

# 周度经济观察

## ——需求减速延续，利率下行未完

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>张端怡（联系人）<sup>3</sup>

2024年08月20日

### 内容提要

从量价、支出端数据来看，7月经济延续了6月的趋势，表明总需求仍在下行途中，这也主导了同期股市的下跌和债券收益率下行。

在没有强力稳增长政策出台的条件下，经济下滑的趋势短期内或许难以扭转。需要警惕经济减速过程中自我强化机制的启动，不宜对经济自发企稳的期待过高。

尽管监管部门的干预导致此前债券市场收益率出现调整，但货币政策的宽松未来或将延续，同时叠加经济的减速和偏低的物价水平，未来债券市场收益率中枢有望继续下行。

风险提示：（1）地缘政治风险（2）政策出台超预期

1宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

3联系人，zhangdy2@essence.com.cn

证券研究报告/国投证券宏观定期报告

## 一、需求不足蔓延

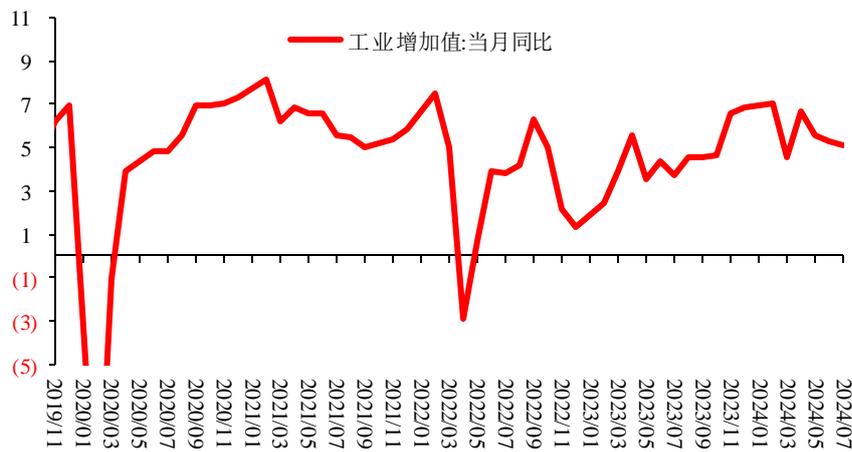
7 月工业增加值当月同比 5.1%，较 6 月回落 0.3 个百分点；季调后环比为 0.35%，弱于过去三年同期水平，也低于上月的 0.42%，工业生产活动出现减速。

制造业和公用事业增速回落，制造业 7 月同比为 5.3%，较上月回落 0.2 个百分点，构成对工业的主要拖累；公用事业为 4%，较上月回落 0.8 个百分点；采矿业为 4.6%，较上月上升 0.2 个百分点。

从已公布的行业数据来看，仅有计算机、通信和其他电子设备制造业，金属制品业，食品制造业等下游行业同比边际改善，其余多数行业增速出现回落，钢铁行业回落幅度最大，和价格急速下跌一致。

考虑到同期 PPI 环比处于年内低位，这一量价组合反映出工业领域在经历需求持续收缩的局面。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021 年为两年复合同比

7 月服务业生产指数当月同比 4.8%，较上月小幅上升 0.1 个百分点，服务业活动表现平稳。同期 CPI 环比表现略强于季节性，这与暑假假期期间出行人次抬升、旅游收入回暖指向一致，表明居民部门消费倾向总体在温和恢复。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

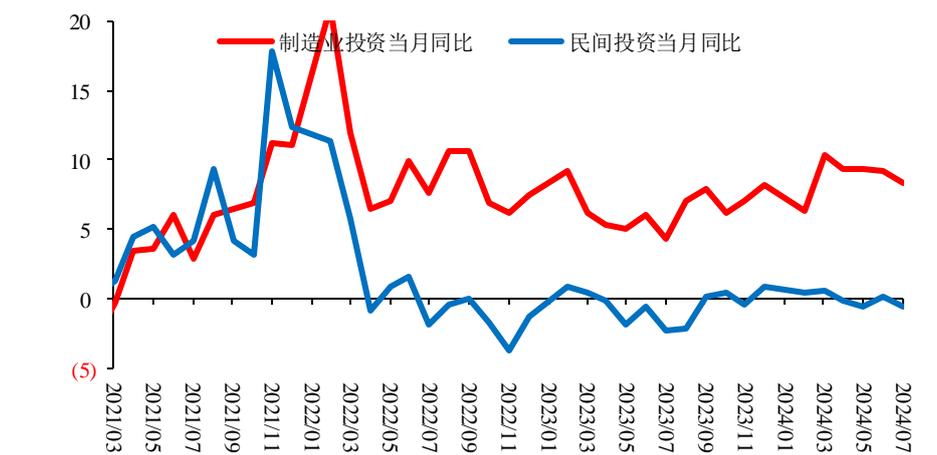
7月固定资产投资当月同比增速为1.9%，较上月回落1.7个百分点，投资增速大幅放缓。

7月基建投资（含电力）当月同比为10.7%，较上月上升0.5个百分点，而不含电力的基建投资当月同比为1.5%，较上月回落3.2个百分点。电力领域的投资大幅增长，可能反映出中央层面在加大投资力度。随着专项债发行提速，基建投资未来也会边际修复但或难大幅增长。

7月制造业投资当月同比为8.3%，较上月回落1个百分点。民间投资当月同比为-0.6%，较上月回落0.7个百分点，在产能利用率偏低、PPI负增长、总需求不足背景下，制造业投资的高增长或许更多是政策引导的结果。

6月以来地方政府普遍收回此前的不合理补贴，监管部门重点打击金融领域资金空转，这或许意味着尽管设备更新的资金对制造业投资有支撑，但终端需求的走弱和部分支持政策力度的减弱将使得制造业投资承压。

图2：制造业投资和民间投资月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021年为两年复合同比

7月房地产投资当月同比-10.8%，较上月回落0.7个百分点。7月地产销售面积同比-15.4%，较上月回落0.9个百分点。与此同时，新开工面积增速-19.7%，较本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

上月小幅上升 1 个百分点，基数效应或许是这一上升的主要原因。房地产行业延续了此前下行的趋势。

“517”新政以来，二手房销售的脉冲式改善力量可能正在消失，新房市场持续低迷，未来如果二手房市场重新回归量价齐跌的状态，那么新房市场可能面临新一轮下行压力。从披露的期房和现房销量增速裂口来看，交付风险可能仍然是居民购房的重要堵点。如果政策能够有力消除房地产企业的违约风险，彻底缓解房地产企业的流动性压力，这将有助于居民购房意愿的抬升和新房销售的企稳。

不过从目前的情况来看，地产政策更多聚焦于防风险，以托和稳为主，而非大力度刺激来改善供需格局，这意味着二手房市场的价格下跌和新房成交的低迷或在短期内仍将延续。

图3：房地产投资当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

7 月社会消费品零售名义同比增速 2.7%，较上月上升 0.7 个百分点，季调后环比为 0.35%，较上月大幅改善，与往年季节性水平接近。

社零在 5 月环比走强 6 月环比走弱或许受到 618 促销规则改变的影响。分品类看，包括金银珠宝、化妆品和烟酒等可选消费品以及地产后周期处于弱势，而

限额以下零售表现相对更好。消费降级的趋势可能正在形成中，这与国际知名消费品牌披露的上半年财报信息一致。

随着经济的持续减速和行业监管政策的收紧，居民部门收入和收入预期可能出现了进一步下修，这一方面表现为居民部门的消费降级，另一方面表现为居民资产负债表的结构变化。而这一行为模式的扭转高度依赖于预期的变化，无疑需要较长时间，这也使得消费的偏低增长在年内或将延续。

图4：社会消费品零售当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021年为两年复合同比

总体而言，从量价、支出端数据来看，7月经济延续了6月的趋势，表明总需求仍在下行途中，这也主导了同期股市的下跌和债券收益率下行。

7月社融余额同比 8.2%，较上月小幅回升 0.1 个百分点。社融的增长主要来自于政府债券发行提速，剔除这一影响后，社融增速仍在回落。

禁止“手工贴息”影响的余波可能正在逐渐消退，票据数据的高增长和短期贷款的回落显示当下信贷需求仍然偏弱。

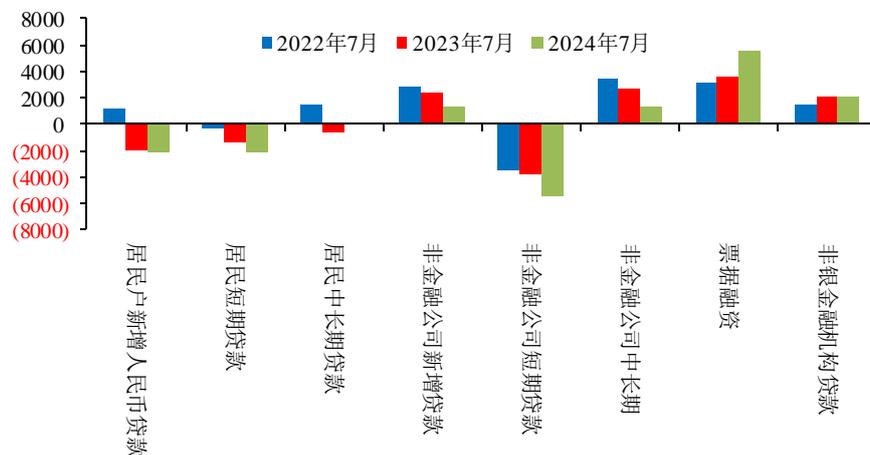
考虑到央行披露的6月按揭加权贷款利率仅为 3.45%，较 2021 年底的高点下降超过 200BP，同时居民中长期贷款增长仍然极弱，这一量价组合显示居民信心

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

和预期的下滑巨大，终端贷款需求低迷。这也表明仅仅通过货币政策的宽松难以起到对冲需求不足的效果，稳增长需要财政和货币的大力度协调，当前的宏观政策对经济趋势的影响有限。

往后看，在没有强力稳增长政策出台的条件下，经济下行的趋势短期内或许难以扭转，需要警惕经济减速过程中自我强化机制的启动，不宜对经济自发企稳的期待过高。

图5：过去3年信贷新增分项，亿元



数据来源：Wind，国投证券研究中心

## 二、债市重启震荡下行

上周权益市场小幅上涨，成交量收缩。TMT 板块跟随海外市场轻微反弹，高股息板块表现平稳，其余行业出现广泛下跌。

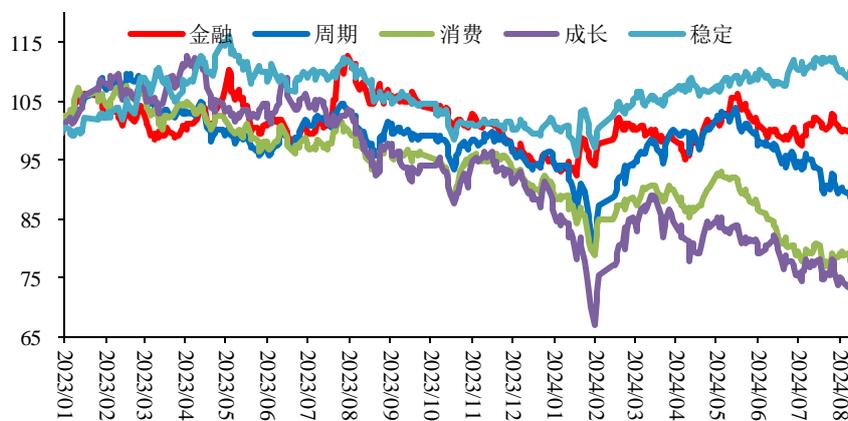
房地产和消费行业的下跌可能与政策预期落空有关，这种市场对政策的博弈在过去三年频繁出现，最终的结果多数时候表明政策定力强于市场一致预期，困境反转策略当前适用性偏低。

此前债券市场收益率的上行一度对红利资产形成冲击，但随着利率的重新下行，红利资产出现企稳抬升。经济、金融数据的公布，进一步确认了经济减速的趋

势，也降低了市场对企业盈利的预期。红利资产既有相对稳定的基本面数据支撑，也有分红的收益增厚，成为市场下跌过程中为数不多存在超额收益的品种。

往后看，权益市场方向和风格的走向，高度依赖于经济基本面的变化。在政策力度温和的背景下，经济的减速或将在未来延续，通货膨胀难有起色，这意味着权益市场将继续磨底，红利资产的表现依然占优。

图6：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2022年12月31日为100

近期债券市场收益率的上行后再次回落。政策层面，潘行长在接受新华社采访时说“我们将继续坚持支持性的货币政策立场，加强逆周期和跨周期调节，着力支持稳定预期，提振信心，支持巩固和增强经济回升向好态势。”

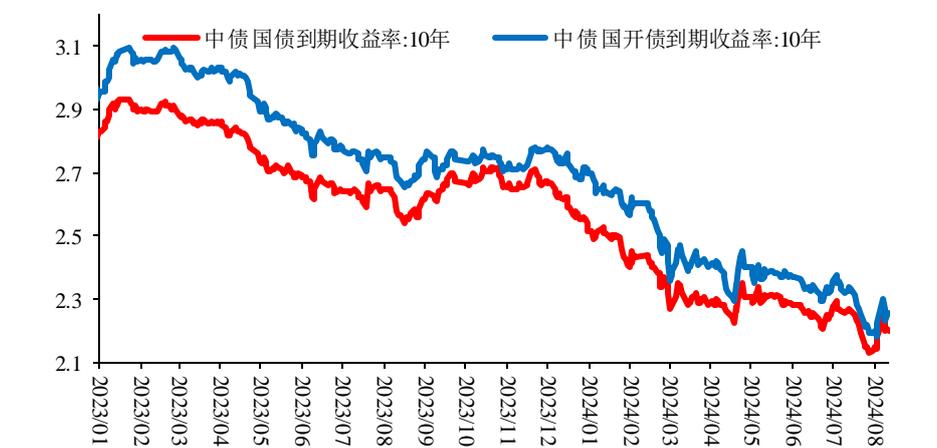
另外，在货币政策调控的关键目标上指出“在货币政策调控中将注重把握和处理好三方面关系：一是短期与长期的关系，把维护价格稳定、推动价格温和回升作为重要考量的同时，保持政策定力，不大放大收。二是稳增长与防风险的关系，统筹兼顾支持实体经济增长与保持金融机构自身健康性的关系。三是内部与外部的关系，主要考虑国内经济金融形势需要进行调控，兼顾其他经济体经济和货币政策周期的外溢影响。”

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

以上意味着央行仍将维持偏宽松的货币政策基调，但出于长期考虑，压低长端利率波动幅度。考虑到人民币汇率贬值的压力趋弱、银行存款利率在逐步下调，未来政策利率下行的趋势相对清晰。

尽管监管部门的干预导致此前债券市场收益率出现调整，但货币政策的宽松未来或将延续，同时叠加经济的减速和偏低的物价水平，未来债券市场收益率中枢有望继续下行。

图7：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

### 三、通胀压力缓解，市场重回基本面定价

最新公布的美国6月CPI同比为2.9%，核心CPI同比为3.2%，均较上月小幅回落0.1个百分点。CPI季调环比为0.2%，较前值回升0.3个百分点，通胀数据总体延续下行趋势，符合市场预期。

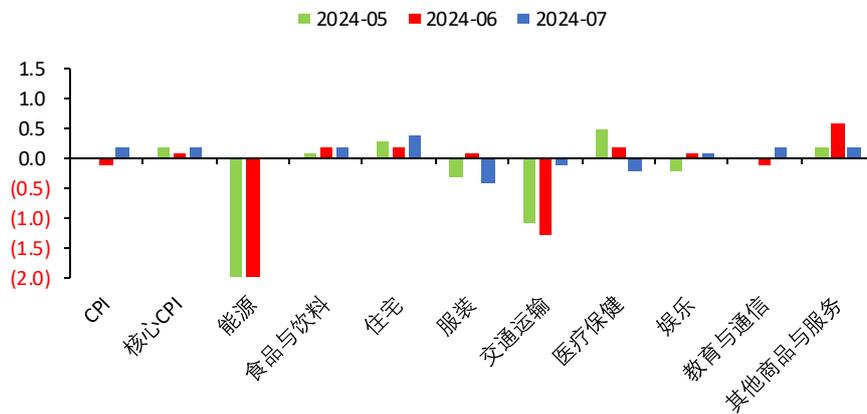
分项来看，能源价格小幅反弹，主要受7月国际油价回升影响。随着近期国际油价小幅回落，叠加去年同期高基数影响，能源价格或在短期内保持稳定。

核心商品通胀受二手车价格拖累持续走弱。考虑到美国购车需求偏弱，且二手车领先指标仍在下跌，二手车价格短期内或延续下行趋势。

核心服务通胀环比小幅升温，主要受住宅价格回升影响。往后看，新租约价格、Zillow 房租指数等领先指标显示住宅价格仍在下行通道中，预计年内将延续降温趋势，或带动服务通胀持续回落。

整体来看，美国 7 月通胀数据温和回落，且服务通胀韧性犹存，显示美国经济并未大幅走弱。这既有助于打消市场对美国经济衰退的担忧，也能够增强美联储在九月开启降息的信心。

图8：美国 CPI 季调环比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

美国 7 月 PPI 同比增速为 2.3%，较上月回落 0.4 个百分点；核心 PPI 同比增速为 2.4%，较上月回落 0.7 个百分点。PPI 数据与 CPI 数据指向一致，显示美国经济仍在缓慢降温途中。

美国 7 月零售和食品服务销售额同比增速为 2.7%，季调环比为 1%，均较上月明显回升，超出市场预期。其中，机动车辆与零部件消费为主要贡献项，或受新车与二手车价格下降影响。考虑到二手车价格有望进一步下行，机动车辆与零部件消费或维持韧性。

图9：美国零售和食品服务销售额季调环比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

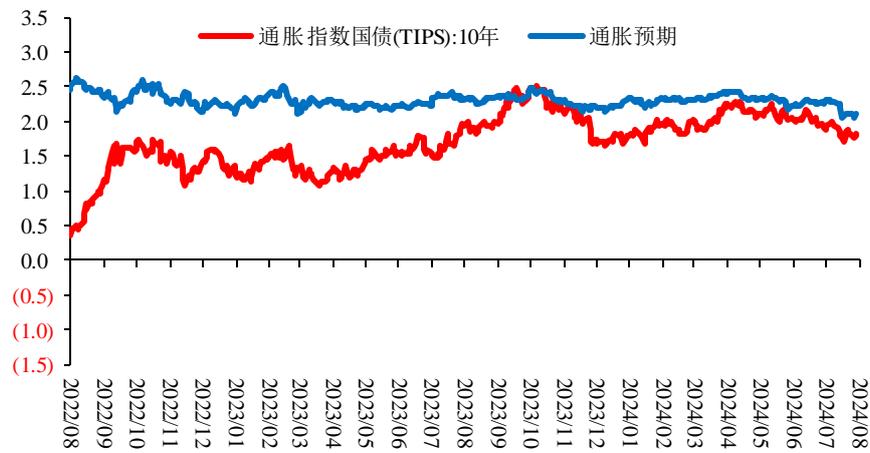
近期美联储官员发声整体偏鸽。芝加哥联储主席古尔斯比认为，失业率上升可能显示就业市场正在恶化，美联储要避免等待太久才开始降息。美联储理事鲍曼表示，如果新的数据显示通胀正在朝 2% 的方向迈进，逐步降低利率是合适的，要防止货币政策对经济活动和就业过于限制。

受 CPI 数据温和回落、零售数据超预期以及联储鸽派发声指引，市场对于美国经济陷入衰退的担忧进一步缓解，降息预期小幅回调。当前市场维持 9 月首次降息预期不变，但对一次性降息 50BP 的概率显著回落，基准预期为降息 25BP；年内预期降息次数仍维持 3 次，全年降息幅度维持 100BP 不变。

受美国通胀数据缓慢降温及零售数据超预期走强影响，衰退交易降温，风险偏好回升。10 年美债利率小幅下行 5BP 至 3.89% 左右；美元指数小幅震荡走弱；黄金价格小幅上涨；美股整体收涨，其中纳斯达克表现优于道琼斯。

往后看，在美国经济降温、企业盈利走弱、美股交易拥挤的背景下，纳斯达克指数或将趋于震荡，但由于美国监管当局政策应对经验丰富、工具充足，美国经济进入衰退的概率有限。

图10：美国 10 年期 TIPS 和通胀预期，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

## ■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入国投证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入国投证券研究中心。

张端怡，宏观团队助理分析师，英国诺丁汉大学硕士。2022年2月加入国投证券研究中心。

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮编：518046

上海市

地址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮编：200082

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034