



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

内需温和尚待发力 政策落地亟需提速

2024年9月13日

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

内容提要:

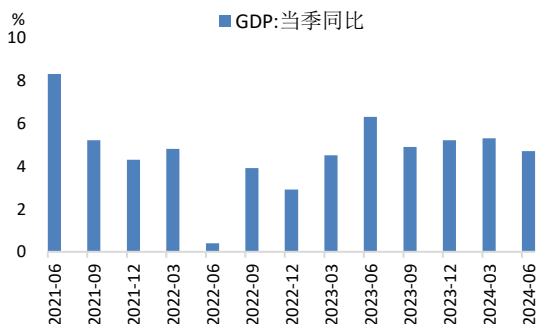
在通胀尾部以及经济仍有韧性的背景下,欧美央行或稳步递进式降息。虽然欧洲央行已于6月6日开启降息并在9月再度降息但后期节奏或较为节制,美联储动作相对滞后,截至9月13日市场预期其9月或开启首降,全年下调利率3次(累计100-125bp),这相对于前一轮在15个月中就加息500bp而言温和的多。短期看,利率水平仍在高位,对经济以及流动性的影响或将持续一段时间。

年初以来国内经济总体温温和复苏。一季度GDP好于预期,主因2023年四季度增发万亿国债逐步落地叠加外需韧性推动工业回升、服务业向好。其中,一季度工业增加值增长6.1%,比2023年同期和四季度都有明显回升,其对GDP增长的贡献率为37.3%,拉动近2个百分点的GDP增长;服务业保持较好发展态势,对经济增长贡献率为55.7%。工业和服务业两个方面对GDP增长的贡献超过90%。不过,二季度以来多项经济数据弱于市场预期,国内有效需求不足持续向生产端传导,房地产市场尚未实质性企稳拖累相关投资与工业品,整体经济仍处于温和修复之中。

综合而言,上半年GDP增长5%,对于全年实现5%左右的增长目标而言压力有所上升。当前影响复苏的主因还是在于有效需求不足,社会预期偏弱,而产需差较大一定程度上亦拖累供给端,未来政策仍需加快落地。

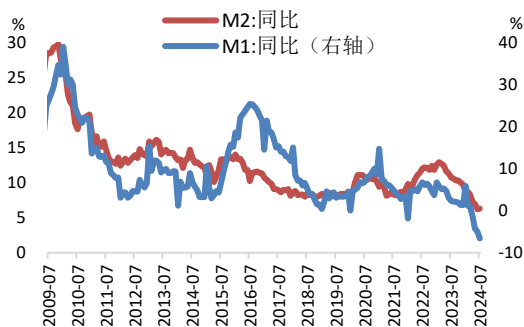
风险提示: 央行超预期调控,通胀超预期,贸易摩擦升温,出口超预期下滑,金融市场波动加大,经济复苏不及预期,国内外疫情超预期变化,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,俄乌冲突升级风险,台海局势不确定性风险,海外黑天鹅事件等。

GDP



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

货币供应量



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《生产放缓消费反弹 政策需要更加给力—7月经济数据点评》
- 《通胀修复低于预期 政策效应尚待时日—8月物价数据点评》

目录

一、全球经济复苏放缓但仍有韧性	3
1、全球通胀高位回落但尾部仍有韧性	3
2、短期降息节奏或相对温和	4
二、国内有效需求不足影响经济复苏	6
1、经济复苏从好于预期转为不及预期	6
2、未来重点关注的几个问题	8
三、需求不足拖累通胀修复	14
四、货币政策稳中求进，流动性较为充裕	16

图表目录

图 1: 美欧通胀高位回落但两年平均增速仍为近 10 年高位	3
图 2: 美国住宅与服务类 CPI 虽回落但仍相对较高	3
图 3: 2024 年上半年全球经济韧性显现	4
图 4: 越南等国家出口同比正增长	4
图 5: 市场预期美联储在年内降息 100-125bp (截至 2024 年 9 月 13 日)	5
图 6: 美联储持续缩表	5
图 7: 欧洲央行同步缩表	5
图 8: 上半年经济复苏从好于预期转为弱于预期	7
图 9: 一季度制造业 PMI 表现大幅强于季节性	7
图 10: 二季度以来制造业 PMI 表现弱于季节性	7
图 11: 部分服务业上半年表现尚可	7
图 12: 国内需求不足仍然是制约经济复苏的主要因素	8
图 13: 物价持续偏弱拖累名义 GDP 增长	8
图 14: 企业主体信心尚待企稳	9
图 15: 中小企业信心仍在低位徘徊	9
图 16: 4-7 月企业中长期贷款增长不理想	9
图 17: 民间投资与整体投资增速差距低位徘徊	9
图 18: 居民就业信心偏弱	10
图 19: 近年来居民倾向于更多储蓄	10
图 20: 居民部门杠杆率有所放缓	10
图 21: 1-7 月居民户新增贷款规模低于往年	10
图 22: 前 8 个月制造业 PMI 新订单指数均值为近 6 年次低	11
图 23: 今年上半年工业产能利用率偏低	11
图 24: 狭义基建投资增速连续 4 个月下行	12
图 25: 资金到位情况不佳影响工程进度	12
图 26: 房地产投资尚未企稳	12
图 27: 商品房销售持续负增	12
图 28: 社会消费品零售总额增速放缓	13

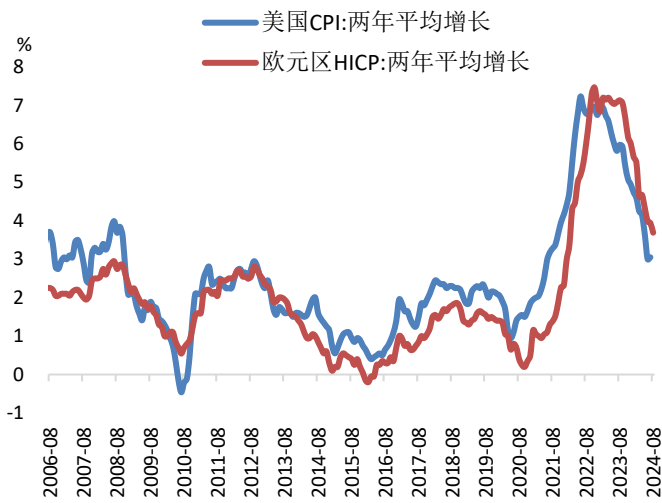
图 29: 前 7 个月必选消费增长保持较快增长	13
图 30: 上半年净出口拉动 GDP0.7 个百分点	14
图 31: 年初以来出口两年平均增速有所走弱	14
图 32: 前 8 个月非食品价格走势总体弱于季节性	15
图 33: 其他用品和服务价格韧性较强	15
图 34: 服务类温和涨价	15
图 35: 核心 CPI 低位徘徊	15
图 36: 今年 PPI 缓慢修复	16
图 37: 南华工业品指数回落	16
图 38: 前 8 个月公开市场操作总体稳健	17
图 39: 前 8 个月 DR007 均值总体下行	17
图 40: 前 8 个月 R007-DR007 波动较 2023 年同期下降	18
图 41: 四季度 MLF 到期近 3.7 万亿元	18
表 1: IMF 与世界银行对 2024 年全球经济增长的预测 (单位: %)	4

一、全球经济复苏放缓但仍有韧性

1、全球通胀高位回落但尾部仍有韧性

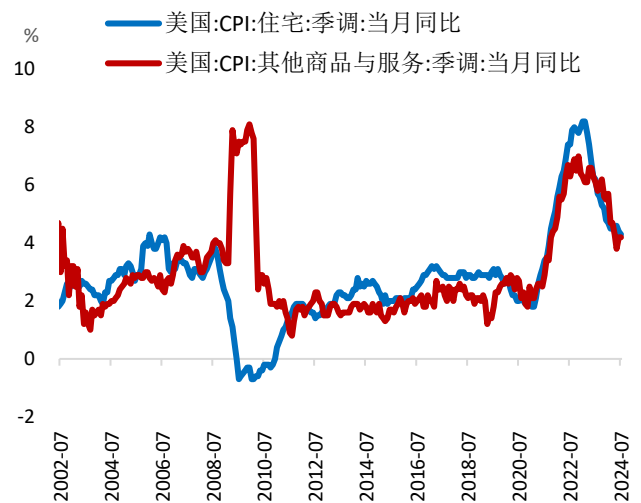
全球通胀高位回落但尾部仍有一定韧性，降息节奏或相对温和。2021年下半年以来，极度宽松政策后遗症、供应链缓慢修复、俄乌冲突等地缘政治频发等因素推动全球通胀高企。以美欧为例，两者分别在2022年6月（CPI同比增长9.1%）、2022年10月（HICP同比增长10.6%）达到各自高点，远远高于其央行通胀合意值（2%左右或更低）。在全球主要央行持续加息及高基数影响下，2023年至今全球通胀高位回落，美欧降至3%以下。但同时由于经济尚未实质性衰退，服务类价格仍有韧性，美欧通胀（尤其核心通胀）持续回落后与历史常态水平仍有一定差距。尤其从两年平均增速看，美国2024年7月CPI仍增长3%，欧元区2024年8月HICP仍增长3.7%。

图 1：美欧通胀高位回落但两年平均增速仍为近 10 年高位



资料来源：IMF，国开证券研究与发展部

图 2：美国住宅与服务类 CPI 虽回落但仍相对较高

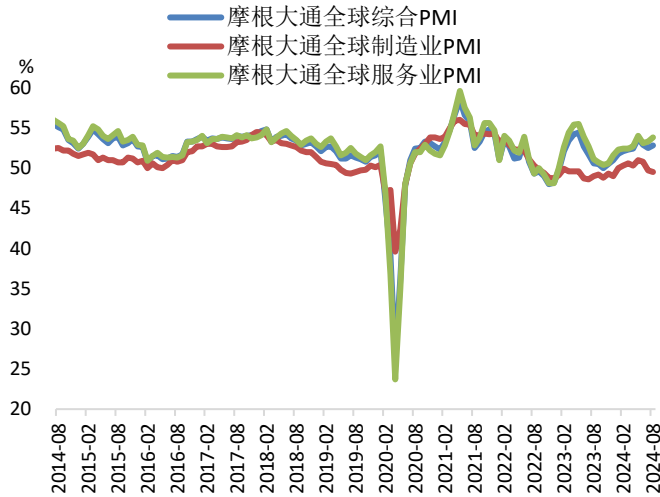


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

全球经济复苏放缓但短期亦有韧性。在极度宽松政策的推动下，全球经济自2021年上半年达到本轮复苏高点，美欧制造业PMI均创下近20年高位，但随后在高通胀、高利率的影响下，复苏趋于放缓。2021-2023年，全球GDP分别同比增长6.3%、3.5%、3.1%。不过，在内生动力有所修复、制造业库存共振等因素的推动下，2024年上半年韧性显现。从先行指标看，上半年全球制造业PMI均值为50.5%，高于2023年下半年48.9%的平均水平。虽然7月全球制造业PMI（49.7%）年内首次降至50%之下，但短期而言或将维持一定韧性。从外贸看，具有代表性的部分国家出口同比保持增长。上半年越南、韩国出口同比分别增长14.5%、9.1%，虽然部分受基数因素影响，但总体而言表明短期全球需求并未明显衰退，尤

其是后者更是在 8 月取得同比 11.4% 的增长。与此相对应，IMF 在 7 月的《世界经济展望》中预测 2024 年全球 GDP 增长 3.2%，2025 年增长 3.3%，2025-2029 年平均增长 3.2%。

图 3：2024 年上半年全球经济韧性显现



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 4：越南出口同比正增长



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

表 1：IMF 与世界银行对 2024 年全球经济增长的预测（单位：%）

经济增长	IMF（7 月）	世行（6 月）
全球	3.2	2.6
发达经济体	1.7	1.5
其中：美国	2.6	2.5
欧元区	0.9	0.7
日本	0.7	0.7
新兴市场经济体	4.3	4.0
其中：中国	5.0	4.8

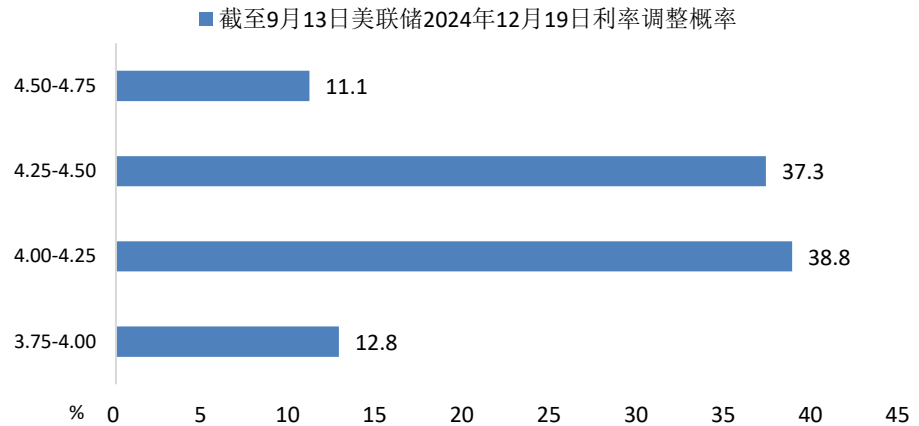
资料来源：IMF，世界银行，国开证券研究与发展部

2、短期降息节奏或相对温和

在通胀尾部以及经济仍有韧性的背景下，欧美央行或稳步递进式降息。虽然欧洲央行已于 6 月 6 日开启降息并在 9 月再度降息但后期节奏或较为节制，美联储动作相对滞后，截至 9 月 13 日市场预期其 9 月或开启首降，全年下调利率 3 次（累计 100-125bp），这相对于前一轮在 15 个月中就加息 500bp 而言温和的多。短期看，利率水平仍在高位，对经济以及流动性的影响或将持续一段时间。

IMF 在今年 7 月的《世界经济展望报告》中指出，在贸易紧张局势升级和政策不确定性加大的背景下，通胀的上行风险有所增加，导致利率可能在甚至更长的时间维持在更高水平。通胀高企的风险使利率可能在甚至更长的时间内维持在更高水平，这反过来又增加了外部、财政和金融风险。

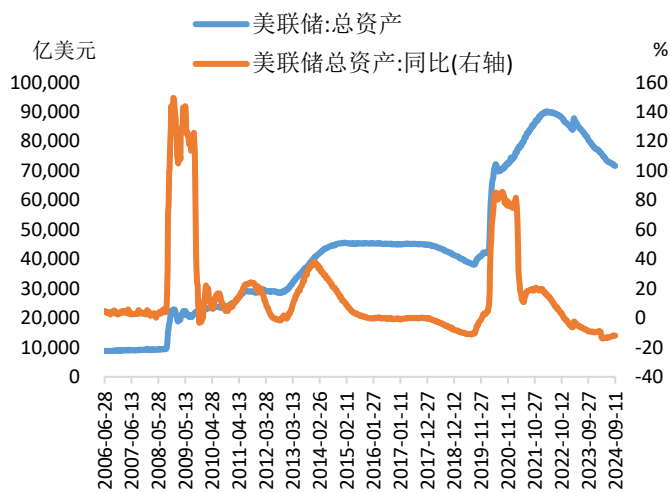
图 5: 市场预期美联储在年内降息 100-125bp (截至 2024 年 9 月 13 日)



资料来源: CME Group、国开证券研究与发展部

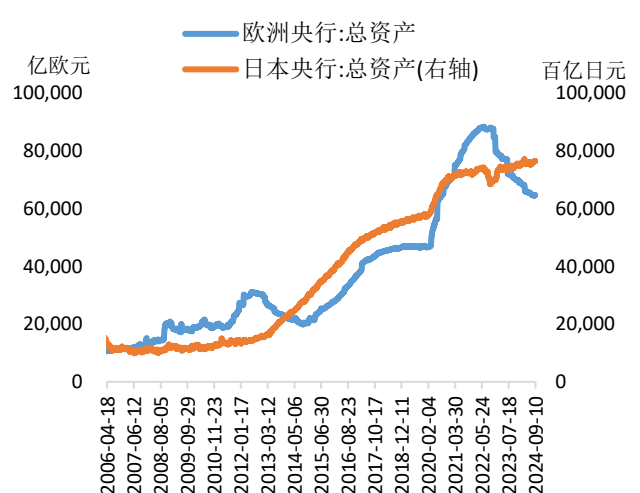
此外，需继续关注美欧央行缩表影响，未来可能会有所放缓。2024 年 5 月的美联储 FOMC 会议宣布于 6 月放缓缩表。截至 9 月 11 日当周，美联储资产负债表规模同比减少 12.1%，较 2023 年末减少 7.7%。与此同时，欧洲央行亦在缩表，截至 9 月 6 日当周，其资产负债表规模同比减少 9.7%，较 2023 年末减少 6.9%。

图 6: 美联储持续缩表



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 7: 欧洲央行同步缩表



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

二、国内有效需求不足影响经济复苏

年初以来国内经济总体温和复苏。一季度 GDP 好于预期，主因 2023 年四季度增发万亿国债逐步落地叠加外需韧性推动工业回升、服务业向好。其中，一季度工业增加值增长 6.1%，比 2023 年同期和四季度都有明显回升，其对 GDP 增长的贡献率为 37.3%，拉动近 2 个百分点的 GDP 增长；服务业保持较好发展态势，对经济增长贡献率为 55.7%。工业和服务业两个方面对 GDP 增长的贡献超过 90%。不过，二季度以来多项经济数据弱于市场预期，国内有效需求不足的问题尚存并向生产端传导，物价虽有所回升但基数推升是主因，大规模设备更新和消费品以旧换新政策对生产端、投资端以及消费端产生拉动效应，但特别国债与专项债发行偏慢拖累基建投资，房地产市场尚未实质性企稳拖累相关投资与工业品，整体经济仍处于温和修复之中。值得注意的是，设备更新及以旧换新等或将成为下半年财政发力的重要抓手之一。近期已明确由国家发改委牵头安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，其中 1480 亿元左右支持设备更新、直接向地方安排 1500 亿元支持消费品以旧换新，支持力度明显加强，有助于保持制造业投资的韧性以及消费的稳定。

1、经济复苏从好于预期转为不及预期

一季度经济取得开门红。一季度 GDP 同比增长 5.3%，好于市场预期（4.9%），较 2023 年四季度加速 0.1 个百分点，而且是在基数抬升的情况下取得，显示出经济仍有韧性。GDP 好于预期，主因工业回升、服务业向好，生产端好于需求端。其中，一季度工业增加值增长 6.1%，比 2023 年同期和四季度都有明显回升，其对 GDP 增长的贡献率为 37.3%，拉动近 2 个百分点的 GDP 增长；服务业保持较好发展态势，对经济增长贡献率为 55.7%。工业和服务业两个方面对 GDP 增长的贡献超过 90%。

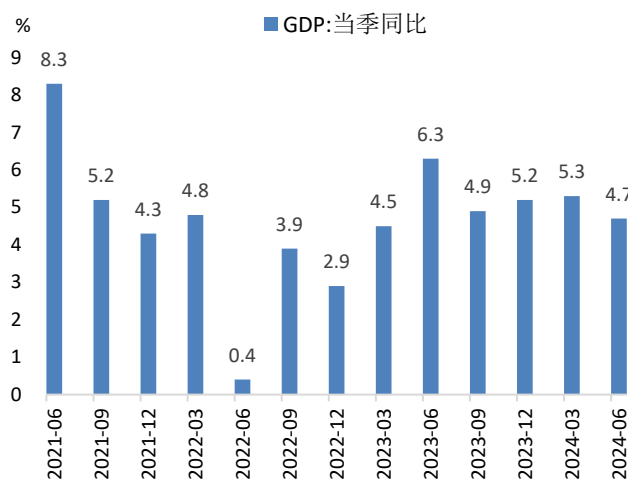
二季度以来经济复苏低于预期。国内有效需求不足、政策发力有所滞后、高温多雨天气增加等是经济修复放缓的主要原因。其中，二季度 GDP 同比增长 4.7%，弱于市场预期（5.1%）及一季度（5.3%）。二季度经济亮点在于工业生产相对稳定，出口有韧性，部分服务业保持较好发展态势。在需求有所回落的情况下，二季度工业增加值（5.9%）仍然保持了近 6% 的增长，拉动经济增长 1.8 个百分点。出口方面，一季度同比增长 1.4%，二季度进一步提升至 5.7%，虽然有低基数因素的贡献，但外需仍有韧性以及国内商品竞争力增强也是很重要的原因。此外，虽然第三产业增加值同比增速（4.2%）较一季度回落（5.0%）较多，但部分服务业发展态势良好，上半年信息传输、软件和信息技术服务业以及租赁和商务服务

业累计同比增速分别为 11.9%、9.8%，继续保持较快增长。

需求不足的问题仍然是拖累经济复苏的主要因素之一。从中国物流采购联合会、国家统计局联合发布的制造业 PMI 调查数据看，2022 年下半年至今年 6 月反映市场需求不足的企业比重持续超过 50%，今年 6 月更是创下有调查以来的最高（62.4%）。

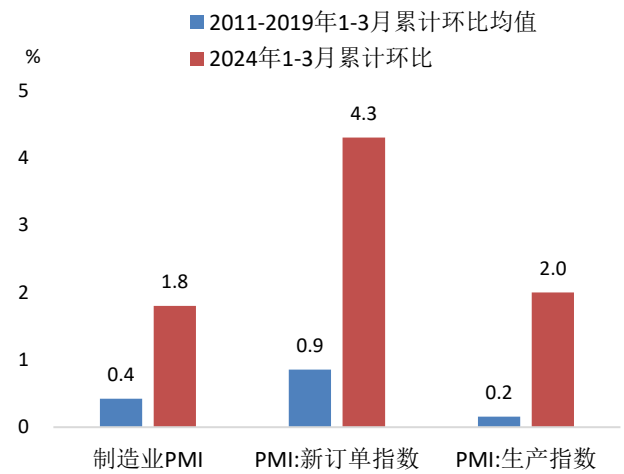
有效需求不足导致价格偏弱，从而拖累名义 GDP 增速。一季度 GDP 平减指数为-1.1%，略低于 2023 年四季度，拖累一季度名义 GDP 增长（4.2%）；上半年 GDP 平减指数为-0.9%，较一季度（-1.1%）有所收敛，名义 GDP 同比增长 4.1%，较一季度（4.2%）小幅回落。而这也是宏观数据（实际 GDP）与微观感受（更多依赖名义 GDP）差异的一个重要原因。

图 8：上半年经济复苏从好于预期转为弱于预期



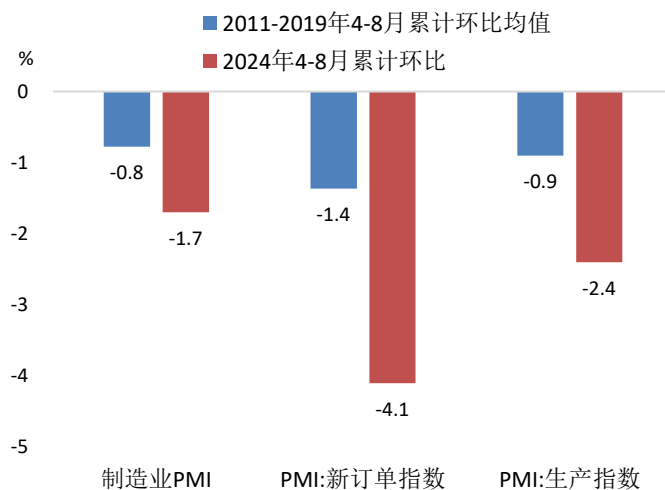
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 9：一季度制造业 PMI 表现大幅强于季节性



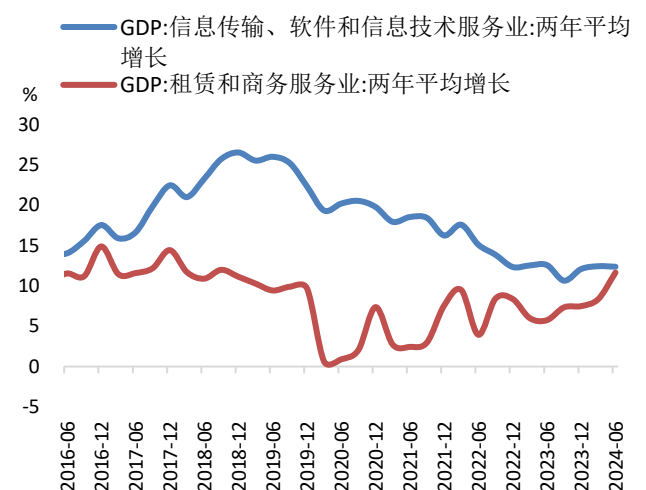
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 10：二季度以来制造业 PMI 表现弱于季节性



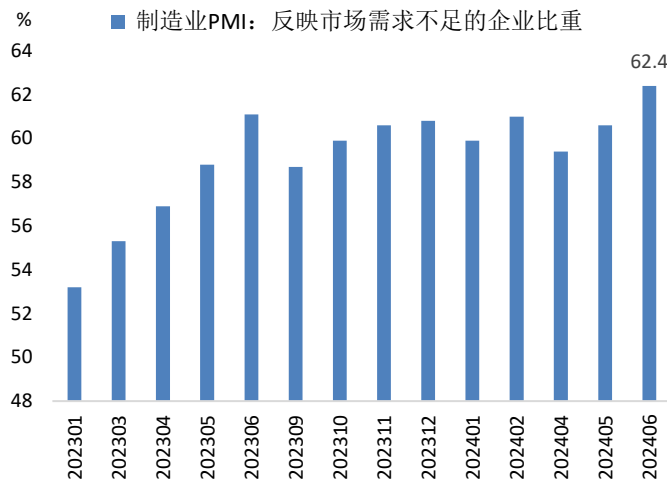
资料来源：中国物流与采购联合会，国开证券研究与发展部

图 11：部分服务业上半年表现尚可



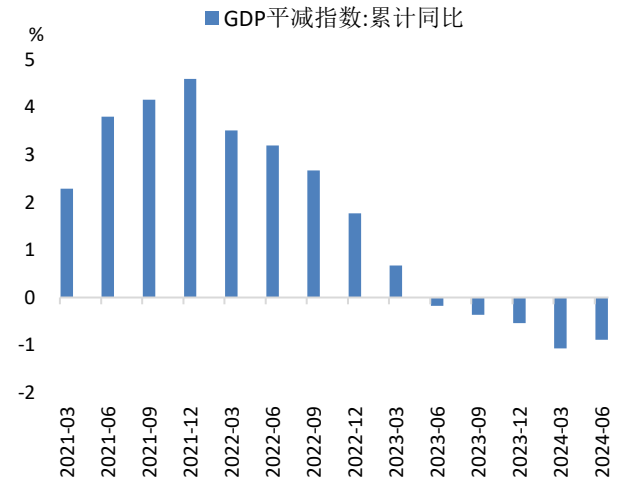
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 12: 国内需求不足仍然是制约经济复苏的主要因素



资料来源: 中国物流与采购联合会, 国开证券研究与发展部

图 13: 物价持续偏弱拖累名义 GDP 增长



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

综合来看, 上半年经济总体温温和复苏, 但二季度以来经济复苏斜率有所放缓, 7-8 月的宏观与中观数据亦表明经济复苏并无明显增强, 而且结构上的分化延续。上半年 GDP 增长 5%, 对于全年实现 5% 左右的增长目标而言压力有所上升。当前影响复苏的主因还是在于有效需求不足, 社会预期偏弱, 而产需差较大一定程度上亦拖累供给端, 未来政策仍需加快落地。

2、未来重点关注的几个问题

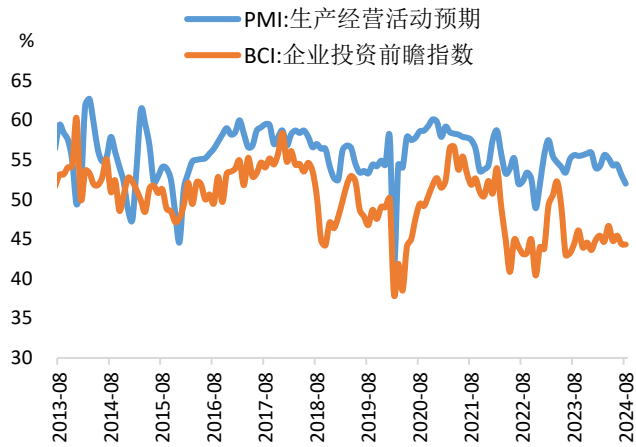
(1) 市场预期何时企稳回升

当前外部环境变化带来的不利影响增多, 国内有效需求不足, 市场预期偏弱。

企业主体信心尚待企稳。一是二季度以来政策发力稍显滞后, (狭义) 基建投资增速持续回落, “两新” 政策落地时间较短, 尚未显著发力, 企业订单不够充裕。二是近一年来各地提振地产的政策频出, 但地产投资仍然在探底, 商品房销售仅经历 1 个月左右的放量回暖后又趋于回落。三是市场尤其是民间投资对政策预期可能仍处于观望状态, 比如民营经济促进法 (已列入年度立法计划) 等。从数据上看, 今年 7 月 BCI 企业投资前瞻指数 (54.6) 虽然高出 2023 年 12 月 1.2, 但仍然低于疫情期间多数月份及疫情前 (60 之上); 6-8 月中小企业信心指数及其预期指数较 1-5 月回落, 接近疫情期间低点。企业预期走弱, 在固定资产投资上反映的较为明显。今年前 7 个月民间固定资产投资完成额累计同比持平 2023 年同期, 与同期全部固定资产投资增速的差距仍在历史低位徘徊, 其中

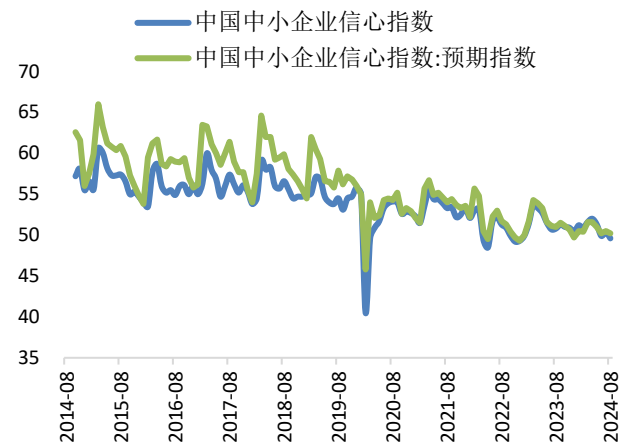
受房地产投资拖累较大。

图 14: 企业主体信心尚待企稳



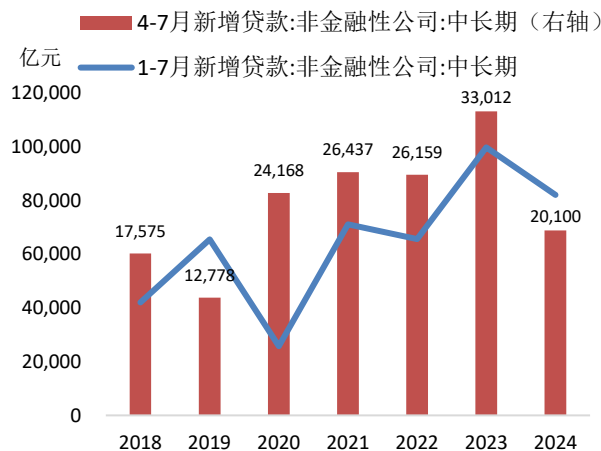
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 15: 中小企业信心仍在低位徘徊



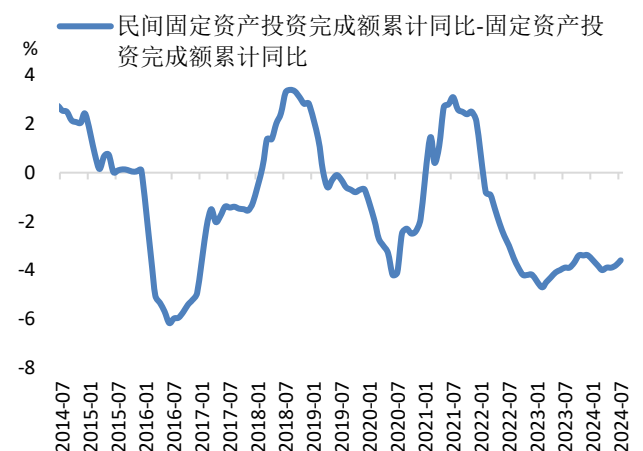
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 16: 4-7月企业中长期贷款增长不理想



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 17: 民间投资与整体投资增速差距低位徘徊

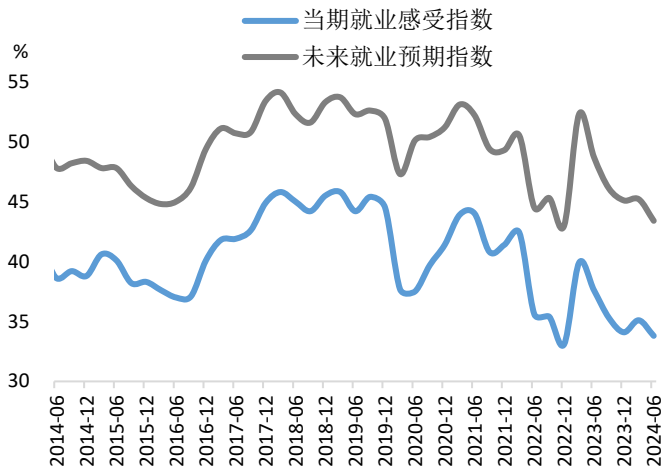


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

居民信心有待回暖。央行今年二季度城镇储户问卷调查报告显示，当季收入信心指数为 45.6%，环比下降 1.4 个百分点，处于近 10 年的低位；就业感受指数为 33.8%，环比下降 1.4 个百分点。其中，48.1%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”，这一比例为有数据以来的次高（仅低于 2022 年四季度，彼时是疫情集中爆发时期）；倾向于“更多储蓄”的居民占 61.5%，仍在近 10 年的绝对高位徘徊，虽然倾向于“更多消费”的居民占比连续 3 个季度环比上升，但仍然低于疫情前且部分是因为投资市场表现不佳从而倾向“更多投资”居民占比持续较快回落带来的，居民消费意愿并不强烈。从贷款方面看，1-7 月居民户新增人民币贷款仅 1.25 万亿元，大幅低于 2018-2023 年同期。由此，居民部门杠杆

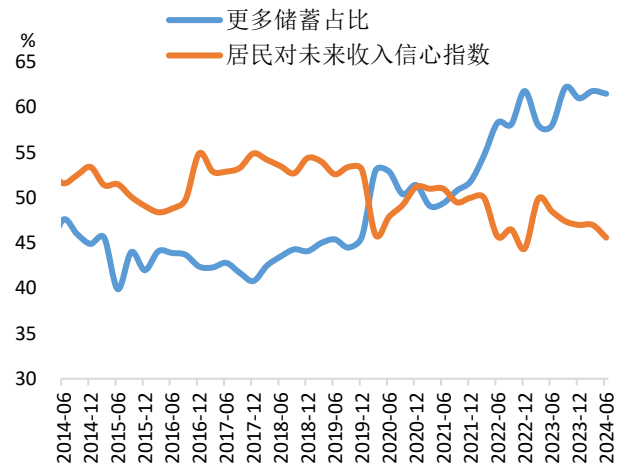
率趋于放缓，二季度（63.5%）持平于2023年末，若剔除名义GDP增速回落因素，则实际杠杆率低于2023年末。

图 18: 居民就业信心偏弱



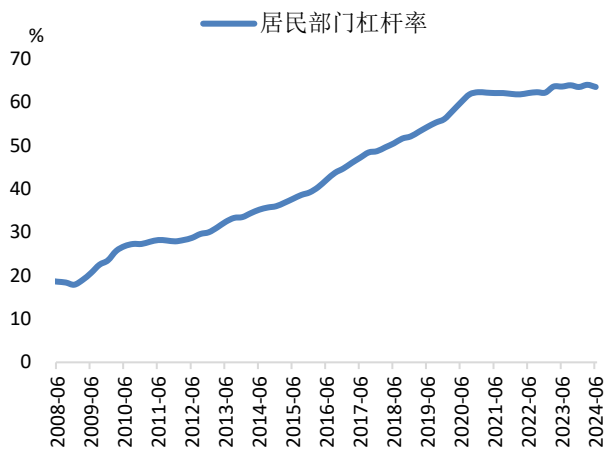
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 19: 近年来居民倾向于更多储蓄



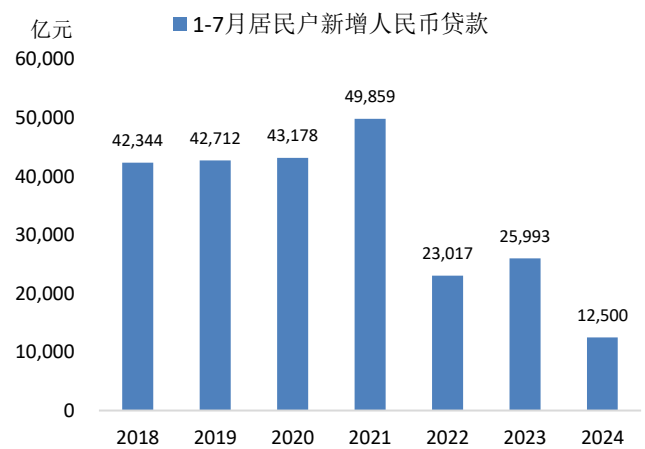
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 20: 居民部门杠杆率有所放缓



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 21: 1-7月居民户新增贷款规模低于往年



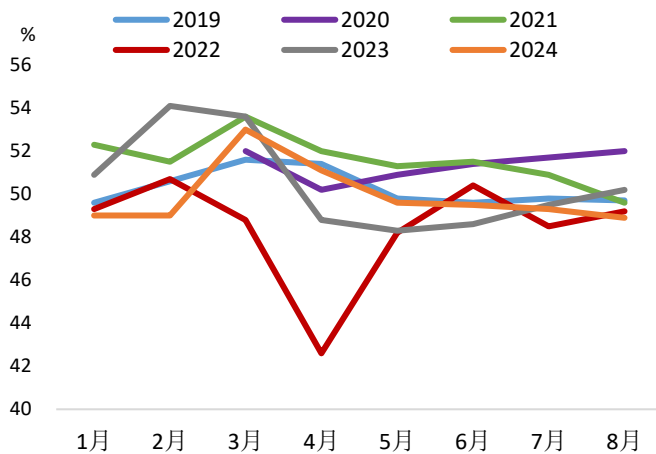
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

(2) 国内有效需求不足与外需支撑或将衰减

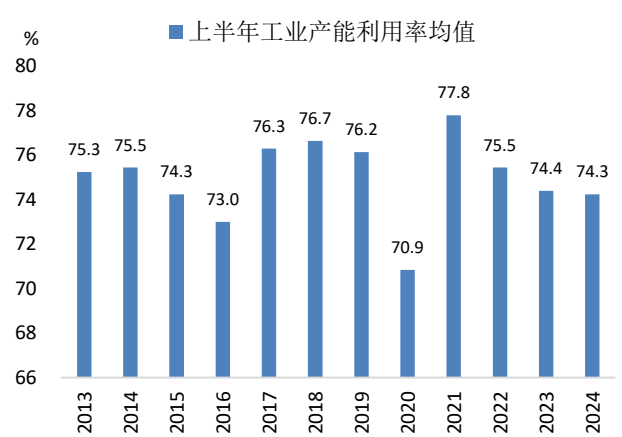
国内有效需求不足的问题并未根本缓解，今年稳增长的压力仍然主要来自于国内需求复苏较慢。

第一，订单不足依然是目前制造业面临的主要问题。前8个月制造业PMI新订单指数均值为49.9%，近7年仅好于2022年同期均值（48.5%，剔除当年4月极值后为49.3%），5-6月PMI调查亦显示，反映市场需求不足的企业比重持续超过60%。从生产端看，国内需求不足的问题持续向其传导，无论是产能利用率还是工业增加值增速均有所下行。

图 22: 前 8 个月制造业 PMI 新订单指数均值为近 6 年次低 图 23: 今年上半年工业产能利用率偏低



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

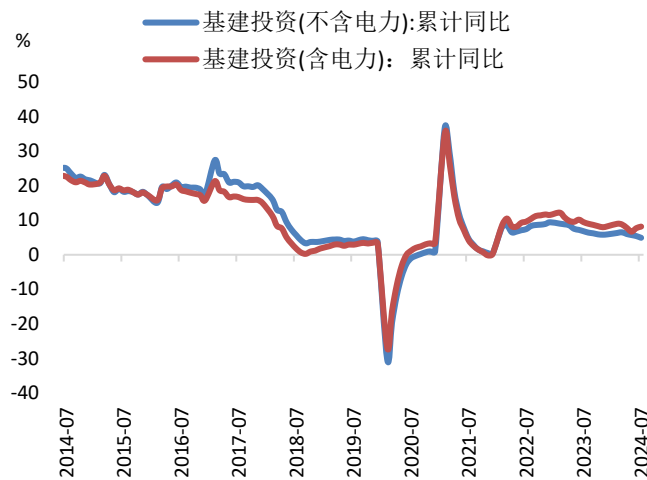
第二, 从投资端看, 前 7 个月固定资产投资累计增长 3.6%, 连续 4 个月下行, 与 2023 年末、今年年初市场预测的全年 4.6-5.0% 仍有一定距离。一方面受投资动能放缓尤其是地产投资尚未实质性企稳影响, 另一方面受价格指数走势弱于预期拖累。此外, 资金到位情况不理想亦影响工程进度。根据百年建筑调研数据, 其样本建筑工地资金到位率 6-8 月总体呈回落走势, 均值分别为 62.86%、62.13%、62.07%。

首先, 基建投资发力不及预期。1-7 月广义、狭义基建投资同比分别增长 8.1%、4.9%。前 5 个月两者基本同步回落, 6-7 月走势分化, 前者连续上行而后者持续回落。根据 7 月 31 日国新办新闻发布会, 2023 年 1 万亿元增发国债已全部下达地方, 基本都已落实到项目上, 今年还安排 1 万亿元超长期特别国债, 支持“两重”项目, 8 月起专项债及超长期特别国债加快落地有助于未来基建投资平稳回升。不过, 8 月以来石油沥青装置开工率还在低位徘徊, 传统基建投资企稳回升尚需时日。

其次, 房地产投资对投资以及经济的拖累有所加大。前 7 个月房地产开发投资同比下降 10.2%, 较 2023 年同期 (-8.5%) 及 2023 年末 (-9.6%) 进一步下行。从开工情况看, 前 7 个月新开工、施工、竣工面积累计同比分别为 -23.2%、-12.1%、-21.8%, 无论是同比还是两年平均增速均低于 2023 年末。从销售看, 虽然年初以来持续推出诸多新政, 尤其是二季度以来一线城市陆续进一步放松, 对短期商品房销售有一定的支撑, 但是效应逐月递减且二手房交易好于新房。前 7 个月商品房销售面积、金额累计同比分别下降 18.6%、24.3%, 相较 2023 年同期与年末, 同比降幅均有所扩大, 不过两年平均降幅有所收窄。资金到位情况不佳, 是房地产投资偏弱的重要因素。前 7 个月房地产开发资金累计同比下降

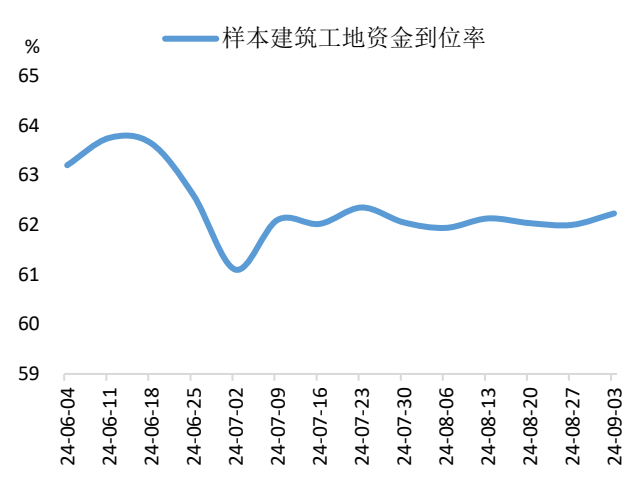
21.3%，两年平均增速为-16.4%，虽然两者均较 2023 年全年降幅有所收窄但改善程度偏慢。其中，国内贷款累计同比下降 6.3%（两年平均增速为-8.9%）是所有来源中跌幅最小的，个人按揭贷款（同比-37.3%，两年平均-21.2%）是跌幅最大的，而这个与居民户中长期贷款放缓是一致的。在居民收入增速放缓、就业压力尚存的大背景下，居民购房意愿不强，叠加存量房贷利率相对偏高（高于低风险理财收益以及新增房贷利率），提前还贷以及减少新增贷款是必然的。考虑到房地产产业链对 GDP 的重要，未来仍可能有进一步宽松政策出台。

图 24: 狭义基建投资增速连续 4 个月下行



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 25: 资金到位情况不佳影响工程进度



资料来源: 百年建筑, 国开证券研究与发展部

图 26: 房地产投资尚未企稳



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 27: 商品房销售持续负增

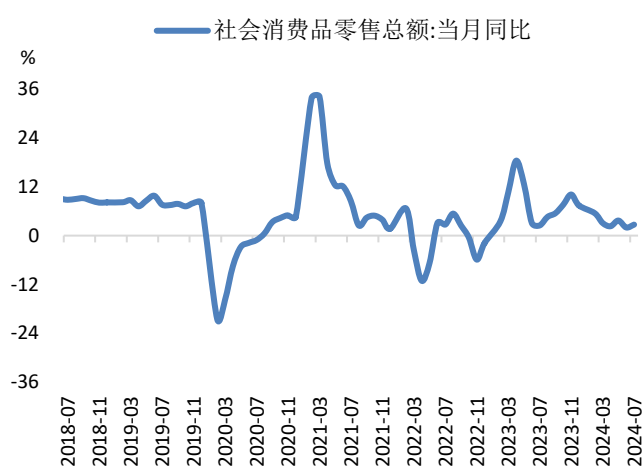


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

第三，多重因素影响下的消费端复苏偏弱。从今年社会消费品零售总额走势看，3-7 月增速均在 3% 左右徘徊。剔除基数因素扰动后，6-7 月连续 2 个月的两年平均增速在 2.6%，后者即使在疫情三年期间也属偏低水

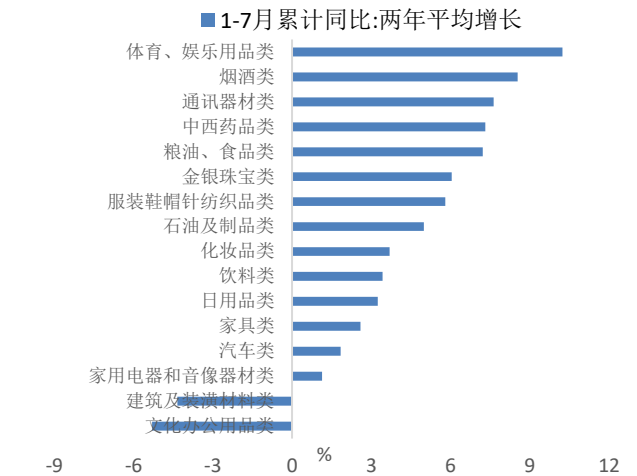
平。从具体种类看，前7个月两年平均增速居前的多数是必选消费品，其中体育娱乐用品类（10.2%）、烟酒类（8.5%）、通讯器材类（7.6%）、中西药品类（7.3%）、粮油食品类（7.2%）、金银珠宝类（6.0%）等增长较快。地产销售不理想，连带着建筑及装潢材料类（-4.3%）、家具类（2.6%）等地产链条类消费增速低位徘徊。消费需求修复放缓，与几个方面的因素相关。首先，资产价格下跌带来的财富效应减弱可能是“消费降级”的主要诱因之一，尤其是房产。其次，近年来居民收入增速普遍放缓，尤其是城镇居民，资产负债表修复尚需时日。此外，就业总量压力依然存在，就业难、招工难并存的结构性矛盾仍然比较突出，部分行业和重点群体的就业仍然承压。除此之外还有人口红利消退、医疗教育养老后顾之忧并未根本性缓解以及财富分化背景下的消费弹性不足等。从另一个角度看，服务消费保持较快增长部分对冲了商品消费较弱的不利影响。前7个月服务零售额同比增长7.2%，增速高于同期商品零售额4.1个百分点。展望未来，三季度逐步落地实施的《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》将有助于提振相关商品销售。

图 28: 社会消费品零售总额增速放缓



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 29: 前 7 个月必选消费增长保持较快增长



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

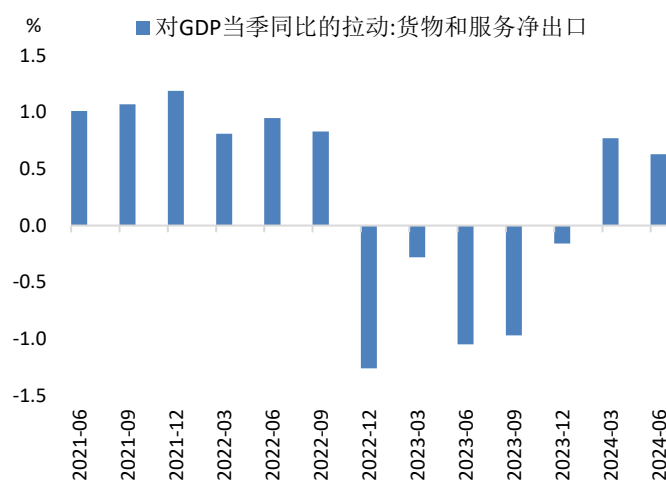
第四，出口持续超预期但外需支撑或将衰减值得注意。2020年以来出口多数时间韧性较强。从净出口对GDP的贡献看，2020年二季度至2022年三季度连续10个季度为正；外需回落叠加基数影响，2022年四季度至2023年四季度连续5个季度为负。

今年初以来，出口韧性再度显现。上半年净出口拉动GDP 0.7个百分点。前8个月中，仅有3月因为基数（2023年同期同比大增10.8%）扰动为负，其他月份均为正增长，累计同比增长4.6%。虽然出口持续正增长一定程度上受2023年同期基数偏低影响，但总体上还是保持较好韧性，从

而为国内工业生产提供稳定支持。一方面，1-8月全球制造业PMI均值（50.3%）较2023年下半年（49.0%）环比回升，外需阶段性回升为出口保持韧性提供可能。另一方面，中国持续多方开拓出口市场（尤其是一带一路及东盟等）支撑出口韧性。此外，大选的不确定性、加征关税冲突（不仅是与美国）以及地缘风险等，一定程度上抢出口也助推了年中以来出口增速。

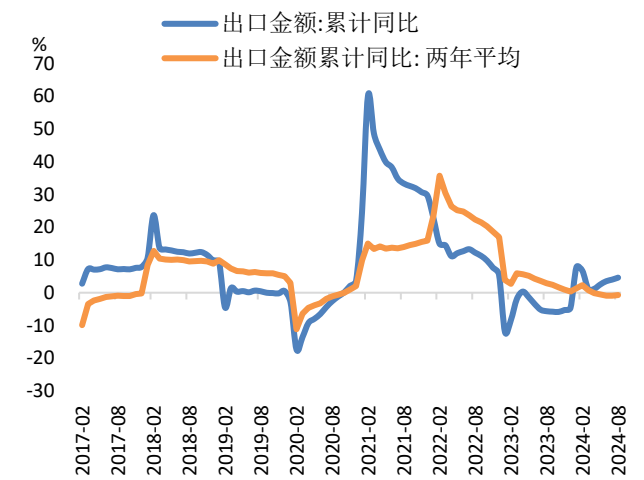
短期而言，综合OECD领先指标、美国零售销售等先行指标看，出口仍有一定韧性，但考虑到外需回落风险尚存，10月以后低基数效应消退，加征关税冲突可能增多等因素，出口仍有下行可能（7-8月环比已然回落）。如果外需回落，内需尚未明显起色接棒外需，则供给端下行压力将增大。

图 30: 上半年净出口拉动 GDP 0.7 个百分点



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 31: 年初以来出口两年平均增速有所走弱



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

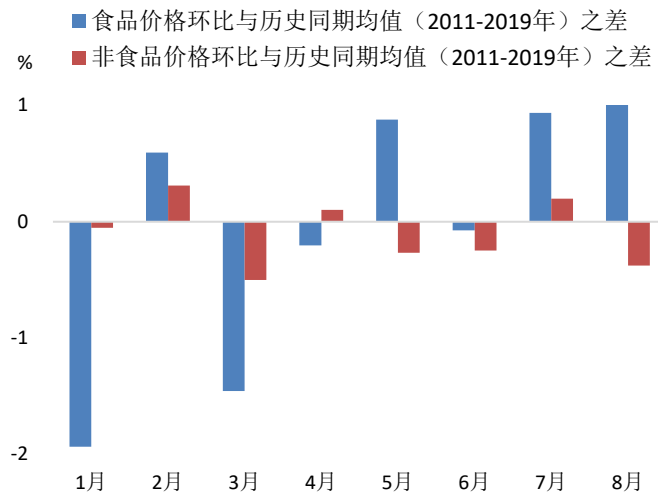
三、需求不足拖累通胀修复

终端需求温和复苏是年初以来通胀总体偏弱的主要原因。虽然2023年同期基数偏低为今年同比涨幅提供一定支撑，但新涨价因素偏弱拖累整体改善幅度。一方面消费需求温和改善，另一方面虽然开年政策发力但后续政策落地偏慢影响终端需求，从而CPI与PPI均呈现出偏慢修复。

CPI 偏弱主要受终端需求温和复苏等拖累。1-8月CPI累计同比上涨0.2%，为2010年以来同期最低（若剔除基数因素，则为近20年同期最低）。其中，食品类、非食品类价格环比分别较2011-2019年均值高出0.7个百分点、低于0.8个百分点。食品类中，蔬菜、畜肉类（尤其是猪肉类）对CPI贡献较大。非食品类中，其他用品和服务类、教育文化和娱乐类（主要是旅游类上涨较多）医疗保健类韧性较强，衣着类、生活用品及服务、交通和通信类环比下跌较多。此外，1-8月除去食品与能源的核心

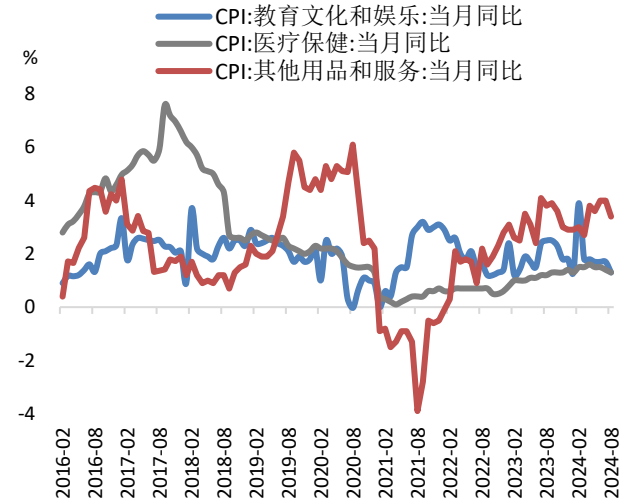
CPI 同比在 0.6%左右徘徊，为有数据以来同期最低（2021 年为 0.63%）。7-8 月 CPI 同比弱改善，主因消费需求温和复苏、部分地区高温降雨天气等因素推动。不过，改善幅度偏弱、核心 CPI 仍旧低位徘徊，表明当前终端需求恢复偏慢，未来还需政策带来就业与收入等方面的支撑。短期看，CPI 或继续温和改善，预计四季度中枢或升至 1%左右，全年或同比增长 0.5%。

图 32: 前 8 个月非食品价格走势总体弱于季节性



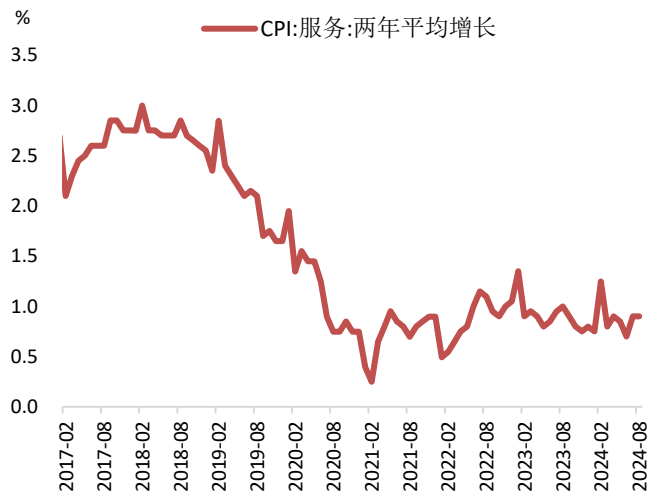
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 33: 其他用品和服务价格韧性较强



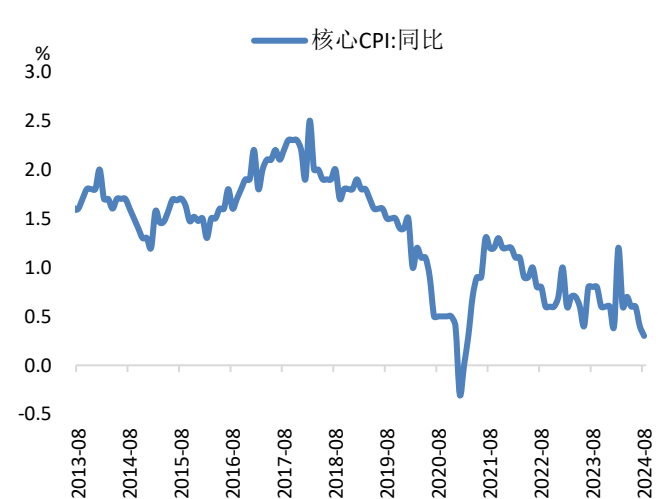
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 34: 服务类温和涨价



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 35: 核心 CPI 低位徘徊



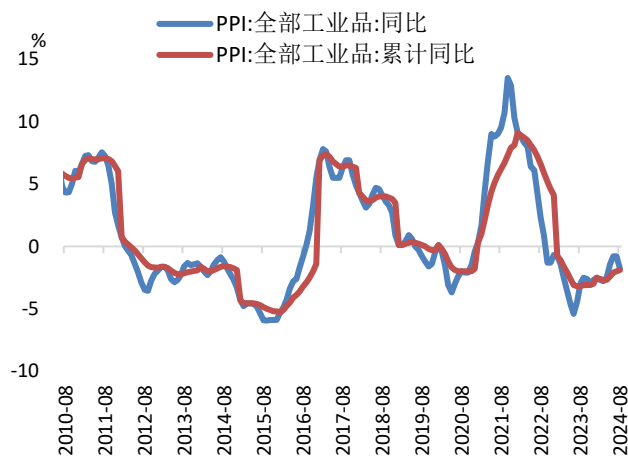
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

PPI 降幅收窄，修复动能还需政策支持。年初以来 PPI 降幅总体趋于收窄，但受基建投资放缓、房地产投资偏弱等因素影响，修复进程较为缓慢。前 8 个月 PPI 累计同比下滑 1.9%，两年平均增速（-2.6%）为 2017 年以来最低。

国内有效需求不足拖累 PPI 修复。根据百年建筑网数据，其调研的样本建筑工地资金到位率缓慢改善，尤其是自 7 月以来始终在 62%左右的低位徘徊，资金到位率恢复较慢叠加 6 月以来多地高温多雨天气影响工程进度进而导致投资端复苏滞后，这与房地产投资（包括开工及竣工等）尚未实质性企稳、狭义基建投资趋于回落等数据走势是一致的。此外，受国际国内因素影响，原油、黑色等高耗能行业价格下降是 PPI 环比下降的重要原因。

短期 PPI 或继续徘徊，年内转正难度较大。短期而言，结合宏观基本面、中观高频数据以及基数等因素看，PPI 可能在-1.5%左右徘徊，年底收窄至-1.0%左右，全年或同比下降 1.9%。未来，支撑 PPI 回升的动力来自于专项债与政府推动大规模设备更新和消费品以旧换新等政策的逐步落地以及房地产市场企稳等。从 8 月看，无论是地方债还是专项债，整体均较 7 月大幅加速，有助于未来需求端企稳回升，不过传导至实物工作量尚需时日。

图 36: 今年 PPI 缓慢修复



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 37: 南华工业品指数回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

四、货币政策稳中求进，流动性较为充裕

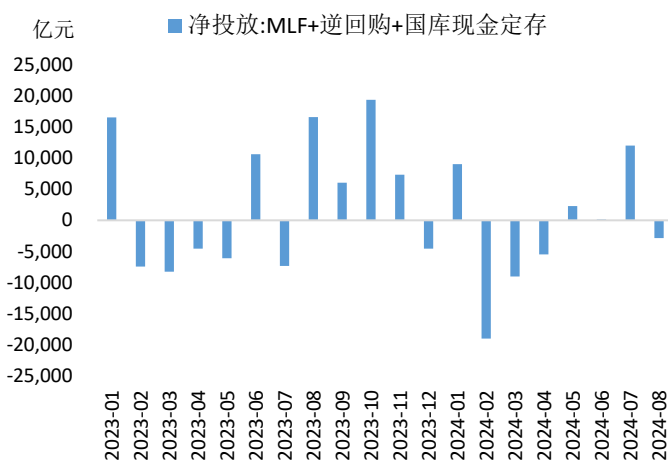
从宏观政策看，一季度发力较早但二季度力度稍欠，三季度中后期有所加快，未来仍需发力。

精准有效实施稳健的货币政策。央行二季度货币政策例会继续强调“精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环”。利率方面，则再度强调了“发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能”。

在结构性货币政策工具方面，二季度例会提出“有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款等新设立工具落地生效”。今年以来，央行先后设立 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款、3000 亿元保障性住房再贷款；放宽普惠小微贷款认定标准，扩大碳减排支持工具支持对象范围，落实好存续的各类结构性货币政策工具。截至 6 月末结构性货币政策工具余额为 70,318 亿元，较 2023 年末有所减少，主因抵押补充贷款减少 4000 多亿元。

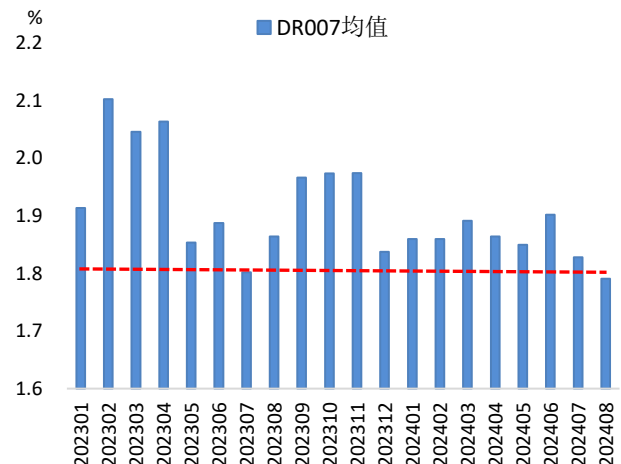
从公开市场实际操作看，在经历 2-4 月持续净回笼（MLF+逆回购+国库现金定存）后，5 月、6 月、7 月分别净投放 2300 亿元、110 亿元、12,012 亿元，凸显央行呵护流动性的态度。流动性总体保持合理充裕，二季度 DR007 日均值仍保持在 1.9% 以下，与一季度基本持平，8 月进一步降至 1.8% 以下。同时，R007-DR007 均值由 2023 年同期的 23bp 降至 14bp。流动性在结构上亦保持平稳。

图 38: 前 8 个月公开市场操作总体稳健



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 39: 前 8 个月 DR007 均值总体下行

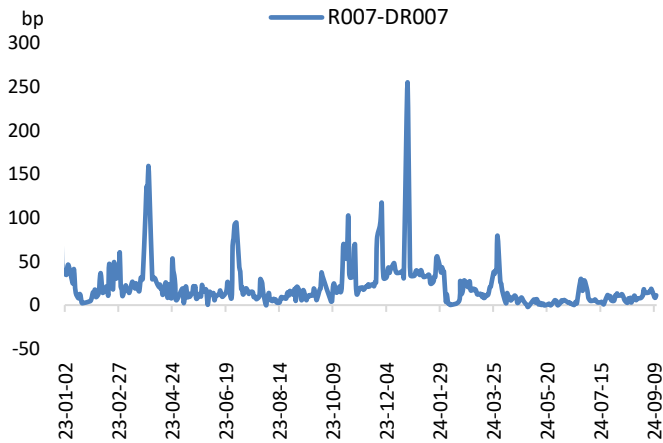


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

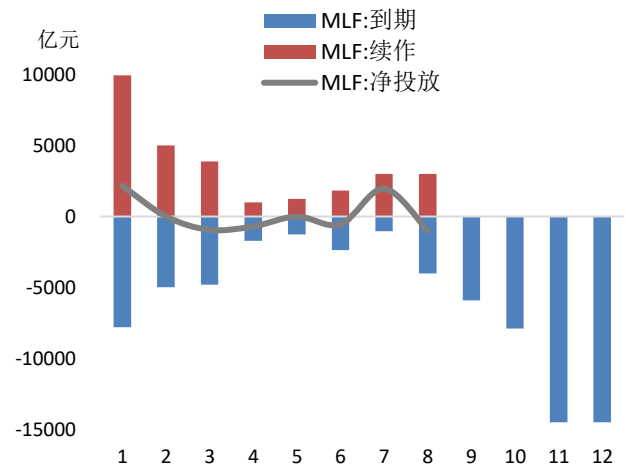
继续促进社会综合融资成本稳中有降。央行持续引导贷款市场报价利率（LPR）等市场利率下行，并于 7 月下调公开市场 7 天期逆回购操作利率 0.1 个百分点。从金融机构人民币贷款加权平均利率走势看，二季度一般贷款（4.13%）、个人住房贷款加权利率（3.45%）分别较 2023 年四季度下行 22bp、52bp，从而推动金融机构人民币贷款加权平均利率整体下行 15bp（期间票据融资上行），三者均为有数据以来新低。

展望未来，在经济复苏仍需政策支持、海外主要央行陆续降息的大背景下，国内降准、降息皆有可能。

图 40: 前 8 个月 R007-DR007 波动较 2023 年同期下降 图 41: 四季度 MLF 到期近 3.7 万亿元



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部 (到期计为负值)

风险提示: 央行超预期调控, 通胀超预期, 贸易摩擦升温, 出口超预期下滑, 金融市场波动加大, 经济复苏不及预期, 国内外疫情超预期变化, 中美关系全面恶化风险, 国际经济形势急剧恶化, 俄乌冲突升级风险, 台海局势不确定性风险, 海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层