



## 月度中国宏观洞察：静待经济动能改善

7月发布的经济数据以及8月高频数据反映经济动能仍偏疲软。需求端经济数据喜忧参半——7月消费品零售数据和CPI数据有所改善且好于预期，房产销售跌幅收窄，然而这几个数据改善的可持续性均存疑。需求端其余指标，包括固定资产投资、信贷和出口数据均弱于预期。需求的疲软持续影响供给端，导致工业生产和制造业投资增速7月减慢。而8月高频数据显示冷热不均的内需复苏仍在持续。

政策支持8月较为平静，之后预计继续加码。我们并不认为8月的政策空窗期意味着7月下旬开始的新一轮政策刺激已出尽，政府或继续推出增量政策措施以稳经济：1. 货币政策已转向宽松，逆周期调节将继续开展。我们维持年内25-50个基点降准的预测。若现有政策刺激成效不及预期，央行在今年或再降息10个基点。2. 财政政策的重点似乎更倾向于促消费和化解风险，不过我们预计国家发改委仍会推出更多储备项目以防止基建投资增速下滑过快。促消费政策重点或将放在7月加码政策的执行和成效观察上。3. 房地产政策重点仍在于政府帮助房企消化库存。目前该政策进展较缓慢，我们认为无论是支持资金规模还是支持方式均需要进一步扩展。

我们4.9%的全年经济增速预测面临下行风险。即便政策支持在8月数据发布后继续加码，其政策成效或更多地体现在四季度经济数据上。我们下半年经济增速在4.7%-4.8%之间、尤其是三季度在4.8%的预测，目前面临较多的下行风险。在汇率方面，8月美元兑人民币汇率的升值主要是因为美元指数的贬值。基于美元指数在今年接下来时间将温和回升的基本判断，我们认为短期内美元兑人民币汇率或仍将在7.1-7.2的区间内小幅波动。而年底的人民币汇率或与美国总统选举结果有一定关联。特朗普的潜在当选或导致人民币贬值。

**投资风险：**地方政府去杠杆影响基建投资、消费复苏乏力、房地产行业迟迟不能企稳、中美贸易冲突再升级。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年8月29日

浦銀國際

宏观洞察

月度中国宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

# 月度中国宏观洞察：静待经济动能改善

## 7月数据反映经济动能仍偏疲软

需求端经济数据喜忧参半。代表内需的数据中消费品零售数据和CPI数据有所改善且好于预期。然而前者或部分得益于2023年的低基数效应，另外低于3%的社会消费品零售同比增速亦仍远低于疫情前平均8%以上的水平(图表1)。此外，我们亦对消费改善的可持续性存疑。除了二季度累计城镇居民人均实际可支配收入增速下滑显著之外，7月城镇调查失业率意外上升0.2个百分点到5.2%。虽然消费品以旧换新新政的全国性补贴或有助于消费复苏，但是也要注意收入下滑和失业率上升对消费的负面影响。后者(CPI数据)或得益于暑期服务业价格的季节性回升，核心CPI仍较弱(图表2)。其余代表内需的指标——固定资产投资和信贷数据依然弱于市场预期。

外需方面，7月出口7%的同比增速仍算稳健，不过仍较6月放缓且低于市场预期。然而继欧盟之后，加拿大政府亦宣布对中国电动车征收100%关税，对钢铝加征25%关税。和西方发达国家贸易摩擦的增多以及潜在的特朗普当选后的关税纷争使得依靠外需的经济复苏或难以为继。

房地产相关数据除投资外继续边际改善。除了房地产投资累计同比增速再跌0.1个百分点到-10.2%之外，其余房地产相关指标(新开工面积、商品房销售)的累计同比跌幅均有所收窄。尽管如此，我们依然较为担心517一系列房产新政的成效正在减弱中：70大中城市新建商品房价格环比跌幅曾在6月有所收窄，然而在7月大致持平。7月统计局房产销售累计同比数据的跌幅收窄程度亦低于6月。高频数据显示30大中城市房产销售在8月销售淡季维持在较低水平上(图表4)，房产新政对销售改善的可持续性仍存在不确定性。

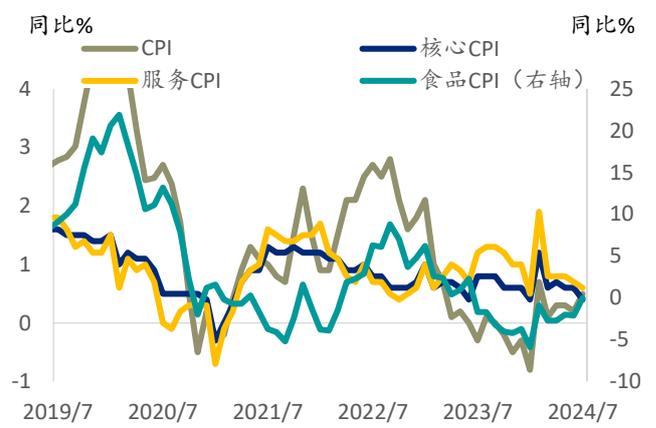
内需的疲软持续影响供给端。在内需仍较为疲软、PPI持续低迷的情况下，工业生产亦开始受到影响。7月工业生产总产值同比增速下跌0.2个百分点到5.1%。制造业投资增速则再下滑0.2个百分点到9.3%。

**图表 1: 7月除社会消费品零售外,其余实体经济指标均增速下滑且低于市场预期**



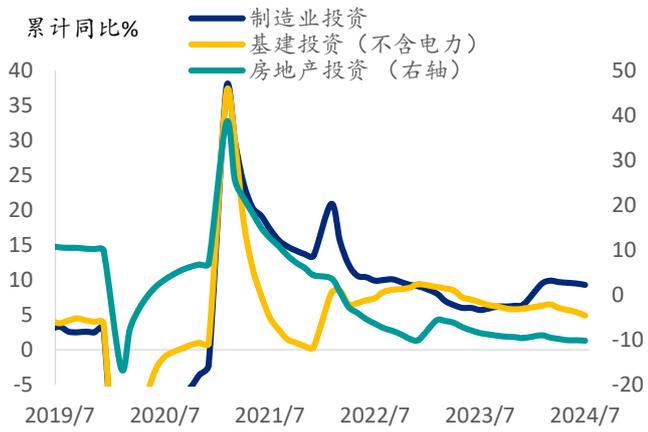
资料来源: 同花顺, 浦银国际

**图表 2: 7月CPI的回升主要是暑期服务业价格的季节性回升,核心CPI仍较弱**



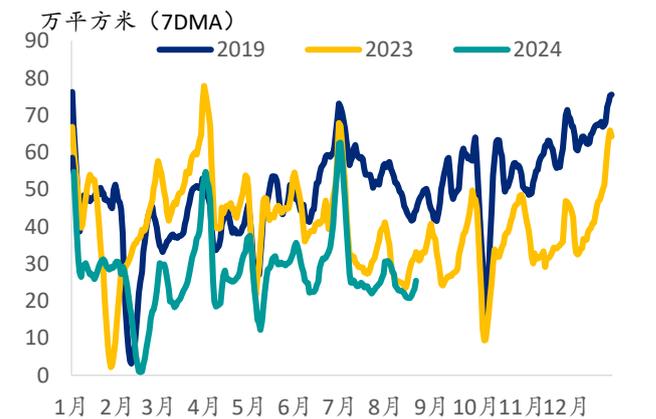
资料来源: 同花顺, 浦银国际

**图表 3: 固定资产投资各分项7月均下滑**



资料来源: 同花顺, 浦银国际

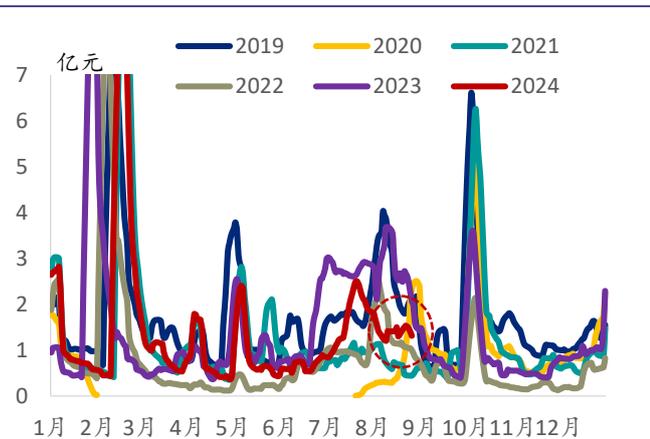
**图表 4: 高频数据显示30大中城市房产销售在8月销售淡季维持在较低水平上**



资料来源: 同花顺, 浦银国际

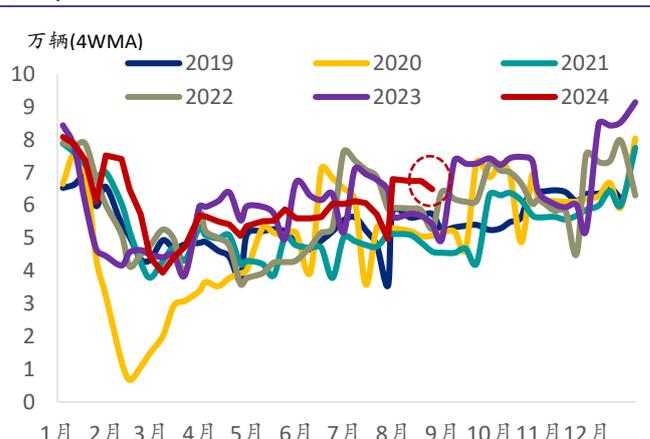
**8月高频数据显示冷热不均的内需复苏仍在持续。**服务类消费在这个暑假的热度似乎明显减退。除了7月餐饮零售同比增速明显下滑之外,这个暑期黄金档的电影票房持续低迷(图表5)。然而,随着7月底发布《关于大力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》(简称《措施》)将购车补贴基本加倍之后,8月乘用车销售数据终凸显补贴政策成效(图表6)。在投资方面,与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青企业开工率8月继续低迷,并未像2022-2023年那样在下半年开始提高(图表7)。

图表 5: 电影票房暑假期间持续低迷



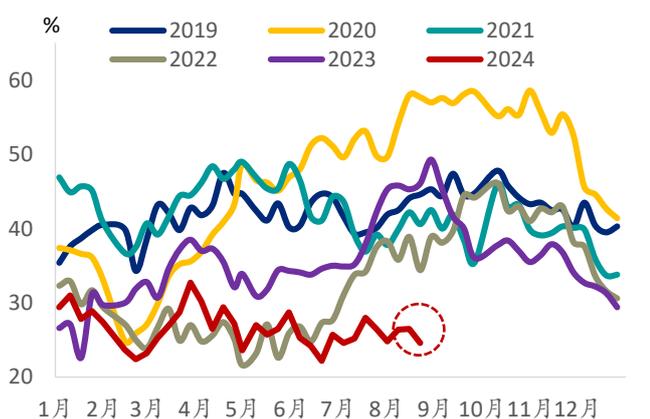
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 6: 随着购车补贴的升级, 8月汽车销售显著提高



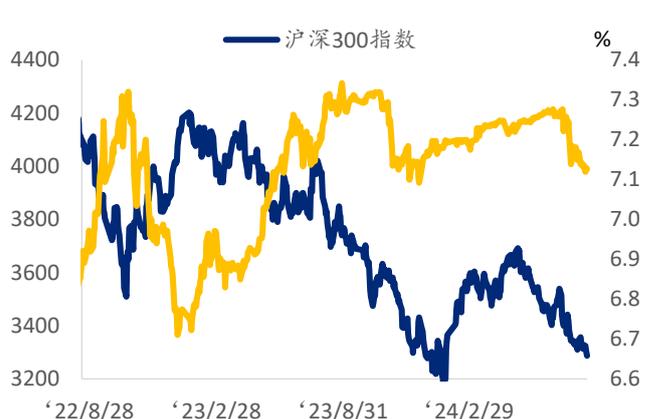
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 7: 沥青企业开工率依然远低于前几年同期水平



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 8: 沪深 300 指数 8 月下跌近 4%, 但人民币明显升值



资料来源: 同花顺, 浦银国际

### 政策支持 8 月较为平静, 但之后预计继续加码

与此同时, 政策支持在 8 月暂时有所减弱, 叠加疲软的经济动能导致市场信心有所转弱。8 月政策支持方面较为平静, 基本没有显著增量措施推出。7 月中旬二十届三中全会以来, 7 月中下旬刺激政策频繁发布, 仍有待落实和观察成效。我们并不认为 8 月的政策空窗期意味着 7 月下旬开始的新一轮政策刺激已出尽。尽管如此, 政策空窗期叠加较为疲软的 7 月宏观经济数据仍影响了市场信心。截至 8 月 28 日, 沪深 300 指数在 8 月累计跌 4.5% (图表 8)。

往前看，基于政策成效至今低于预期，我们认为政府将继续推出增量政策措施以稳经济。具体地说：

1) 货币政策已转向宽松，逆周期调节将继续开展。继7月22日起超预期降息之后，央行8月货币政策操作较为平静。不过7月M2和社融存量增速均有所反弹（图表9），反映了在金融数据“挤水分”和“防空转”等行动接近尾声后，宽松货币政策开始帮助信贷增速改善。我们仍预计今年接下来还有25-50个基点的降准，央行亦可能积极使用结构性工具（尤其是再贷款工具）以达到定向宽松的作用。

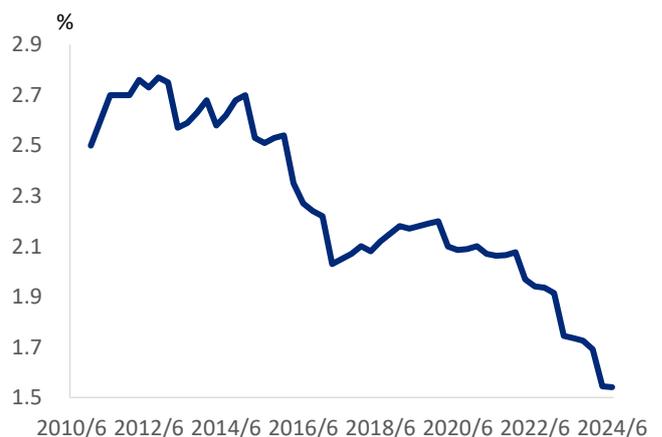
在利率方面，我们认为降息的制约因素近期持续缓解：随着美国降息预期的大幅前置和经济衰退担忧再起，中国央行降息的外部约束已大幅解绑，而内部息差压力也因为二季度息差大致稳定在1.54%（图表10）、没有进一步下跌而有所缓解。因此，若现有政策刺激成效不及预期，我们估计今年接下来的时间或有10个基点的降息。

图表 9：M2 和社融信贷增速 7 月小幅反弹



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 10：二季度银行业息差大致稳定在 1.54%，没有进一步下跌



资料来源：同花顺，浦银国际

2) 财政政策的重点似乎更倾向于促消费和化解风险。除了扩展超长期国债的使用范围到消费品以旧换新和设备更新之外，有些省份的新发专项债也被允许用于偿还存量贷款。此外，[彭博社](#) 8月20日报道中国政府正考虑允许新发专项债用于政府购买已建未售存量房。这些转变意味着在符合要求专项债发行要求的项目数量不足的情况下，政府此次财政刺激的重心或并不在基建投资上。不过我们依然预计发改委会推出更多储备项目以防止基建投资增速下滑过快。

促消费政策重点将放在《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的执行和成效观察上。市场呼声较高的消费税改革或不会在今年下半年落地。

3) **房地产政策重点仍在于政府帮助房企消化库存。**8月23日，住建部参加国务院[新闻发布会](#)。会议并未提供更多增量信息和政策，而是将重点放在介绍保交楼、房企白名单、收购已建成的存量商品房等工作的进展上。我们认为这些供给端支持政策的落实仍是现阶段政府稳地产的首要任务，尤其是去库存。

据[时代周报](#)报道，截至8月26日已有超过80个城市宣布支持国有平台企业等收购商品住房，其中，至少36个城市已经发布征集房源的公告。此外，据[报道](#)专项债资金也可能将被开始用于收购已建成的存量商品房。尽管如此，迄今为止的政府去库存工作进度相对仍缓慢，商品房和公共房的价差、收购的资金来源和资金成本等问题仍有待解决。我们认为去库存政策无论是支持资金规模还是支持方式均需要进一步扩展。

在需求端，若517政策放松成效不及预期，可继续放松一线城市购房政策，向购房者提供税费优惠和补贴。

### 经济增长和汇率展望

**我们4.9%的全年经济增速预测目前面临更多的下行压力。**尽管三中全会后开启了新一轮政策刺激周期，然而从迄今为止的经济数据情况来看，成效尚不算理想——仅有8月的汽车销售因为购车补贴加码开始改善。如果8月实体经济数据反映经济动能持续疲软，那么我们认为政策有继续加码的可能。即便如此，这些政策的成效或更多地体现在四季度经济数据上。我们下半年经济增速在4.7%-4.8%之间、尤其是三季度在4.8%的预测，目前面临较多的下行风险。

**我们认为人民币兑美元汇率短期将小幅双向波动。**美元指数8月以来继续走低，至8月28日已经跌至100左右。美元兑人民币汇率中枢从7.2-7.3区间回升至7.1附近，至28日已累计升值1.4%（图表11）。从中国央行制定的中间价和彭博调查的差值来看，央行并无意在此时追涨人民币。两者差值近乎于归零（图表12）。值得注意的是，人民币升值或仅仅是得益于美元指数的贬值（月内跌3.3%），参考一篮子货币的人民币CFETS指数月内反而下跌1.3%，似乎更符合经济数据所反映的基本面以及沪深300指数走势。基于我们8月美元指数下跌或有超调、此后或逐渐温和回升的基本判断，我们认为短期内美元兑人民币汇率或仍将在7.1-7.2的区间内随着美元指数变动、经济数据发布和政策支持情况而小幅双向波动。

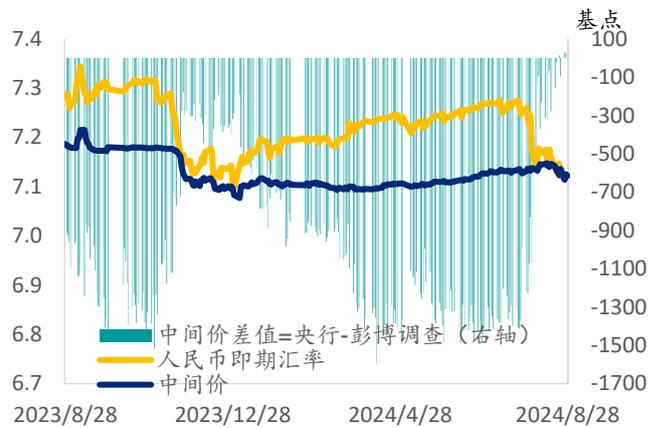
而年底的人民币汇率或与美国总统选举结果有一定关联。在哈里斯政策主张逐渐清晰化之后，我们更加确定特朗普政策或对美国经济的促进作用或更为明显(参见：[宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？](#))。叠加其激进的关税政策，特朗普若当选短期内或推高美元指数。如果特朗普当选并推动美元显著走强，我们认为美元兑人民币汇率到年底或相较当前点位(7.1)有所贬值。如果哈里斯当选且其当选如我们所料对美元指数的影响并不大，那么我们维持年底美元指数和美元兑人民币汇率预测分别在102和7.1。

图表 11：人民币兑美元汇率升值到 7.1 附近



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 12：近期央行设置的中间价和彭博调查基本一致，说明央行并无意在此时追涨人民币



资料来源：Bloomberg，浦银国际

## 附录

图表 13: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年8月15日	<a href="#">7月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力</a>
2024年7月31日	<a href="#">二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认</a>
2024年7月29日	<a href="#">月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰</a>
2024年7月24日	<a href="#">央行7月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始</a>
2024年7月18日	<a href="#">三中全会公报解读</a>
2024年7月16日	<a href="#">宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？</a>
2024年7月15日	<a href="#">二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力</a>
2024年6月20日	<a href="#">月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对7月两大会议有何期待？</a>
2024年6月17日	<a href="#">5月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善</a>
2024年5月30日	<a href="#">2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境</a>
2024年5月17日	<a href="#">新一轮全国性房地产支持政策解读</a>
2024年5月17日	<a href="#">4月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续</a>
2024年4月30日	<a href="#">一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级</a>
2024年4月22日	<a href="#">月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性</a>
2024年3月20日	<a href="#">月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏</a>
2024年3月18日	<a href="#">1-2月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续</a>
2024年3月14日	<a href="#">大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？</a>
2024年2月1日	<a href="#">月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在</a>
2024年1月24日	<a href="#">央行宣布降准50个基点，预示货币政策将继续维持宽松</a>
2024年1月17日	<a href="#">四季度经济增速略弱于预期，但12月数据初显政策成效</a>
2024年1月5日	<a href="#">月度宏观洞察：静候佳音</a>
2023年12月15日	<a href="#">11月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱</a>
2023年12月13日	<a href="#">中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激</a>
2023年12月1日	<a href="#">2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场</a>
2023年11月15日	<a href="#">10月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑</a>
2023年11月7日	<a href="#">月度宏观洞察：渐入佳境</a>
2023年10月6日	<a href="#">国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏</a>
2023年9月26日	<a href="#">月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减</a>
2023年9月15日	<a href="#">央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？</a>
2023年9月13日	<a href="#">城中村改造对经济的影响有多大？</a>
2023年9月1日	<a href="#">月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续</a>
2023年9月1日	<a href="#">央行三箭齐发稳地产，影响几何？</a>
2023年8月9日	<a href="#">7月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力</a>
2023年8月2日	<a href="#">央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？</a>
2023年7月31日	<a href="#">月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进</a>
2023年7月25日	<a href="#">7月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置</a>
2023年7月20日	<a href="#">解读中央促进民营经济发展重磅文件</a>
2023年7月19日	<a href="#">促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持</a>
2023年7月11日	<a href="#">中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？</a>
2023年7月7日	<a href="#">汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值</a>
2023年6月28日	<a href="#">月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩</a>
2023年6月5日	<a href="#">2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起</a>

资料来源：浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808-6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

