

## 8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发

**核心观点：**8 月实体经济数据均同比增速放缓，且弱于市场预期，反映经济动能仍然较弱。基于 8 月数据发布情况和官方近期的一些表态，我们认为增量政策措施或即将陆续推出，以实现经济增速目标。

**8 月社会消费品零售同比增速下降，且低于市场预期。**社会消费品零售总额同比增速从 7 月的 2.7% 下滑至 8 月的 2.1% (市场预期: 2.5%)。这其中亦有高基数效应，因为两年复合平均增速上升 0.6 个百分点到 3.3%。细分来看，服务零售对整体零售的贡献继续减弱，服务零售累计同比增速 8 月再下滑 0.3 个百分点到 6.9%，不过餐饮零售同比增速部分因为基数下降的原因回升 0.3 个百分点到 3.3%。与此同时，商品零售下滑 0.8 个百分点到 1.9%。其中，继续受房地产下行周期影响，住房相关的家具和建筑及装潢材料零售增速下滑明显。更大规模消费品以旧换新政策对家电和汽车消费的影响不一：家电零售增速从 7 月的 -2.4% 转正到 8 月的 3.4%，而汽车零售跌幅再扩大 2.4 个百分点到 -7.3%。接下来以旧换新政策的成效仍值得重点关注。此外，通讯器材零售增速继续加快，服装零售跌幅有所收窄（图表 1）。

**固定资产投资累计同比增速连续第五个月下滑。**固定资产投资累计同比增速再下跌 0.2 个百分点到 3.4%，持续低于市场预期的 3.5%。其中房地产投资跌幅维持不变，制造业和基建投资增速继续放缓（图表 3）。具体地说：

**1. 8 月房地产相关数据依然喜忧参半。**一方面，房地产开发投资累计同比跌幅 8 月虽然持平在 -10.2%，但是依然低于市场预期的 -10%。70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 8 月扩大，尽管一线城市跌幅收窄，但并不足以抵消二三线城市跌幅的扩大（图表 5）。另一方面，新开工面积累计同比跌幅再收窄 0.7 个百分点到 -22.5%。商品房销售不论是从销售额（8 月：-23.6%，7 月：-24.3%）还是销售面积（8 月：-18%，7 月：-18.6%）来看跌幅仍继续收窄（图表 4）。然而从高频数据来看，30 大中城市房产销售 9 月上半月销售似乎有所走弱（图表 6），仍需警惕房产新政对房产销售促进作用的逐渐减退。

**2. 基建投资增速 8 月再下滑 0.5 个百分点到 4.4%。**由于符合要求专项债发行要求的项目数量不足，部分超长期国债被用于设备更新和消费品以旧换新、部分新发专项债被允许用于化解存量债务。这或意味着基建投资或不是本轮财政刺激的优先事项。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。

**3. 制造业投资增速亦再下滑 0.2 个百分点到 9.1%。**7 月底印发的《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》新政策仍有待进一步落实和观察成效。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024 年 9 月 14 日

浦銀國際

数据点评

8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发



扫码关注浦银国际研究

工业生产总值同比增速持续下跌，并再次低于市场预期。受高基数影响，工业生产总值同比增速 8 月下跌 0.6 个百分点到 4.5% (市场预期: 4.7%)。两年复合平均增速仍加快 0.1 个百分点到 4.5%。在内需仍较为疲软、PPI 持续低迷的情况下，仅靠强劲的外需或并不足以支撑工业生产的稳健增长。

失业率 8 月弱于预期，上升 0.1 个百分点到 5.3%。31 大城市失业率亦上升 0.1 个百分点到 5.4%。就业市场自三季度起的走弱或进一步影响消费复苏。

除了出口增速之外，8 月数据发布情况大多弱于预期，经济动能仍然较弱。在代表内需的数据中，0.3% 的核心 CPI 同比通胀率创下了 2021 年 3 月以来的新低。通胀的低迷继续影响企业投资以及信贷需求，导致了制造业投资的下滑以及 M1 同比跌幅进一步下滑至 -7.3%。尽管消费品以旧换新新政似乎促进了家电消费，然而整体消费在二季度居民人均可支配收入放缓和 7-8 月失业率上升的背景下依然疲软。财政政策发力偏缓和可投资项目的不足也影响了政府投资，尤其是基建投资。在房地产方面，虽然在 517 新政推出之后，6-8 月房产销售跌幅逐月收窄，但是仍需警惕房产新政对房产销售促进作用的逐渐减退。在供给端，受内需疲软影响，工业生产和制造业投资增速 8 月均继续下滑。尽管外需依然强劲，7-8 月较高的商品贸易顺差或帮助支撑三季度经济增速，然而在全球需求开始减弱，中国和发达经济体贸易冲突日益增多的背景下，我们认为强劲的外需或较难持久。

基于今日 (9 月 14 日) 的数据发布，我们相信政府将陆续推出增量政策措施以实现经济增速目标。在 7 月中下旬政策刺激频繁发布之后，8 月到 9 月上半月经历了 1.5 个月的政策真空期，以落实政策和观察成效。然而近期经济数据尚未显著体现政策成效。在 9 月 12 日 [最高领导层敦促各级政府努力完成全年经济发展目标](#) 以及 8 月实体经济数据发布低于预期之后，我们认为接下来新的增量措施有望推出。在货币政策方面，在 9 月 13 日晚间 8 月信贷数据发布后，央行表示将着力推出一些增量政策措施，以进一步降低企业融资和居民信贷成本。我们认为随着美国降息周期基本确定在 9 月开启 (参见: [美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息](#))，央行将有望推出媒体报道的 [分两步调低存量房贷利率](#) 措施，和/或再次降低政策利率 (7 天逆回购利率) 10 个基点。此外，我们仍预计今年剩余时间还有 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。在财政政策方面，重点或放在促消费以及加快专项债和超长期国债的发行以及扩展其使用范围上，尤其是动用中央财政力量进一步推动政府消化房企库存上。在促消费方面，除了落实现有的设备更新和消费品以旧换新政策之外，我们认为该政策仍有扩容空间。此外，政府亦可以考虑推出税收或社保方面的优惠政策，帮助居民增加可支配收入以支持消费。

**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。

图表 1: 消费品零售总额增速 8 月下滑, 且低于市场预期

	24年8月		上月		19年同期 (%)	两年平均 / 19年同期 (%)
	8月同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	上月同比增速 (%)	19年同期 (%)		
社会消费品零售总额	2.1	3.3	2.7	7.5		28.0
服务零售 (累计)	6.9		7.2			
餐饮	3.3	7.8	3.0	9.7		34.0
商品零售	1.9	2.8	2.7	7.2		26.4
必需品						
日用品类	1.3	1.4	2.1	13.0		10.0
能源类	-0.4	2.8	1.6	-1.2		33.3
自选消费						
服装鞋帽针纺织品类	-1.6	1.4	-5.2	5.2		-30.8
化妆品类	-6.1	1.5	-6.1	12.8		-47.7
金银珠宝类	-12.0	-2.9	-10.4	-7.0		171.4
通讯器材类	14.8	11.6	12.7	3.5		422.9
汽车类	-7.3	-3.2	-4.9	-8.1		90.1
住房相关						
家用电器和音像器材类	3.4	0.2	-2.4	4.2		81.0
家具类	-3.7	0.5	-1.1	5.7		-64.9
建筑及装潢材料类	-6.7	-9.1	-2.1	5.9		-113.6

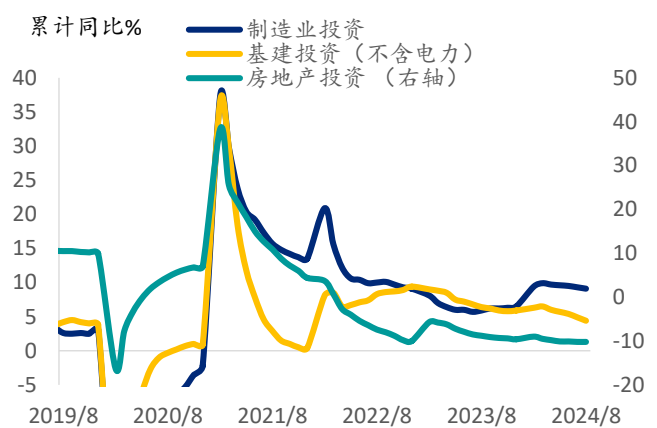
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 2: 8 月除出口外, 其余实体经济指标均增速下滑



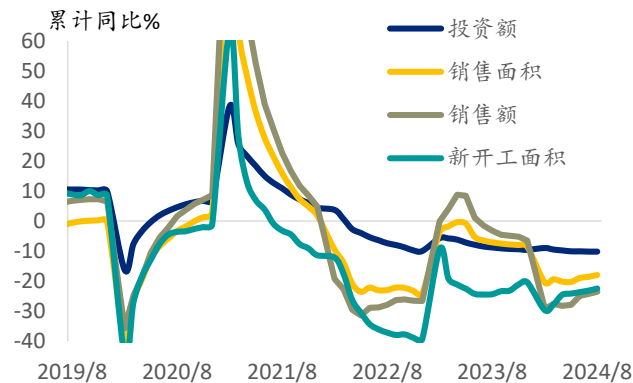
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 3: 房地产投资跌幅维持不变, 制造业和基建投资增速继续下滑



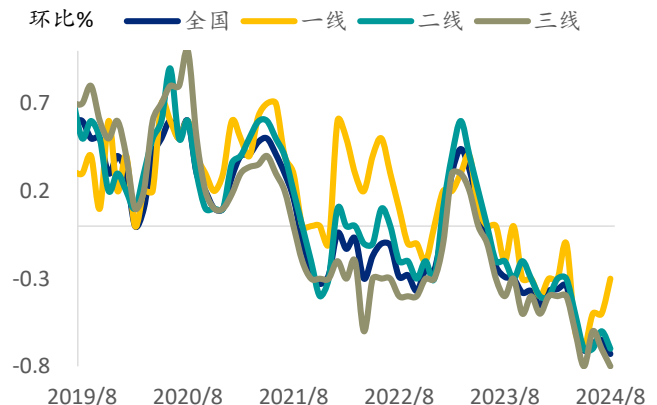
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 4: 房地产投资跌幅维持不变, 但销售和开工面积跌幅继续收窄



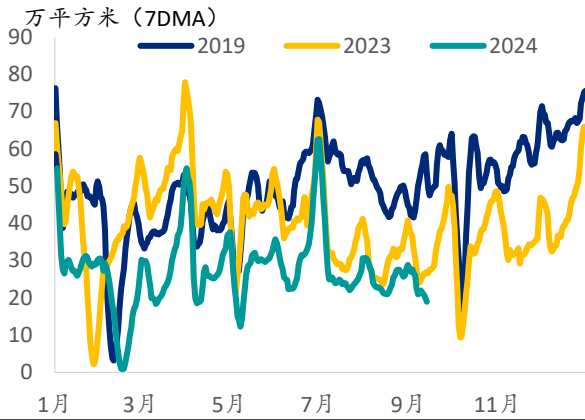
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 5: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 8 月扩大, 一线城市跌幅的收窄不足以抵消二三线城市跌幅的扩大



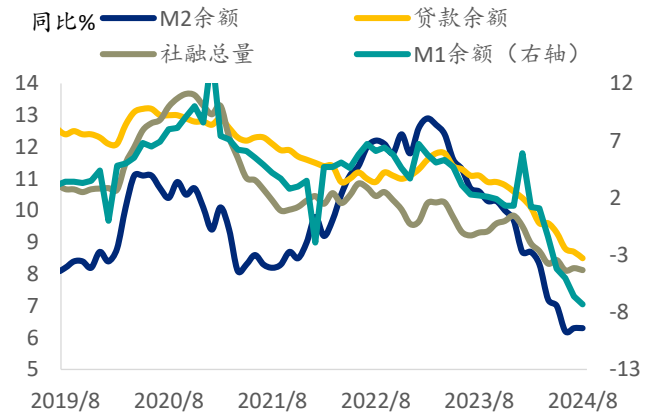
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 6: 高频数据显示 517 房产新政对 30 大中城市房产销售的促进作用在 9 月上半月似乎有减弱



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 7: 信贷增速 8 月走低, 和企业投资相关的 M1 同比跌幅继续扩大



资料来源: 同花顺, 浦银国际



图表 8：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年8月29日	<a href="#">月度中国宏观洞察：静待经济动能改善</a>
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

