

研报精选

2024年8月18日 第184期

宏观专栏

短期动能仍待改善——7月经济数据点评

报告认为，7月经济数据仍然偏弱，除去天气等临时性因素影响，短期经济动能或仍待改善。生产端加权平均同比增速与6月基本持平。需求端数据整体偏弱，外需仍然好于内需。制造业和房地产开发投资增速均有所放缓，而广义基建投资增速有所回升。

通胀放缓支持美联储在9月降息

美国7月CPI环比上涨0.2%，同比增长2.9%。报告认为，从分项来看，美国7月通胀环比增速反弹主要由房租带动，这表明价格粘性仍然存在，通胀的放缓将是缓慢的。

专题聚焦

从“进得来”到“过得好”——新型城镇化五年行动计划解读

近期国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》。报告认为，我国城镇化正从“进得来”向“过得好”推进，需要进一步深化户籍改革与推动公共服务均等化。

先进产能促出口，落后产能待退出

报告认为，需求偏弱背景下，主要经济体工业产能利用率皆有所下行。中国供给能力上升幅度高于其他主要经济体，新增的更多是优质产能。与此同时，部分落后产能也待退出。

宏观专栏

短期动能仍待改善——7月经济数据点评

7月经济数据仍然偏弱，除去天气等临时性因素影响，短期经济动能或仍待改善。其中生产端加权平均同比增速基本持平6月，而需求端数据整体偏弱，外需仍然好于内需。社零总额表现平淡，线上零售有所恢复。受制造业和房地产投资增速放缓边际影响，固定资产投资累计同比增速较1-6月下行，基建投资同比增速连续第二个月上升。展望未来，除了已经出台的超长期特别国债支持两新等政策落地，增量政策出台可期。

7月生产端加权平均同比增速基本持平6月。7月工业增加值同比+5.1%（6月为+5.3%），服务业生产指数同比+4.8%（6月为+4.7%），对应月度GDP同比+4.9%，基本持平6月。虽然7月制造业同比+5.3%，较6月的5.5%有所回落，但是高技术制造业边际支撑作用上升，7月同比+10%，较6月的8.8%上升。细分行业来看，钢铁、医药、饮料、非金属矿物、汽车的同比增速较6月回落较多，而电子、金属制品、食品的同比增速较6月上升较多。

7月海关出口数据或受台风等短期因素扰动，外需仍然好于内需。不同于7月海关口径出口同比增速较6月回落，7月规模以上工业企业出口交货值同比+6.4%（6月为+3.8%），或印证7月海关出口数据受台风等短期因素影响。整体来看，外需或仍然好于内需，支撑制造业。此外，7月产销率为97.2%，同比-0.6ppt，较6月的-1.2ppt有所收窄，显示整体需求偏弱背景下，未来补库存动力或减弱。

7月社零总额表现平淡，线上零售有所恢复。7月社零总额同比增长2.7%，增速较6月改善0.7个百分点。去年同期基数走低，对本月数据形成一定支撑。如果以5年复合增速来看，则7月增速为3.0%，是年初以来的新低。其中，线上商品零售同比增速从-1.4%反弹到8.1%，在经历了“6·18”促销活动前移带来的增速扰动后重回较快增长，相关的消费品类如体育娱乐用品、通讯器材、化妆

品等零售额同比增速均有反弹。汽车零售同比-4.9%，连续5个月负增长，拖累社零总额增速0.9个百分点，消费品“以旧换新”政策仍待进一步落地见效。

受制造业和房地产投资增速放缓边际影响，固定资产投资累计同比增速较1-6月下行。1-7月固定资产投资同比+3.6%（1-6月为3.9%），其中制造业和房地产开发投资增速均有所放缓，而广义基建投资增速有所回升。

大规模设备更新改造政策持续支撑，但部分产能利用率偏低行业投资增速放缓。1-7月制造业投资累计同比+9.3%（1-6月为9.5%），增速有所放缓。前期出口改善对投资的滞后拉动作用仍在，而大规模设备更新改造政策持续发挥支撑作用，1-7月整体固定资产投资中设备工器具投资同比+17%（1-6月为17.3%），1-7月制造业技改投资增长10.9%¹。从行业来看，电气机械、汽车等产能利用率偏低的行业投资增速进一步放缓，1-7月分别为1.4%、5.0%（1-6月分别为3.5%、6.5%），而有色、金属制品、交运设备等行业的投资增速有所加快。展望未来，我们预计随着超长期特别国债支持设备更新改造的政策进一步落地，对下半年制造业投资仍有支撑，但金融数据偏弱预示着整体制造业投资增速或继续小幅放缓。

7月新政对销售的脉冲效应消退，房地产投资进一步走弱。全国商品房销售面积与金额同比降幅从-14.5%和-14.3%扩大至-15.4%和-18.5%，70城二手房成交价指数同比从-7.9%进一步下滑至-8.2%，全国商品房去化周期仍在2009年以来高位的28个月。拿地和投资依然疲软，300城土地成交建面和价款同比降幅仍在-38%和-42%的低位（6月为-46%和-56%），住宅新开工降幅走扩（7月同比-24.4%，6月-18%）、竣工略改善但仍较弱（7月-22.5%，6月-30.4%），施工继续回落（7月同比-12.1%，6月-12.0%），贷款、外资和定金预售款带动开发资金来源降幅由-15.2%收窄至-11.8%，但开发投资同比降幅从-10.1%进一步走扩至-10.8%。

1-7月广义基建同比增长8.1%（1-6月为7.7%），符合我们此前预期。基建

¹ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34459/index.html>

投资回升，部分有去年低基数支撑。从分项上看，1-7月公用事业、交通运输、水利环境和公共设施管理业投资同比增速分别为23.8%、8.2%和0.7%（1-6月分别为24.2%、6.6%和0.7%），交通运输业和水利业成为基建边际提速的重要支撑，这与我们跟踪的采招网基建中标项目情况也基本一致。向前展望，我们预计随着地方专项债发行提速、7月特殊天气因素的消退，8月基建投资和实物量均有望进一步改善。



以上观点来自：2024年8月15日中金公司研究部已发布的《短期动能仍待改善——7月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

宏观专栏

通胀放缓支持美联储在9月降息

美国7月CPI环比上涨0.2%（前值0.1%），同比增长2.9%（前值3.0%）；核心CPI环比上涨0.2%（前值0.1%），同比增长3.2%（前值3.3%），基本符合市场预期。整体来看，美国通胀在放缓的道路上取得进展，这是市场所期待的。从分项来看，7月通胀环比增速反弹主要由房租带动，表明价格粘性仍然存在，通胀的放缓将是缓慢的。我们认为，这份数据支持美联储在9月降息25个基点，但不支持更大幅度的降息。我们假设的基准情形是美联储将在9月和12月各降息25个基点，目前市场对于降息的定价或过于激进。

美国7月CPI与核心CPI同比增速均较上月回落，但环比增速有所反弹。从分项来看，环比反弹主要由房租带动。测算显示，近90%的总CPI环比反弹都来自于房租分项回升²，其中主要居所租金环比上涨0.5%（前值0.3%），业主等价租金上涨0.4%（前值0.3%），酒店价格由下跌转为上涨0.2%，带动整体房租增速由上月的0.2%反弹至0.4%。往前看，如果按照Zillow房租指数环比趋势前瞻判断，未来6个月CPI房租通胀环比很可能横盘于目前0.3-0.4%的水平，这意味着来自于房租通胀进一步放缓的反通胀作用可能比较有限。

美联储最关注的非房租核心服务通胀（**supercore**）季调环比增速由上月下降0.1%转为上涨0.2%。机票价格在上月大幅下降5%后进一步下跌1.6%，医院服务（-1.1%）、机动车修理（1.7%）价格纷纷走弱，但机动车保险（1.2%）、邮政快递（0.7%）、娱乐服务（0.4%）等价格仍然坚挺。核心商品价格下跌0.3%，服装（-0.4%）、电视（-1.1%）、运动商品（-0.8%）、摄像机（-1%）等商品价格延续了下跌的趋势。二季度以来国际航运价格受中东局势影响明显上涨，但其成本压力暂未反映在本次报告的商品通胀之中。

通胀放缓支持美联储降息25个基点，但不支持更大幅度的降息。8月初以

² <https://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf>

来，由于劳动力市场数据偏弱，部分美联储官员讲话偏鸽，以安抚市场的恐慌情绪。如旧金山联储主席戴利表示，美联储现在已经确定劳动力市场正在放缓，但联储不能让它放缓得太厉害，以至于演变成经济衰退³。本周，随着市场情绪缓解，另一些官员发表了相对谨慎的看法。亚特兰大联储主席博斯蒂克称，支持在年底前降息，但在降息之前还想再看多一些数据，以确认当前通胀放缓的趋势是真实的⁴。由此来看，美联储既不想因降息过晚而造成衰退，也不想过于主动降息以引发通胀反弹，整体上仍然比较克制。由于7月CPI数据显示通胀进一步放缓，且基本符合市场预期，这将支持美联储在9月降息25个基点，但不支持降息50个基点。接下来，市场将关注8月22日的Jackson Hole全球央行行长会议，届时美联储主席鲍威尔将对货币政策表态。我们认为今天的通胀数据是鲍威尔希望看到的，他可能在下周释放更明确的降息信号。

我们假设的基准情形是美联储将在9月和12月各降息25个基点，目前市场对于降息的定价或过于激进。根据CME联邦基金利率期货，市场预测美联储在今年之内将累计降息100个基点，在未来12个月将降息200个基点。我们认为，基于当前通胀和经济增长状况，这一定价有过度反应的嫌疑(overreact)。首先，尽管美国通胀在放缓，但放缓的过程是缓慢的，没有出现大幅回落、甚至是通缩的风险。而且如前所说，房租分项在未来数月可能也无法起到太多的反通胀作用，这可能使通胀保持一定的粘性。

其次，目前美国劳动力市场仍然稳健，虽然萨姆法则被触发，但本次有其特殊性，不必然意味着即将衰退（详情参见《[萨姆法则不等于衰退](#)》）。失业率从历史低点反弹是劳动力市场正常化的过程，主要源于汽车制造商夏季改造升级⁵、飓风极端天气影响等一系列短期因素，以及移民带来的劳动力供给增加，并非来自于需求侧坍塌导致的企业裁员。这使失业率上升速度较慢，并未呈现

³ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-08-05/fed-s-daly-says-job-market-slowness-can-t-let-it-slow-too-much>

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-08-13/fed-s-bostic-says-he-ll-likely-support-rate-cut-by-end-of-2024>

⁵ <https://www.reuters.com/markets/us/us-weekly-jobless-claims-increase-more-than-expected-2024-07-18/>

典型的“非线性上升”。此外，本次萨姆法则触发前经济和总需求增长明显好于历史上衰退前夕，且经济没有明显的负面冲击，居民和企业部门资产负债表健康，也没有明显的信贷崩塌现象（credit crunch）。因此我们认为衰退的风险可能被夸大了，市场对降息的定价存在进一步调整的可能性。



以上观点来自：2024年8月15日中金公司研究部已发布的《通胀放缓支持美联储在9月降息》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

从“进得来”到“过得好”——新型城镇化五年行动计划解读

城镇化正从“进得来”往“过得好”推进。近期国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》。十八大以来，城镇化正在逐步从传统城镇化，逐渐转向以人为本、四化同步、集约高效的新型城镇化，目的是使农业转移人口不仅能“进得来”，也要“留得住”，更要“过得好”。虽然城镇化的“量”推进较快，300万人口以下落户零门槛，公共服务享有项目快增，但市民化的质仍亟待提升（落户、服务、社保等方面）。

转移人口市民化“一石三鸟”。我们预计深化户籍改革和公共服务均等化一是通过增加劳动力供给，稳定制造业的比较优势。二是农民工落户预计能提高居民消费。三是促进劳动力按照劳动生产率提高的方向流动，通过资源重新配置提高整体社会的劳动生产率。

“两率”缩小较难，“两证”并轨较易。常住人口城镇化率70%的目标实现性较强，但缩小常住和户籍人口“两类城镇化率”相对而言难度较大，这因为一次性大规模落户对于流入地公共资源和财政的压力较大。而居住证与户籍证“两类证”享有的基本公共服务并轨可以更为渐进，由常住地提供公共服务符合“共建共享”原则，与居住年限挂钩的提供机制更具可操作性，社保完整性和连续性仍有提升空间，维护好“三块地”权益可以减少农业转移人口进城的后顾之忧。

“大国大城”与“就近城镇化”并行。我国地域广阔，各城市和县域发展条件的差异大，城镇化建设不是一刀切。《行动计划》聚焦两类重点地区分类施策，一类是“大国大城”，对城镇化率较高且人口持续集聚的地区，实施现代化都市圈培育行动，加快转变超大特大城市发展方式，依托中心城市辐射带动周边市县共同发展。另一类是“就近城镇化”，对城镇化率低且人口规模大的地区，实施潜力地区城镇化水平提升行动，加快工业化城镇化协同发展。

资金是影响城镇化速度的核心问题。尽管常住地登记户口并提供基本公共服务试点多年，但未在全国大范围铺开，根本原因在于要厘清成本分担和激励机制。中央对地方的激励力度可能仍需加大，补贴方式或需从“补砖头”（按行政区划的盘子大小去配给资源）转向“补人头”（按人口流入强度给予资源倾斜，加大人地钱挂钩）。



以上观点来自：2024年8月12日中金公司研究部已发布的《从“进得来”到“过得好”——新型城镇化五年行动计划解读》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

薛皓月 分析员 SAC 执证编号：S0080524070015 SFC CE Ref: BUN826

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

先进产能促出口，落后产能待退出

需求偏弱背景下，主要经济体工业产能利用率皆有所下行。中国供给能力上升幅度高于其他主要经济体，新增的更多是优质产能。中国供给能力提升背后，至少包含了三层含义。一是由于新增产能大概率较现有产能更为先进，因此支撑了中国出口质量的不断提升。二是供给能力提升满足了多样化需求，提升了出口品类和地区的多样性。三是产业链规模优势也进一步显现。

新的优质供给能力提升的同时，部分落后产能也待退出。2024年7月30日政治局会议⁶进一步提出“强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道”以及“完善产权保护、市场准入、破产退出等市场经济基础制度”。近年来规模以上工业企业亏损占比和单位数同比呈现背离走势。日本20世纪90年代出现过落后产能退出缓慢的问题，政策从供给侧推动债务重组以加快落后产能退出。而外需的改善最终推动日本供需再平衡。

综合考虑2023年对美国出口占比和出口占营业收入比重，电子、文体用品、家具、服装对美国的出口占营业收入比重较高。

以上观点来自：2024年8月14日中金公司研究部已发布的《先进产能促出口，落后产能待退出》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

⁶ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202407/content_6965236.htm

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.8.12 中国宏观热点速评：从改革逻辑把握货币政策 | 2024年2季度货币政策执行报告点评
- 2024.8.12 中国图说中国宏观周报：“以人为本”，软基建更有增长潜力
- 2024.8.12 中国宏观专题报告：从“进得来”到“过得好”——新型城镇化五年行动计划解读
- 2024.8.13 中国宏观热点速评：融资需求弱，关注财政变化 | 7月金融数据点评
- 2024.8.14 海外宏观专题报告：美债季报：三季度财政再发力
- 2024.8.14 中国宏观专题报告：先进产能促出口，落后产能待退出
- 2024.8.15 海外宏观简评：通胀放缓支持美联储在9月降息
- 2024.8.15 中国宏观热点速评：短期动能仍待改善——7月经济数据点评
- 2024.8.15 联合解读：中金8月数说资产
- 2024.8.16 中国宏观专题报告：消费转弱，分化仍存——区域经济观察第3期

策略及大宗商品

- 2024.8.13 海外策略专题：美联储如何救市？详解历次危机中的应对
- 2024.8.13 MSCI中国调整：新增2只、剔除60只（2024-8）
- 2024.8.15 大宗商品：数据观察：7月数据点评：需求压力仍在，供给条件分化
- 2024.8.17 全球资金流向监测：南北向资金均增持银行
- 2024.8.17 港股策略：恒指及港股通调整影响分析（2024-8）
- 2024.8.18 港股策略：港股具有更大弹性
- 2024.8.18 海外策略：当前各类资产计入多少降息预期？
- 2024.8.18 大宗商品：图说大宗：软着陆预期增强，有色、能源价格企稳

固定收益

- 2024.8.12 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.8.13 中国房地产债券月报：7月房地产债券月报：政治局会议延续“消化存量和优化增量”表态
- 2024.8.13 简评：伟隆股份转债投资价值分析
- 2024.8.13 简评：境外贷款需求高于境内，配置理财需求高于存款——7月金融数据点评
- 2024.8.13 简评：豫光转债上市定价分析
- 2024.8.13 简评：集智转债上市定价分析

- 2024.8.14 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.8.15 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.8.15 简评：经济需求有待提振，实际利率仍有下行空间——2024年7月经济数据分析
- 2024.8.16 中国可转债策略周报：估值无须重塑，机会窗口渐近——暨本月十大转债
- 2024.8.16 简评：二季度理财投资债券久期拉长——24Q2前十大持仓资产分析
- 2024.8.17 中国利率策略周报：从工业品库存视角看后续经济和债市演变
- 2024.8.17 信用债收益率跟踪周报：收益率延续波动，信用利差涨跌互现

行业

- 2024.8.12 电力电气设备：电新周报：新型电力系统关注九大方向，7月新能源车渗透率突破50%
- 2024.8.12 REITs：公募REITs周报（8.5-8.9）：指数完成九连阳，关注利率与基本面支撑
- 2024.8.13 不动产与空间服务：周评#402：上周一二手房销售较7月均降一成
- 2024.8.13 建材：建材2024下半年展望：供给为盾，需求为矛
- 2024.8.13 旅游酒店及餐饮：美国餐饮Q2同店延续压力，更聚焦性价比
- 2024.8.13 传媒互联网：数据月报：7月暑期档内容表现分化，关注中报业绩期及后续产品上线进展
- 2024.8.14 银行：信贷需求有待挖掘——7月金融数据点评
- 2024.8.14 电力电气设备：美国宣布提升光伏电池免税配额，或利好国内储能发展
- 2024.8.15 房地产：7月房地产基本面延续此前偏弱表现
- 2024.8.15 石油天然气：城市燃气1H24业绩前瞻：温和复苏趋势不变
- 2024.8.15 建筑与工程：7月固投：固投增速下行，基建逐步发力
- 2024.8.16 公用事业：香港公用事业股1H24动态观察：规管业务稳健，股东回报稳中有增，降息交易开启
- 2024.8.16 可选消费：7月社零同增2.7%，政策发力有望促消费回暖
- 2024.8.16 基础材料：7月：水泥淡季弱稳，玻璃价格承压
- 2024.8.16 可选消费：数说消费8月刊：出海保持韧性，内需仍待改善
- 2024.8.17 钢铁：7月数据点评：底部蓄势，静待旺季
- 2024.8.17 房地产：7月房价延续跌势，租金同比跌幅走阔
- 2024.8.17 航空航天科技：中报业绩有所分化，需求修复趋势不变
- 2024.8.18 传媒互联网：互联网周思考：大厂财报的弦外之音

- 2024.8.18 农业：农业周报：猪价高位震荡，产能收缩仍在传导
- 2024.8.18 传媒互联网：周报：关注中报业绩兑现及新内容周期节奏
- 2024.8.18 化工：近期MDI价差逐步改善，万华成本优势明显



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn