



# 海外政策行至拐点，中国政策有待加力

## ——宏观经济月报（2024年8月）

■ 海外政策行至拐点，美联储9月降息已成定局，美国降息周期开启。美国方面，三季度经济温和降温，地产投资是边际拖累，居民消费则在财政扩张支撑下延续韧性。考虑到美股震荡加剧，楼市亦显疲态，美联储应当开启降息。由于财政扩张大概率持续至大选前，不宜高估美联储年内降息节奏，预计年内降息幅度介于50-75bp之间。日本方面，通胀回暖驱动日本经济开启一轮内生性修复，但美国衰退交易引发日元套息大规模逆转，日本股市及汇市剧烈震荡，危及金融稳定，日央行仍将在通胀修复和金融稳定之间摇摆。欧洲方面，巴黎奥运会短期提振难掩经济颓势，欧央行料将继续降息。

■ 国内实体经济方面，7月仍呈现波动修复，供给端制约因素增多，需求端有待政策加力托举，经济“稳增长”诉求上升。一方面，工业生产及制造业投资保持较快增长，物价水平温和回升。另一方面，需求侧压力边际上升，出口前景仍有不确定性，国内有效需求有待提振。

■ 金融形势方面，融资需求端，投向实体经济的人民币贷款收缩767亿，创下2002年有数据统计以来的历史最低；贷款拖累新增社融，但债券融资构成支撑。货币供给端，财政发债节奏不及预期、资金留存在私人部门，推动M2同比增速小幅上升0.1pct至6.3%；受统计口径调整滞后、经济修复动能较弱以及企业融资放缓的共同影响，M1同比增速再下探1.6pct至-6.6%。

■ 财政收支方面，7月全国财政收入仍然低迷，财政支出节奏加快，收支压力仍然较大，政府债券发行使用有待提速，这有望对财政支出形成支撑。前瞻地看，财政收支与年初预算安排或有明显缺口，仍可期待增量工具。

■ 宏观政策方面，7月中央政治局会议要求“持续用力、更加给力”，在加快全面落实既有政策的基础上，及早储备并适时推出增量政策。财政政策继续“积极”，重在加快落实，融资端加快专项债发行使用进度，支出端着重用于发展与民生。货币政策坚持“稳健”，加强逆周期调节，综合运用多种政策工具加大金融对实体经济的支持力度，同时要求“防风险”“稳汇率”。8月9日，央行发布《2024年二季度货币政策执行报告》，要求稳健的货币政策要注重平衡好三组关系，强调进一步提升信贷对科技创新、消费和住房租赁产业的支持力度，继续要求“深入推进利率市场化改革”，提示“关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化”。

谭卓

招商银行研究院总经理助理

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niუმengqi@cmbchina.com

王欣恬

宏观研究员

☎: 0755-83199128

✉: xintianwang@cmbchina.com

刘阳

宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyldd@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎: 0755-89278371

✉: wangtiancheng@cmbchina.com

张冰莹

宏观研究员

☎: 0755-83077969

✉: zhangbingying@cmbchina.com

王蓁

宏观研究员

☎: 0755-83076519

✉: wangzhen2024@cmbchina.com

栗国栋

资金营运中心市场研究员

☎: 021-20625824

✉: gortonlee@cmbchina.com



## 目录

一、海外经济：行至拐点.....	1
（一）美国经济：温和放缓，准备降息.....	1
（二）日本经济：近虑消散，远忧尚存.....	4
（三）欧洲经济：持续萎靡，继续降息.....	5
二、中国经济：动能分化.....	7
三、宏观政策：持续用力，更加给力.....	9
（一）金融形势：内涵发展 盘活存量.....	9
（二）财政形势：收入低迷，支出提速.....	10
（三）货币政策：持续用力，更加给力.....	11
1. 7月中央政治局会议.....	11
2. 二季度货币政策执行报告.....	12

## 图目录

图 1：8月市场对美联储政策的预期非线性转鸽.....	1
图 2：当前市场预期美联储年内将降息 100bp.....	1
图 3：三季度美国经济增速显著放缓.....	2
图 4：地产是美国经济的边际拖累.....	2
图 5：三季度居民收入支撑或再度转向财政.....	2
图 6：美国住房成交量处于历史低位.....	2
图 7：美国劳动力市场持续软化.....	3
图 8：就业放缓来自供给修复降速，而非裁员.....	3
图 9：美国通胀水平缓步回落.....	3
图 10：长期通胀预期保持稳定.....	3
图 11：美国股市发生剧烈震荡.....	4
图 12：三季度美国财政或加速发力.....	4
图 13：日本经济关键名义指标全面修复.....	5
图 14：日本股市及汇市剧烈震荡.....	5
图 15：二季度日本经济重回扩张.....	5
图 16：日本服务业 PMI 持续位于景气区间.....	5
图 17：市场预期欧央行将于 9 月再次降息.....	6
图 18：巴黎奥运会驱动法国服务业景气扩张.....	6
图 19：欧元区通胀形势相对稳定.....	6
图 20：欧元区失业率低位徘徊.....	6
图 21：三驾马车累计同比增速边际调整.....	7
图 22：除基建投资外，7 月需求端修复放缓.....	7



图 23: 7 月进、出口增速反转, 出口动能放缓 .....	7
图 24: 部分下游消费品出口低迷 .....	7
图 25: 房地产销售投资累计降幅小有收窄 .....	8
图 26: 工业生产增速小幅放缓 .....	8
图 27: 商品消费提速, 餐饮消费降速 .....	8
图 28: PPI 上中下游价格分化明显 .....	8
图 29: 7 月信贷新增 2,600 亿, 同比少增 859 亿 .....	9
图 30: 7 月新增社融 7,708 亿, 同比多增 2,342 亿 .....	9
图 31: 社融和 M2 增速同步回升 0.1pct .....	10
图 32: M1 再创新低, M2-M1 剪刀差继续扩大 .....	10
图 33: 中等口径下财政收入降幅持续走阔 .....	11
图 34: 中等口径下收支进度均不及往年均值 .....	11

## 一、海外经济：行至拐点

西方主要经济体延续分化。前期表现强劲的美国出现经济转冷迹象，叠加全球股市剧烈波动，美联储官员已就 9 月降息达成共识；前期相对疲弱的日本则开启了通胀回暖引致的内生性复苏，但日本股市及汇市受到美国衰退交易严重波及，日央行仍将在通胀目标与金融稳定之间摇摆。欧洲经济依然萎靡，欧央行将继续推进降息稳定经济。

### （一）美国经济：温和放缓，准备降息

美联储主席鲍威尔于杰克逊霍尔全球央行年会释放明确降息信号，9 月降息已成定局。年中以来美国经济降温信号频闪，8 月初全球股市剧烈震荡，“衰退交易”迅速发酵，市场预期美联储将开启降息稳定形势，不排除美股非线性走弱导致美联储大幅转向的可能性。美联储主席鲍威尔于 8 月 23 日在杰克逊霍尔全球央行年会表态政策转向时机已经到来，不寻求也不欢迎劳动力市场进一步降温。当前市场预期美联储年内降息幅度或达 100bp，即在年内所剩 3 次议息会议上执行 2 次 25bp 降息和 1 次 50bp 降息。

图 1：8 月市场对美联储政策的预期非线性转弱



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：当前市场预期美联储年内将降息 100bp

联邦基金：利率期货预测的概率  
数据来源：CME Group (2024/08/26)

会议	远期利率	2.25-2.5	2.5-2.75	2.75-3	3-3.25	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25	4.25-4.5	4.5-4.75	4.75-5	5-5.25
2024-09-18	5.19%											32.0%	68.0%
2024-11-07	4.99%									9.1%	42.2%	48.7%	
2024-12-18	4.50%							3.8%	23.1%	48.0%	28.2%		
2025-01-29	4.00%					0.6%	6.6%	26.4%	42.4%	23.6%			
2025-03-19	3.89%		0.1%	1.5%	9.5%	26.7%	39.8%	20.5%					
2025-04-30	3.71%			1.0%	7.3%	23.0%	35.4%	26.1%	7.3%				
2025-06-18	3.37%		0.7%	5.1%	17.7%	31.5%	29.7%	12.9%	2.1%				
2025-07-30	3.27%	0.3%	2.6%	10.5%	23.8%	30.9%	22.4%	8.2%	1.2%				

资料来源：Macrobond，招商银行研究院

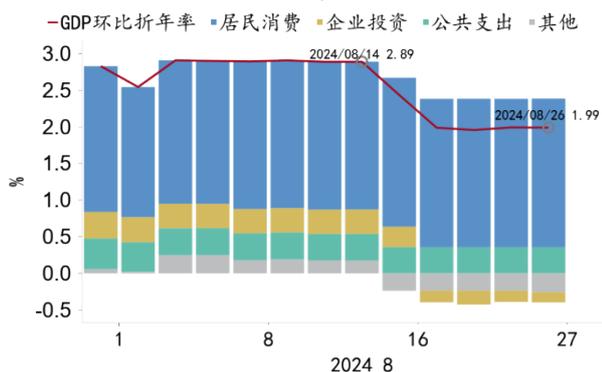
美国经济增长温和放缓。根据亚特兰大联储 GDPNOW 模型，三季度 GDP 环比年化增速或跌至 2.0%，低于二季度增速（2.8%），但小幅高于美联储预测的潜在增速（1.8%）。从结构看，地产投资是经济放缓的边际驱动。三季度住宅投资大幅收缩 11.6%，美国楼市对高利率的耐受力已达阶段性极限。

居民部门方面，消费在财政支撑下继续扩张。三季度居民消费环比年化增速或达 3.0%，但可能已是大选财政支撑下的强弩之末。一是薪资增速降温。7 月平均时薪同比增速跌至 3.6%，基本回归疫前水平，疫后过热的劳动力市场基本完成正常化，薪资增速对消费高增的支撑基本结束。二是通胀回落缓慢。7 月美国 CPI 通胀录得 2.9%，已在 3% 附近徘徊一年之久，叠加名义薪资增速放缓，实际薪资增长渐趋疲弱。三是股市波动加剧。7-8 月美股整体止增，其间剧烈波动，财富效应对居民消费的支撑相应弱化。由此可见，大选需求支撑下的财政扩张，已是本轮美国消费高增的最后支撑。

企业部门方面，高利率对地产投资的压制作用终于显现，私人投资或转向收缩。三季度地产投资环比年化增速或跌至-11.6%，拖累私人投资整体增速跌至-0.8%。2023年以来，美国房价在供给短缺支撑下不断上涨，成交量则在高利率压制下持续低迷。由于两者对地产投资的影响是反向的，地产投资对本轮高利率始终不敏感，一度逆势扩张。随着住宅库存持续上行，供给短缺支撑趋弱，成交低迷拖累加强，地产投资转向收缩。此外，设备投资转弱来自于二季度季节性高增的回归，制造业投资整体依然稳健。

图3：三季度美国经济增速显著放缓

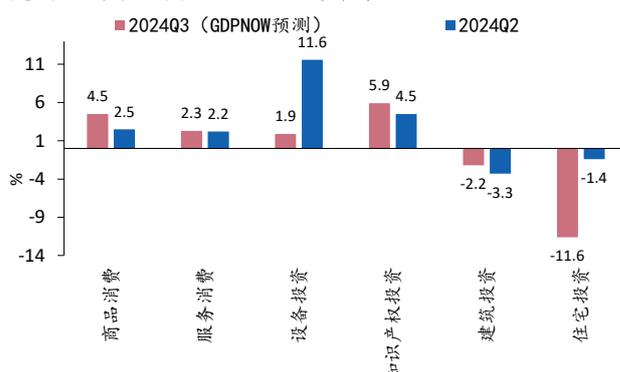
亚特兰大联储GDPNOW模型经济预测（2024Q3）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图4：地产是美国经济的边际拖累

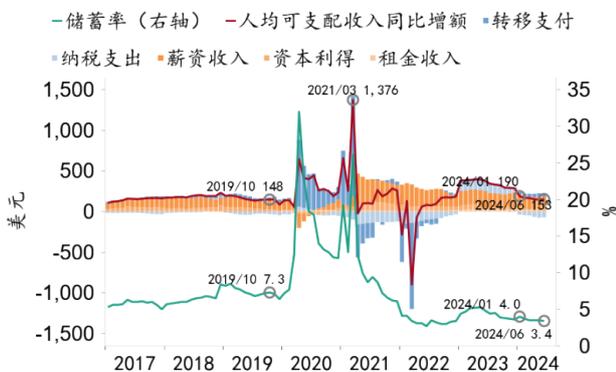
美国主要分项实际GDP环比折年率



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图5：三季度居民收入支撑或再度转向财政

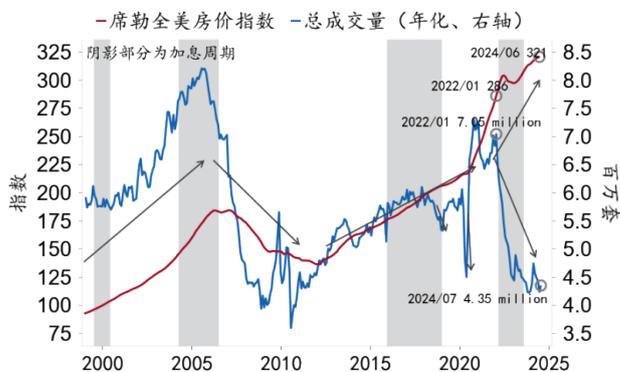
美国人均可支配收入同比变动（收入法）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图6：美国住房成交量处于历史低位

美国住房价格及成交量



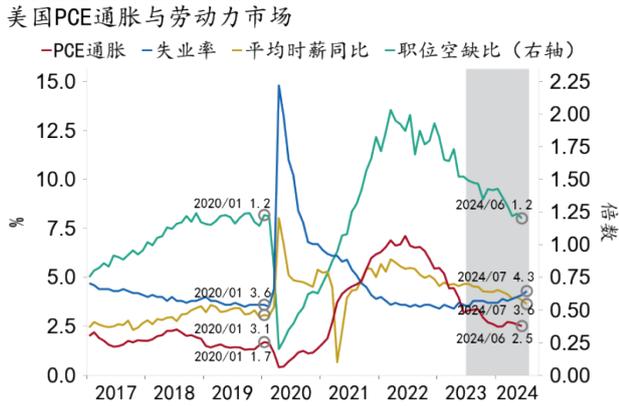
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

随着劳动力市场走出过热，通胀上行风险有所减弱，就业下行风险有所增加，美联储“双目标”逐步满足政策转向条件。

一是劳动力市场从过热状态中降温，逐步实现正常化。7月失业率上行至4.3%，加速上行，较去年低点累计上升约1pct。平均时薪环比增速跌至0.2%，同比增速跌至3.6%。8月21日，美国劳工部将截至2024年3月的12个月新增就业人数大幅下修82万，其间月均新增就业人数已从24万降至17万，完全回归疫前水平。本轮就业转冷主要源于疫后劳动力供给大幅增加，而非裁员，但此前强劲的雇佣依然放缓，劳动力供求正在趋于平衡。劳动人口及就业人数修复斜率均已显著放缓，职位空缺率回归疫前水平，但裁员率继续保持在历史极低位置。

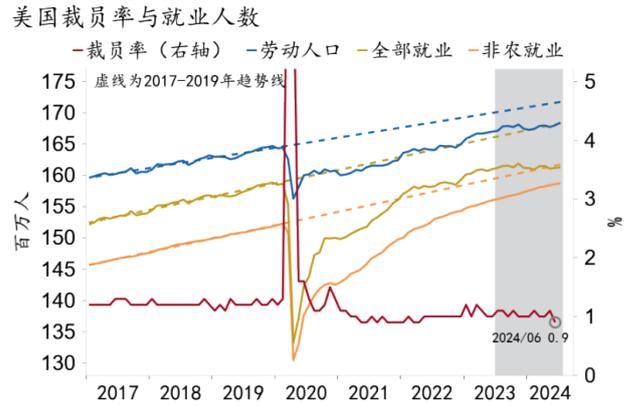


图 7：美国劳动力市场持续软化



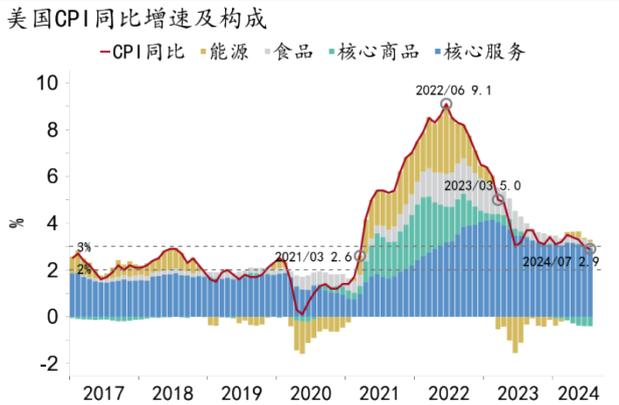
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：就业放缓来自供给修复降速，而非裁员



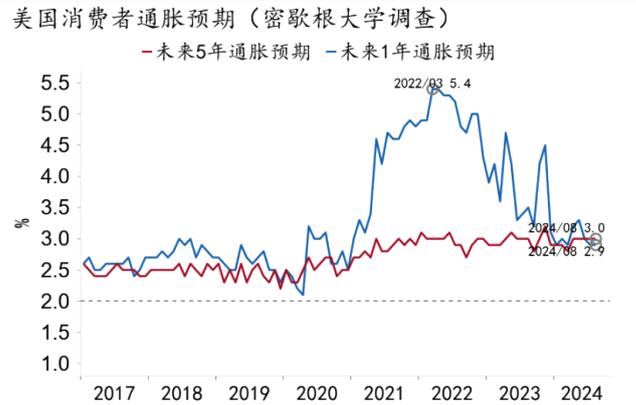
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 9：美国通胀水平缓步回落



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：长期通胀预期保持稳定



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

二是通胀水平缓步回落，上行风险进一步降低。7 月 CPI 通胀继续回落，2021 年 4 月以来首次跌至 3% 以下。CPI 环比增速录得 0.2%，同样回归合意水平。从结构看，服务通胀基本稳定，商品通胀持续低迷。服务通胀方面，同比增速下行至 4.9%，环比增速录得 0.3%，各分项方差亦显著收敛，指向服务通胀正在劳动力市场正常化和服务消费降温的双重驱动下走向新均衡。商品通胀方面，同比增速录得 -1.9%，环比增速 -0.3%，由于全球供求失衡仍在持续，商品价格整体仍然处于深度通缩状态。

考虑到长期通胀预期并未显著上行，美联储本轮抗通胀实质上是引导经济及劳动力市场回归均衡的过程，不必以经济大幅转冷为代价，很大机会最终实现“软着陆”。

美股剧烈震荡是美联储官员就 9 月降息达成共识的重要原因。年中以来美国经济降温信号频闪，叠加失业率超预期上行，美股市场演绎“衰退交易”，一度发生恐慌式下跌。由于担心美股大幅调整带来的金融条件迅速收紧，美联储官员普遍认为有必要开启降息以稳定形势。

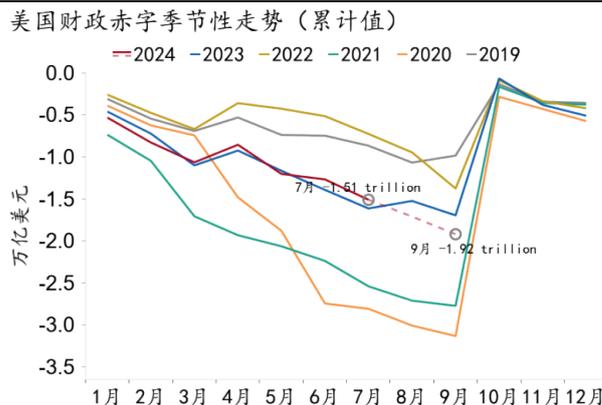


图 11：美国股市发生剧烈震荡



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12：三季度美国财政或加速发力



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

综合以上分析，美联储将于9月开启首次降息，年内降息幅度50-75bp，当前市场降息预期或略显过激。一方面，美国股市及楼市对高利率的耐受力已达阶段性极限，难以继续支撑金融条件。另一方面，大选前美国财政仍将加速扩张，对经济仍有显著支撑。稳慎推进降息是当前形势下美联储的最优选择。

## （二）日本经济：近虑消散，远忧尚存

通胀目标与金融稳定目标发生冲突，日央行陷入决策困境。一方面，“工资-物价”螺旋正向循环得到进一步巩固，名义薪资增速大幅提升，通胀读数亦连续28个月位于2%上方，日央行行长植田和男表示长期仍将坚持紧缩立场。另一方面，受全球股市回调、日元套息逆转影响，日本股市及汇市大幅波动，鸽派力量随之抬头，日央行副行长内田真一表示不会在金融形势不稳定的情况下继续推进加息。

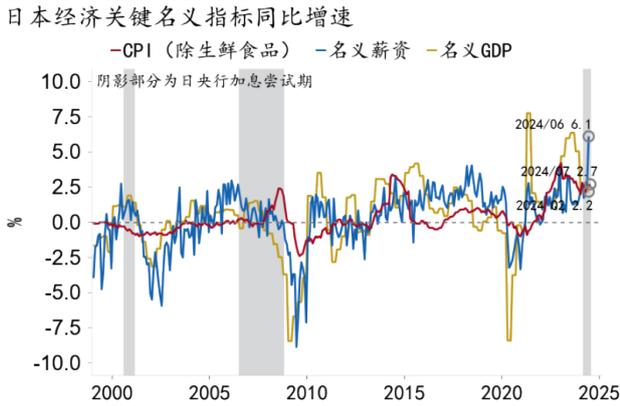
随着“春斗”薪资涨幅落地，日本名义薪资水平非线性跃升，加固了工资与物价之间的正向循环。6月日本名义薪资环比大涨3.8%，同比增速抬升至6.1%，创1998年以来新高。7月日本CPI通胀录得2.7%，连续28个月位于2%上方。随着日元结束贬值周期，输入性通胀对日本通胀的贡献越来越小，薪资增长的贡献则越来越大，温和通胀的内生性及可持续性正在增强。

与此同时，美国“衰退交易”引发日元套息大规模逆转，日本股市及汇市剧烈震荡，金融条件迅速收紧。7月中旬以来美国经济降温信号频闪，美股亦相应回调。全球风险偏好下行引发日元套息交易大规模平仓，并与日元升值及日股下跌产生系统性共振。日本股市累计跌幅达到25.5%，“黑色星期一”（8月5日）单日跌幅达到惊人的12.4%，日元升值幅度则达到11%。随着美国衰退交易阶段性证伪，叠加日央行放松鹰派立场，日本金融形势恢复稳定。

二季度日本经济重回扩张，这一趋势短期内料将持续。二季度日本实际GDP环比年化增速录得3.1%，居民消费与私人投资均恢复正增长。名义薪资大幅增长驱动实际薪资转向正增，6月剔除通胀后的实际薪资同比增速达到2.9%，2021年9月以来首次转正，对居民购买力形成支撑，居民消费贡献了当季经济增长的七成。从PMI数据看，三季度日本经济继续处于景气区间，特别是服务业保持加速扩张，通胀回归对日本经济的提振作用短期内料将持续。

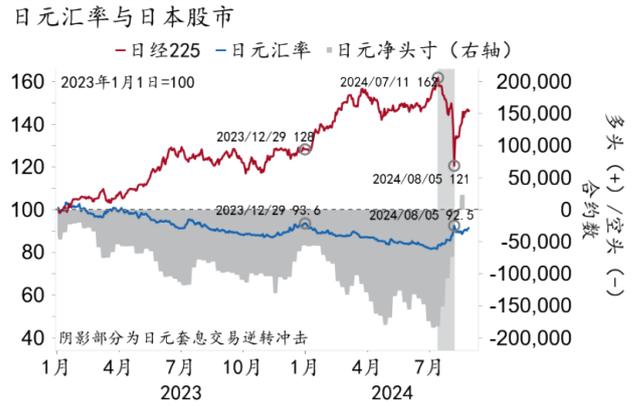


图 13：日本经济关键名义指标全面修复



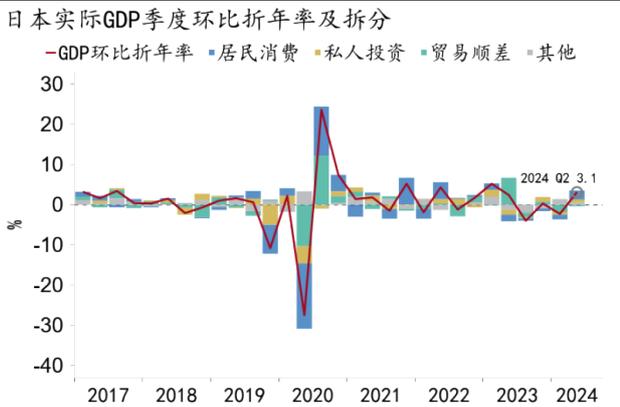
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 14：日本股市及汇市剧烈震荡



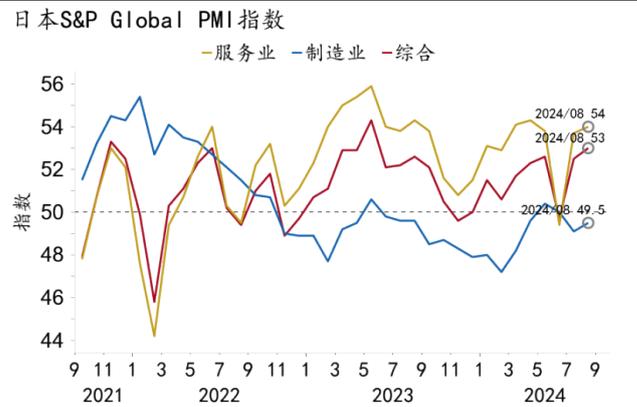
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 15：二季度日本经济重回扩张



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 16：日本服务业 PMI 持续位于景气区间



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

从长期看，日本经济能否重回扩张，关键在于企业部门能否全面加码国内投资。尽管二季度私人投资阶段性扩张，但是仍然难以确认企业部门国内信贷及投资行为已经回归积极。如若企业部门回归国内投资，企业利润与居民消费之间的正向循环就有望建立，日本经济或开启一轮可持续扩张；如若企业部门并未扩大国内投资，名义薪资增长则仅来自于老龄化导致的劳动力供给短缺，日本经济或面临“滞胀”风险。

前瞻地看，日央行仍将保持“缓步加息”，年内或再加息1次，幅度15-25bp。一面是越发稳固的名义修复，另一面是不稳定的经济金融形势，日央行正在陷入越来越深的决策困境。

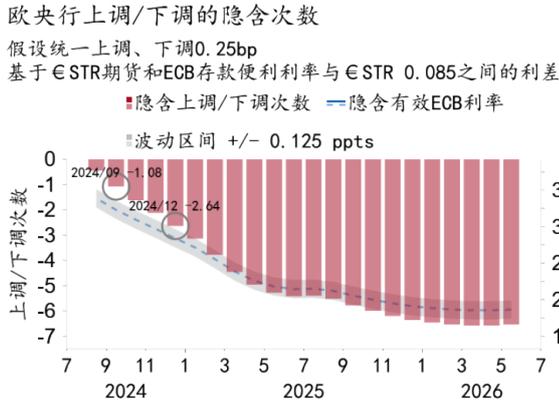
### （三）欧洲经济：持续萎靡，继续降息

欧元区经济持续萎靡，欧央行年内第二次降息箭在弦上。市场预期欧央行将于9月执行年内第二次降息，全年合计降息次数或达4次。

欧元区经济整体依然萎靡，短暂修复来自巴黎奥运会的提振。欧元区二季度实际GDP同比增速0.6%，环比增速0.3%，延续了去年三季度以来的低位徘徊态势。8月欧元区PMI延续反弹，从50.2上行至51.2，但这一增长主要来自

自巴黎奥运会催化下的法国服务业扩张。随着巴黎奥运会闭幕，制造业困境仍将对整体经济及服务业表现构成拖累。从结构看，仅法国服务业景气度在巴黎奥运会提振下加速扩张，欧元区整体依然疲弱。法国制造业表现仍然低迷，8月制造业 PMI 加速收缩，从 44 进一步降低至 42.1。德国制造业与服务业双双走弱，导致综合 PMI 从 49.1 进一步下跌至 48.5。

图 17：市场预期欧央行将于 9 月再次降息



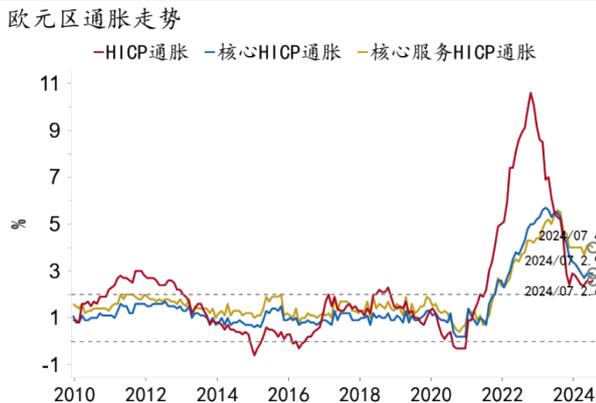
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 18：巴黎奥运会驱动法国服务业景气扩张



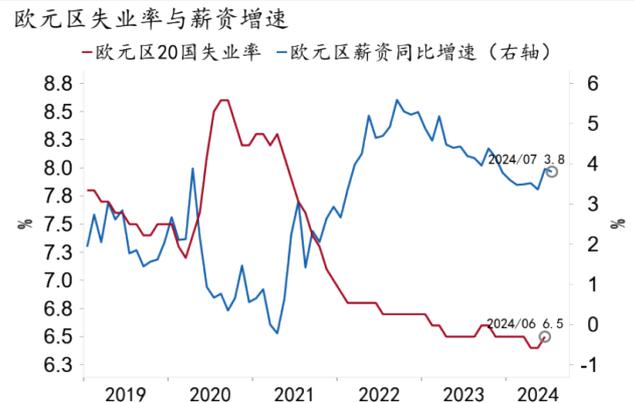
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 19：欧元区通胀形势相对稳定



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 20：欧元区失业率低位徘徊



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

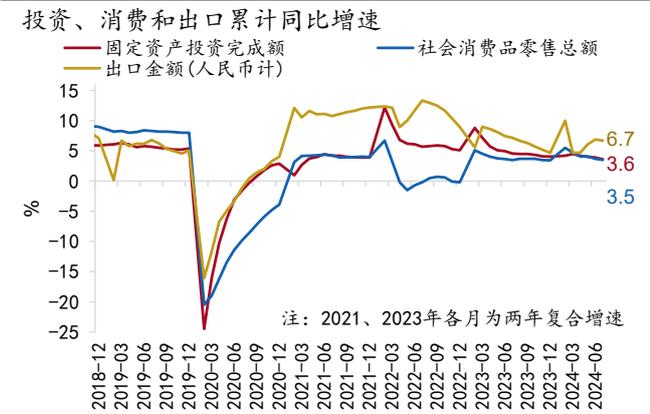
欧元区通胀形势相对稳定，随着劳动力市场进一步软化，未来或延续缓步去化。通胀方面，年初以来欧元区 HICP 同比在 2.5% 附近震荡，核心 HICP 同比在 3% 附近震荡，服务业 HICP 同比则在 4% 附近震荡。欧元区劳动力市场逐步恢复供求平衡。尽管欧元区失业率仍在历史低位附近波动，但季频公布的职位空缺率与协议薪资同比数据均于 Q2 出现边际降温，前者从 3.0% 降低至 2.7%，后者从 4.7% 降低至 3.6%，指向就业市场已在经济持续萎靡的影响下趋于软化。

与此同时，我们关注到多位欧央行官员已经在为 9 月降息造势。五位欧洲央行官员于杰克逊霍尔全球央行年会发表讲话，其中芬兰央行行长雷恩、拉脱维亚央行行长卡扎克斯、克罗地亚央行行长武伊奇和葡萄牙央行行长森特诺均明确表示支持 9 月降息，而即便是最为鹰派的奥地利央行行长霍尔茨曼，也承认美联储 9 月的降息将使欧央行更容易进一步降息。

## 二、中国经济：动能分化

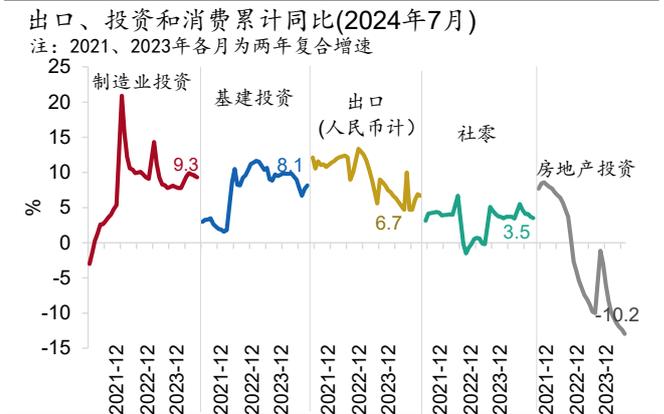
7月我国经济波动修复，动能延续分化。一方面，工业生产及制造业投资保持较快增长，物价水平温和回升。另一方面，需求侧压力边际上升。一是出口动能放缓，增长前景不确定性上升。二是国内有效需求有待提振，消费及投资增长均不及市场预期。其中，社会消费品零售总额当月同比增长2.7%（市场预期为3.1%），固定资产投资累计同比增长3.6%（市场预期为3.9%）。整体上看，供给端制约因素增多，需求端有待政策加力托举，经济“稳增长”诉求上升。

图 21：三驾马车累计同比增速边际调整



资料来源：Wind，招商银行研究院

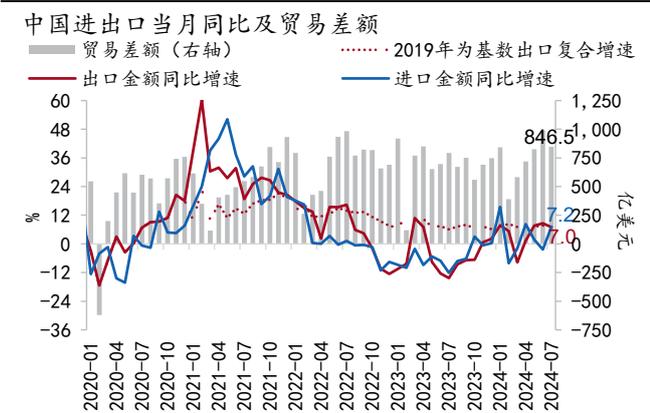
图 22：除基建投资外，7月需求端修复放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

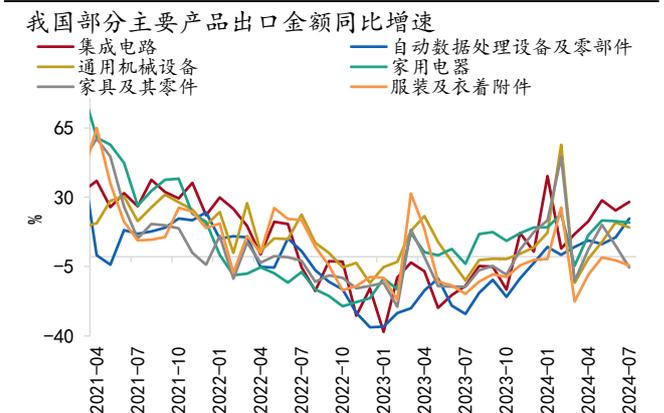
外需方面动能转弱，不确定性仍在上升。7月我国出口同比增速下行至7%，或有三方面因素。一是外需边际降温，二是红海危机导致外贸企业成本压力上升，三是欧盟自7月初对我国出口电动车加征临时反补贴税。虽有部分外贸企业“抢出口”以应对白宫换届带来的贸易政策不确定性，但上述三因素持续发酵，对出口形势形成压制。

图 23：7月进、出口增速反转，出口动能放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 24：部分下游消费品出口低迷



资料来源：Wind，招商银行研究院

内需方面，投资消费增速均不及市场预期，新旧动能转换仍有阵痛。7月固定资产投资增速下降1.7cpt至1.9%。其中，房地产投资增速下行0.7pct至-10.8%，新政效果减弱，国内贷款和个人按揭贷款环比超季节性回落，房企流动性压力仍然较大。基建投资上行0.5pct至10.7%，扣除电力行业后放缓

2.6pct 至 2%，不同口径增速分化加剧，源自地方政府主导的道路运输、公共设施管理业投资降幅走阔。制造业投资在出口增长、设备更新改造以及产业转型升级的推动下增长 8.3%，部分行业如非金属矿物、纺织等生产经营压力较大，汽车、电气机械等中游制造业结构性产能压力制约投资增长。消费增速保持低位，社零增速上行 0.7pct 至 2.7%，暑期出行提振效果有限，可选消费除通讯器材和石油外全面收缩，餐饮消费同比增速大幅下行 2.4pct 至 3%，降至 2023 年二季度以来新低。

图 25：房地产销售投资累计降幅小有收窄



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 26：工业生产增速小幅放缓



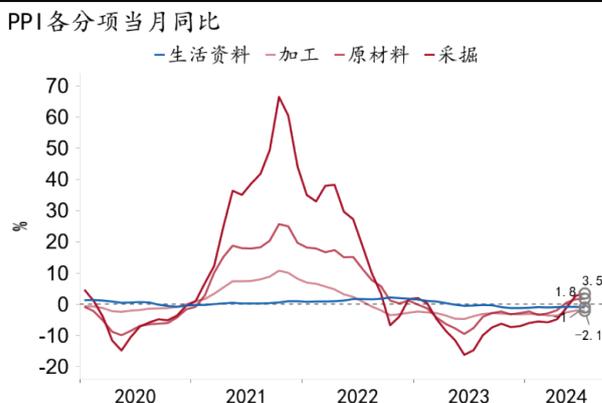
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 27：商品消费提速，餐饮消费降速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 28：PPI 上中下游价格分化明显



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

生产端或受国内有效需求不足叠加高温多雨天气制约。7 月规上工业增加值同比增长 5.1%，低于上月 0.2pct，增速自 4 月连续放缓；季调环比增速 0.35%，小幅低于上月 0.07pct。其中，设备更新改造、产业升级及相关产品出口增长支撑高技术制造业和装备制造业生产加快，销量下降、行业竞争加剧拖累汽车生产增速修复。

物价方面，7 月通胀继续温和修复，呈现 CPI 通胀好于 PPI 通胀的结构性特征。CPI 通胀 0.5%，高于市场预期（0.3%）与前值（0.2%）。PPI 通胀 -0.8%，持平于前值与市场预期（-0.8%）。猪肉价格持续向上，季节性因素导致鲜果、鲜菜、蛋类等多个食品分项价格转跌为涨，共同支撑食品通胀。暑期旅游需求

释放支撑核心 CPI 通胀。PPI 通胀未能进一步改善，仍在于内需不足导致中下游价格下降，结构表现上延续上中下游价格分化的特征。

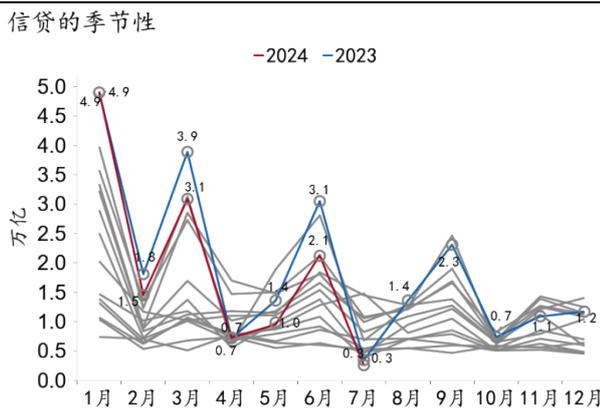
**前瞻地看**，面对出口的不确定性上升，“畅通国内大循环”的重要性进一步凸显。7月中央政治局会议要求宏观政策“持续用力，更加给力”，一方面加速全面落实已有政策部署，另一方面相机出台增量工具，政策重心聚焦扩大国内有效需求，“两新”“两重”与商品房去库存将成为重要抓手。经济增长内生动能的实质性改善，亟待各项政策落地生效。

### 三、宏观政策：持续用力，更加给力

#### (一) 金融形势：内涵发展 盘活存量

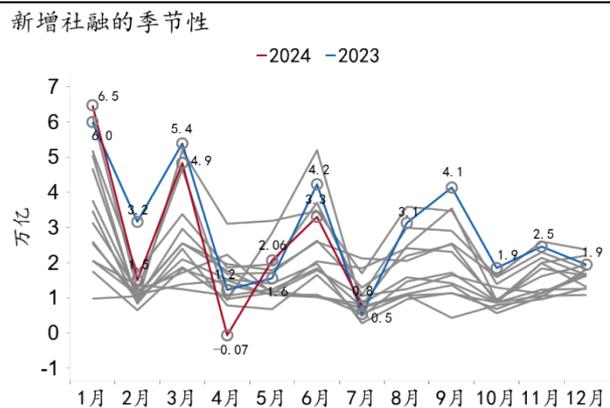
信贷方面，在注重质效和盘活存量的导向下，叠加金融供给优化调整仍持续，7月新增信贷同比降幅扩大。7月新增人民币贷款 2,600 亿，低于过去五年同期均值约 5,715 亿，降幅（69%）较上月（7%）再次大幅扩大；其中，投向实体经济的人民币贷款收缩 767 亿，创下 2002 年有数据统计以来的历史最低。**企业端**，随着投放结构优化升级、低效存量资金还款再贷，信贷转向内涵式发展。7月非金融企业贷款新增 1,300 亿，同比少增 1,078 亿。其中，中长贷当月新增 1,300 亿，同比少增 1,412 亿；短贷减少 5,500 亿，同比大幅多减 1,715 亿。表内融资需求疲弱推升票据贴现大幅多增 1,989 亿，票据利率放量下行 23bp。**居民端**，地产 517 新政脉冲带动新房销售淡季回暖，居民中长贷同比止跌回升。30 大中城市商品房销售面积同比增速为-16.9%，较 6 月再次收窄 2.6pct，推升居民中长贷新增 100 亿，同比多增 772 亿。但总贷款仍受短贷拖累，同比多减 93 亿，指向居民消费需求仍较疲弱。

图 29：7 月信贷新增 2,600 亿，同比少增 859 亿



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 30：7 月新增社融 7,708 亿，同比多增 2,342 亿

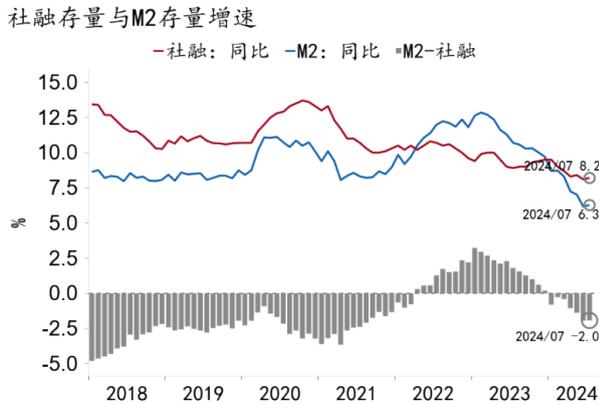


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**社融方面**，债券融资构成主要支撑。7月社融新增 7,708 亿，同比多增 2,342 亿，存量增速小幅上行 0.1pct 至 8.2%。结构上看，投向实体经济的人民币贷款是主要拖累项，政府债、企业债融资和未贴现银行承兑汇票是支撑项。政府债方面，尽管专项债发行并未如期加快，仅新增 6,911 亿，规模小于 5-6 月，但由于去年 7 月发行规模小，同比仍多增 2,802 亿。企业债方面，在债券

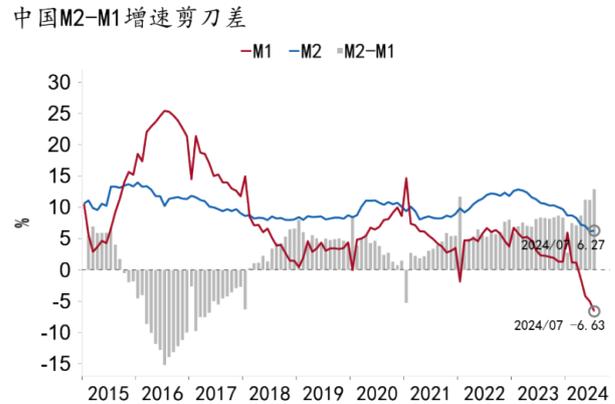
收益率曲线整体下移的背景下，1年期AAA级中短票收益率降至2%以下，环比下降5bp，刺激企业债券融资新增2,028亿，同比多增738亿。

图 31：社融和 M2 增速同步回升 0.1pct



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 32：M1 再创新低，M2-M1 剪刀差继续扩大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

货币供给方面，财政发债节奏不及预期、资金留存在私人部门，推动 M2 低位企稳。7 月 M2 同比增速小幅上升 0.1pct 至 6.3%。企业端，仍受贷款派生放缓影响，7 月企业存款减少 1.78 万亿，同比多减 2,500 亿。居民端，跨季后存款回流理财，7 月居民存款减少 3,300 亿，同比少减 4,793 亿。受统计口径调整滞后、经济修复动能较弱以及企业融资放缓的共同影响，7 月 M1 同比增速 -6.6%，较上月再下探 1.6pct。

## （二）财政形势：收入低迷，支出提速

7 月全国财政收入仍然低迷，财政支出节奏加快，收支压力仍然较大，政府债券发行使用有待提速。

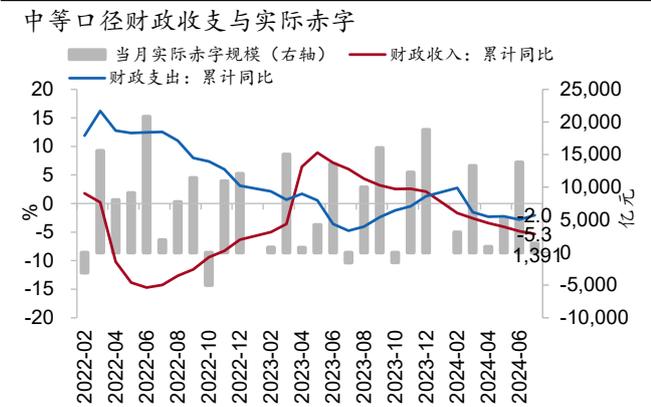
**收入端**，7 月全国一般公共预算收入降幅小幅收窄 0.7pct 至 -1.9%，其中基数效应下税收收入降幅收窄 4.5pct 至 -4.0%，受需求不足，价格修复缓慢制约，主要税种如增值税、消费税、个人所得税增速下降，企业所得税降幅明显收窄但仍然低迷；房地产相关税收合计延续下降，降幅持平前值；亮点在于进出口相关税收增速提升。非税收入延续高增长，增速小幅放缓 1.9pct 至 14.6%。7 月全国土地出让收入降幅走阔 4.9pct 至 -40.3%，为有记录（2016 年 3 月）以来单月最大降幅，房地产市场仍处企稳阶段，相关支持政策或进一步加力提效。

**支出端**，7 月地方政府支出节奏明显加快，增速较前值大幅回升 10.7pct 至 6.3%，带动全国一般公共预算支出增速回升 9.6pct 至 6.6%。结构上，交通运输、农林水、节能环保等基建领域支出增速明显反弹，教育、社保就业等民生领域增速提升。7 月全国政府性基金支出降幅收窄 6.1pct 至 -5.0%，新增专项债及超长期特别国债发行使用对其形成一定支撑，土地出让相关支出延续收缩。

累计来看，1-7 月中等口径下财政收入降幅走阔，支出增速小幅反弹，收支进度有待加快。中等口径财政收入增速 -5.3%，较前值下降 0.5pct，今年以来降幅逐月走阔；财政支出增速 -2.0%，较前值反弹 0.8pct。进度方面，收支进度分别为 53.9% 和 48.5%，分别较 2019-2023 年同期均值低 4.3pct 和 2.8pct。

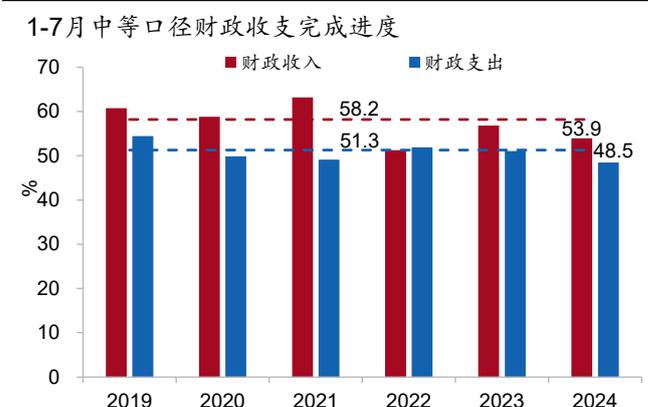
前瞻地看，政策托举下经济内生增长动能有望实质性改善，通胀有望继续回升，将带动财政收入企稳修复，政府债券发行使用提速将对财政支出形成支撑。财政收支与年初预算安排或有明显缺口，仍可期待增量工具。

图 33：中等口径下财政收入降幅持续走阔



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 34：中等口径下收支进度均不及往年均值



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

### （三）货币政策：持续用力，更加给力

#### 1. 7 月中央政治局会议

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

形势判断上，会议肯定了开年以来的经济工作，定调“经济运行总体平稳、稳中有进，延续回升向好态势”。上半年我国经济波动修复，GDP 同比增长 5.0%，持平于全年目标。但二季度 GDP 同比增速较一季度下行 0.6pct 至 4.7%，低于市场预期，反映出当前“稳增长”任务仍重。会议直面当前的困难挑战，相较 4 月中央政治局会议表述出现明显调整：一是对外部环境的表述由“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”调整为“外部环境变化带来的不利影响增多”，并前移至首位，反映出外部地缘政治风险与对华贸易逆风加剧。二是“有效需求不足”前增加了“国内”这一定语，显示对内需的关注度进一步上升。三是在供给端，“企业经营压力较大”的表述略去，“国内大循环不够顺畅”转变为“经济运行出现分化”“新旧动能转换存在阵痛”，凸显出当前经济运行中供需、产业、区域发展不平衡的矛盾，以及平衡短期增长与长期转型目标的艰难。四是“重点领域风险隐患较多”仍然保留，在“三大风险”中更为聚焦房地产和地方债务风险。会议指出，这些问题“是发展中、转型中的问题”，既要积极主动应对，又要保持战略定力。在此背景下，会议强调“下半年改革发展稳定任务很重”，既要“推进中国式现代化进一步全面深化改革”，又要“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”。

宏观政策上，会议强调要“持续用力、更加给力”，在加快全面落实既有政策的基础上，及早储备并适时推出增量政策。财政政策继续“积极”，重在加快落实。融资端，“要加快专项债发行使用进度”。受地方化债、项目挖掘难度加大等因素影响，今年新增专项债发行进度明显偏缓，1-7 月累计进度为 45.5%，



较 2019-2023 年五年均值水平低 21.8pct。下半年仍有超 2.1 万亿新增专项债待发行，发行节奏将明显提速。支出端，一是用于发展，“用好超长期特别国债”，重点支持“两重”“两新”项目，其中下半年将统筹安排约 3,000 亿超长期特别国债资金促进扩大内需，支持设备更新改造和消费品“以旧换新”。二是用于民生，“要优化财政支出结构，兜牢‘三保’底线”，下半年在财政收入温和修复的基础上，支出或加大力度倾向民生领域，推动财力下沉，支持基层“三保”工作。**货币政策坚持“稳健”，加强逆周期调节**，“综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度”。未来货币政策总量调节仍然可期。一方面，随着美联储降息预期升温，我国货币政策空间相应增加。另一方面，当前我国货币政策操作框架快速演进，丰富了央行的政策工具箱。值得注意的是，会议要求促进社会综合融资成本“稳中有降”，相较 4 月“降低社会融资成本”的要求，更注重“稳”，反映出“防风险”“稳汇率”的政策诉求，会议明确要求“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

**重点工作上，会议将扩大国内需求置于首位，重视程度显著提升，表明提振有效需求以熨平短期波动，将是下半年经济工作的重中之重。**扩大内需将以“提振消费”为重点，强调政策着力点更多转向“惠民生、促消费”。二是培育壮大新兴产业和未来产业。三是推进高水平对外开放。四是重点领域化险，主要关注房地产风险和地方政府债务风险，房地产化险将沿着“消化存量和优化增量”的政策思路，并要求“进一步做好保交房工作”。

## 2. 二季度货币政策执行报告

8 月 9 日，央行发布《2024 年二季度货币政策执行报告》。《报告》认为“我国经济发展具有强大韧性、巨大潜力和有力支撑”，同时，“经济稳定运行仍面临一些挑战”，与 7 月中央政治局会议判断一致。

**关于政策立场**，《报告》要求“稳健的货币政策要注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系”。相较一季度《报告》，隐去“强化跨周期调节”，仅保留“增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节”，响应 7 月中央政治局会议“宏观政策要持续用力、更加给力”的会议精神。

**信贷总量上**，“保持融资和货币总量合理增长”这一核心诉求不变，提升对“货币工具箱”“内外部均衡”和“贷款可持续性”的关注。一是丰富和完善基础货币投放方式，包括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、逆回购操作等。二是密切关注海外主要央行货币政策变化，通胀读数回落与走弱的经济与就业数据为美联储降息创造条件，发达经济体货币政策转向的外溢影响值得关注。三是深入挖掘有效信贷需求，加快推动储备项目转化，增强贷款增长的稳定性和可持续性。**结构上**，“充分发挥货币信贷政策导向作用”，进一步提升对科技创新、消费和住房租赁产业的支持力度。

**利率政策上**，《报告》继续要求“深入推进利率市场化改革”，结合近期央行货币政策框架密集调整，这主要包括两方面。一方面，“**建立健全由市场供求决定的存贷款利率形成机制**”。存款利率以金融机构自主调整为主，辅以行业自律保障理性有序竞争。贷款利率由金融机构自主确定，以贷款市场报价利

率（LPR）作为主要定价基准。另一方面，“进一步健全市场化的利率调控机制”。一是发挥央行政策利率引导作用，强化公开市场 7 天期回购操作利率的主要政策利率属性。二是引导市场利率更好围绕政策利率中枢平稳运行，适度收窄利率走廊的宽度。三是理顺由短及长的利率传导关系。

针对二季度国债收益率下行趋势，《报告》仍要求“关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化”。相较一季度，二季度 10Y 和 30Y 国债收益率分别震荡下行 8bp 和 3bp，至 2.21%和 2.43%。7 月以来，长期国债收益率仍在下行，10Y 和 30Y 国债收益率分别降至 2.2%、2.4%以下。对此，《报告》再次提示机构配置需求集中对债市带来的扰动。

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇