

【中国经济分析】

7月宏观经济月报

主要观点

- ❖ **GDP:** 2024年上半年实际GDP同比增长5.0%，其中Q1同比增长5.3%（季调环比1.5%），Q2增长4.7%（季调环比0.7%）。Q2平减指数-0.6%（Q1平减指数-1.3%），环比降幅虽持续收窄，但整体价格走势仍旧偏弱。向后看，随着政策定调和执行速度加快，预计下半年房地产和消费等国内需求端将有边际改善，三季度GDP环比改善动能充足，但同比仍有基数带来的压力。全年看，GDP实现5%的目标仍需地产基本面回暖，下半年政策落地力度将决定经济修复进度。
- ❖ **PMI:** 产需两端小幅放缓，供强于需格局延续。经济修复出现波动，内需疲弱外需对于工业波动影响放大，实际利率偏高仍对实体经济形成一定压力，仍需关注财政扩张落地进度。
- ❖ **生产端:** 内外需求持续分化，贸易限制传递至生产端。内需疲弱和部分行业过剩产能未能出清仍是工业生产面临的较大挑战，外需与工业生产的共振也面临贸易保护主义的压制。
- ❖ **投资端:** 基建地产再度走弱，制造业投资保持韧性。1) 基建看，在当前各类投资主体收益率下行的背景下，新增项目入库进度持续偏慢，导致财政发力传递至工作量的时滞再度拉长。2) 制造业看，当前经济拉动仍需制造业持续发力，但今年来外需及出口政策影响制造业投资呈现高位波动，内需对于制造业的拉动持续走低，在海外集体转右带动贸易壁垒增加的背景下，未来产能过剩仍有恶化的风险。3) 房地产看，6月拿地量价同环比均走低，并且7月以来地产销售高频表明本轮销量脉冲已经见顶滑落，未来地产投资或仍处于下行区间。
- ❖ **消费:** 汽车延续拖累，可选消费疲弱。居民资产负债表收缩局势

研究员：马格非

电话：010-86620107

邮箱：magefei@ebtrust.com

《【宏观研究】5月宏观经济月报》
2024-5-19

《【宏观研究】4月宏观经济月报》
2024-4-19

《【宏观研究】3月宏观经济月报》
2024-3-19

《【宏观研究】2月宏观经济月报》
2024-2-20

《【宏观研究】1月宏观经济月报》
2024-1-19

《【宏观研究】12月宏观经济月报》
2023-12-19

《【宏观研究】11月宏观经济月报》
2023-11-18

《【宏观研究】10月宏观经济月报》
2023-10-19

《【宏观研究】9月宏观经济月报》
2023-9-17

仍在恶化，提前偿债和追求性价比的消费观成为主流，叠加近期各类服务消费量价均有所下滑，居民消费未来前景仍不乐观。

- ❖ 进出口：外需维持韧性，出口商品结构分化。海外对于国内高技术产业出口产品的限制持续加码，对于国内产业升级出海策略形成一定掣肘，并且海外整体政策转右程度或将扩大，未来高技术产业出口局势不容乐观，需警惕高技术附加值产品出口不顺后的产能过剩对于经济形成压力。
- ❖ 物价：食品价格季节性弱化仍将持续，同时猪肉价格高频有转弱趋势，但服务价格随暑假仍有上升空间，未来 CPI 结构或将继续分化，但整体仍将保持低位震荡。在库存周期托底的背景下，价格回升和外需修复是年内宏观经济运行的两大主线，但 6 月价格修复趋势中断表明内需孱弱程度或弱于政策预期，7 月两个重要会议相关表述或对需求端修复形成助力，未来关注价格修复走势能否延续。
- ❖ 金融：禁止“手工补息”稳定银行净息差至少将延续至明年初，更改金融业增加值核算降低资金空转套利也将持续发力，在资金利率和规模的“投票权”逐步转移给实体企业和居民部门的过程中，当前国内实际利率偏高仍在压制实体融资需求，“存款脱媒”或仍将延续。

一、GDP：需求偏弱，增速回落	4
二、PMI：供需两端小幅放缓，供强于需格局延续	5
三、生产端：内外需求持续分化，贸易限制传递至生产端	6
四、投资端：制造业投资维持韧性，基建地产再度走弱	7
五、消费端：汽车延续拖累，可选消费疲弱	9
六、进出口：外需维持韧性，出口商品结构分化	11
七、物价端：CPI 环比跌幅走阔，PPI 同比环比偏离	13
八、金融：信贷承压存款脱媒延续	15

一、GDP：需求偏弱，增速回落

2024年上半年实际GDP同比增长5.0%，其中Q1同比增长5.3%（季调环比1.5%），Q2增长4.7%（季调环比0.7%）。Q2平减指数-0.6%（Q1平减指数-1.3%），环比降幅虽持续收窄，但整体价格走势仍旧偏弱。

从三大产业角度看，第二、第三产业同比均较2024Q1有所下滑，第一产业同比3.6%，较2024Q1提速0.3%。结构上看，一方面，第三产业是经济增长绝对额的主要带动，二季度信息传输、软件和信息技术服务业和租赁和商业服务业同比增速分别为10.2%和8.7%，服务业对于经济拉动在二季度有所显现，并且平减指数角度看，Q2第三产业平减指数0.74%（Q1为0.67%），指向服务业需求仍旧旺盛，尤其是互联网和信息技术服务。另一方面，第二产业Q2同比5.6%，较Q1有所降速，其中既有产业出海受到海外贸易保护主义限制的原因，也有国内需求疲弱传导至生产端的原因（第二产业平减指数Q2为-2.26%）。

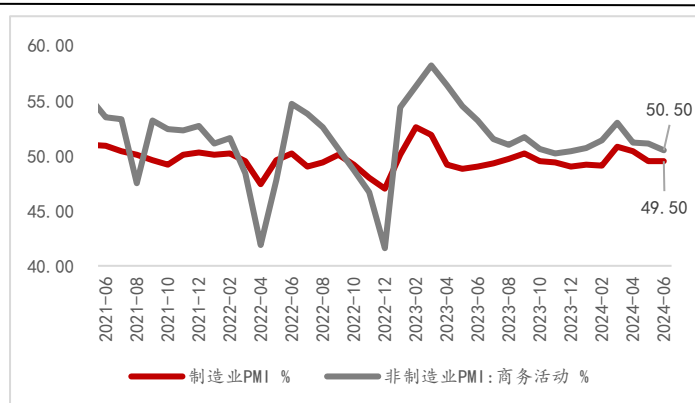
整体看，二季度国内需求端的疲弱较一季度更加显著。房地产市场虽然在“5·17”新政前后有所反弹，但整个二季度仍处于下滑趋势，带动Q2固定资产投资延续下滑。二季度居民的资产负债表持续恶化也是信贷端和消费端近3个月持续疲软的核心原因，对于未来收入和资产保值升值预期的下滑导致居民和企业偿债意愿空前，借贷需求持续疲弱。向后看，随着三中全会对于财税体制改革、房地产和地方债务风险化解等政策定调和执行速度加快，预计下半年房地产和消费等国内需求端将有边际改善，叠加出口年内仍旧偏强，三季度GDP环比改善动能充足，但同比仍有基数带来的压力。全年看，GDP实现5%的目标仍需地产基本面回暖，下半年政策落地力度将决定经济修复进度。

二、PMI：供需两端小幅放缓，供强于需格局延续

6月制造业PMI录得49.5%（前值49.5%）。其中，生产端下行至50.6%（前值50.8%），新订单下行至49.5%（前值49.6%），新出口订单持平（前值48.3%），原材料库存和产成品库存分别为47.6%和48.3%（前值47.8%和46.5%），非制造业中建筑业下行至52.3%（前值54.4%），服务业下行至50.2%（前值50.5%）。

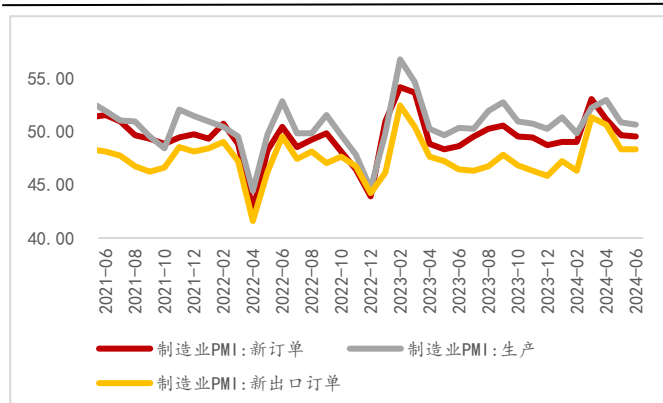
供需两端小幅放缓，供强于需格局延续。制造业看，外需方面，美国补库推动制造业维持弱势修复，但贸易摩擦升温，新出口订单指数收缩；内需方面，传统动能如高耗能 and 消费品制造业景气度收缩有所加剧，新订单指数受拖累。非制造业看，建筑及服务行业扩张放缓，五一假期需求集中释放后消费服务受高基数影响回落，假期效应消退叠加雨水天气影响，居民出行和消费需求下行，消费性服务业景气指标下行，带动就业收缩恶化。总体看，经济修复出现波动，内需疲弱外需对于工业波动影响放大，实际利率偏高仍对实体经济形成一定压力，仍需关注财政扩张落地进度。

图1：6月制造业延续收缩，非制造业扩张放缓



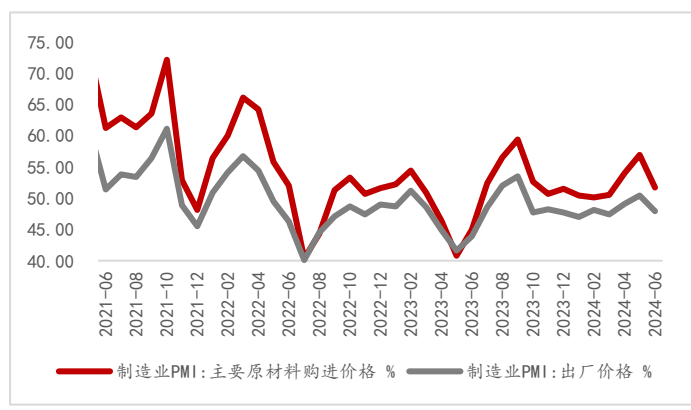
资料来源：WIND，光大信托研究院

图2：6月内外需同步收缩，生产扩张放缓



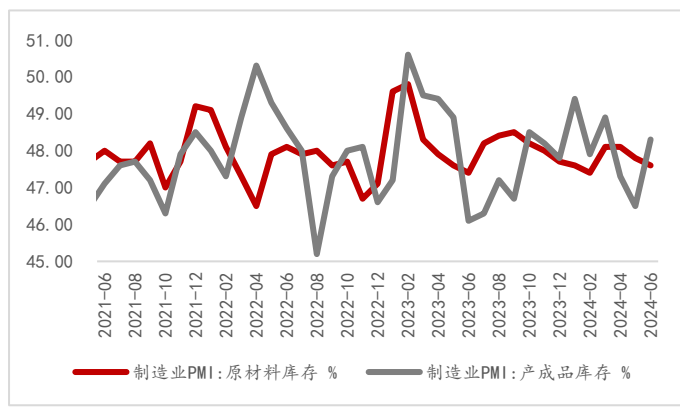
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 3：6 月原材料价格下跌，出厂价格同步收缩



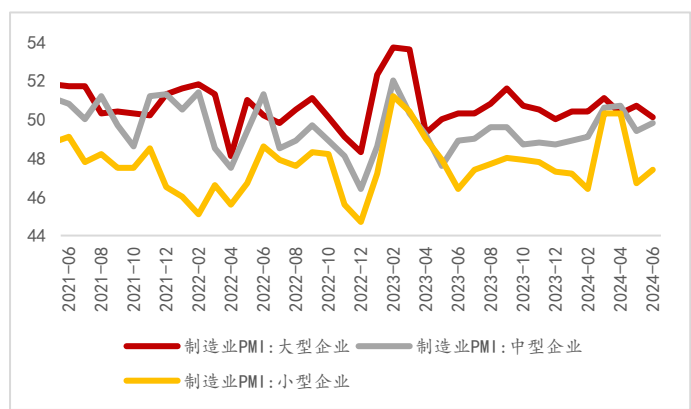
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 4：6 月原材料稳定去库，产成品去库放缓



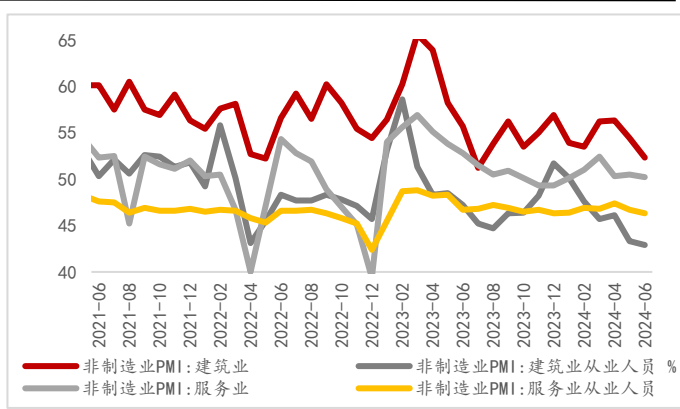
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 5：6 月大型企业扩张放缓，中小型企业收缩放缓



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 6：6 月建筑及服务业扩张放缓，就业收缩恶化



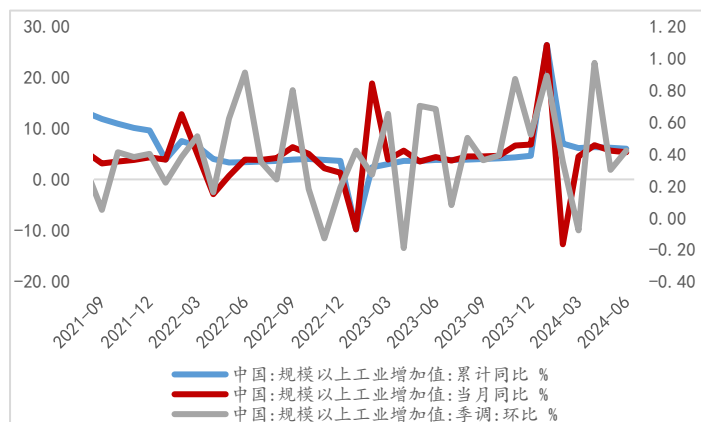
资料来源：WIND，光大信托研究院

三、生产端：内外需求持续分化，贸易限制传递至生产端

6 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%（前值 5.6%）。从环比看，5 月环比季调增长 0.4%（前值 0.3%）。其中，采矿业同比上行至 4.4%（前值 3.6%），制造业下行至 5.5%（前值 6.0%），电热汽水上行至 4.8%（前值 4.3%），高技术下行至 8.8%（前值 10.0%）。行业中，汽车同比降至 6.8%（前值 7.6%），食品升至 0.9%（前值 -0.9%），煤炭降至 4.2%（前值 4.4%），黑色降至 3.3%（前值 3.9%）。产量看，光伏电池、化学纤维和集成电路产量同比下降明显，化工、有色、汽车和手机同比有所改善。

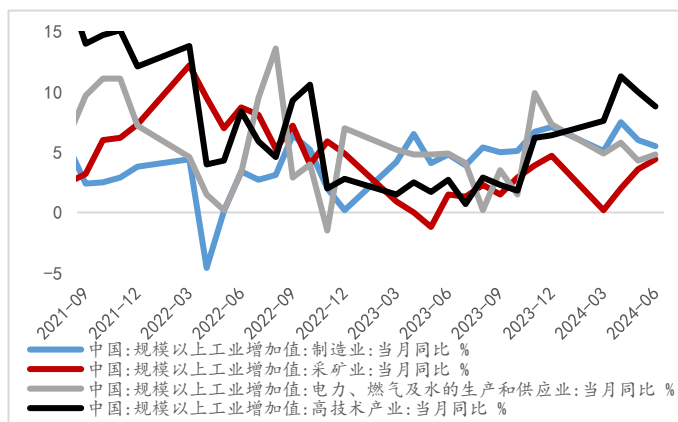
内外需求持续分化，贸易限制传递至生产端。从同比变动看，技术密集型出口产业继续出现高位放缓势头，美欧对我国汽车等产品加征关税影响正逐步传递至生产端，同时居民端和建筑端代表的内需持续疲弱，尽管价格方面有所抬头，但供大于求的基本面并无改善，必选消费相关的食品和采矿业增加值有所抬升；从产量看，夏季用电高峰带动能源产量走高，但水泥粗钢等建材同比转弱也与房地产和基建实物工作量转弱相呼应。同时光伏电池和发电量持续延续下滑表明光伏行业当前产能过剩问题已较为突出。总体看，内需疲弱和部分行业过剩产能未能出清仍是工业生产面临的较大挑战，外需与工业生产的共振也面临贸易保护主义的压制。

图 7：6 月工业增加值同比增长 5.3%



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 8：6 月高技术和制造业同比降速



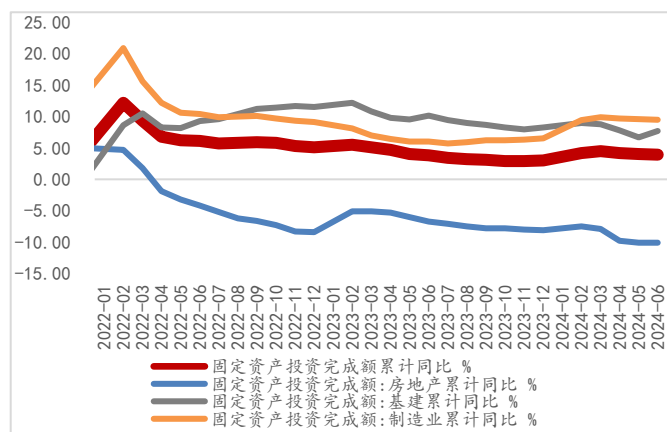
资料来源：WIND，光大信托研究院

四、投资端：制造业投资维持韧性，基建地产再度走弱

1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 3.9%（前值 4.0%），单月同比 3.6%（前值 3.6%）。其中，制造业投资累计同比 9.5%（前值 9.6%），广义基建 7.7%（前值 6.7%），房地产-10.1%（前值-10.1%）。

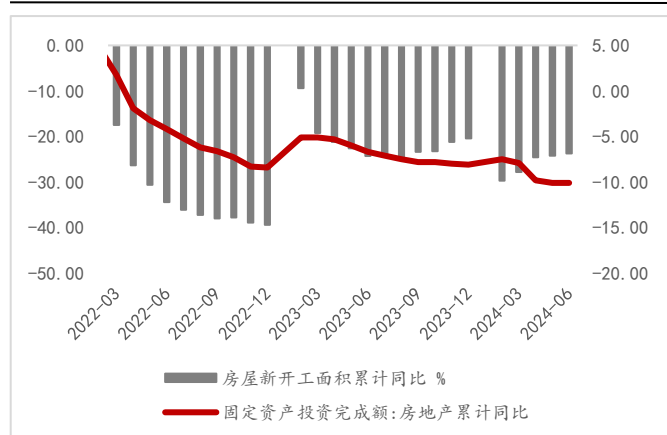
基建地产再度走弱,制造业投资保持韧性。从基建看,6月新增专项债月度发行 3327 亿元(前值 4383 亿元),环比、同比分别减少 1057 亿元和 711 亿元,同时一般债和再融资债同比环比都有所减少。另外从石油沥青开工率、水泥产量等数据看,实物工作量形成仍旧慢于预期。结构上看,公用事业和水利管理投资增速较高,道路运输投资偏低。在当前各类投资主体收益率下行的背景下,新增项目入库进度持续偏慢,导致财政发力传递至工作量的时滞再度拉长。**从制造业看,**当前经济拉动仍需制造业持续发力。央行数据显示,6月末制造业中长期贷款余额同比增长 18.1%,信贷端的引导对于制造业投资高增具有明显推动作用,同时设备更新政策带动设备器具购置方面投资增速较高。但今年来外需及出口政策影响制造业投资呈现高位波动,内需对于制造业的拉动持续走低,在海外集体转右带动贸易壁垒增加的背景下,未来产能过剩仍有恶化的风险。**从地产看,**今年上半年房价延续回调,中指数据显示,上半年百城二手房累计下跌 3.61%,环比下跌走势已延续 26 个月,二手房“以价换量”仍在持续。从 6 月数据看,30 城新房成交环比增长 17%,二手房成交环比增长 7%且同比转正,房地产投资累计同比-10.1%持平上月。但价格端仍旧延续疲弱,且大量开发商已经开启“以价换量”,“5·17”新政目前仍未达成市场预期效果。从拿地看,量价同环比均走低,并且 7 月以来地产销售高频表明本轮销量脉冲已经见顶滑落,未来地产投资或仍处于下行区间。

图 9：6 月投资增速回落，基建小幅反弹，制造业放缓



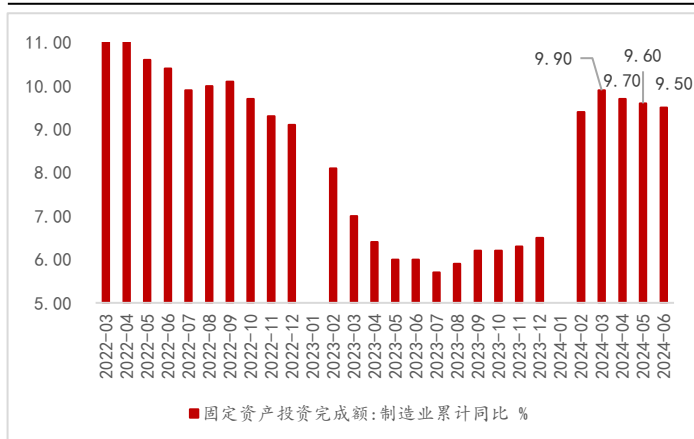
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 11：6 月房屋新开工面积跌幅继续收窄



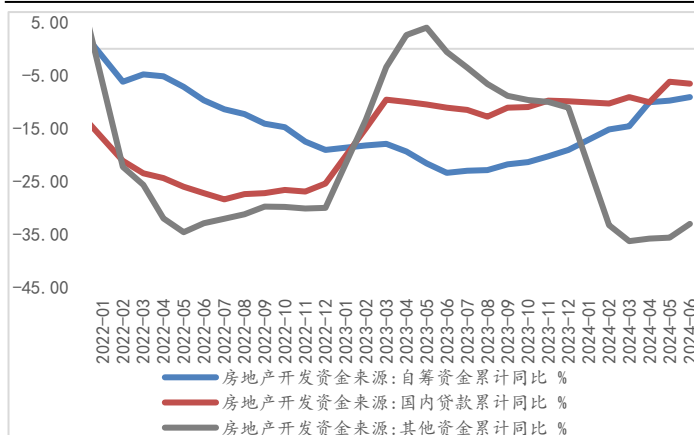
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 10：制造业增速连续 4 个月高位放缓



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 12：6 月房企资金端环比改善



资料来源：WIND，光大信托研究院

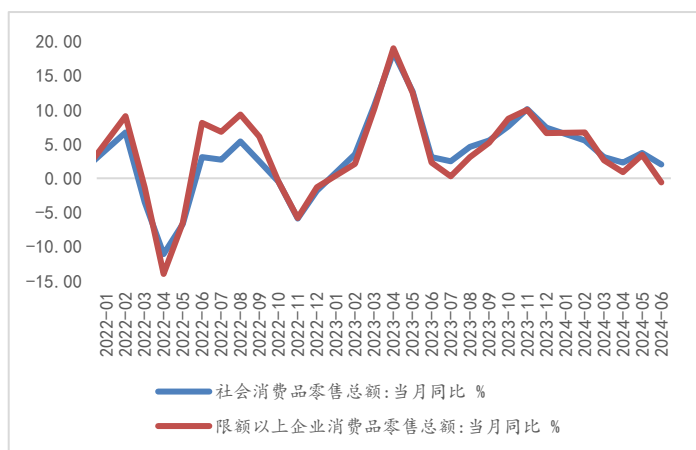
五、消费端：汽车延续拖累，可选消费疲弱

6 月国内社零总额同比 2.0%（前值 3.7%），其中，除汽车以外的消费品零售额同比 3.0%（前值 4.7%），商品零售同比 1.5%（前值 3.6%），餐饮收入同比增长 5.4%（前值 5.0%），汽车零售同比-6.2%（前值-4.4%）。

汽车延续拖累，可选消费疲弱。从同比角度看，6 月消费全面转弱，除了线上“6·18”提前发力导致数据分流外，线下汽车消费也持续转弱，端午假期出游数据也较“五一”

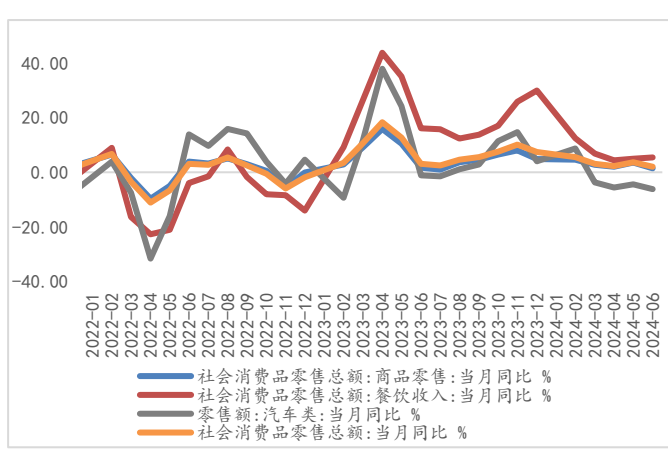
放缓,均对消费数据形成拖累。2024年“618”购物节全网销售总额较2023年同比-7.0%,为2019年以来首次负增长;乘联会数据显示,6月乘用车市场零售175.5万辆,同比-8%;文旅部数据显示,端午国内出游人次同比增长6.3%,出游花费同比增长8.1% (“五一”出游人次7.6%、出游花费12.7%)。从各品类看,仅有珠宝和餐饮较上月走强,利率下行背景下居民对于贵金属购买需求持续走高。**整体看**,居民资产负债表收缩局势仍在恶化,提前偿债和追求性价比的消费观成为主流,叠加近期各类服务消费量价均有所下滑,居民消费未来前景仍不乐观。

图 13：6 月社零同比整体转弱



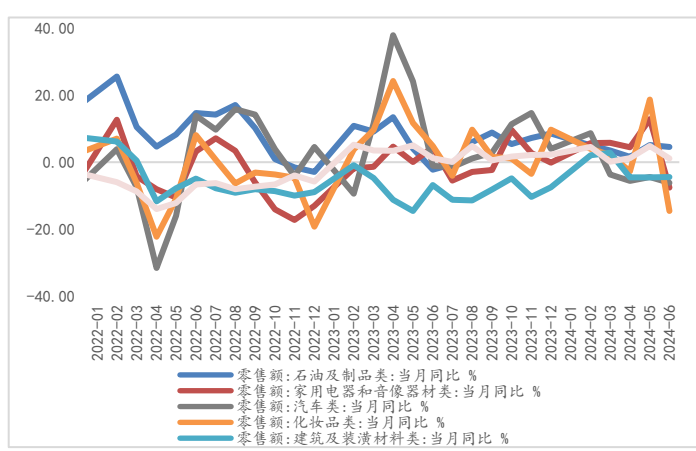
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 14：6 月汽车零售同比跌幅走扩



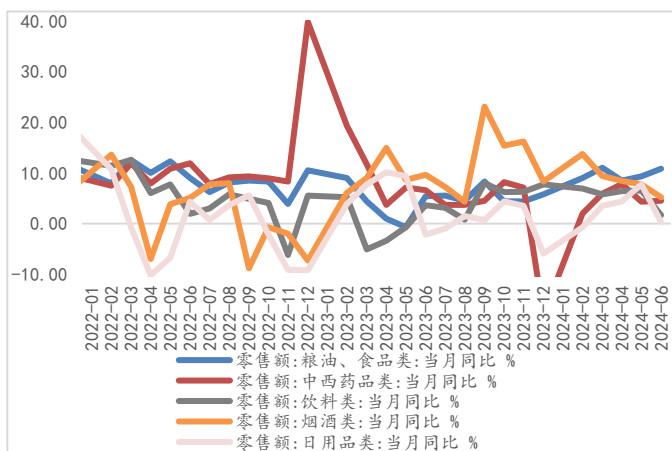
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 15：6 月化妆品类和家电类下滑明显



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 16：6 月必选类仅有粮油上行，饮料烟酒下滑明显



资料来源：WIND，光大信托研究院

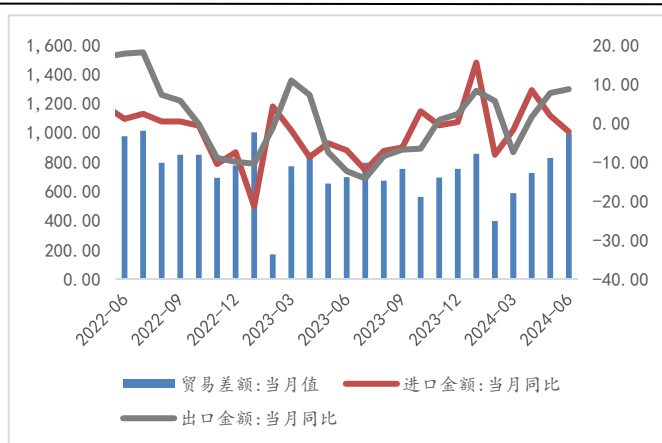
六、进出口：外需维持韧性，出口商品结构分化

6 月中国出口（以美元计价）同比 8.6%（前值增 7.6%），环比 1.9%（前值 3.5%）进口 1.8%（前值 8.4%），贸易顺差 990.5 亿美元（前值 826.2 亿美元）。

外需维持韧性，出口商品结构分化。出口总量看，维持年内出口仍将偏强判断，海外库存周期叠加降息预期抬升，全球制造业 PMI 延续扩张走势，均对外需形成一定支

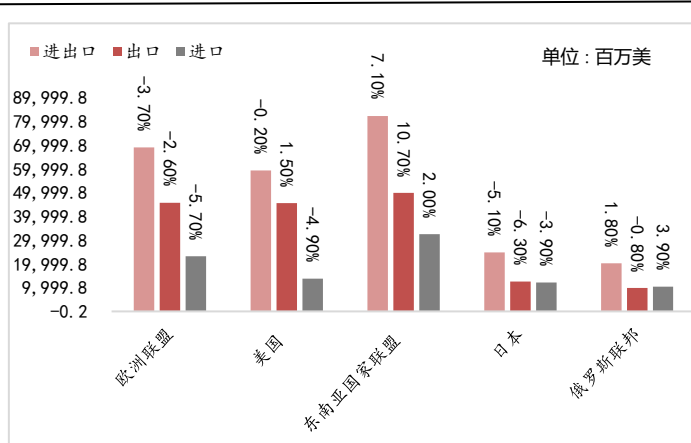
撑。分国别看，对美国同比继续增长，东盟出口保持稳定，欧洲受到之前加征关税影响仍有拖累。从品类看，以船舶、汽车、电子类为代表的新兴产业大类和劳动密集型消费品对出口拉动边际转弱，农产品和工业原料、一般工业品分项边际走强，高技术出口型产品走弱或与贸易壁垒政策相关。向后看，海外对于国内高技术产业出口产品的限制持续加码，对于国内产业升级出海策略形成一定掣肘，并且海外整体政策转右程度或将扩大，未来高技术产业出口局势不容乐观，需警惕高技术附加值产品出口不顺后的产能过剩对于经济形成压力。

图 17：出口连续改善，进口仍在下滑



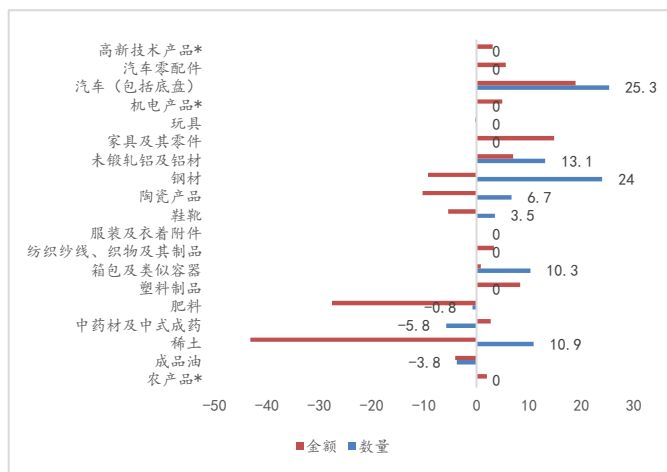
资料来源：海关总署，WIND，光大信托研究院

图 18：6 月我国对美出口同比继续上行至 1.5%



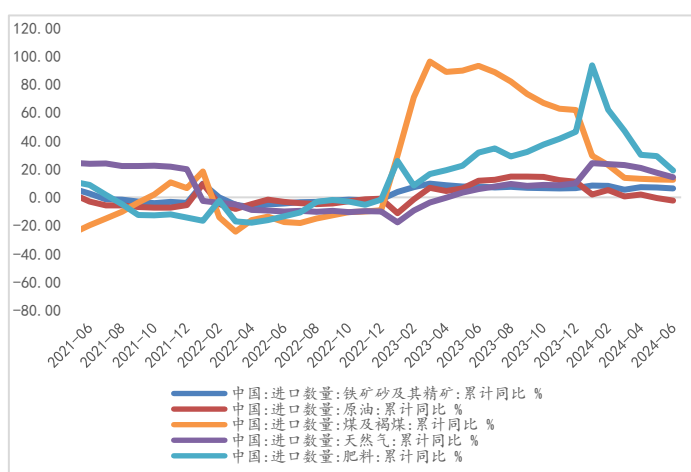
资料来源：海关总署，光大信托研究院

图 19：6 月汽车、高技术产品出口高位回落



资料来源：海关总署，光大信托研究院

图 20：6 月我国多数商品进口数量收缩



资料来源：海关总署，光大信托研究院

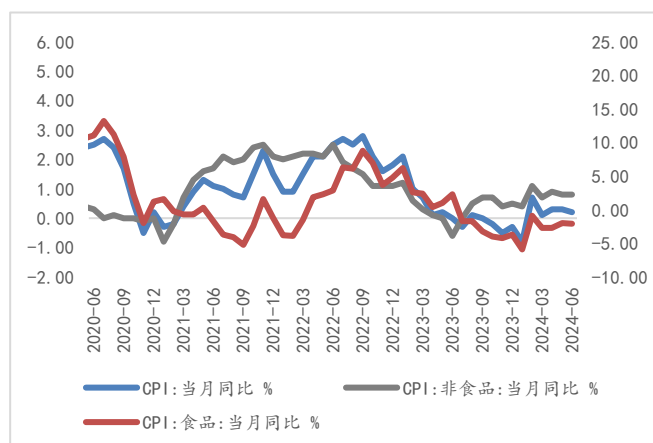
七、物价端：CPI 环比跌幅走阔，PPI 同比环比偏离

6 月 CPI 同比 0.2%（前值 0.3%），环比-0.2%（前值-0.1%），其中，核心 0.6%（前值 0.6%），食品-2.1%（前值-2.0%）；PPI 同比-0.8%（前值-1.4%），其中生产资料-0.8%（前值-1.6%），生活资料-0.8%（前值-0.8%），采掘 2.7%（前值-1.2%），原材料 1.6%（前值 0.5%），加工-2.0%（前值-2.6%）；PPI-CPI 剪刀差-1.0%（前值-1.7%）。

CPI 食品项看，猪肉价格涨势被其他食品跌幅抵消。6 月食品价格环比增速由上月持平转为-0.6%，略高于过去五年同期-0.9%的均值。其中，尽管 6 月猪肉价格环比大幅上涨 11.4%，但鲜菜、鲜果、牛肉、羊肉价格普遍环比下跌，抵消猪价上涨影响。**从非食品看**，6 月交通工具用燃料价格环比跌幅扩大，6 月环比增速为-2.0%，同时房租、汽车消费、旅游等重点项目均未有明显向上拉动，社零数据下滑也和物价转弱相呼应，指向当前居民消费能力持续转弱，可供挖掘的消费能力逐步收缩。**向后看**，食品价格季节性弱化仍将持续，同时猪肉价格高频有转弱趋势，但服务价格随暑假仍有上升空间，未

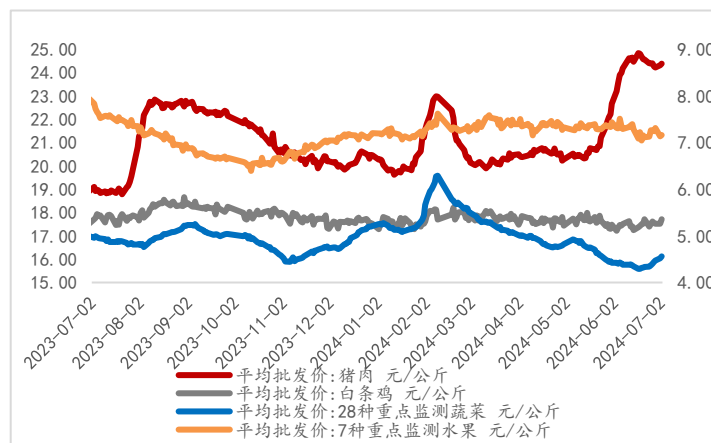
来 CPI 结构或将继续分化，但整体仍将保持低位震荡。**PPI** 看，环比转负而同比改善，主要为低基数贡献。6 月国际油价下跌叠加国内基建地产对于工业品需求转弱，PPI 环比修复趋势被打断。结构上看，采掘业价格环比上涨但原材料价格整体回落，装备制造延续下跌。整体看，在库存周期托底的背景下，价格回升和外需修复是年内宏观经济运行的两大主线，但 6 月价格修复趋势中断表明内需孱弱程度或弱于政策预期，7 月两个重要会议相关表述或对需求端修复形成助力，未来关注价格修复走势能否延续。

图 21：6 月 CPI 同比下滑至+0.2%，环比-0.2%



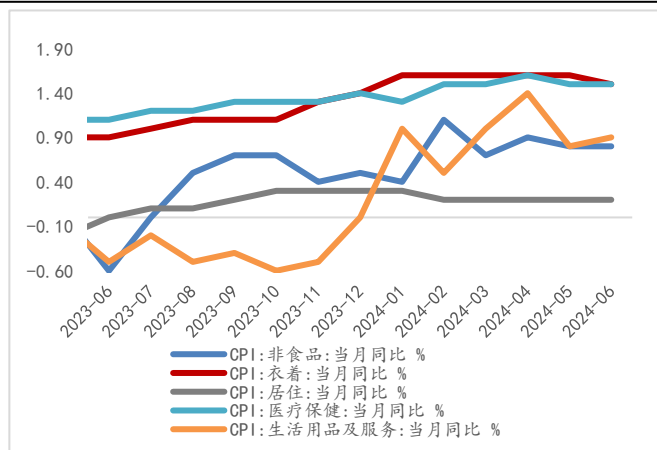
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 22：6 月以来猪价抬升，但其他分项均走弱



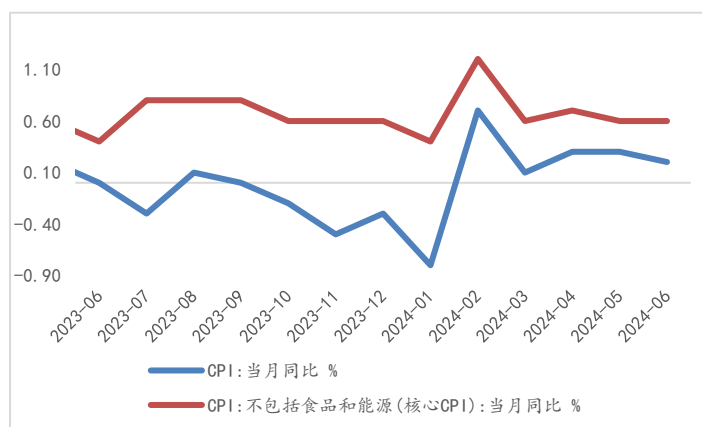
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 23：6 月非食品同比环比持平，生活服务上涨



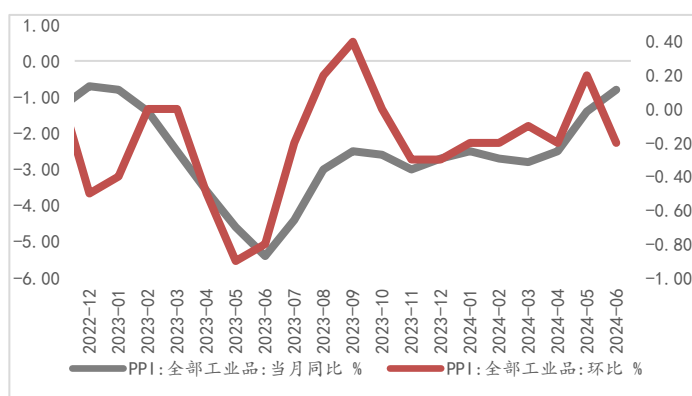
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 24：6 月核心 CPI 持平



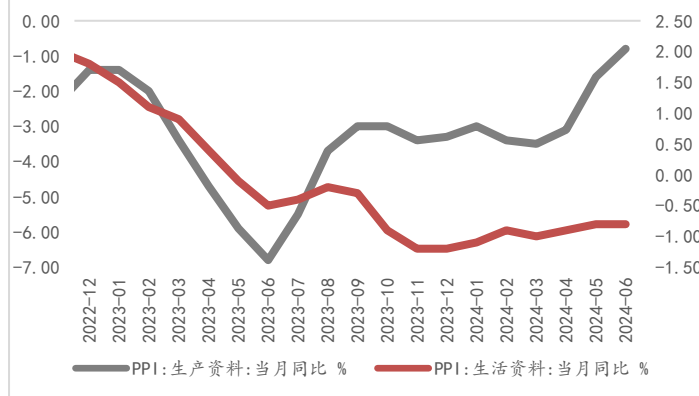
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 25：6 月 PPI 同比改善，环比转负



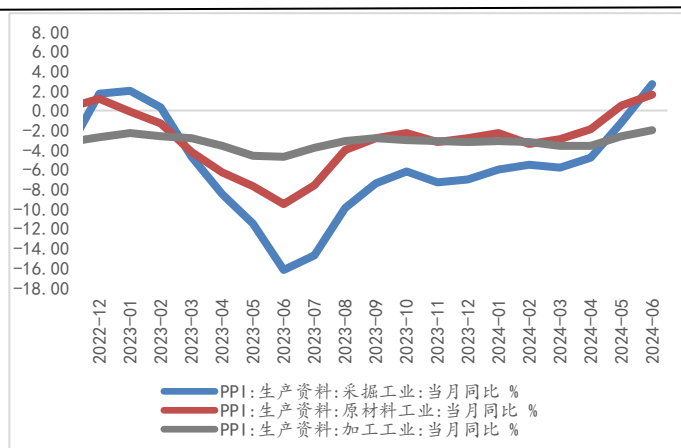
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 26：6 月生产资料跌幅收窄



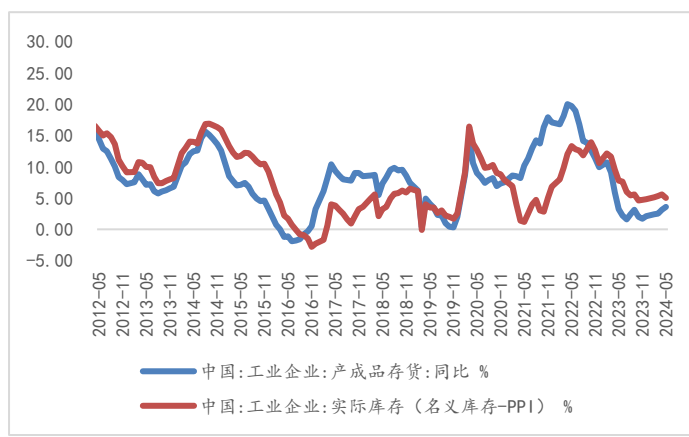
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 27：6 月采掘业同比回正，原材料改善



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 28：上月名义库存增加，实际库存减少



资料来源：WIND，光大信托研究院

八、金融：信贷承压存款脱媒延续

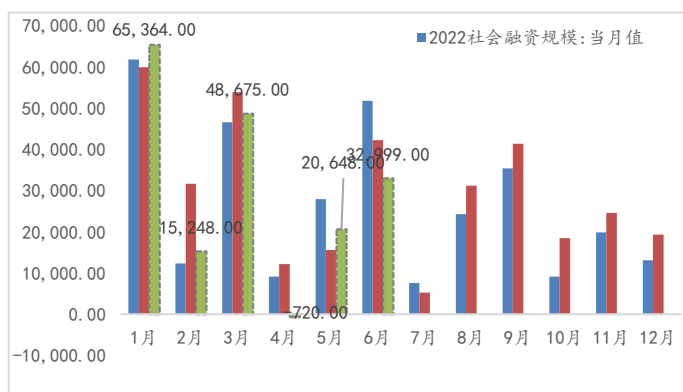
6 月新增社融 3.3 万亿元，同比少增 9242 亿元，信贷为最主要拖累项，当月新增 2.20 万亿元（社融口径），季末月同比少增 1.04 万亿元。社融存量同比增长 8.1%（前值 8.4%），M2 同比增长 6.2%（前值 7.0%），M1 同比-5.0%（前值-4.2%）。

从社融看，“挤水分、防空转”的影响边际放松，季末冲规模带动 6 月企业新发债规模环比大增，但政府债同比多增 3099 亿元，政府部门融资补充居民、企业端的整体

结构无变化，社会主体融资需求偏弱延续。从信贷看，居民和企业贷款同比再度大幅少增共计约 1.08 万亿元，禁止手工补息政策缩减了虚增贷款转存款套利空间和金融业增加值核算方式改变“挤水分”对于信贷规模仍有拖累，但也需看到当前实际利率偏高，居民和企业实际信贷需求仍未触底。从存款看，M1 同比跌幅走扩，M2 同比下滑，而非银存款持续超季节性增加、企业存款超季节性减少，指向“存款脱媒”扰动延续，月内资管类机构净买入债券 1.02 万亿元，非银机构存款本月同比少减 1520 亿元，而各级银行则响应央行“号召”减持债券。

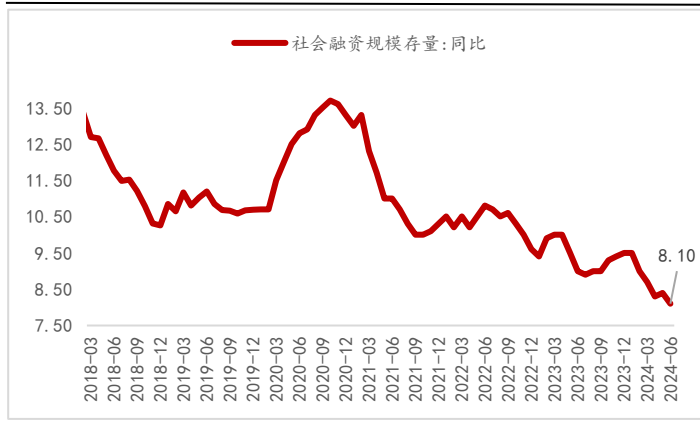
整体看，禁止“手工补息”稳定银行净息差至少将延续至明年初，更改金融业增加值核算降低资金空转套利也将持续发力，在资金利率和规模的“投票权”逐步转移给实体企业和居民部门的过程中，当前国内实际利率偏高仍在压制实体融资需求，“存款脱媒”或仍将延续。

图 29：6 月新增社融弱于季节性



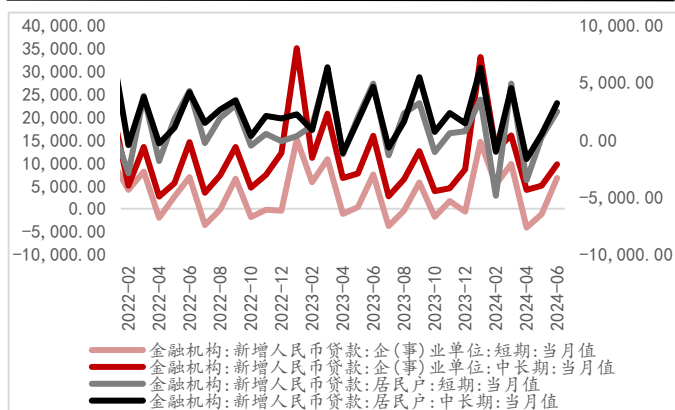
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 30：6 月社融存量同比再度回落



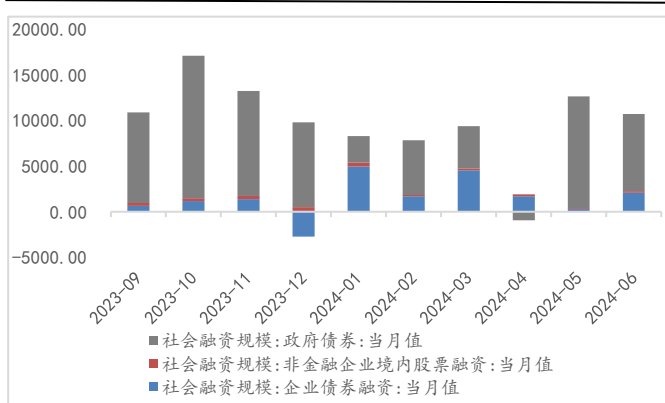
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 31：6 月各项贷款环比改善但同比大幅转弱



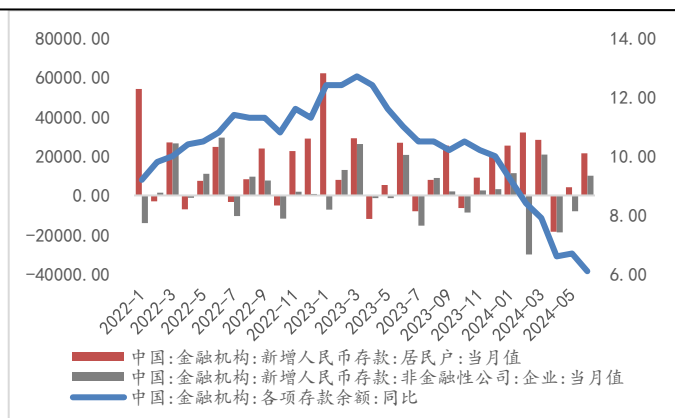
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 32：6 月企业发债规模反弹



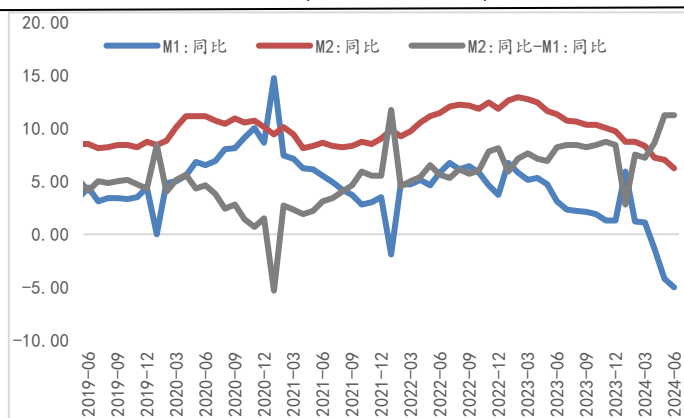
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 33：6 月居民存款大幅增加



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 34：6 月 M1 跌幅走扩，M2 下滑延续，剪刀差持平



资料来源：WIND，光大信托研究院