



● 主要结论

综合来说，7月国民经济总体平稳，但结构性矛盾仍未消除。7月，出口低基数下趋势性增长，物价水平局部改善；但是，规上工业增加值相对放缓，消费底部徘徊，固投总体依然欠佳，M1降幅再次扩大，价格型货币政策工具效果欠佳，防范和化解系统性金融风险或是阶段性重点工作。美联储9月大概率兑现降息，中美息差有望收窄，人民币或震荡偏强。

国内宏观经济仍有结构性矛盾。经济基本面，7月，出口低基数下趋势性增长，同比增长7.0%；但是，7月消费底部徘徊，同比增长2.7%；1-7月规上工业增加值相对放缓，同比增长5.1%；1-7月固投总体依然欠佳，同比增长3.5%。核心指标方面，7月，物价水平局部改善，CPI同比上涨0.5%，PPI同比下跌0.8%；货币供应总量相对稳定，但是7月M1同比跌幅继续扩大，下降6.6%；7月制造业PMI表现不佳，官方和非官方均低于荣枯线，分别录得49.4%和49.8%。

美联储9月大概率首降25个基点。北京时间9月19日，美联储将发布9月议息会议结果。美国物价水平和劳动力市场均不是降息障碍，7月CPI同比上涨2.9%，新增非农11.4万人，失业率4.3%；7月会议纪要和鲍威尔的讲话已经为降息给出较为明确的信号。综合来说，考虑到首次降息的影响力以及7月零售销售好于预期，我们仍然倾向于美联储9月的首次降息以25个基点较为适中，美元指数或震荡下行，挑战100.0整数关口。

日本央行再次“偏鹰”。7月31日，日本央行采取加息叠加“缩表”的双重紧缩性货币政策，打压了日元套息交易，致使日元和日本股市出现大幅波动，此后有所恢复。8月23日，日本央行行长表示，如果确定性上升，央行不会改变调整宽松政策的立场，反映出日本央行寻求货币政策正常化的长期政策导向。因此，中长期来说，随着“缩表”落地，日本股市或仍有回调可能；考虑到美联储降息且日本央行加息，日元或震荡偏强。

人民币或震荡偏强。近期，人行多次提示中长期债券风险，中国银行间市场交易商协会进一步规范市场交易，监管部门窗口指导债券基金的久期。因此，防范和化解系统性金融风险或是阶段性重点工作。出口形势方面，7月出口保持低基数下的趋势性恢复，考虑到去年8月至10月基数仍然较低，因此，对弱势人民币要求相对降低。更重要的是，随着美联储9月降息的兑现，中美息差有望收窄。人民币年内或震荡偏强，短期内有望挑战7.10整数关口，四季度或挑战7.0；其中，美联储降息幅度是关键。

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116号

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
投资咨询号：Z0003021
电话：0755-23510053
邮箱：15051@guosen.com.c

分析师助理：张俊峰
从业资格号：F03115138
电话：021-55007766-30516
邮箱：15721 @guosen.com.

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、重要会议和政策

表：2024年8月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
8月1日	美联储公布利率决议，继续维持利率不变。8月2日，根据美国劳工部数据，美国7月失业率4.3%，前值4.1%，为2021年11月以来的新高；美国7月非农就业人口增加11.4万人，前值由20.6万人下修至17.9万人。
8月1日	英国央行公布利率决议，将政策利率由5.25%下调至5.0%，即降息25个基点，这是英国央行自2023年8月维持高利率后的首次降息，或者说，是自2021年12月开启加息周期后的首次降息。由于英国央行此次利率决议的投票结果为5票支持、4票反对，即勉强通过降息决议。因此，总体来说，英国央行降息了，但是“鸽中带鹰”。
8月5日	日经225指数大幅暴跌12.40%；次日又暴涨10.23%。7月31日，根据日本央行消息，将政策利率（无担保隔夜拆借利率）由0%-0.1%上调至0.25%，即加息15个基点；并且计划自今年四季度开始，每个季度对日本国债减少购买0.4万亿日元；具体为，2024年7月已经购买5.7万亿日元，2024年8-9月计划购买5.3万亿日元，2024年四季度计划购买4.9万亿日元，并以此类推、逐季减少，至2026年一季度购买规模降至2.9万亿日元；从而，在2年内将日本国债持有规模降低7%-8%，即开启“缩表”。此前3月19日，日本央行将政策利率由-0.1%上调至0%-0.1%结束了长达8年的负利率时代。
8月7日	中国银行间市场交易商协会发布《交易商协会对4家农村商业银行启动自律调查》；8月8日再发布《交易商协会查处部分中小金融机构出借账户和利益输送等国债交易违规行为》。
8月9日	中国人民银行发布《2024年第二季度中国货币政策执行报告》（简称《报告》）。《报告》回顾了上半年国内外宏观经济以及货币政策。关于下一阶段货币政策主要思路，主要有五点。一是保持融资和货币总量合理增长。充实货币政策工具箱，丰富和完善基础货币投放方式，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖；必要时开展临时正、逆回购操作。二是充分发挥货币信贷政策导向作用。除了强调继续在“五大金融”领域的政策支持；还着重指出要“推动加快建立租购并举的住房制度”。三是把握好利率、汇率内外均衡。逐步理顺由短及长的传导关系；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。四是加快推进金融市场制度建设和高水平对外开放。加大对债券市场违法违规行为查处力度。五是积极稳妥防范化解金融风险。对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险。
8月13日	根据券商中国的报道，近期，监管要求新上报的零售类债券基金的久期不得超过两年，严格控制利率风险，并加强债券基金的销售适当性、负债端流动性等风险管理。
8月14日	根据央视新闻报道，自然资源部强调，针对农村地区空间布局无序化问题，在保持“三区三线”和空间布局总体稳定的前提下，可结合国土空间规划对土地开发利用方式进行局部微调、统筹优化。自然资源部国土空间生态修复司副司长李建中介绍，对于按照国家统一部署开展农村集体经营性建设用地入市工作的土地，可结合整治工作将零星、插花的小块存量集体建设用地整治归并为大块宗地，依据国土空间规划属于经营性用途的允许入市。
8月14日	根据美国劳工部数据，美国7月CPI同比2.9%，前值3.0%，为2021年3月以来的新低；美国7月核心CPI同比3.2%，前值3.3%，为2021年5月以来的新低。8月15日，根据美国商务部数据，美国7月零售销售环比1.0%，前值-0.2%，是2023年2月以来的新高。
8月15日	根据日本内阁府数据，日本二季度实际GDP年化季环比初值为3.1%，预期2.3%，前值-2.9%。
8月15日	根据中国人民银行（简称“人行”）消息，为对冲中期借贷便利（MLF）到期、税期高峰以及政府债券发行缴款等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，2024年8月15日人民银行以固定利率、数量招标方式开展了5777亿元逆回购操作，期限为7天，操作利率为1.70%。



	并且，15日到期的MLF将于8月26日续做。
8月16日	根据央视新闻报道，当地时间8月15日，正在卡塔尔首都多哈进行的加沙停火谈判各方之间的分歧依然严重。8月18日，根据央视新闻报道，俄罗斯国防部17日通报，俄军继续在库尔斯克州一线击退乌军进攻。俄罗斯紧急情况部信息政策司副司长沙罗夫17日表示，过去24小时内，有3000多人从库尔斯克州的边境地区疏散，前往安全地区。目前，在俄罗斯24个地区的172个临时收容中心已安置从该州撤离的约1万人。
8月20日	根据欧盟委员会消息，披露了从中国进口纯电动汽车反补贴调查最终结果草案。相较于7月4日的初步裁定，本次最终结果草案对征收税率做了一定微调，对比亚迪征收17.0%、吉利征收19.3%、上汽集团征收36.3%；其他合作公司征收21.3%，其他所有非合作公司征收36.3%；对特斯拉实施单独关税税率，现阶段定为9.0%。此外，还决定不追溯征收反补贴税。目前执行的为7月4日初步裁定后的临时关税税率；最终措施必须在征收临时关税后4个月内实施，即11月4日前做出最终裁定。任何潜在措施的有效期为5年，可根据合理的要求和随后的审查延长。
8月21日	根据中国商务部官网，《关于对原产于欧盟的进口相关乳制品进行反补贴立案调查的公告》发布，对原产于欧盟的进口相关乳制品进行反补贴立案调查，本次调查确定的补贴调查期为2023年4月1日至2024年3月31日，产业损害调查期为2020年1月1日至2024年3月31日。
8月20日	根据瑞典央行消息，将政策利率由3.75%降至3.50%，降息25个基点；并表示，如果物价展望保持当前水平，则年内可将政策利率继续下调2次至3次。
8月21日	美国劳工部就2023年4月至2024年3月的新增非农就业数据，由初值的290.0万人，大幅下修81.1万人至208.9万人，较初值降幅达到28.0%。8月21日，美联储发布7月议息会议的纪要显示，绝大多数参会者认为，如果数据继续接近预期，那么在下次会议上（北京时间9月19日）采取宽松政策可能是合适的。
8月23日	美联储主席鲍威尔出席杰克逊霍尔全球央行年会并就美国经济前景讲话，明确表示，政策调整的时机已经到来。
8月21日	根据新华社报道，国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会。国家金融监督管理总局发布最新统计，目前，商业银行已审批房地产“白名单”项目5392个，审批通过融资金额近1.4万亿元。此前8月19日，《厦门市人民政府关于调整房产落户政策的通知》发布，相关政策俗称“买房即落户”；这是继续南京、苏州、杭州等核心二线城市优化房地产政策和户籍政策后，厦门也落优化政策。
8月23日	日本央行行长植田和男和日本财务大臣铃木俊一在国会接受参众两院的质询。植田和男表示，已经在3月份开始货币政策正常化，相信迄今为止的政策调整是合适的；如果确定性上升，央行不会改变调整宽松政策的立场；从展望报告中删除了“继续宽松环境”的措辞，因为据说这被解读为在可预见的未来不会加息。铃木俊一表示，不希望看到汇率突然波动；将对汇率突然波动进行有条件的外汇干预。

数据来源：美联储等、国信期货

二、经济基本面

工业增加值相对放缓，国有企业增幅仍不高。7月，规模以上工业（简称“规上工业”）增加值同比增长5.1%，增速较6月回落0.2个百分点，高于去年同期1.4个百分点；环比增长0.35%，环比增速较6月回落0.07个百分点。

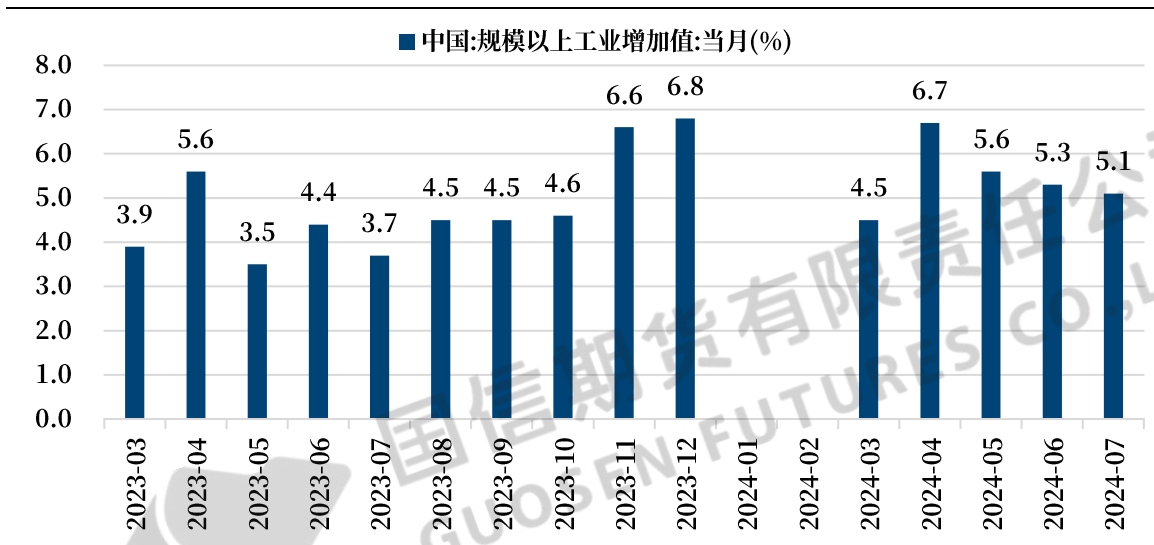


分三大门类看，7月，采矿业增加值同比增长4.6%，低基数下录得较好修复；制造业同比增长5.3%，增速较6月收窄0.2个百分点，增速延续缓慢回落；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.0%，增速较6月收窄0.8个百分点，继续回调。

分经济类型看，7月，国有控股企业增加值同比增长3.5%，增幅较6月回升0.5个百分点，但增幅仍然不高。股份制企业增长5.4%，其中，外商及港澳台商投资企业增长4.2%，增速较6月回升1.3个百分点。私营企业增长5.2%，继续维持较好表现，增速较6月收窄0.5个百分点。

分主要行业看，7月，增幅居前的有，计算机、通信和其他电子设备制造业增长14.3%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长12.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长9.4%，金属制品业增长9.3%；跌幅居前的有，黑色金属冶炼和压延加工业下跌1.5%，非金属矿物制品业下跌2.9%。

图1：工业增加值



数据来源: choice 国信期货

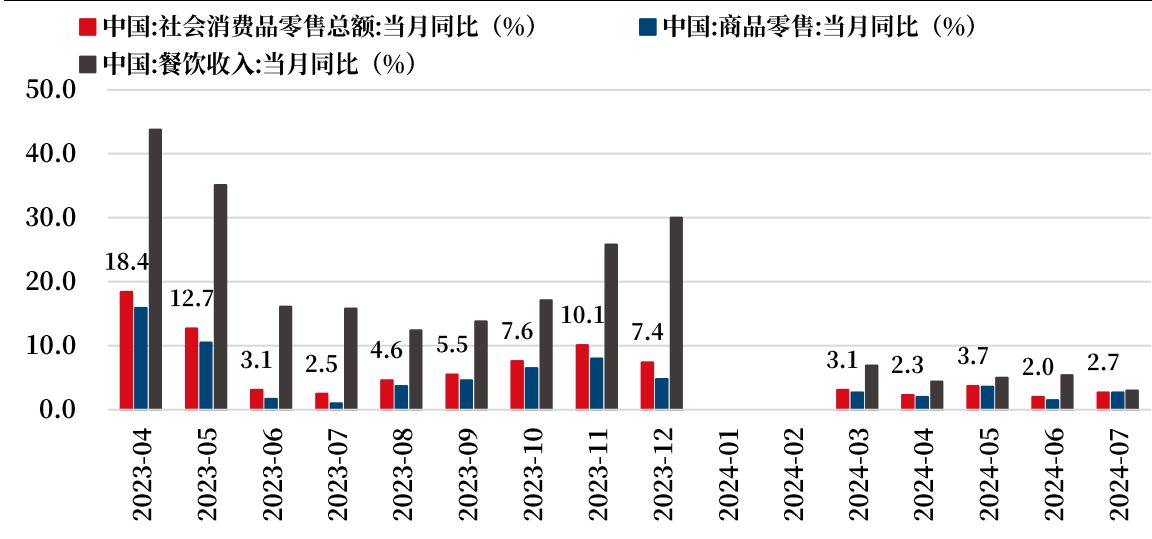
消费底部徘徊，上行趋势或有压制。7月，社会消费品零售（简称“社零”）总额3.78万亿元，同比增长2.7%，增速较6月回升0.7个百分点。7月社零涨幅相对不高，目前总体仍然在底部徘徊，处于筑底阶段。值得注意的是，进入8月，社零基数将逐月抬升，对后期上行趋势或形成一定压制。

按消费类型分，7月，餐饮收入同比增长3.0%，增速较6月回落2.4个百分点，受高基数影响较为突出；商品零售同比增长2.7%，增速较6月回升1.2个百分点，仍有较大上行空间。

从商品零售的具体商品类型来看，7月同比涨幅居前的有，通讯器材类上涨12.7%，体育、娱乐用品类上涨10.7%，粮油、食品类上涨9.9%，同比增幅均在10.0%左右；同比跌幅较大的有，金银珠宝类下降10.4%，化妆品类下降6.1%，服装、鞋帽、针纺织品类下降5.2%，汽车类下降4.9%。



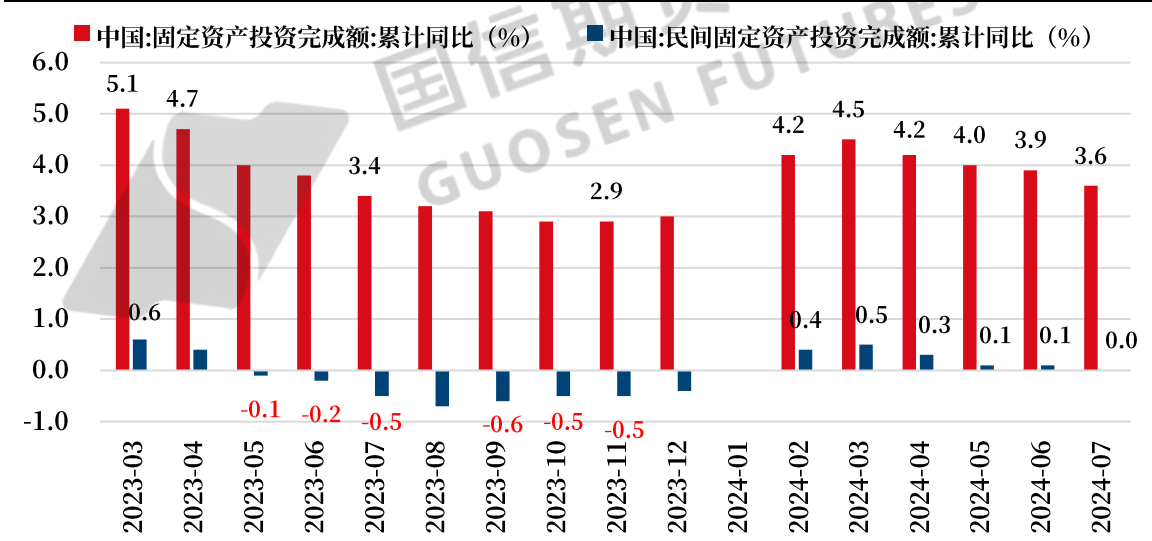
图 2：社会消费品零售



数据来源: choice 国信期货

固投总体依然欠佳。1-7月，全国固定资产投资（简称“固投”）28.76万亿元，同比增长3.6%，增速较1-6月收窄0.3个百分点，较去年同期扩大0.2个百分点。其中，民间固定资产投资（简称“民间投资”）同比持平，增速较1-6月收窄0.1个百分点。

图 3：固定资产投资

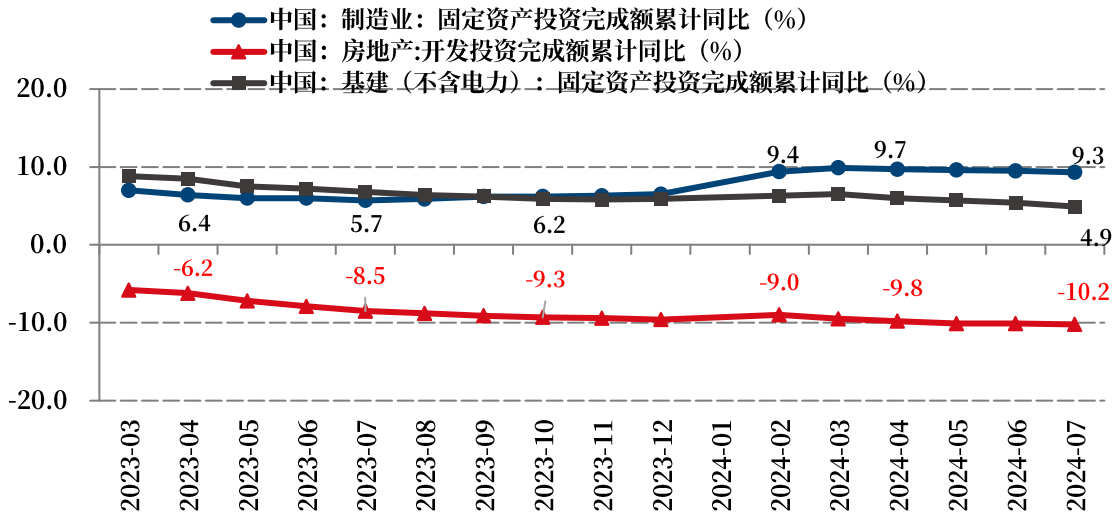


数据来源: choice 国信期货

分三大产业来看，1-7月，制造业投资增长9.3%，增速较今年1-6月收窄0.2个百分点，较去年同期加快3.6个百分点，保持稳固；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长4.9%，增速较今年1-6月收窄0.5个百分点，较去年同期收窄1.9个百分点，不及预期；房地产开发投资下降10.2%，降幅较今年1-6月扩大0.1个百分点，较去年同期扩大1.7个百分点，仍然不佳。



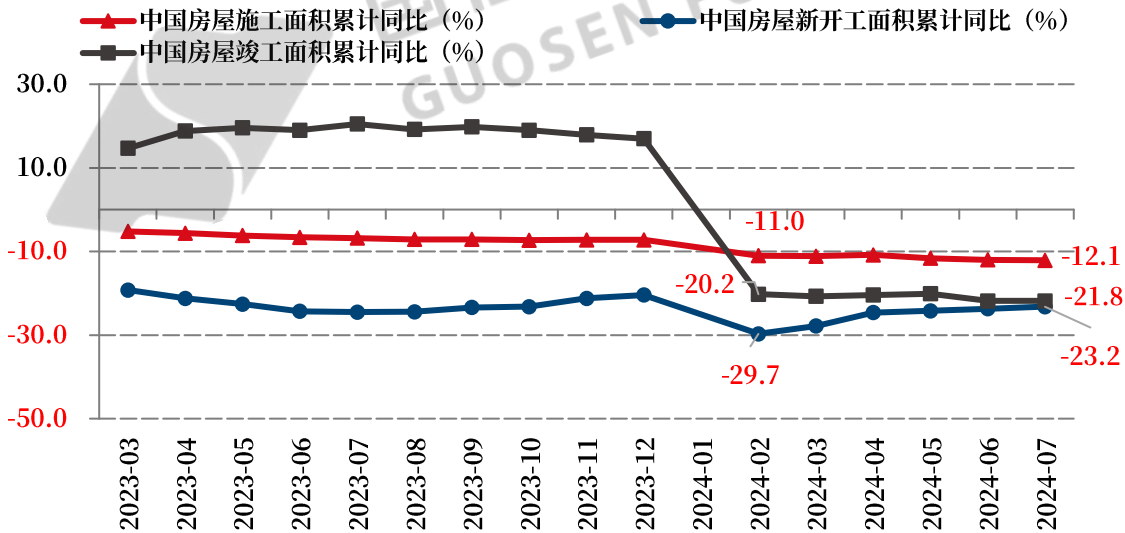
图 4：分行业固定资产投资



数据来源：choice 国信期货

房地产供需仍未有显著好转。房地产供给侧方面，1-7月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降12.1%；房屋新开工面积同比下降23.2%；房屋竣工面积同比下降21.8%；房地产开发企业到位资金同比下降21.3%。房地产需求侧方面，1-7月，新建商品房销售面积同比下降18.6%；新建商品房销售额同比下降24.3%；7月末，商品房待售面积同比增长14.5%。目前，房地产市场总体维持“边际优化、持续微调”，积极构建发展新模式。

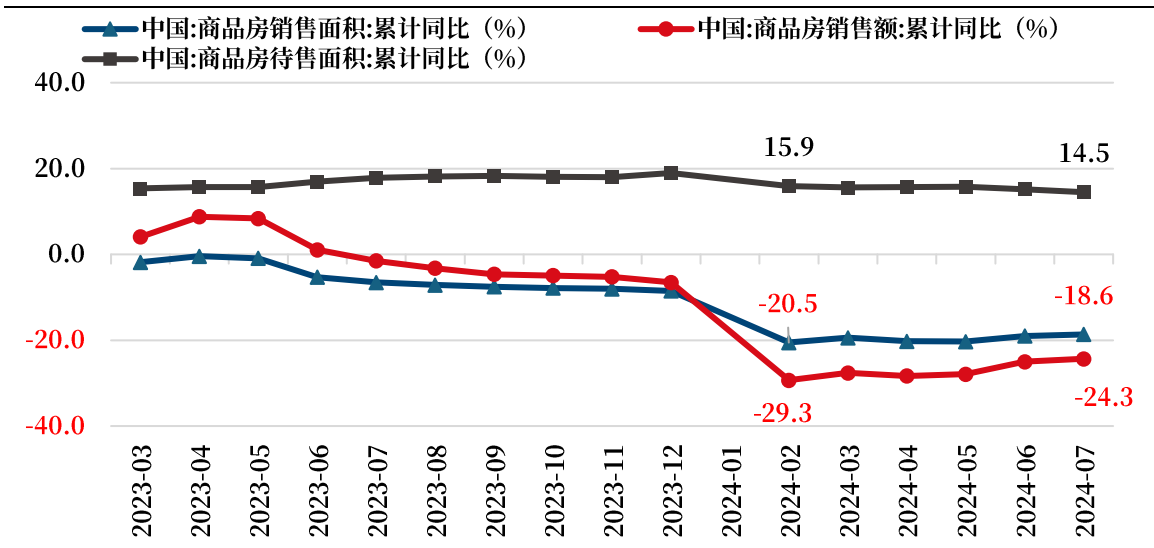
图 5：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：choice 国信期货



图 6: 商品房销售面积、销售金额、待售面积

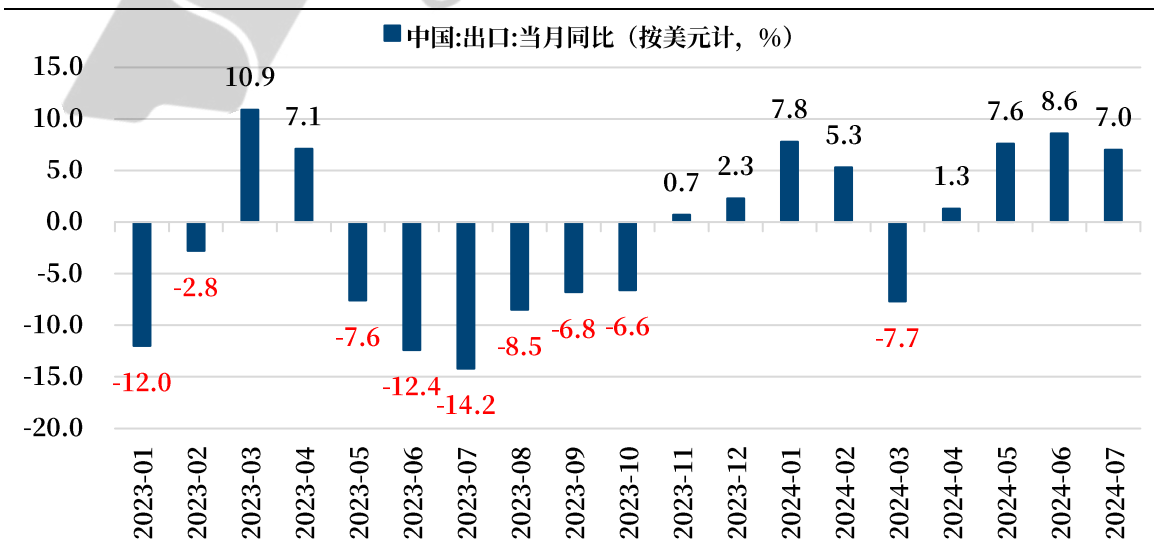


数据来源: choice 国信期货

出口低基数下趋势性增长, 恢复幅度或有一定制约。按美元计, 2024 年 7 月全国商品贸易出口总值 3005.6 亿美元, 同比增长 7.0%; 进口总值 2159.1 亿美元, 同比增长 7.2%; 贸易顺差 846.5 亿美元。

7 月出口继续保持低基数下的恢复性增长。从规模来说, 连续 3 个月出口保持在 3000 亿美元以上; 但恢复强度仍有提高空间。从地区来看, 对东盟出口增速有所收窄至增长 12.2%、对美国和对欧盟出口增速均小幅扩大, 分别录得增长 8.1%和增长 8.0%。从商品类型来看, 船舶继续保持强劲录得同比增长 54.8%, 集成电路、未锻轧铝及铝材、自动数据处理设备及其零部件在低基数上录得高速增长, 同比增速均在 20.0% 左右。

图 7: 出口



数据来源: choice 国信期货

从总量来看, 出口在低基数下继续维持恢复性增长。从出口规模来看, 按美元计, 从 2022 年、2023 年和 2024 年的 7 月份出口金额来看, 分别是 3275 亿美元、2808 亿美元和 3006 亿美元。因此, 总量上, 2024 年 7 月出口金额, 略低于 2022 年 7 月的水平, 但是高于 2023 年 7 月的水平, 出口总量为低基数下的



相对改善。尤其是，2024年5月至7月，月度出口金额均在3000亿美元以上。但是，对出口的指引方面，由于7月新出口订单指数为48.5%，较6月回升0.2个百分点，但是已经连续3个月处于收缩区间，对出口的趋势性恢复存在一定制约。

从地区来看，对东盟增速有所收窄、对美国和对欧盟出口增速均小幅扩大。对东盟出口，按美元计，2023年7月同比为下降21.4%；2024年7月出口468.52亿美元，同比上涨12.2%，涨幅较2024年6月回落2.9个百分点，对东盟出口增速有所收窄。对欧盟出口，按美元计，2023年7月同比为下降20.1%；2024年7月出口457.7亿美元，同比上涨8.0%，涨幅较2024年6月扩大3.9个百分点，对欧盟出口小幅回升。对美国出口，按美元计，2023年7月同比为下降23.1%；2024年7月出口457.4亿美元，同比上涨8.1%，涨幅较2024年6月扩大1.5个百分点，对美国出口同样小幅回升。

从商品类型来看，船舶继续保持强劲，集成电路、未锻轧铝及铝材、自动数据处理设备及其零部件在低基数上录得高速增长。从出口金额来看，按美元计，7月出口金额在百亿美元的商品有5类。其中，自动数据处理设备及其零部件出口186.31亿美元，同比上涨19.3%；服装及衣着附件出口152.55亿美元，同比下降4.4%；集成电路出口138.49亿美元，同比上涨27.7%；纺织纱线、织物及其制品出口115.44亿美元，同比上涨3.5%；汽车（包括底盘）99.85亿美元，同比上涨13.8%。此外，7月出口增幅较好的商品还有，船舶出口37.8亿美元，同比上涨54.8%；未锻轧铝及铝材出口19.55亿美元，同比上涨20.5%；液晶平板显示模组出口28.9亿美元，同比上涨18.5%；家用电器出口86.3亿美元，同比上涨17.2%。

三、宏观核心指标

（一）物价水平

物价水平结构性改善，CPI小幅上涨PPI跌幅维持不变。7月CPI同比上涨0.5%，涨幅较6月回升0.3个百分点，连续6个月同比上涨；6月PPI同比下跌0.8%，跌幅与6月相同，为2023年2月以来的最小跌幅。

综合来看，7月物价水平总体延续结构性改善。CPI同比小幅上涨，猪肉价格向上拉动CPI效果突出，鲜果价格向下拉动效果显著减弱，但牛肉价格降幅较大。PPI同比维持小幅下跌，主要是采掘业和原料工业延续上涨，但加工业跌幅略有扩大；同时，由于耐用消费品价格跌幅暂未显著收窄，致使生活资料价格略有下行。后期生猪价格有望维持向上拉动效果，鲜果价格向下拉动作用或继续减弱，国内货币供应积极作用不断显现；考虑到，美联储9月降息概率大幅上升，国际原油价格或有一定上行空间。因此，CPI同比涨幅年内有望继续上行，PPI跌幅或继续收窄。

CPI 同比方面。7月CPI同比上涨0.5%，从CPI分大类来看，其他用品及服务上涨4.0%、教育文化娱乐上涨1.7%、衣着上涨1.5%、医疗保健上涨1.4%、生活用品及服务上涨0.7%、食品烟酒上涨0.2%，居住上涨0.1%；交通通信下跌0.6%。其中，食品烟酒是自2023年7月以来首次同比由跌转涨，影响CPI上涨约0.07个百分点。食品中，畜肉类价格上涨4.9%，影响CPI上涨约0.14个百分点；其中猪肉价格上涨20.4%，影响CPI上涨约0.24个百分点，猪肉价格向上拉动CPI效果显著；牛肉价格下降12.9%，拉低了畜肉类价格上涨幅度。此外，鲜菜价格上涨3.3%，影响CPI上涨约0.07个百分点；水产品价格上涨1.2%，影响CPI上涨约0.02个百分点；鲜果价格下降4.2%，影响CPI下降约0.09个百分点，7月鲜果价格跌幅较6月显著收窄4.5个百分点。

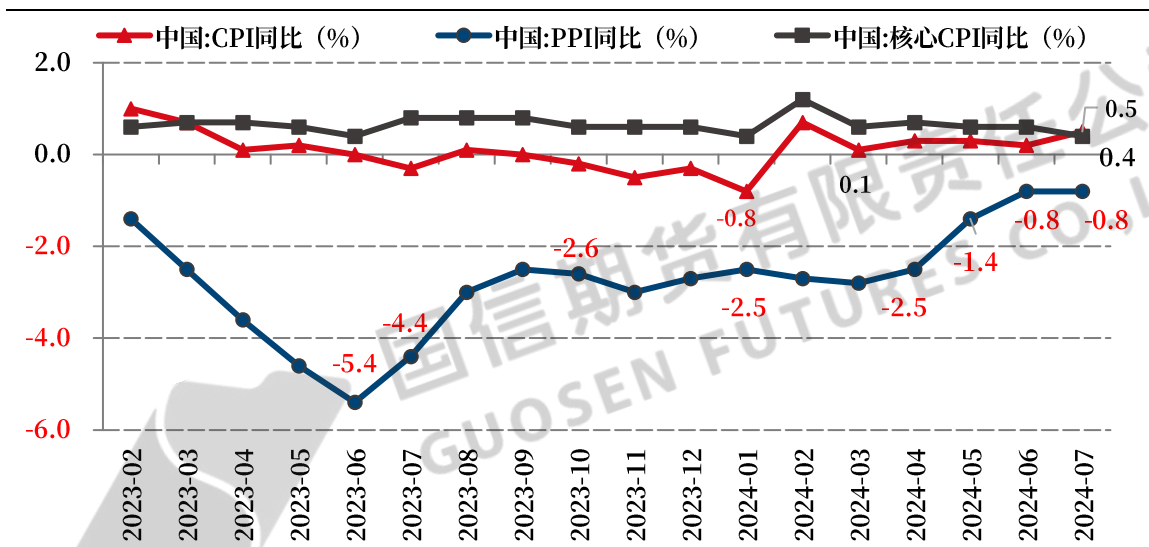
PPI 同比方面。7月PPI同比下降0.8%。分PPI的两个大项来看，生产资料价格同比下降0.7%，跌幅



较6月收窄0.1个百分点，影响PPI下降约0.52个百分点，7月生产资料价格同比继续维持2022年10月以来的最小跌幅。其中，采掘工业延续6月的上行趋势录得上涨3.5%，涨幅较6月扩大0.8个百分点；原材料工业录得上涨1.8%，涨幅较6月扩大0.2个百分点，实现连续3个月的同比上涨；加工工业下跌2.1%，跌幅较6月扩大0.1个百分点。PPI两个大项的另一项为生活资料价格。7月PPI的生活资料价格同比下降1.0%，跌幅较6月扩大0.2个百分点，影响PPI下降约0.26个百分点；主要是耐用消费品价格跌幅暂未收窄。从PPI分行业来看，7月同比跌幅较大的行业有，非金属矿物制品业下降5.6%，黑色金属冶炼和压延加工业下降3.7%；7月PPI同比涨幅居前的行业有，有色金属矿采选业上涨18.1%，有色金属冶炼和压延加工业上涨10.6%，石油和天然气开采业上涨6.7%。

物价环比方面。7月CPI环比上涨0.5%；其中，教育文化娱乐价格上涨1.3%、交通通信价格上涨0.9%、其他用品及服务价格上涨0.9%、食品烟酒价格上涨0.7%、生活用品及服务上涨0.4%；居住和医疗保健价格均持平；衣着价格下降0.4%。7月PPI环比下降0.2%；其中，生产资料价格下降0.3%，生活资料价格持平。

图8：物价水平



数据来源：choice 国信期货

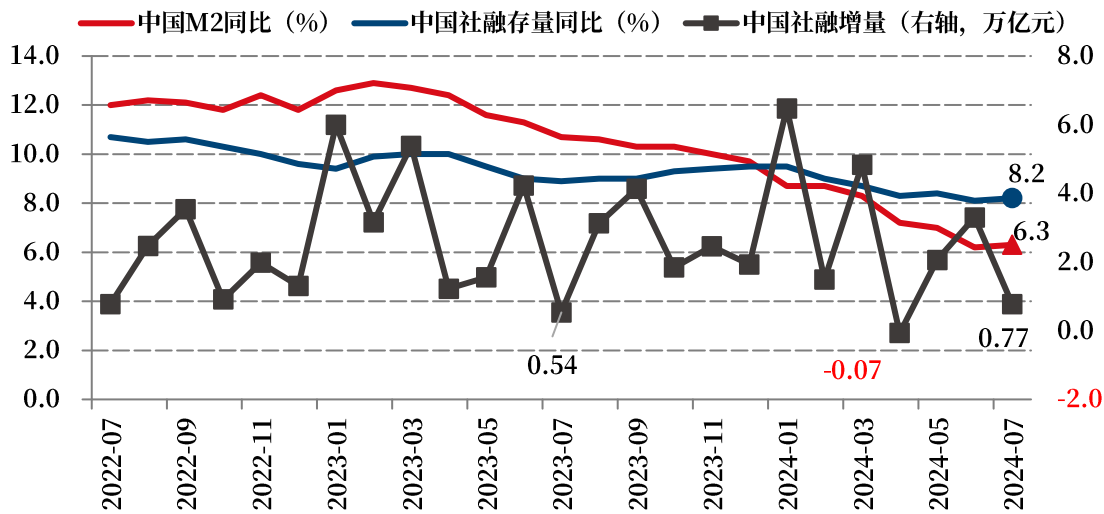
(二) 货币供需

7月货币供应结构性矛盾依然突出，价格型货币政策工具效果欠佳。根据中国人民银行（简称“人行”）8月13日数据，7月末，广义货币（M2）同比增长6.3%，狭义货币（M1）同比下降6.6%，流通中货币（M0）同比增长12.0%，前七个月净投放现金5396亿元。7月末，社会融资规模存量（简称“社融存量”）同比增长8.2%；2024年前7个月社会融资规模增量（简称“社融增量”）累计为18.87万亿元，比上年同期少3.22万亿元；其中，7月社融增量为7708亿元。

综合来说，7月货币供应总量相对稳定，但是货币供应结构性问题依然突出，存款定期化现象仍有较大负面影响。人民币贷款冲高收缩，政府债券发行速度有所放缓，是7月社融增量表现不佳的主要部分；从金融机构新增人民币贷款来看，居民户和非金融性公司均表现不佳。当前，价格型货币政策工具效果相对欠佳；后期，数量型货币政策工具以及政府债券发行，是促进货币供应结构性问题改善的重要措施。



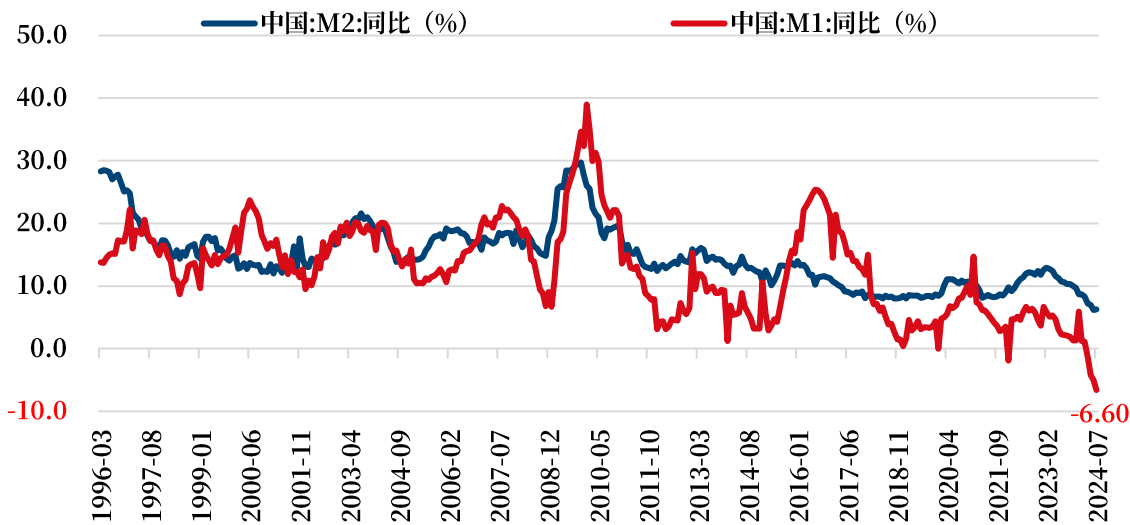
图 9：社融和 M2



数据来源: choice 国信期货

货币供应总量相对稳定，但结构性问题依然突出。关于货币供应，目前人行执行的的原则是，“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”7月末，M2同比增长6.3%，社融存量同比增长8.2%。如果经济增长以全年预期目标5.0%为基准，价格水平预期目标以3.0%为基准，则货币供应增速大约为8.0%。因此，社融存量增速与货币供应的预期目标相近。当然，如果考虑到当前物价水平相对较低，全年物价水平预期目标调整为增长1.0%，则货币供应增速大约在6.0%，因此，6.3%的M2增速也基本符合当前经济总体形势，即货币供应总量相对稳定。但是，7月末，M1同比为下降6.6%，跌幅再次较5月扩大1.6个百分点，仍然是自1979年底有数据记录以来的单月最大跌幅，且已经连续4个月为下降。货币供应的结构性矛盾，或与存款定期化有较大关联。6月，居民和企业的人民币活期存款同比为下滑4.2%，定期存款为上涨9.8%。虽然定期存款增速均较前期有所收窄，但是，活期存款的下滑幅度更大。更重要的是，定期存款仍然录得同比增长，即活期存款定期化现象仍然较为突出。其中，居民活期存款为上涨4.31%涨幅较小，企业活期化存款为下降16.7%降幅较大。

图 10：M1 和 M2



数据来源: choice 国信期货



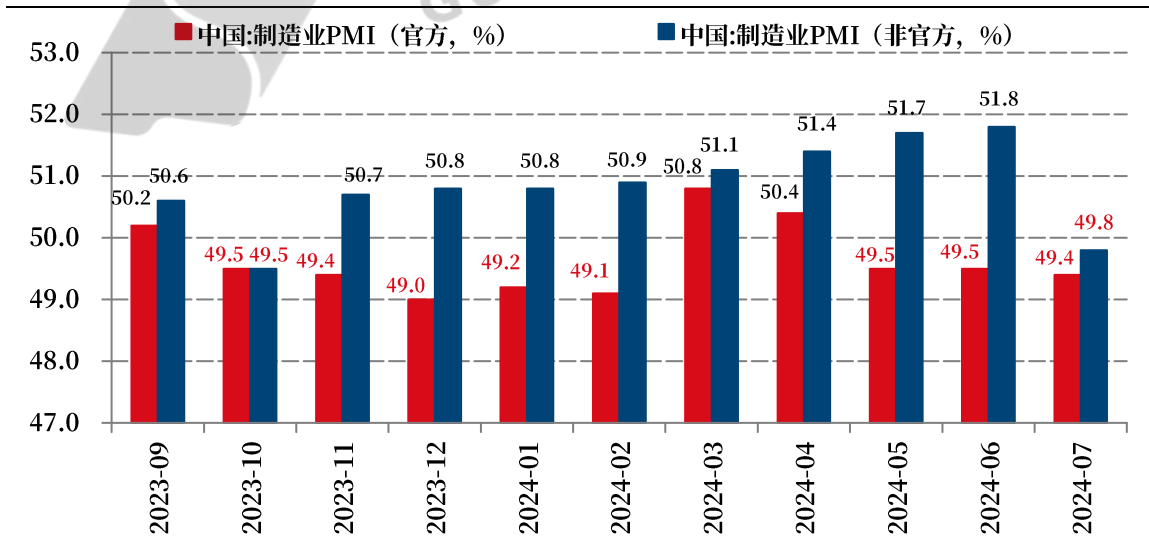
人民币贷款冲高收缩，政府债券发行速度有所放缓。7月政府债券新增发行量为6911亿元，小于6月的8476亿元和5月1.2万亿元，政府债券发行经历5月和6月相对加速后有所放缓。7月人民币贷款减少767亿元，较6月的新增2.19万亿元显著大幅下滑，表现为冲高收缩，是2002年1月有数据记录以来的单月最大降幅。此前2005年7月为减少314亿元，2004年7月为减少19亿元。以上两项构成了7月社融增量表现不佳的主要部分。从金融机构新增人民币贷款来看，7月短期贷款下降2070亿元，中长期贷款新增1400亿元，短期贷款收缩显著；分贷款对象来看，居民户下降2100亿元，非金融性公司新增1300亿元，均表现不佳。

价格型货币政策工具效果相对欠佳。7月人行引导1年期和5年期以上LPR分别调降10个基点，总体来说相对谨慎，是在平衡内外货币环境、商业银行息差、居民提前还贷等各类问题后的综合权衡。但是，由于降幅相对不高，且市场主体扩张和消费意愿均不强，人民币短期和中长期新增贷款均显著下滑，价格型货币政策工具的效果相对欠佳。当然，物价水平仍然过低所形成的实际利率水平过高，也是制约企业扩张的重要因素；叠加资本市场“财富效应”“赚钱效应”仍然较差，房地产价格企稳回升仍待增强，居民扩大贷款并提高消费意愿受到打压。因此，后期，数量型货币政策工具以及政府债券发行，是促进货币供应结构性问题改善的重要措施。

(三) 景气指数

7月官方制造业PMI表现不佳 小型制造企业仍需呵护。7月官方制造业PMI为49.4%，较6月的49.5%回落0.1个百分点，连续3个月处于收缩区间。从官方制造业PMI分类指数来看，7月，生产指数为50.1%，新订单指数为49.3%，原材料库存指数为47.8%，从业人员指数为48.3%，供应商配送时间指数为49.3%。从非制造业商务活动指数来看，7月为50.2%，较6月的50.5%回落0.3个百分点，非制造业维持弱势扩张。7月财新（非官方）制造业PMI录得49.8%，较6月的51.8%回落2.0个百分点，至收缩区间。这是官方与非官方制造业PMI在5月和6月出现分歧后，在7月归为一致，但是，表现均不佳。

图 11：制造业 PMI



数据来源: choice 国信期货

综合来看，7月官方制造业PMI处于收缩区间，小型企业冲高回落；五大分类指数仅生产指数仍然维持弱势扩张，其余四大分项指数均处于收缩区间，预示出口承压且补库可能暂缓。

小型制造企业仍需呵护。分企业类型来看官方制造业PMI，7月大型企业为50.5%，较6月回升0.4个



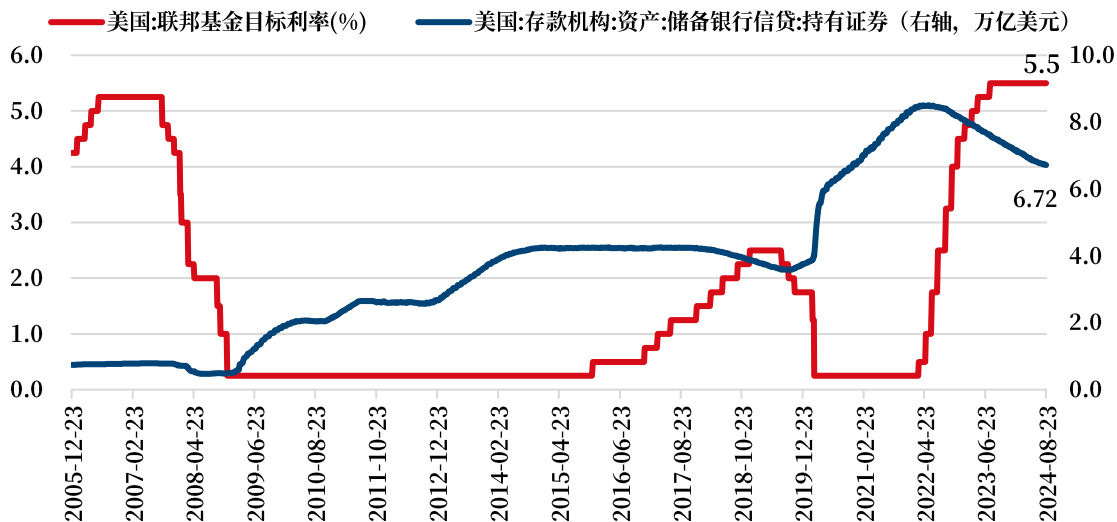
百分点，保持弱势扩张；7月中型企业49.4%，较6月回落0.4个百分点，表现为微量收缩；7月小型企业46.7%，较6月回落0.7个百分点，有较大压力。2024年1-7月，小型制造业企业PMI呈现冲高回落，波动较大；小型企业在春节后一度展现开门红的回暖，但是，进入二季度后，景气度持续性相对较差，与民间投资的总体趋势相当。与景气度形成对比的是，1-6月规上工业利润总额方面，私营企业实现利润总额增长6.8%，表现较好。以上差异反映出，私营企业的利润好转，或来自部分竞争力较强的私企，部分竞争力较弱的私企或已出清；更重要的是，利润较好的私企，在企业扩张方面的意愿仍然较低，仍需宏观政策加大呵护。

五大分类指数表现不佳，出口承压补库或暂缓。从五大分类指标来看官方制造业PMI，7月仅生产指数仍然维持弱势扩张，其余四大分项指数均处于收缩区间。对出口的指引，7月新出口订单指数为48.5%，较6月回升0.2个百分点，但是已经连续3个月处于收缩区间，对出口的趋势性恢复存在一定制约。对库存周期的指引，规上工业企业方面，6月末产成品存货（库存）同比增长4.7%。但是，制造业PMI中，7月产成品库存指数录得47.8%，较6月的48.3%回落0.5个百分点。因此，7月末产成品存货同比增幅或相对减小，企业补库动作存在暂缓迹象。

（四）人民币汇率

美联储9月大概率首降25个基点。北京时间9月19日，美联储将发布9月议息会议结果。当前美国经济总体仍然相对稳健，7月零售销售好于预期，美国7月零售销售环比1.0%，前值-0.2%，是2023年2月以来的新高。物价方面，美国7月CPI同比2.9%，前值3.0%，为2021年3月以来的新低；美国7月核心CPI同比3.2%，前值3.3%，为2021年5月以来的新低。劳动力市场方面，美国劳工部就2023年4月至2024年3月的新增非农就业数据，由初值的290.0万人，大幅下修81.1万人至208.9万人。一方面，由于此次非农数据下修是基于月度初值的下修，在彼时月度数据发布时已经有下修操作，此次仅为重新统计和统一修正，因此大幅下修总体符合市场预期；另一方面反映了美国劳动力市场并非前期反映的那样强劲，结合7月新增非农仅为11.4万人，失业率为4.3%，美国劳动力市场为9月降息铺平了道路。更重要的是，7月会议纪要和鲍威尔的讲话已经为降息给出较为明确的信号，目前焦点在于降息幅度。综合来说，考虑到首次降息的影响力以及7月零售销售好于预期，我们仍然倾向于美联储9月的首次降息以25个基点较为适中，后期可视市场反应和经济基本面再做操作。美元指数方面，8月23日美元指数收于100.6824，跌破101整数关口，录得2024年内新低。后期，美元指数或震荡下行，挑战100.0整数关口，但是，仍需关注非美央行货币政策宽松幅度可能带来的影响。

图 12：美联储政策利率和持有证券规模

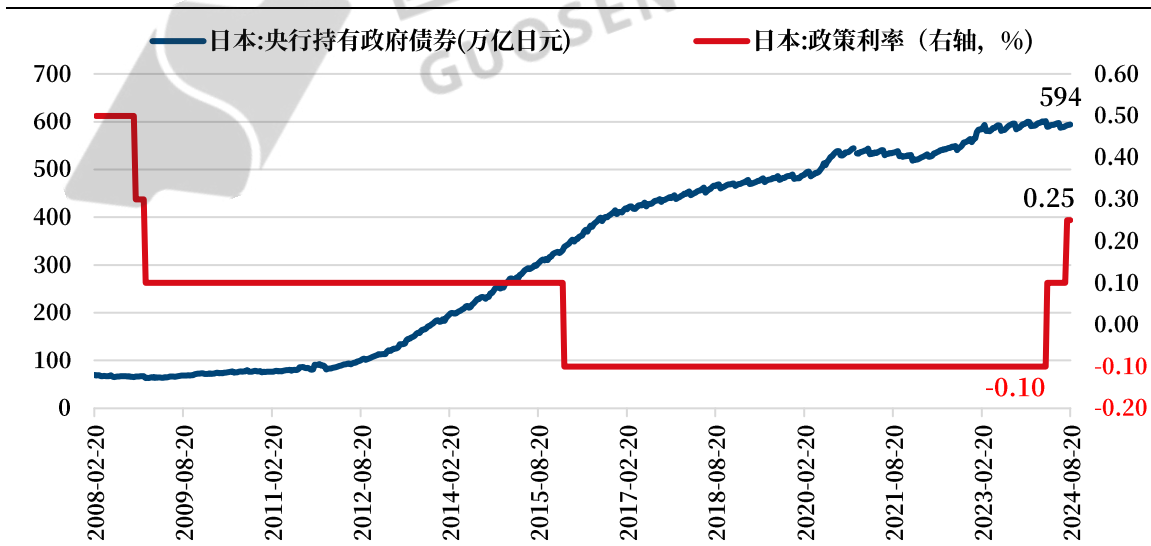




数据来源: choice 国信期货

日本央行再次“偏鹰”，日元或震荡偏强。7月31日，日本央行采取加息叠加“缩表”的双重紧缩性货币政策。从日元汇率角度来说，日本央行加息，挤压了日元套息交易的利润空间，叠加7月底美国科技股下跌，投资者抛售美股，购入日元，致使日元升值。从日本股市来说，日本央行紧缩政策，后期将收回市场日元流动性，造成投资者对日本股市继续上行的担忧，投资者大幅抛售日股，致使日经225指数在8月5日大幅暴跌12.4%。8月7日，日本央行副行长内田真一表示，不会在市场不稳定的时候加息。此后，日经225指数连涨数日，已经收复此前几乎全部跌幅。8月23日，日本央行行长植田和男在国会接受参众两院的质询时表示，已经在3月份开始货币政策正常化，相信迄今为止的政策调整是合适的；如果确定性上升，央行不会改变调整宽松政策的立场。日本央行行长的最新表态，有以下三点值得关注。第一，日本央行货币寻求政策正常化是其长期政策导向。因此，长期来说，加息和“缩表”仍是其货币政策必选项；但是，由于日本资本市场此前发生大幅波动，短期内加息或有所暂缓。第二，日本央行实质上是在寻求货币政策正常化和经济基本面之间采取博弈。由于量化和质化宽松政策对于日本经济活跃度有所提升。但是，此类“非常规性”过度宽松政策对于宏观经济来说类似于“饮鸩止渴”，对于宏观经济的实际产出和实际增速的作用，在长期来看，仍然值得商榷。尤其是此类“非常规性”货币政策，致使日本央行常规性货币政策失效，削弱了日本央行货币政策独立性。更重要的是，“非常规性”货币政策持续时间越长，后期结束困难越大。这也是日本央行执行“扩表”长达11年后做出的艰难决定。第三，对大类资产来说，由于日本央行或继续寻求加息，叠加美联储9月降息预期，日元或相对走强。8月23日美元兑日元跌破145.0整数关口，日元当日升值1.35%。对套息交易来说，短期内，在日本央行实质加息前，仍需观察市场主要倾向于政策的实质影响，还是倾向于预期影响，即套息交易或仍有部分市场，日经225指数8月23日延续微涨。中长期来说，日元套息交易或受一定冲击；同时，叠加日本央行落地“缩表”，日本股市或仍有回调可能；更重要的是，考虑到美联储降息且日本央行加息，日元或震荡偏强。

图 13: 日本央行政策利率和持有国债规模



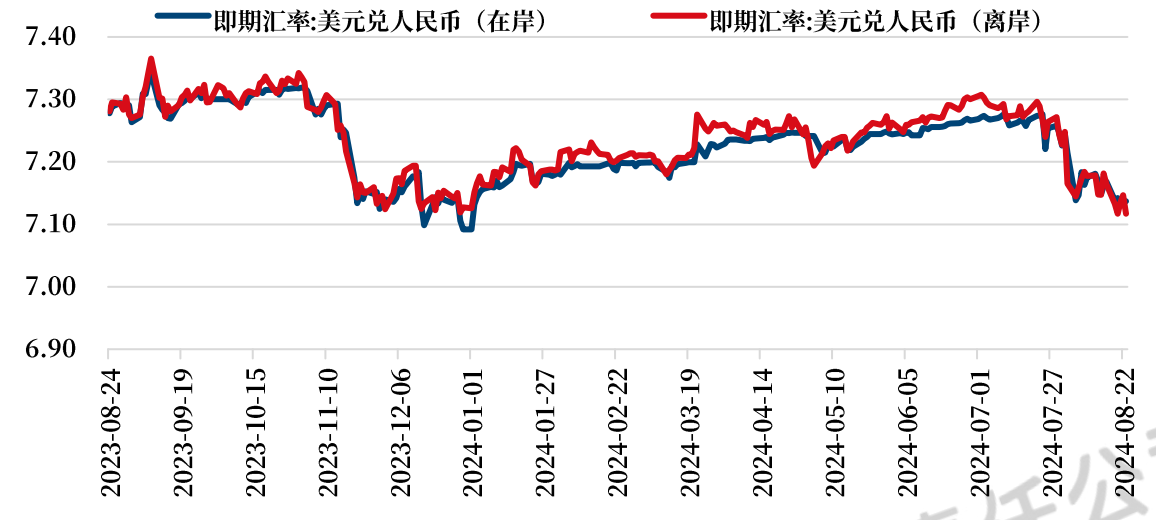
数据来源: choice 国信期货

人行侧重金融风险防范，总量货币政策或保持相对稳定，人民币或震荡偏强。货币政策方面，7月人行引导1年期5年期以上LPR分别调降10个基点，但是，总体降幅相对较小，且较为谨慎；7月M1同比跌幅再度扩大，当前价格型货币政策工具效果相对欠佳；后期，总量货币政策或保持相对稳定。同时，人行多次提示中长期债券风险，中国银行间市场交易商协会进一步规范市场交易，监管部门窗口指导债券基金的久期，因此，防范和化解系统性金融风险或是阶段性重点工作。出口形势方面，7月出口保持低基数下



的趋势性恢复，考虑到去年8月至10月基数仍然较低，因此，对弱势人民币要求相对降低。更重要的是，如上文所述，随着美联储9月降息的兑现，中美息差有望收窄。综合来说，人民币年内或震荡偏强，短期内有望挑战7.10整数关口，四季度或挑战7.0，其中，美联储降息幅度是关键。

图 14：人民币汇率



数据来源: choice 国信期货

四、总结

综合来说，7月国民经济总体平稳，但结构性矛盾仍未消除。7月，出口低基数下趋势性增长，物价水平局部改善；但是，规上工业增加值相对放缓，消费底部徘徊，固投总体依然欠佳，M1降幅再次扩大，价格型货币政策工具效果欠佳，防范和化解系统性金融风险或是阶段性重点工作。美联储9月大概率兑现降息，中美息差有望收窄，人民币或震荡偏强。

国内宏观经济仍有结构性矛盾。经济基本面，7月，出口低基数下趋势性增长，同比增长7.0%；但是，7月消费底部徘徊，同比增长2.7%；1-7月规上工业增加值相对放缓，同比增长5.1%；1-7月固投总体依然欠佳，同比增长3.5%。核心指标方面，7月，物价水平局部改善，CPI同比上涨0.5%，PPI同比下跌0.8%；货币供应总量相对稳定，但是7月M1同比跌幅继续扩大，下降6.6%；7月PMI表现不佳，官方和非官方均低于荣枯线，分别录得49.4%和49.8%。

美联储9月兑现降息。北京时间9月19日，美联储将发布9月议息会议结果。美国物价水平和劳动力市场均不是降息障碍，7月CPI同比上涨2.9%，新增非农11.4万人，失业率4.3%；7月会议纪要和鲍威尔的讲话已经为降息给出较为明确的信号。综合来说，考虑到首次降息的影响力以及7月零售销售好于预期，我们仍然倾向于美联储9月的首次降息以25个基点较为适中，美元指数或震荡下行，挑战100.0整数关口。

日本央行再次“偏鹰”。7月31日，日本央行采取加息叠加“缩表”的双重紧缩性货币政策，打压了日元套息交易，致使日元和日本股市出现大幅波动，此后有所恢复。8月23日，日本央行行长表示，如果确定性上升，央行不会改变调整宽松政策的立场，反映出日本央行寻求货币政策正常化的长期政策导向。因此，中长期来说，随着“缩表”落地，日本股市或仍有回调可能；考虑到美联储降息且日本央行加息，日元或震荡偏强。



人民币或震荡偏强。近期，人行多次提示中长期债券风险，中国银行间市场交易商协会进一步规范市场交易，监管部门窗口指导债券基金的久期。因此，防范和化解系统性金融风险或是阶段性重点工作。出口形势方面，7月出口保持低基数下的趋势性恢复，考虑到去年8月至10月基数仍然较低，因此，对弱势人民币要求相对降低。更重要的是，随着美联储9月降息的兑现，中美息差有望收窄。人民币年内或震荡偏强，短期内有望挑战7.10整数关口，四季度或挑战7.0；其中，美联储降息幅度是关键。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。