

金融数据和经济数据显示内需修复进程是后续经济走势的关键

2024年8月12日-8月17日周报

◆ 美国7月通胀进一步回落，9月议息会议焦点在于降息幅度，人民币汇率波动性增加

美国劳工统计局周三公布的数据显示，美国7月CPI同比2.9%，自2021年以来首次降至3%以下。该数据巩固了通胀回落的趋势，美联储于9月开始降息亦是大概率事件，市场目前关注的焦点在于降息的幅度是延续传统降息25BP，还是更大幅度50BP。本周后半段的经济数据缓解了市场对美国经济衰退的担忧，消费者预期趋于乐观，劳动力市场的韧性超出市场预期。美国8月密歇根大学消费者信心指数初值67.8，预期66.9，7月前值66.4，5个月以来首次上升。劳工部数据显示，截至8月10日当周，首次申请失业救济人数为22.7万人，低于前一周的23.4万人。消费和就业市场向好使得美国经济“软着陆”呼声重燃，投资者对于9月降息幅度期望有所下降。根据CME Fedwatch的数据，截止8月17日市场认为9月会议降息25BP的概率在75%，降息50BP的概率在25%；年底前美联储降息幅度将达到75BP。

受到各项经济数据的影响，周内十年期美债利率先降后升实现V形反转，美元指数也随之小幅波动。截止8月16日，10年期美债收益率报收3.89%，较上周五下行5BP；美元指数录得102.40，较上周五下滑0.73%。在外围环境影响下，人民币兑美元汇率周内亦是先抑后扬，周中一度下行至7.15以下。往后看，9月美联储开启降息是大概率事件，会议辩论的焦点或聚焦于降息的幅度。值此货币政策转向之际，美国经济在衰退和软着陆之间摇摆不定，美联储在平衡就业和通胀之间的压力上升，货币政策转折以及美国大选、国际局势等因素叠加使得全球金融市场不确定性上升，或引发外汇市场波动性增加。

◆ 7月金融数据仍然偏弱，融资需求仍有待修复

2024年7月社会融资规模总量新增7724亿元，弱于市场预期的1.02万亿元，同比多增2358亿元。2024年7月社融存量增速+8.2%，弱于市场预期的+8.3%，前值+8.1%。2024年7月信贷新增2600亿元，弱于市场预期的4561亿元。2024年7月M1-6.6%，较上月-1.6PCTS，M2+6.3%，较上月+0.1PCTS。

从社融的结构上看，7月新增社融同比多增主要靠政府债支撑，而新增人民币贷款（社融口径）则为主要拖累项。7月政府债融资新增6881亿元，同比多增2772亿元，人民币贷款（社融口径）减少808亿元，同比多减1172亿元，是社融口径人民币贷款自2005年7月以来第二次当月负增长，显示实体经济融资贷款出现超预期超季节性弱势表现。

主要数据

上证指数	2879.4298
沪深300	3345.634
深证成指	8349.8703

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: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2024-08-16
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

7月居民信贷减少2100亿元，同比多减93亿元。居民短期信贷减少2156亿元，同比多减821亿元，与7月居民消费的弱势表现相一致，而居民中长期信贷新增100亿元，因去年7月为负，同比多增772亿元。7月虽然全国范围内二手房销售有改善，但一手房销售依然同比负增长，同时当前银行存款和货币基金利率明显低于此前的房贷利率，背负存量房贷的居民提前还贷较强的意愿也对居民新增信贷形成持续压制。

7月企业端信贷为新增1300亿元，同比少增1078亿元。企业短期信贷为减少5500亿元，同比多减1715亿元，而企业中长期信贷为新增1300亿元，同比少增1412亿元，企业票据融资新增5586亿元，同比多增1989亿元。7月企业端新增信贷同比少增反应出企业端融资意愿有待加强，7月BCI企业投资前瞻指数录得54.7，处在2021年以来的相对低位。另一方面，7月企业短期贷款较大幅度减少，短期贷款+票据融资仅新增86亿元，显示出调整金融业增加值季度核算方式和禁止手工补息的政策持续影响，资金投放提质增效，弱化规模的政策仍在推进。

7月政府债新增6881亿元，同比多增2772亿元。截止7月，今年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%。预计后续政府债仍将成为社融的重要支撑。

7月M1增速录得-6.6%，较6月下月1.6PCTS。M1-M2之差录得-12.9%，较上月差值扩大，仍然位于历史相对低位，显示实体经济活力有待进一步修复。

总体来看，7月社融的总体弱势，一方面仍然受到了宽信用政策提质增效的影响，另一方面也反映出当前我国居民和企业内在融资需求不足的问题。展望未来，宽信用和宽货币方面的政策均值得期待。中共中央政治局7月30日召开会议，会议明确提出“宏观政策要持续用力、更加给力”，再次强调了提振消费、扩大国内需求和培育壮大新兴产业和未来产业，而人民银行于8月9日发布的《2024年第二季度中国货币政策执行报告》也延续了7月底中央政治局会议精神，认为“国内有效需求不足，经济运行出现分化”，货币政策要“加强逆周期调节”。

◆ 内需修复进程是后续经济走势的关键

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。

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。

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。

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。

◆ MLF 操作时点延后，货币市场波动性上升

截止 8 月 16 日，DR007 报收 1.84%，较上周五上行 2BP；SHIBOR1W 报收 1.81%，较上周五上行 1BP。周内通过 7D 逆回购累计投放流动性 15449.00 亿元，7D 逆回购到期量 212.90 亿元，周内通过逆回购净投放流动性 15236.10 亿元。

为了淡化 MLF 政策利率的色彩，逐步推动 LPR 利率与 MLF 利率脱钩，本月 MLF 操作延期，8 月 15 日到期的 MLF 将于 8 月 26 日续作。基于 7 月份央行于月底第二次展开 MLF 操作后，市场对于 MLF 操作延后已有预期。本月处于 MLF 操作时点调整的过渡期，MLF 到期和续作之间的时间差对市场流动性产生一定影响。叠加月中税期等因素，因此本周资金利率有所收紧。往后看，直到本月底短期扰动因素或使得 DR007 利率在较高位置持续波动。

自 6 月下旬央行行长潘功胜货币政策利率框架的新构想以来，以 7 天逆回购操作利率为主要政策利率新框架逐步成型，央行逐步淡化 MLF 操作利率的政策利率色彩。7 月以来央行多措并举以优化公开市场操作机制，包括 7 天期逆回购以固定利率、数量招标方式更好满足机构需求，增设临时正、逆回购操作应对市场突发情况，酝酿国债买卖操作等。央行流动新管理进一步精细化，利率调控目标信号更清晰。往后看，在支持和巩固经济回升的大背景下，宽货币是稳增长的必要支持，央行或将继续通过公开市场操作和其他货币政策工具，维持流动性合理充裕，促进资金市场平稳运行。

◆ 长端利率历经回调后有所修复

截止 8 月 16 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.20%，较上周五持平；1 年期国债收益率报收 1.53%，较上周五上行 7BP；10 年期与 1 年期国债收益率的期限利差录得 66.37BP，较上周五压缩 7.87BP。8 月以来由于监管窗口指导叠加资金面收紧，长端利率出现显著回调，截止 8 月 12 日 10 年期国债收益率回升至 2.25%，较月初大幅上行 12BP。经历了短期大幅调整后，本周长端收益率有所修复。

今年以来，央行以多种形式屡次向市场提示长端利率过快下行的风险。在 8 月 9 日公布的二季度货币政策执行报告中，央行提出对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，且在谈及“把握好利率、汇率内外均衡”时强调要防范利率风险，加强市场

预期引导，关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化。《报告》还首次提出，资管产品投资者也应适度关注长债利率走势。但是当前基本面仍对债市长端利率下行产生支撑，叠加股债跷跷板效应和存款利率下行均助推资金向债券市场倾斜，债市收益率周内重回下行。7月金融数据显示当前居民和企业端信用扩张意愿仍处于低位，私人部门信心有待提振。“M1-M2增速差”继续下行，经济内生动力仍待巩固；叠加稳增长压力下流动性易松难紧，市场对长期增长中枢下移的预期难以扭转。往后看，央行稳定和提升长端收益率的决心不容忽视，央行和市场博弈或使得债市长端收益率的振幅进一步加大。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 社融及分项同比 (亿元)

项目	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08
总 当月新增社会融资规模	2,358.00	-9,280.00	5,063.00	-12,907.00	-5,532.00	-16,651.00	4,778.00	6,263.00	4,717.00	9,307.00	5,915.00	6,567.00
表内 新增人民币贷款	-1,171.00	-10,485.00	-4,021.00	-1,082.00	-6,567.00	-8,411.00	-913.00	-3,309.00	-328.00	406.00	-317.00	68.00
新增外币贷款	-551.00	-616.00	-149.00	9.00	116.00	-319.00	1,120.00	1,030.00	291.00	876.00	130.00	625.00
表外 新增委托贷款	337.00	53.00	-44.00	6.00	-640.00	-95.00	-943.00	58.00	-298.00	-899.00	-1,300.00	-1,658.00
新增信托贷款	-256.00	902.00	-79.00	23.00	726.00	505.00	794.00	1,111.00	562.00	454.00	593.00	251.00
新增未贴现银行承兑汇票	888.00	-1,354.00	464.00	-3,145.00	1,760.00	-3,617.00	2,673.00	-1,311.00	11.00	-380.00	2,265.00	-2,357.00
直接 企业债券融资	746.00	-149.00	2,429.00	-1,233.00	880.00	-2,239.00	2,682.00	2,146.00	784.00	-1,235.00	305.00	1,276.00
非金融企业境内股票融资	-555.00	-546.00	-642.00	-807.00	-387.00	-457.00	-542.00	-935.00	-429.00	-467.00	-696.00	-215.00
其他 政府债券	2,772.00	3,105.00	6,695.00	-5,485.00	-1,389.00	-2,127.00	-1,194.00	6,515.00	4,992.00	12,847.00	4,387.00	8,714.00

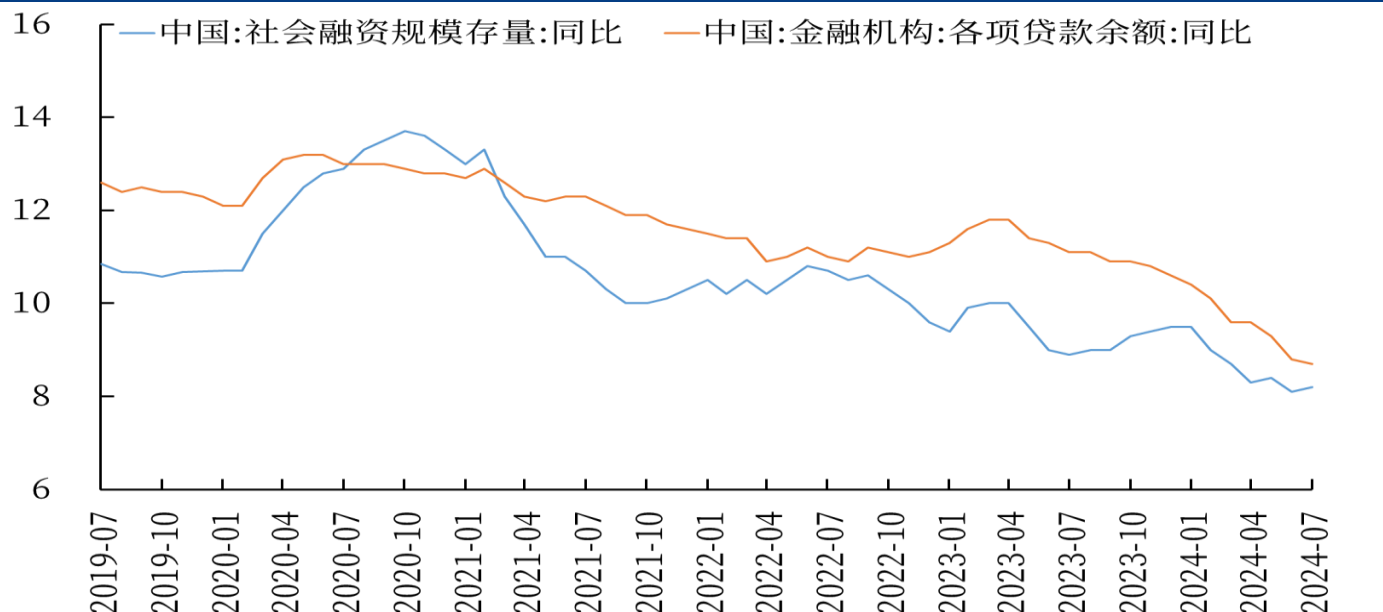
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 信贷及分项同比 (亿元)

项目	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08
总 新增人民币贷款	-859.00	-920.00	-410.00	112.00	-800.00	-360.00	200.00	-230.00	-120.00	1232.00	-160.00	1100.00
长短期 新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	-547.00	-2764.00	-143.00	1837.00	-14.00	-8349.00	-2919.00	1004.00	2538.00	803.00	-1377.00	1999.00
新增人民币贷款:中长期	-640.00	-7661.00	-3868.00	-3079.00	-6532.00	-101.00	2141.00	-3901.00	-2679.00	-420.00	1070.00	-1965.00
居民 新增人民币贷款:居民户	-93.00	-3,930.00	-2915.00	-2755.00	-3041.00	-7988.00	7229.00	463.00	298.00	-166.00	2082.00	-658.00
新增人民币贷款:居民户:短期	-821.00	-2443.00	-1745.00	-2263.00	-1186.00	-6086.00	3187.00	872.00	69.00	-541.00	177.00	398.00
新增人民币贷款:居民户:中长期	772.00	-1,423.00	-1170.00	-510.00	-1832.00	-1901.00	4041.00	-403.00	228.00	375.00	2014.00	-1056.00
企业 新增人民币贷款:企(事)业单位	-1,078.00	-6503.00	-1158.00	1761.00	-3600.00	-400.00	-8200.00	-3721.00	-616.00	537.00	-2339.00	738.00
新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	-1125.00	-749.00	-1350.00	-3001.00	-1015.00	-485.00	-500.00	-219.00	1946.00	73.00	-881.00	-280.00
新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	-1412.00	-6233.00	-2698.00	-2369.00	-4700.00	1800.00	-1900.00	-3498.00	-2907.00	-765.00	-944.00	-949.00
新增人民币贷款:票据融资	1,989.00	428.00	3152.00	7101.00	2187.00	-1778.00	-5606.00	351.00	543.00	1271.00	-673.00	1881.00

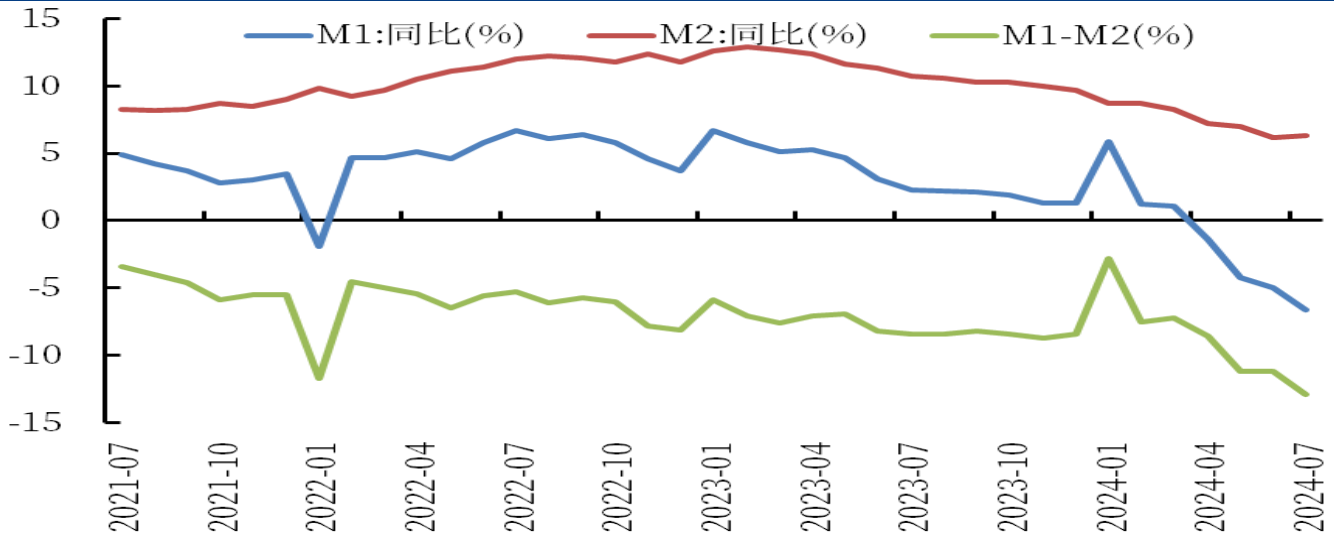
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 社融及信贷余额存量增速 (%)



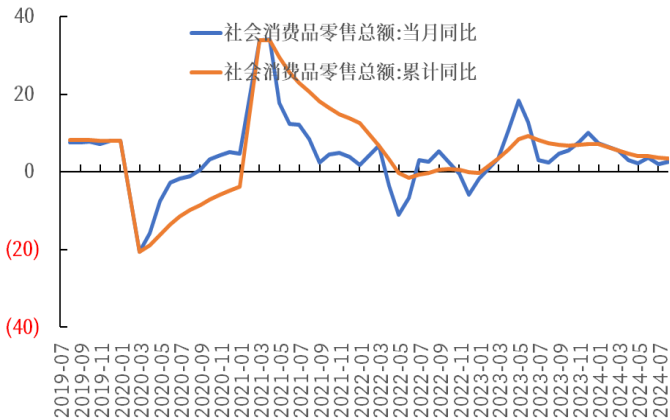
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 货币增速



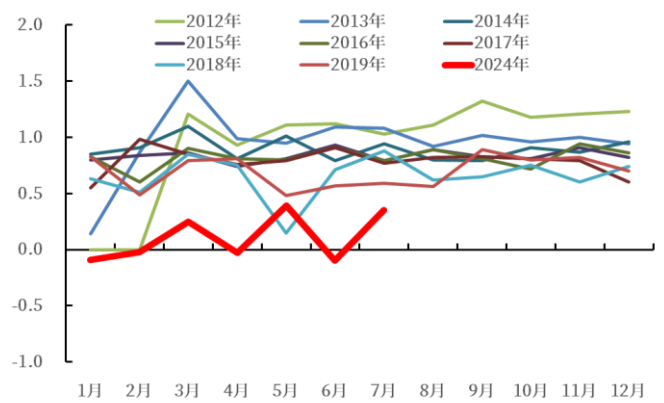
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 社零同比走势 (%)



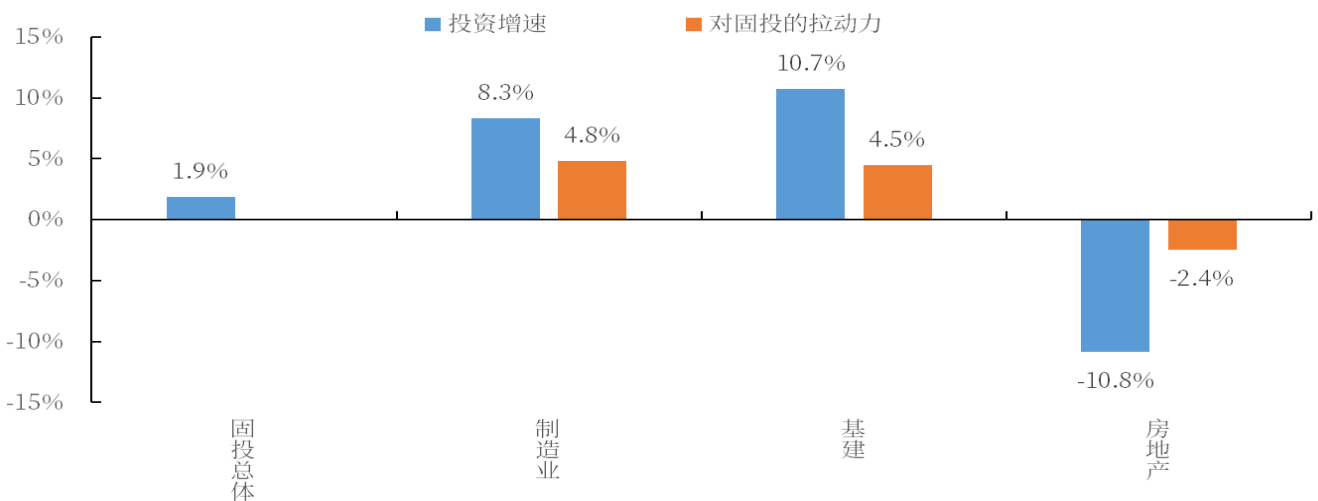
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 历年各月社零环比 (%)



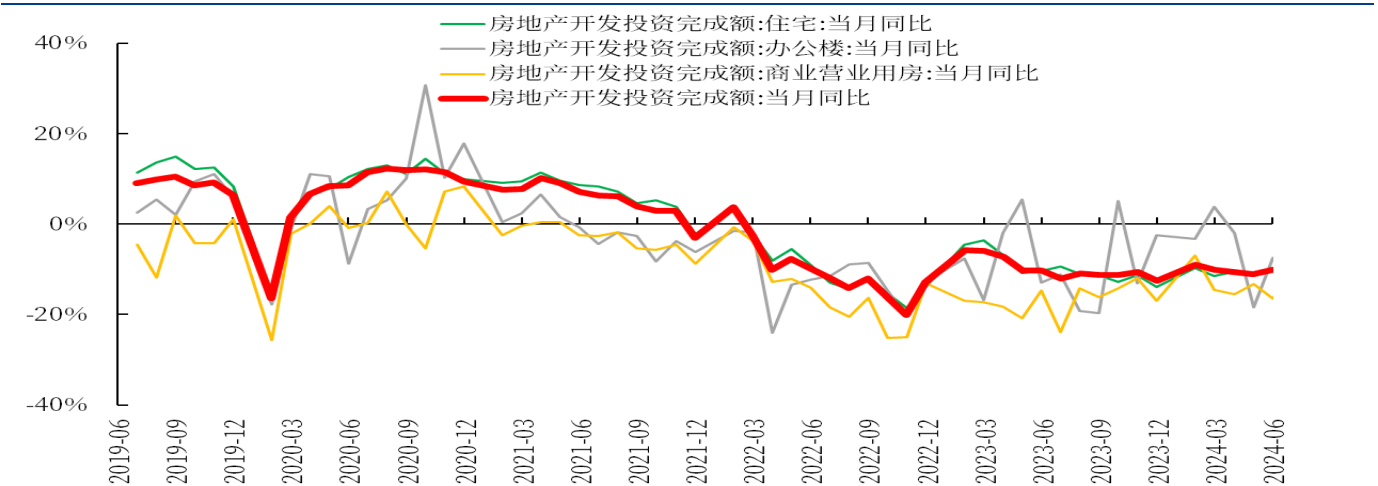
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 2024年7月固投及主要分项投资增速及拉动力



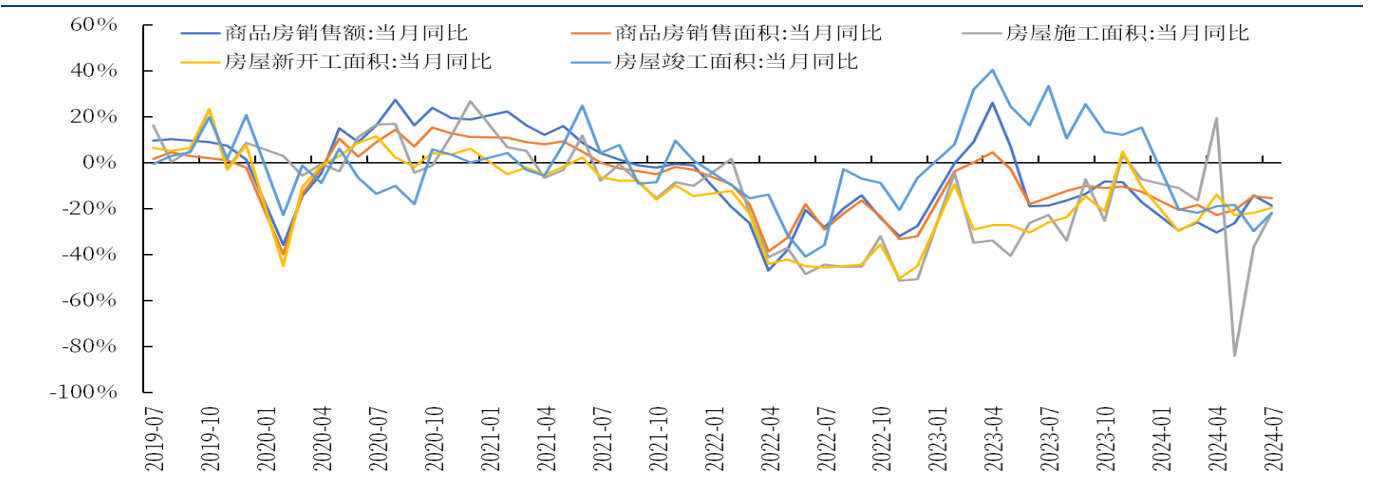
资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 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9 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）

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。

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