

2024年09月15日

消费弱现实与政策新变化

宏观研究团队

——兼评8月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● 生产：工业小幅回落，服务业低位企稳

工业生产加快回落。8月工业增加值同比下行了0.6个百分点至4.5%，出口延续向上趋势，但工业企业产销压力增大或指向内需仍偏弱，好的方面在于截至9月13日已有28省市印发或启动“加力支持消费品以旧换新”，有利于缓解供需结构不平衡问题、推动价格水平温和回升。分行业来看，拖累主要来自于计算机通信电子、有色冶炼、化学制品、非金属矿物制品等。服务业生产再度下探，信息软件服务业、租赁商务服务业贡献较多增量。

● 固投：二手房价尚未见底，基建、制造业增速高位回落

1、新政效果消退，二手房价尚未见底。1-8月地产投资累计同比为-10.2%、持平前值。从高频指标来看，二手房和新房成交均延续下行态势，符合我们在《试论地产需求政策的有效性边界》专题指出的“下一轮地产周期的先决条件可能是偿债比率修复至11%以下，需要收入政策的协同配合”。领先指标十城库销比于9月进一步走高至16.0个月，指向二手房价的降幅仍未见底。

2、基建：水利基建延续向好。1-8月基建累计同比下滑了0.3个百分点至7.8%，考虑到8月专项债发行大幅提速，后续基建增速或仍有支撑。其中，2024年1-8月水利投资累计同比为32.6%，占基建投资比重进一步升至6.2%。

3、制造业：投资增速高位小幅回落。1-8月制造业累计同比9.1%、连续2个月较前值下行0.2个百分点；其中设备工器具购置累计同比小幅降至16.8%。分行业来看，有色冶炼改善，电气机械、农副食品加工、医药制造走弱。

● 表面弱社零、内有新变化，28省市落地《加力支持消费品以旧换新》

1、7月经济数据点评中我们基于多条微观线索揭示了房价下滑、多行业调整优化对居民收入预期和消费信心的约束，但好的方面在于积极变化正在缓步形成，8月家用电器大幅改善了5.8个百分点至3.4%，或指向各省市推进消费品以旧换新初见成效。

2、我们进一步梳理了自7月4日起长债支持两新以来的地方推进情况。截至9月13日，已有28省市印发或落地《加力支持消费品以旧换新》相关方案，地方在中央文件的基础上有三大边际变化，(1)品类扩容：家电有14省市扩容、农业机械有12省市扩容、新能源公交车及动力电池有1省市扩容；(2)力度加码：6省市在汽车以旧换新、家装焕新有一定的力度加码；(3)额外增设：4省市（青海、湖北、湖南、河北）结合自身情况额外增加了支持方向。后续需重点跟踪电商平台和相关企业的联动加码力度，以及先行落地省市的消费改善幅度。

● 9月往后经济有望边际企稳，增量政策或在路上

多省市落实和推进超长债支持“两新”，叠加专项债提速形成实物工作量，9月往后经济可能边际企稳，但全年实现5.0%的GDP增速仍需政策加力，后续可观察存量房贷降息、央行降准降息、收储再贷款扩容、中央财政贴息收储、服务消费支持政策等。此外，根据我们对全年财政缺口的测算，增发国债为可选项而非必选项。

● 风险提示：政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《政府债券支撑社融，增量政策或在路上——宏观经济点评》-2024.9.14

《核心通胀环比反弹，联储降息节奏或放缓——美国8月CPI点评》-2024.9.12

《哈里斯辩论表现占优，但尚未能锁定胜局——哈里斯与特朗普辩论点评》-2024.9.11

目 录

1、 生产端：工业明显回落，服务业再度下探.....	3
2、 固投：二手房价尚未见底，基建、制造业增速高位回落.....	3
3、 表面弱社零、内有新变化，28省市落地《加力支持消费品以旧换新》.....	5
4、 9月往后经济有望边际企稳，增量政策或在路上.....	7
5、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 工业生产加快回落.....	3
图 2： 产销率仍需进一步改善.....	3
图 3： 新开工和商品房销售降幅略微收窄.....	4
图 4： 二手房价领先指标继续下探.....	4
图 5： 专项债明显提速，9月基建或有支撑.....	4
图 6： 水利基建延续向好.....	4
图 7： 制造业投资高位回落.....	5
图 8： 有色冶炼改善，电气机械、医药、农副食品走弱.....	5
图 9： 8月商品零售增速降至 1.9%.....	5
图 10： 家电社零增速明显改善.....	5
图 11： 截至 9 月 13 日，已有 28 省市印发或落地《加力消费品以旧换新》.....	6
图 12： 地方推进以“品类扩容”为主.....	6

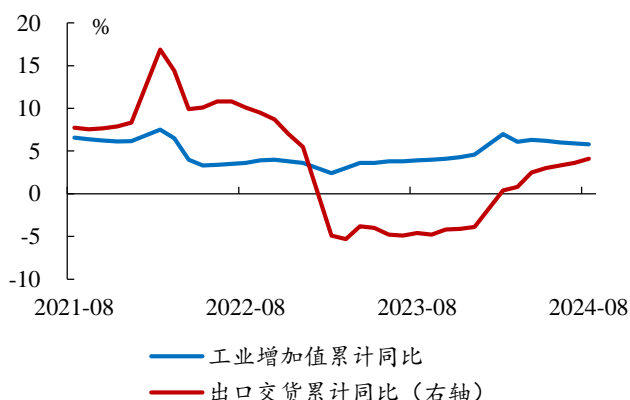
2024年8月工业增加值同比4.5%（预期4.7%），社零同比2.1%（预期2.7%），服务零售额累计同比7.5%，固定资产投资累计同比3.4%（预期3.5%）。其中，基建、制造业、房地产投资分别为7.9%、9.1%、-10.2%，对应预期为6.7%、9.0%、-10.2%。

1、生产端：工业明显回落，服务业再度下探

工业生产加快回落。8月工业增加值同比为4.5%、较前值下行了0.6个百分点，工业增加值环比小幅降至0.32%。出口延续向上趋势，但8月工业企业产销压力增大或指向内需仍偏弱，好的方面在于我们统计截至9月13日已有28省市印发或启动“加力支持消费品以旧换新实施方案”，有利于缓解供需结构不平衡问题、推动价格水平温和回升。分行业来看，工业生产回落的拖累主要来自于计算机通信电子、有色冶炼、化学制品、非金属矿物制品等，工业增加值同比分别下滑了3.0、2.8、2.7、2.6个百分点。

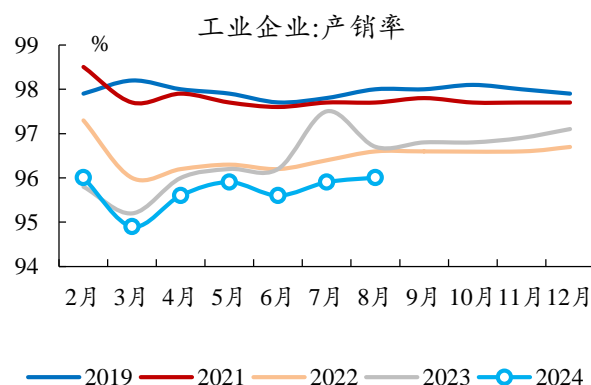
服务业生产再度下探。8月服务业生产指数同比增速为4.6%，较前值下降了0.2个百分点，未能延续此前企稳态势。分行业来看，信息软件服务业、租赁商务服务业贡献较多增量，分别同比增长12.1%、9.4%。

图1：工业生产加快回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图2：产销率仍需进一步改善

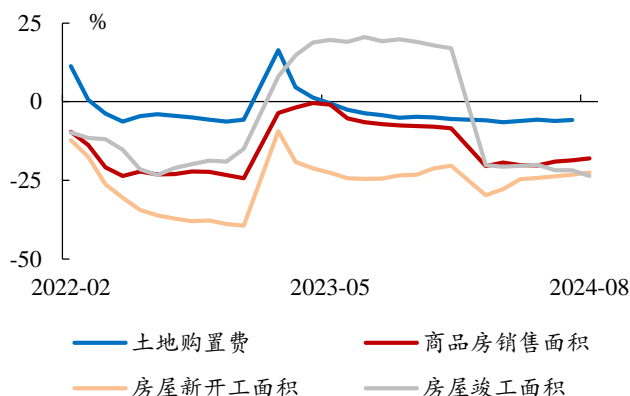


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、固投：二手房价尚未见底，基建、制造业增速高位回落

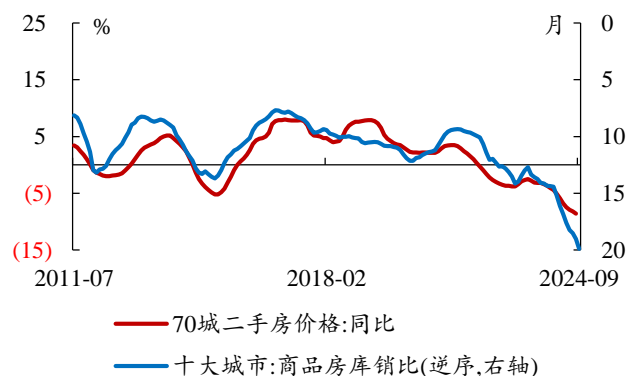
(1)新政效果消退，二手房价尚未见底。1-8月地产投资累计同比为-10.2%、持平前值，新开工、施工、竣工、销售面积增速分别变动了+0.7、+0.1、-1.8、+0.6个百分点。从高频指标来看，二手房和新房成交均延续下行态势，或不宜高估“金九银十”的回暖幅度，符合我们在《试论地产需求政策的有效性边界》专题指出的“下一轮地产周期的先决条件可能是偿债比率修复至11%以下，需要收入政策的协同配合”。领先指标十城库销比于9月进一步走高至16.0个月，指向二手房价的降幅仍未见底。

图3：新开工和商品房销售降幅略微收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

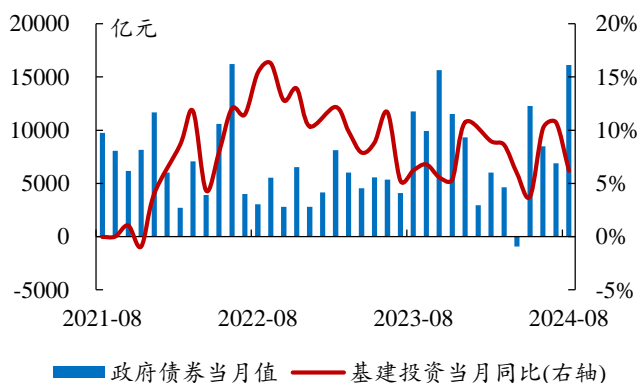
图4：二手房价领先指标继续下探



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)基建：水利基建加速推进。1-8月基建累计同比下滑了0.3个百分点至7.8%，考虑到8月专项债发行大幅提速，后续基建增速或仍有支撑。水利基建延续向好，2024年1-8月水利投资累计同比为32.6%，占基建投资比重进一步升至6.2%

图5：专项债明显提速，9月基建或有支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

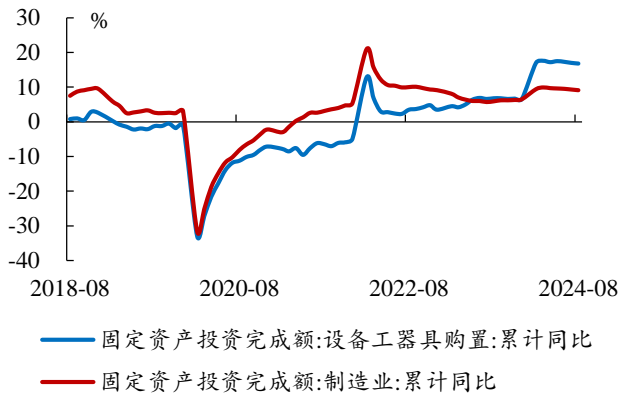
图6：水利基建延续向好



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

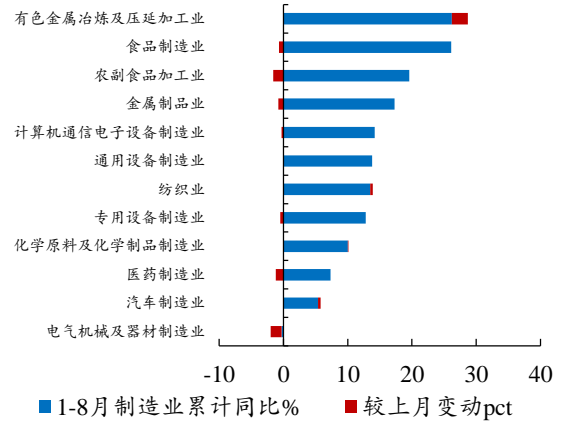
(3)制造业：投资增速小幅回落。1-8月制造业累计同比9.1%、连续2个月较前值下行0.2个百分点；其中设备工器具购置累计同比小幅降至16.8%。分行业来看，有色冶炼较前值改善了2.5个百分点，电气机械、农副食品加工、医药制造分别下滑了1.7、1.6、1.2个百分点。

图7：制造业投资高位回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图8：有色冶炼改善，电气机械、医药、农副食品走弱

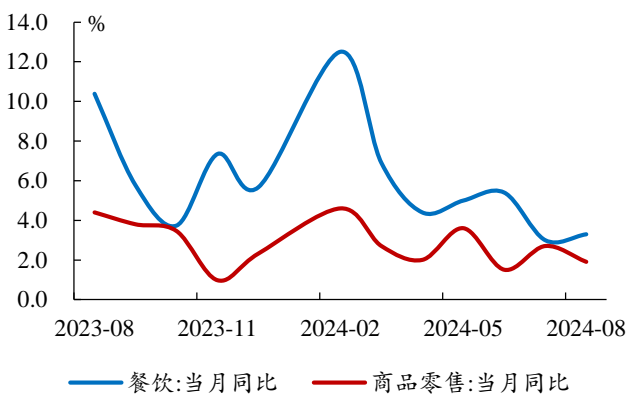


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、表面弱社零、内有新变化，28省市落地《加力支持消费品以旧换新》

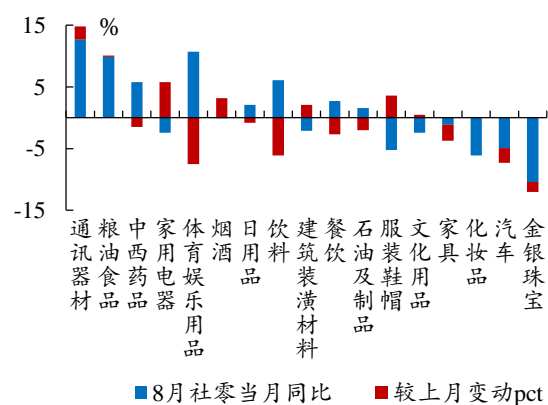
1-8月社零、服零累计同比为3.4%、6.9%，较前值下降了0.1、0.3个百分点。其中，8月社零当月同比降至2.1%，主要拖累来自于体育娱乐用品、饮料、建筑装潢材料、家具、汽车等。在7月经济数据点评中我们基于多条微观线索揭示了房价下滑、多行业调整优化对居民收入预期和消费信心的约束，但好的方面在于积极变化正在缓步形成，8月家用电器大幅改善了5.8个百分点至3.4%，或指向各省市推进消费品以旧换新初见成效。

图9：8月商品零售增速降至1.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2023年为两年复合增速

图10：家电社零增速明显改善



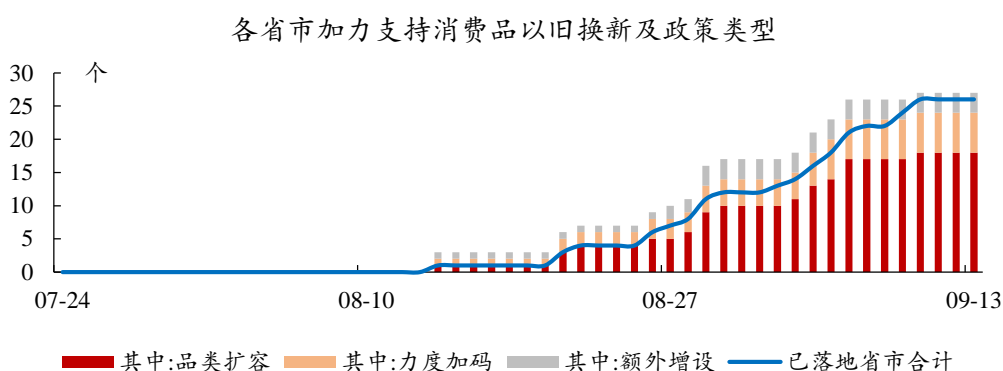
数据来源：Wind、开源证券研究所

我们进一步梳理了自7月4日超长债支持两新以来的地方推进情况。截至9月13日，已有28省市印发或落地《加力支持消费品以旧换新》相关方案，落实了发改委“8月底全部下达资金”的要求。具体来看，地方在中央文件的基础上有三大边际

变化，(1)品类扩容：家电有 14 省市扩容、农业机械有 12 省市扩容、新能源公交车及动力电池有 1 省市扩容；(2)力度加码：补贴力度基本与发改委保持一致，其中 6 省市在汽车以旧换新、家装焕新有一定的力度加码；(3)额外增设：4 省市（青海、湖北、湖南、河北）结合自身情况额外增加了支持方向，例如湖北增设了对重点受灾地区个人消费品以旧换新的支持。

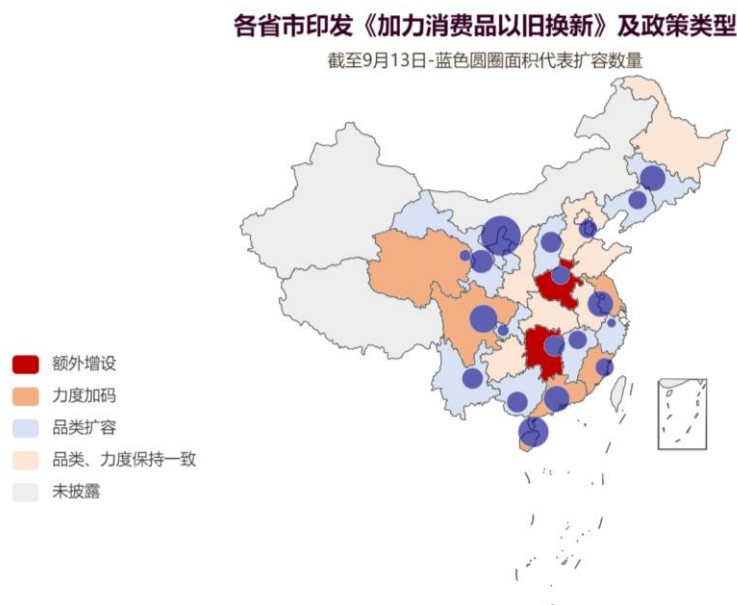
电商平台方面，苏宁易购在政府基础上叠加了苏宁补贴、工厂优惠、救济补贴、银行补贴，综合补贴力度较大（江苏最高 40%，湖南最高 65%，湖北最高 50%），京东给出了旧机收购补贴、天津最高达到了补贴 62%。因而，后续需重点跟踪电商平台和相关企业的联动加码力度，以及先行落地省市（如重庆、北京、四川、湖北等）的消费改善情况。

图11：截至 9 月 13 日，已有 28 省市印发或落地《加力消费品以旧换新》



数据来源：各省市人民政府网、各省市发改委、开源证券研究所；注：篇幅有限，未能列出各省市政策文件的明细内容。

图12：地方推进以“品类扩容”为主



数据来源：各省市人民政府网、各省市发改委、开源证券研究所；注：篇幅有限，未能列出各省市政策文件的明细内容。

4、9月往后经济有望边际企稳，增量政策或在路上

8月通胀、金融、经济数据普遍回落，实体经济弱复苏趋势并未改变。多省市落实和推进超长债支持“两新”，叠加专项债提速形成实物工作量，9月往后经济可能边际企稳，但全年实现5.0%的GDP增速仍需政策加力，后续可观察存量房贷降息、央行降准降息、收储再贷款扩容、中央财政贴息收储、服务消费支持政策等。此外，根据我们对全年财政缺口的测算，增发国债为可选项而非必选项。

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn