

7月宏观数据走势分化，经济继续呈现非均衡复苏态势

——2024年7月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部总监 冯琳

事件：据国家统计局8月15日公布的数据，7月规模以上工业增加值同比实际增长5.1%，6月为5.3%；7月社会消费品零售总额同比增长2.7%，6月为2.0%；1-7月全国固定资产投资累计同比增长3.6%，前值为3.9%。

基本观点：

整体上看，7月宏观数据呈现商品消费增速低位回升，投资、工业生产增速略有下行的分化格局，宏观经济中的“供强需弱”特征依然较为明显。当月经济增长动能延续了二季度以来的放缓态势，除了极端天气影响外，背后主要是在房地产行业持续调整背景下，以居民消费、民间投资为代表的经济内生增长动能偏弱。这与7月官方制造业PMI指数降至49.4%，连续三个月处在收缩区间，当月建筑业、服务业景气度也降至低位相印证。值得一提的是，7月新一轮稳增长政策全面发力，其中，7月22日央行打出降息组合拳，7月25日国家发改委、财政部发文，安排3000亿超长期特别国债资金支持“两新”。不过，这些政策措施主要在7月下旬推出，对当月经济运行整体影响较为有限。这也意味着伴随稳增长政策落地显效，8月经济增长动能有上行趋势。

7月30日中央政治局会议继续强调“国内有效需求不足”。这表明下半年稳增长的关键是有效提振内需，特别是在下半年外需对经济增长的拉动力有可能减弱的背景下。总体而言，当前宏观经济的症结仍在房地产行业持续调整方面，这是国内有效需求不足的根源。下半年政策面有必要在支持新质生产力发展的同时，更大力度地解决楼市下滑问题。

具体解读如下：

一、工业生产：7月工业增加值同比增速回落0.2个百分点，走势偏弱，主要原因是当前国内消费需求不振、投资增速也有放缓，加之外需出现放缓信号，以及7月稳增长政策主要在下月推出，对当月的工业生产提振效应有限。不过，与投资 and 消费增速相比，当前工业生产增长动能仍处于偏强状态，宏

观经济“供强需弱”特征突出。未来伴随新一轮稳增长政策发力显效，工业生产增速还将在主要宏观经济指标中处于领先地位。

7月工业增加值同比增长5.1%，增速较上月放缓0.2个百分点。今年7月工作日比去年同期多2天，加之上年同期工业生产基数下沉，特别是考虑到近期出口动能较强（7月出口交货值同比增长6.4%，较上月加快2.6个百分点），7月工业生产增速表现偏弱。可以看到，当月工业增加值环比增长0.35%，也略微弱于季节性表现。这和7月官方制造业PMI指数中的生产指数进一步下行至50.1%，较上月低0.5个百分点相印证。背后的主要原因是当前国内消费需求不振、投资增速也有放缓，加之外需出现放缓信号，以及7月稳增长政策主要在下旬推出，对当月的工业生产提振效应有限。这在工业生产三大门类增速变化中也可得到体现：当月在工业生产中占比约八成的制造业增加值增速为5.3%，较上月回落0.2个百分点，是拖累当月工业增加值增速回落的主要原因。值得注意的是，7月高技术制造业增加值同比增长10.0%，增速比上月加快1.2个百分点，是新质生产力发展对宏观经济拉动效应的具体体现。

不过，与当月投资和消费增速数据相比，7月工业生产实际增长动能仍处于偏强状态。总体上看，1-7月，工业增加值累计同比增长5.9%，其中制造业增加值增长6.3%，增速明显高于3.6%的同期固定资产投资增速和3.5%的社零累计同比增速，宏观经济“供强需弱”特征突出。我们认为，除上年同期基数变化外，背后主要是年初以来出口动能较强，以及大规模设备更新和耐用消费品以旧换新持续推进，对工业生产有较强拉动作用。

展望未来，上年同期基数抬高会对下半年工业增加值同比增速有一定影响，但其实际增长动能有望保持在偏强状态，工业生产增速将继续在主要宏观经济指标中处于领先地位。背后是尽管下半年外需增长动能有回落趋势，但仍会对国内工业生产有一定拉动作用。另外，在新一轮扩投资、促消费等稳增长政策进一步发力前景下，工业生产也会直接受到提振。我们预计，全年工业生产增速将在5.5%左右，较2023年4.3%的累计增长水平明显提速。

二、消费：7月社零同比增速回升至2.7%，主要源于上年同期基数走低。这一增速水平继续处于偏低状态，显示当月居民消费动能较弱。背后的主要原因是受疫情疤痕效应、楼市调整影响，居民消费信心偏弱，另外，当前居民提前偿还房贷，以及前期城镇居民可支配收入增速下滑也对消费能力有一定影响。7月促消费政策发力，但受上年同期基数抬高影响，短期内社零同比增速还有一定下行压力。未来居民消费走势将主要取决于楼市何时企稳回暖。

7月社零同比增长2.7%，增速较上月回升0.7个百分点，主要源于去年同期基数走低。这一增速水

平继续处在偏低状态，显示当月居民消费动能较弱；当月社零环比增长 0.35%，明显低于季节性。背后的一个主要原因是疫情疤痕效应、楼市调整影响居民消费信心。根据国家统计局最新数据，6 月消费者信心指数为 86.2，较上月下行 0.2，连续 3 个月下行，明显低于 100 的中值水平。另外，二季度城镇居民收入增速为 3.7%，较上季度下行 1.6 个百分点，也会在短期内对居民消费产生一定不利影响。

最后，居民提前偿还房贷对消费的影响也不容忽视。根据央行今年 7 月发布的区域金融运行报告，2023 年 9-12 月的月均提前还贷规模 3870 亿，对应年化提前偿还房贷金额约为 4.6 万亿。2023 年社零总额达到 471495.2 亿。这意味着每年提前偿还房贷金额相当于社零总额的 9.8%。这表明，接下来若通过有效下调存量房贷利率，缓解提前还贷潮，能对居民消费起到重要支撑作用。具体而言，若提前还贷规模缩小一半（也就是回到常态水平），并形成消费，即能推动社零增速加快约 2.4 个百分点——在居民消费支出结构中，商品消费占比在 48% 左右。

从主要商品限额以上零售额增速来看，在商品消费整体低迷的背景下，7 月居民商品消费继续呈现“必选强、可选弱”的特征。其中，当月食品、药品等必选消费品零售额保持较快增长势头，同比增速分别达到 9.9% 和 5.8%，而服装鞋帽、化妆品、金银珠宝、家电、汽车等可选消费品零售额同比增速均为负值。其中，受当前国际金价处于历史高位影响，7 月金银珠宝零售额同比下降 10.4%，降幅较上月扩大 6.7 个百分点。7 月汽车销售额同比下降 4.9%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点，主要与上年同期基数走低，以及近期汽车促消费政策加码有关。另外，受楼市持续调整影响，7 月家具、建筑及装潢材料零售额均为同比负增长。

需要指出的是，社零数据更多反映居民商品消费走势，而当前旅游、出行等服务消费更有活力，也是主要假期的消费热点。因此判断当前消费走势，需要结合社零与服务零售额数据一起观察。1-7 月累计，服务零售额同比增长 7.2%，尽管受上年同期基数抬高影响，增较前值下降 0.3 个百分点，但仍明显高于 3.5% 的同期社零累计同比增速。近年在居民消费支出结构中，服务消费占比稳定升至 52% 左右，显示服务消费在居民消费支出中已占据半壁江山有余。这意味着在通过耐用消费品以旧换新提振商品消费的同时，推动服务消费较快增长也是当前逆周期调节一个重要发力点。这也是近期国务院印发《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》，着力促进服务消费的一个重要原因。

展望后续，7 月 25 日国家发改委、财政部安排 1500 亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新，表明财政政策取向发生重大转变，正在从之前侧重给企业减税降费以及扩大有效投资等角度发力，进一步向支持居民消费方向转移，将对后期商品消费起到一定提振作用，而疫情疤痕效应也会随着时间推移

逐步消退。从这些角度看，后期居民商品消费有望逐步好转。最大的不确定因素仍是楼市何时企稳回暖，从而消除资产缩水效应对居民消费心理的影响。

我们认为，消费是当前宏观经济运行过程中的一个主要薄弱点，促消费政策还需进一步加力。当前促消费政策可重点从三个角度发力：首先，财政政策可在逆周期调节方向进一步发力，阶段性弥补居民收入增速下滑对消费带来的影响。当前的重点是中央财政和地方财政要持续加大对耐用消费品“以旧换新”的补贴力度，各地还可根据自身消费特点，更大规模的发放消费券和消费补贴。其次，要进一步加大房地产支持政策力度，核心是引导居民房贷利率持续较大幅度下调，扭转楼市预期，推动房地产行业尽快实现软着陆。这对提振消费信心、改善社会预期有直接作用。最后，下半年监管层可能会引导下调存量房贷利率，进一步遏制提前还贷潮。这也会对居民消费起到一定积极作用。

三、投资：7月投资增速全面下行，其中，在极端天气因素影响下，当月基建投资增速下行较快，制造业投资增速也有所回落，但继续保持较高增长水平；“5.17”房地产新政后楼市边际回暖，但尚难传导到投资端，7月房地产投资下滑幅度略有扩大。我们判断，伴随新一轮稳增长政策效果显现，后期固定资产投资增速有望止住下行势头，下半年投资稳增长作用趋于上升。

1-7月固定资产投资累计同比增速为3.6%，较1-6月回落0.3个百分点，但仍高于2023年全年3.0%的增长水平，意味着当前稳增长政策在持续发力。据我们测算，7月当月固定资产投资同比增长1.9%，增速较6月大幅下行1.7个百分点，主要原因是在暴雨洪涝、极端高温等短期因素扰动下，当月基建投资（不含电力）增速降至2.0%，较上月下行2.6个百分点，并拖累1-7月基建投资（不含电力）增速降至4.9%，较前值下行0.5个百分点。展望未来，在新一轮稳增长政策发力，三季度政府债券发行显著提速背景下，伴随极端天气影响退去，后期基建投资（不含电力）累计增速有望再度反弹至5.0%以上，下半年基建投资的宏观经济运行稳定器作用会更为突出。

制造业投资方面，1-7月累计同比增速为9.3%，低于1-6月的9.5%，但明显高于去年全年6.5%的增幅；据我们测算，7月当月制造业投资增速为8.3%，较上月回落1个百分点，回落幅度明显加大，或主要受极端天气影响，也可能与外部经贸环境挑战性增加有一定关联。整体上看，当前制造业投资持续处于较高水平，领跑三大投资板块，是扩投资的主要力量。背后的原因有两个：一是政策支持力度加大。央行数据显示，7月末制造业中长期贷款余额13.63万亿元，同比增长16.9%，增速虽较前期有所放缓，但仍明显领先于同期8.7%的整体信贷余额增速。这显示政策面持续加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度，也是当前培育新质生产力的主要发力点。可以看到，1-7月代表新质生产力发展方

向的高技术制造业投资同比增长 9.7%，持续高于整体制造业投资增速。其中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资分别增长 37.7%、10.8%。

另外，今年以来政策面支持大规模设备更新政策对制造业投资有较强推动作用。国家统计局公布的数据显示，在大规模设备更新政策带动下，1-7 月设备工器具购置投资同比增长 17.0%，对全部投资增长的贡献率为 60.7%。我们分析，这主要体现在制造业投资高增方面。最后，近期制造业内生投资动能也在增强。可以看到，去年下半年以来 PPI 降幅总体趋于收窄、去年 8 月以来规上工业企业利润整体保持正增长势头，特别是受企业贷款利率持续下行影响，当前工业企业资产利润率持续高于企业贷款利率，制造业内生投资动能也在增强。

展望未来，短期内制造业投资有望延续年初以来的高增势头，估计全年增速将达到 8.0% 左右，较上年加快 1.5 个百分点。其中，大规模设备更新还将是一个重要推动因素。可以看到，7 月安排 1480 亿超长期特别国债资金支持大规模设备更新，中央财政对大规模设备更新贷款贴息从每年 1 个百分点提高到每年 1.5 个百分点，也将进一步激励银行加大制造业中长期贷款投放。这些政策措施都将对后期制造业投资形成有力支撑。我们认为，下半年影响制造业投资的最大不确定因素仍是房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动需求并提振投资信心。另外，近期海外贸易保护主义抬头，也可能在短期内对国内制造业投资带来一定影响——类似影响曾在 2019 年显著拉低制造业投资增速。

1-7 月房地产投资累计同比下降 10.2%，降幅较 1-6 月扩大 0.1 个百分点，也高于去年全年-9.6% 的降幅。据我们测算，7 月当月房地产投资同比下降 10.8%，降幅较上月扩大 0.7 个百分点。这与 7 月房地产施工数据继续处于深跌状态相印证。值得注意的是，“5.17 楼市新政”密集发布后，6 月楼市销量得到一定提振，但 7 月再度转向下行，月度同比降幅也在扩大。更为重要的是，近期政策面未显示下半年对房地产行业实施强刺激的迹象，估计房地产政策仍将延续渐进调整节奏。我们判断，在一线及重点二线城市刚需脉冲式释放后，三季度楼市将持续处于低位运行状态。这意味着制约房地产行业的核心因素并未出现明显改变，下半年楼市还会处于调整阶段，房企销售回款仍将面临较大下行压力，而这又会直接制约房地产投资。

不过，伴随城市房地产融资协调机制进一步发挥作用，房企开发贷投放节奏有望加快，加之上年同期基数走低，我们判断下半年房地产投资同比降幅有望呈现小幅收窄态势。最后，主要源于保障房供应转向收购存量商品房，对新增房地产投资的拉动作用下降，我们对今年房地产投资全年降幅的预测从年初-5.0% 下调至-8.0% 左右。

整体上看，7月宏观数据呈现商品消费增速低位回升，投资、工业生产增速略有下行的分化格局，宏观经济“供强需弱”特征明显，经济增长动能延续了二季度以来的放缓态势。除了极端天气影响外，背后主要是在房地产行业持续调整背景下，以居民消费、民间投资为代表的经济内生增长动能偏弱。这与7月官方制造业PMI指数降至49.4%，较上月下降0.1个百分点，连续三个月处在收缩区间，当月建筑业、服务业景气度也降至低位相印证。值得一提的是，7月新一轮稳增长政策全面发力，其中，7月22日央行打出降息组合拳，7月25日国家发改委、财政部发文，安排3000亿超长期特别国债资金支持“两新”。不过，这些政策措施主要在7月下旬推出，对当月经济运行整体影响较为有限。这也意味着伴随稳增长政策落地显效，8月经济增长动能有上行趋势。

7月30日中央政治局会议继续强调“国内有效需求不足”。这表明下半年稳增长的关键是有效提振内需，特别是在下半年外需对经济增长的拉动力有可能减弱的背景下。总体上看，当前宏观经济的症结仍在房地产行业持续调整方面，这是国内有效需求不足的根源。下半年政策面有必要在支持新质生产力发展的同时，更大力度地解决楼市下滑问题。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。