

## 8月宏观数据稳中偏弱，后期逆周期调节政策有望全面加力

——2024年8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9月14日公布的数据，8月规模以上工业增加值同比实际增长4.5%，7月为5.1%；8月社会消费品零售总额同比增长2.1%，7月为2.7%；1-8月全国固定资产投资累计同比增长3.4%，前值为3.6%。

### 基本观点：

整体上看，受有效需求不足、暴雨洪涝灾害及上年同期基数抬高等多重因素影响，8月宏观数据供需两端呈现全面下行态势，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8月官方制造业PMI指数降至49.1%，连续四个月处在收缩区间相印证。当前经济运行的强点主要体现在两个方面：外需回暖带动出口走势偏强，以高技术制造业为代表的新质生产力发展较快，对工业生产和制造业投资拉动效应明显。

值得一提的是，7月以央行降息为代表，稳增长政策全面发力。不过，从近期宏观经济走势来看，着眼于完成全年5.0%左右的经济增长目标，接下来逆周期调节措施还需要进一步加码，切实解决有效需求不足、物价水平偏低问题。我们判断，四季度央行有可能降息降准，财政增量政策将包括加发国债等措施；房地产支持政策方面，第二轮存量房贷利率下调将会启动，新发放居民房贷利率还有较大下调空间，这是扭转楼市预期的关键。

### 具体解读如下：

**一、工业生产：**8月工业增加值同比增速回落0.6个百分点，走势偏弱，主要原因是去年同期基数抬升，以及当前国内消费需求不振、投资增速也有所放缓，削弱工业企业扩产动力。不过，与投资和消费增速相比，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，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。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。

8月工业增加值同比增长4.5%，增速较上月放缓0.6个百分点。这一方面受去年同期基数抬高影响，另一方面也因在房地产行业调整加剧，居民消费不足，国内需求下滑较快背景下，工业企业扩产动能偏弱。8月官方制造业PMI指数中的新订单指数为48.9%，在收缩区间进一步下探，生产指数为49.8%，时隔5个月再度进入收缩区间，即反映了制造业供需两弱的局面。值得注意的是，当前我国出口动能依然较强。8月工业企业出口交货值同比增长6.4%，增速与上月持平。因此，外需对工业生产的支撑作用仍较为明显。但这也凸显内需不足的问题，提振内需政策需要进一步加码。

我们关注到，今年以来，工业生产实际增长动能相比国内投资和消费增速处于偏强状态。1-8月，工业增加值累计同比增长5.8%，其中制造业增加值增长6.1%，考虑物价因素的名义增速在5.0%左右（1-6月GDP平减指数累计同比下降0.9%），而同期固定资产投资和社零累计名义同比增速均仅为3.4%，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，但工业生产实际增长动能有望继续强于投资和消费表现，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：8月社零同比增速放缓至2.1%，主要源于上年同期基数走高。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。后期促消费政策还有加码空间，居民商品消费有望逐步好转，但接下来两个月社零同比增速还将面临基数抬高带来的下行压力。未来居民消费走势将主要取决于楼市何时企稳回暖。**

主要受上年同期基数抬高，居民消费信心偏弱，促消费政策显效还需要一段时间等影响，8月社零同比增速较上月放缓0.6个百分点至2.1%。这一增速水平继续处在偏低状态，显示当前居民消费动能仍然较弱；当月社零季调环比下降0.01%，明显弱于季节性——过去10年，社零8月季调环比增速平均值为0.59%。背后的一个主要原因是疫情疤痕效应、楼市调整等影响居民消费信心。根据国家统计局最新数据，7月消费者信心指数为86.0，较上月下行0.2，连续4个月下行，明显低于100的中值水平。另外，今年以来居民收入增速整体放缓，二季度城镇居民人均可支配收入增速为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 月的月均提前偿还房贷规模为 3870 亿，对应年化提前偿还房贷金额约为 4.6 万亿。2023 年社零总额为 47.15 万亿，这意味着每年提前偿还房贷金额相当于社零总额的 9.8%。今年以来，伴随新发放房贷利率下行，存量房贷利率和新发放房贷利率的利差再度拉大，导致居民继续提前偿还房贷，对消费的影响也仍在持续。因此，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 2.2 个百分点——在居民消费支出结构中，商品消费占比在 55% 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，8 月居民商品消费继续呈现“必选强、可选弱”的特征。其中，8 月食品、药品等必选消费品零售额保持较快增长势头，同比增速分别为 10.1% 和 4.3%，而服装鞋帽、化妆品、金银珠宝、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，8 月金银珠宝零售额同比下降 12.0%，降幅较上月扩大 1.6 个百分点；在上年同期基数抬升背景下，8 月汽车零售额同比下降 7.3%，降幅较上月走阔 2.4 个百分点。另外，受楼市持续调整影响，8 月家具、建筑及装潢材料零售额均为同比负增长，且降幅与上月相比有所扩大。

值得注意的是，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。在耐用消费品以旧换新政策加码带动下，8 月家电零售额同比增长 3.4%，增速较上月回升 5.8 个百分点，通讯器材零售额同比增速也从上月的 12.7% 进一步加快至 14.8%，对当月商品消费形成一定支撑。

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。1-8 月累计，服务零售额同比增长 6.9%，尽管受上年同期基数抬高影响，增速较前值下降 0.3 个百分点，但仍明显高于 3.4% 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 45% 左右，显示服务消费在居民消费支出中已占据近半壁江山。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，近期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，这将对后期商品消费起到一定提振作用。7月30日中央政治局会议提出“要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费”。这意味着在当前物价水平明显偏低的背景下，促消费政策还有加码空间。从这些角度看，后期居民商品消费有望逐步好转。不过，接下来两个月社零同比增速还将面临上年同期基数抬高带来的下行压力。后期影响居民消费的最大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。

**三、投资：8月投资增速延续4月以来的下行态势，其中，主要受暴雨洪涝灾害影响，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；当前楼市依然偏弱，但房企信贷融资改善，8月房地产投资下滑幅度略有收窄，但仍处于两位数下滑状态。展望未来，伴随极端天气影响退去，稳增长政策加力，后期固定资产投资增速有望止住下行势头，年底前投资稳增长作用趋于上升。**

1-8月固定资产投资累计同比增速为3.4%，较1-7月回落0.2个百分点，但仍高于2023年全年3.0%的增长水平。据我们测算，8月当月固定资产投资同比增长2.0%，增速较7月小幅回升0.1个百分点，主要原因是当月房地产投资同比降幅较上月收窄了0.6个百分点。不过，在暴雨洪涝、极端高温等短期因素扰动下，8月基建投资（不含电力）增速降至1.2%，较上月下行0.8个百分点，并拖累1-8月基建投资（不含电力）增速降至4.4%，较前值下行0.5个百分点。与此同时，8月制造业投资增速也呈高位下行态势。展望未来，在稳增长政策加力，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，年底前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，1-8月累计同比增速为9.1%，低于1-7月的9.3%，但明显高于去年全年6.5%的增幅；据我们测算，8月当月制造业投资同比增速为8.0%，较上月回落0.3个百分点，连续三个月下行，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以及近期制造业中长期贷款增速高位下行有一定关联。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，8月末制造业中长期贷款余额13.69万亿元，同比增长15.9%，增速虽较前期有所放缓，但仍明显领先于同期8.5%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，1-8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9.6%，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 34.4%、10.0%。

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，1-8月设备工器具购置投资同比增长 16.8%，增速比全部投资高 13.4 个百分点。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的贷款贴息从每年 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。

1-8 月房地产投资累计同比下降 10.2%，降幅与 1-7 月持平，但仍超过去年全年-9.6% 的降幅。据我们测算，8 月当月房地产投资同比下降 10.2%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点。这或与当月房企银行贷款融资同比由负转正相关（7 月为-3.8%，8 月为 7.4%）。不过，8 月房地产施工数据仍为同比深跌状态，当月投资数据降幅收窄态势能否持续还有待进一步观察。值得注意的是，“5.17 楼市新政”密集发布后，6 月商品房销量得到一定提振，但 7 月之后再度转向下行，8 月 70 城二手房价格指数环比、同比降幅都有所扩大。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。这意味着年底前楼市大概率还会处于调整阶段，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，银行对房企的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-9.0% 左右。

整体上看，受有效需求不足、暴雨洪涝灾害及上年同期基数抬高等多重因素影响，8月宏观数据供需两端呈现全面下行态势，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8月官方制造业PMI指数降至49.1%，连续四个月处在收缩区间相印证。当前经济运行的强点主要体现在两个方面：外需回暖带动出口走势偏强，以高技术制造业为代表的新质生产力发展较快，对工业生产和制造业投资拉动效应明显。

值得一提的是，7月稳增长政策全面发力，但从近期宏观经济走势来看，着眼于完成全年5.0%左右的经济增长目标，接下来逆周期调节措施或需进一步加码，切实解决有效需求不足、物价水平偏低问题。我们判断，四季度央行有可能降息降准，财政增量政策将包括加发国债等措施；房地产支持政策方面，第二轮存量房贷利率下调将会启动，新发放居民房贷利率还有较大下调空间，这是扭转楼市预期的关键。

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。