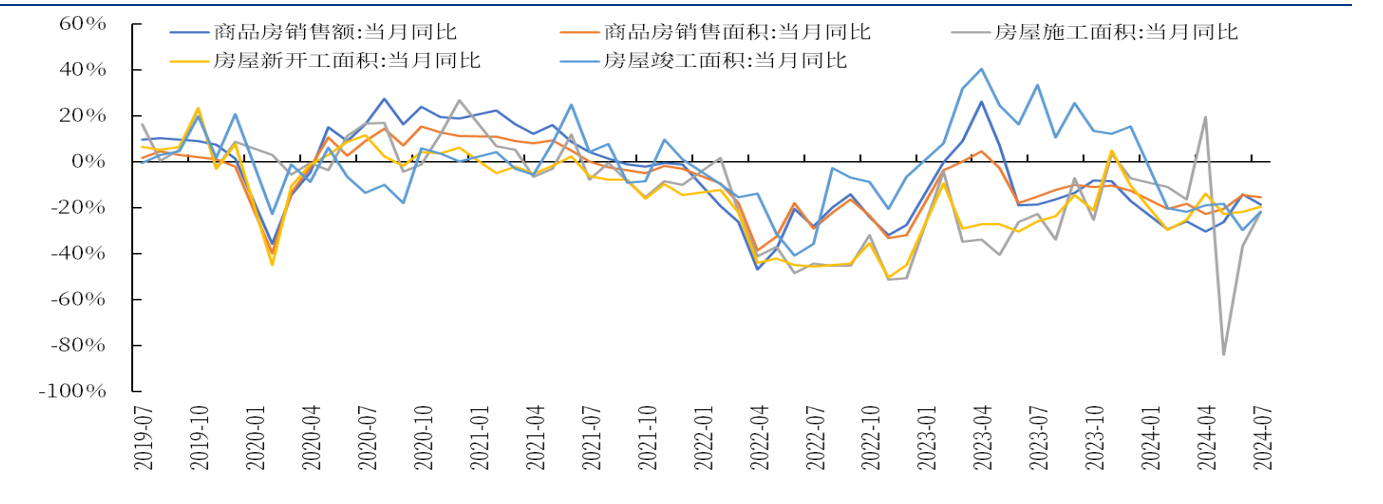
资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



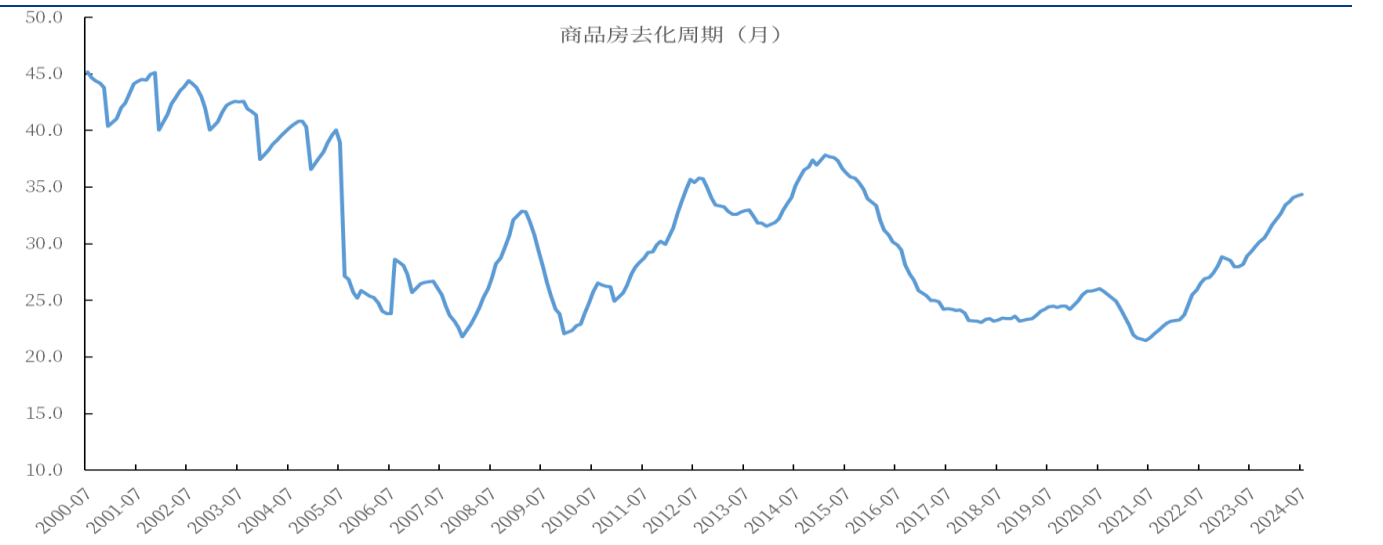
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021 年为两年复合增速）

图10 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021 年为两年复合增速）

图11 商品房去化周期走势



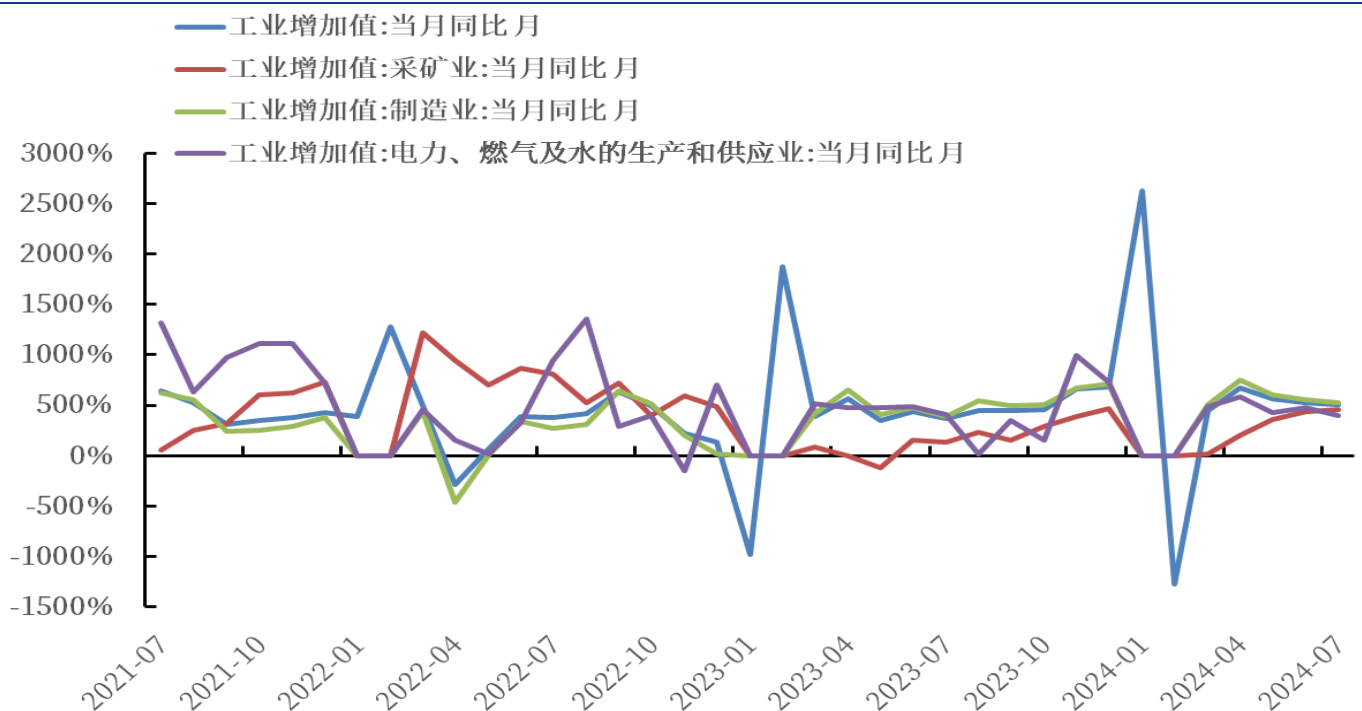
资料来源：wind，中航证券研究所（注：去化周期=当前商品房库存面积/过去 12 个月月均商品房销售面积，其中，当前商品房库存包括已建成和在建的商品房）

三、工业生产保持韧性

2024年6月规模以上工业增加值同比+5.1%，较6月-0.2PCTS，排在近60个月的第27位。2024年1-7月规模以上工业增加值累计同比增长+5.9%，较去年全年+1.3PCTS，表明相比去年，今年工业生产总体扩张速度加快。另一方面，7月工业增加值环比为+0.35%，虽较6月的近5年同月最低有所改善，但与2013年至今同月数据比，仅高于2015年、2021年和2023年，显示今年7月的工业生产相对弱于季节性。分三大门类看，7月采矿业增加值同比+4.6%（较上月+0.2PCTS），公用事业同比+4.0%（较上月-0.5PCTS），制造业+5.3%（较上月-0.2PCTS）。从子行业角度，7月各工业子行业增加值增速出现分化，高于总体增加值增速的行业主要是计算机、通信、航空航天等高新技术行业，以及有色、化学原料等上游行业，而传统制造业如农副食品加工、非金属矿物制品等增速落后整体工业增速。

展望后续，我们认为随着稳增长政策持续发力，8月到年末工业生产大概率仍将维持韧性，而制约工业生产的两个潜在因素一是房地产投资和居民消费代表的内需修复进程的不确定性，二是南方地区极端天气在三季度对工业生产的扰动。预计全年工业生产有望实现+5.5%左右的增速。

图12 工业增加值分行业累计同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637