



2024年7月宏观月报

2024年7月31日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

股指衍生品: 估值修复, 磨底等待启动契机

股指衍生品: 稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察(一): 分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现, 加息临近尾声

逆周期调节回归, 增量政策可期

二季度以来, 房地产市场低迷和内需不足仍是制约经济全面复苏的关键因素, 经济增速较一季度有所放缓。在消费、投资和净出口三架马车中, 消费对GDP的贡献率下降, 净出口贡献率与一季度基本持平, 而投资贡献率显著上升, 反映出前期政策干预部分已逐渐进入实物工作量阶段。

下一阶段, 预计居民资产负债表及居民收入中枢短期内较难有显著快速改善, 将一定程度抑制居民消费增速, 三季度消费对GDP的贡献率的回升仍有一定难度。

房地产市场能否顺利企稳仍由市场供求关系决定, 但当前居民部门仍处在去杠杆过程中, 在地产销售端未出现趋势性改善的情况下, 地产链库存压力仍然较大, 全行业现阶段库存加速去化或需更仰赖于政府“收储”等供给端政策加码。

出口增速回升仍有基础, 美国库存回补延续支撑其进口, 欧元区步入降息周期, 需求修复可期。同时, 我国后续出口基数仍然偏低, 且企业“以价换量”的延续短期内将以较强的商品竞争力继续对出口形成支撑, 后续出口仍有望为实际GDP维持正向贡献, 但外部不确定性增强下, 外需对经济拉动效果或边际减弱。

制造业投资在大规模设备更新和发展新质生产力等方面的政策支持下维持较高增速; 基建投资随着专项债及特别国债等广义财政加速落地并形成实物工作量的助力下增速或有回升。

因此, 在消费改善动能相对乏力, 出口对经济的推动或边际转弱背景下, 预计下一个阶段的经济增长将主要由投资驱动。制造业和基建投资将继续作为固定资产投资的主要支撑项, 推动固定资产投资延续向好态势。

## 正文目录

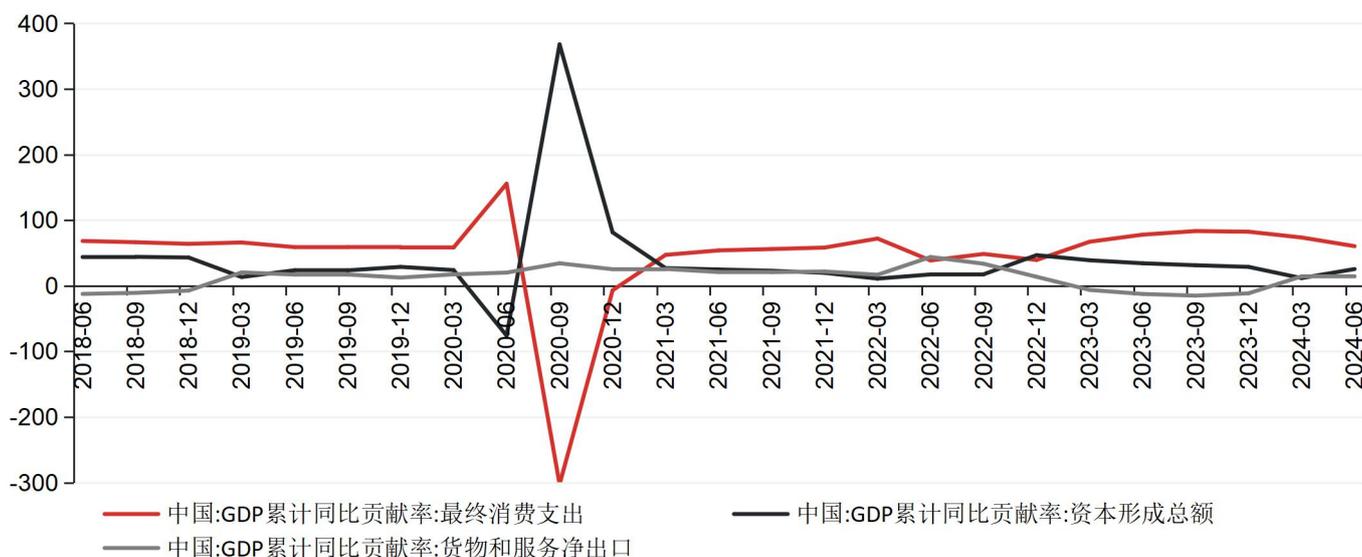
一、加大宏观调控力度，改革与增长并重.....	2
二、居民收入改善预期不足，消费增长斜率放缓.....	5
三、需求回暖有限，房地产去库存仍需供给端加力.....	7
四、外部不确定性加强，出口贡献率或边际减弱.....	9
五、价格和利润率延续修复，工业生产将维持平稳运行.....	11
六、专项债&大规模设备更新发力，固投延续向好态势.....	12
七、强化逆周期调节，货币政策框架调整进行时.....	15
八、美国通胀边际降温，9月进入降息关键窗口期.....	19
九、总结和展望.....	21

## 图表目录

图 1 : 中国消费、投资、净出口累计同比贡献率 (%) .....	- 2 -
图 2 : 中国消费品零售总额同环比变化 (%) .....	- 5 -
图 3 : 乘用车当周日均销量同比 (%) .....	- 5 -
图 4 : 中国消费品零售总额细分项同比 (%) .....	- 6 -
图 5 : 中国分年龄段调查失业率 (%) .....	- 7 -
图 6 : 中国人均可支配收入同比增速 (%) .....	- 7 -
图 7 : 中国商品房成交面积 7 日移动平均 (万平方米) .....	- 8 -
图 8 : 中国新增居民中长期贷款季节性特征 (亿元) .....	- 8 -
图 9 : 房地产新开工、施工、竣工及待售面积累计同比增速 (%) .....	- 8 -
图 10 : 房屋销售面积、销售额及房地产开发投资完成额累计同比增速 (%) ..	- 9 -
图 11 : 中国当月出口金额 (亿美元) .....	- 10 -
图 12 : 出口价格及数量指数 (%) .....	- 10 -
图 13 : 中国规模以上工业增加值同环比 (%) .....	- 11 -
图 14 : 制造业周期 (%) .....	- 12 -
图 15 : 中国 PPI 同环比 (%) .....	- 12 -
图 16 : 全国及民间固定资产投资同比增速 (%) .....	- 13 -
图 17 : 高技术制造业和服务业投资累计同比增速 (%) .....	- 13 -
图 18 : 全国三大类投资累计同比增速 (%) .....	- 13 -
图 19 : 中国地方新增专项债发行额 (亿元) .....	- 14 -
图 20 : MLF 及 LPR 利率 (%) .....	- 17 -
图 21 : 中国商业银行净息差 (%) .....	- 18 -
图 22 : 美国 GDP 各分项对 GDP 的环比拉动 (%) .....	- 19 -
图 23 : 美国就业状况 .....	- 20 -
图 24 : 美国薪资变动情况 (%) .....	- 20 -
图 25 : 美国通胀情况 (%) .....	- 21 -
表 1 : 2024 年 7 月中央政治局会议与 2024 年 4 月会议表述对比 .....	- 3 -
表 2 : 6 月 19 日陆家嘴论坛: 中国“支持性”货币政策框架演进方向 .....	- 15 -
表 3 : 7 月下旬中国人民银行货币政策工具使用情况 .....	- 15 -

二季度以来，由于经济面临的主要矛盾仍是内生动力不足，二季度 GDP 实际增速为 4.7%，较一季度 5.3% 的增速有所减弱；二季度消费、投资、净出口对 GDP 的累计同比贡献率分别为 60.5%、25.6% 和 13.9%，分别较一季度下降 13.2%、上升 13.8% 和下降 0.6%。展望下个月，前期政策干预部分已逐渐进入实物工作量阶段，且为达成 5% 的经济增速目标，7 月政治局会议再度评估二季度经济表现并对政策进行调整和纠偏，目前至 8 月可能是政策调整“窗口期”，政策端有望为下半年经济增速提供较好支撑。

图 1：中国消费、投资、净出口累计同比贡献率（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

## 一、加大宏观调控力度，改革与增长并重

二十届三中全会《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》稿（下称“《决定》”）于 7 月 21 日正式发布，《决定》全文涉及经济、政治、文化、社会、生态、国防和军队建设等 15 个部分，共 60 条。其中提到，“必须完善宏观调控制度体系，统筹推进财税、金融等重点领域改革，增强宏观政策取向一致性”，“坚定不移实现全年经济社会发展目标”，“落实好宏观政策，积极扩大国内需求，因地制宜发展新质生产力……”等，对宏观政策的表述积极，为 7 月底政治局会议的召开奠定基调，也为会议后增量稳增长政策的出台作出铺垫。

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势并部署了下半年经济工作。在二季度经济增速有所放缓的背景下，政治局会议对当前经济形势判断

乐观程度下降，并提出加强逆周期调节力度的政策主张，同时对具体领域的改革、提振给出了方向性的安排。

表 1：2024 年 7 月中央政治局会议与 2024 年 4 月会议表述对比

届次	2024 年 7 月中央政治局会议	2024 年 4 月中央政治局会议
经济形势	<p><b>经济运行总体平稳、稳中有进</b>，延续回升向好态势，新动能新优势加快培育，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定</p> <p>当前<b>外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛</b></p>	<p>经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是<b>有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多</b>，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势，要增强做好经济工作的信心</p>
政策基调	<p>因地制宜发展新质生产力，着力推动高质量发展，围绕推进中国式现代化进一步全面深化改革，加大宏观调控力度，……，<b>坚定不移完成全年经济社会发展目标任务。宏观政策要持续用力、更加给力。</b>要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，<b>加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措</b></p>	<p>要认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，坚持乘势而上，<b>避免前紧后松</b>，切实巩固和增强经济回升向好态势。要<b>靠前发力有效落实已经确定的宏观政策</b>，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策</p>
财政政策	<p>要<b>加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债</b>，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，<b>更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新</b>。要优化财政支出结构，兜牢“三保”底线</p>	<p>要<b>及早发行并用好超长期特别国债</b>，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层“三保”按时足额支出</p>
货币政策	<p>要<b>综合运用多种货币政策工具</b>，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。要<b>保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定</b></p>	<p>要<b>灵活运用利率和存款准备金率等政策工具</b>，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本</p>
政策协同	<p>要切实增强宏观政策取向一致性，形成各方面共同推动高质量发展的强大合力</p>	<p>要做好宏观政策取向一致性评估，加强预期管理</p>
扩大内需	<p>要以<b>提振消费为重点扩大国内需求</b>，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，<b>把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手</b>，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。要<b>进一步调动民间投资积极性</b>，扩大有效投资</p>	<p>要积极扩大国内需求，落实好<b>大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案</b>，要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要，要深入推进以人为本的新型城镇化，持续释放消费和投资潜力，要实施好政府和社会资本合作新机制，<b>充分激发民间投资活力</b></p>
房地产	<p>要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，<b>坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房</b>，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式</p>	<p>继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展</p>
地方政府化债	<p>要完善和落实地方一揽子化债方案，<b>创造条件加快化解地方融资平台债务风险</b></p>	<p>要深入实施地方政府债务风险化解方案，<b>确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展</b></p>

<b>产业政策</b>	要培育壮大新兴产业和未来产业。要 <b>大力推进高水平科技自立自强，加强关键核心技术攻关</b> ，推动传统产业转型升级。要有力有效支持发展瞪羚企业、独角兽企业。要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道	要 <b>因地制宜发展新质生产力</b> ，要加强国家战略科技力量布局，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，运用先进技术赋能传统产业转型升级，要积极发展风险投资， <b>壮大耐心资本</b>
-------------	--	---

数据来源：中国政府网、国联期货研究所

我们认为有以下几个方面值得关注：

**第一，从经济形势的表述来看**，会议指出“外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛”，对**宏观形势的判断乐观程度下降**。会议将外部风险的表述放到首位，表示决策层对外部环境变化更加担忧，关注度进一步上升。国外选举、地缘冲突及货币政策转向都将是接下来的重要关注点，**下一阶段国内相应政策将会有一定的主动应对，相机抉择大于提前预判**。但是“积极主动应对，又要保持战略定力”中“战略定力”或表明增量政策的整体幅度不可过高预期。

**第二，从宏观政策方面**，在经济增速边际放缓的基本面的背景下，再提“加强逆周期调节”，整体基调较上次会议更加积极。需要“宏观政策要持续用力、更加给力”兼顾改革及稳增长。

今年上半年专项债发行、使用进度明显滞后，造成基建投资增速持续下滑，会议要求“加快全面落实已确定的政策举措”“加快专项债发行使用进度”，**督促政策落实效率，改善财政支出强度不及预期情况**。在此基础上，“及早储备并适时推出一批增量政策举措”，增量政策有期待，**财政政策有进一步加码可能性**。

货币政策方面，“要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降”。7月下旬以来新一轮以稳增长为目标的货币政策已经在进行中，OMO、LPR、MLF利率分别调降，银行新一轮下调存款利率也在持续落地。下半年政策重点还是在**汇率基本稳定和加大实体经济支持力度方面**。

**第三，扩大内需方面**，7月会议对促进消费的重视程度提高，将服务消费作为重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。收入是消费最重要的决定因素，整体消费的趋势性提振仍有赖于整体经济循环和收入预期的改善，本次会议强调“多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿”，将增加收入的重点放在了**中低收入群体**。

**第四，在防范化解风险方面**，本次会议重提了**房地产和地方债务风险**。在房地

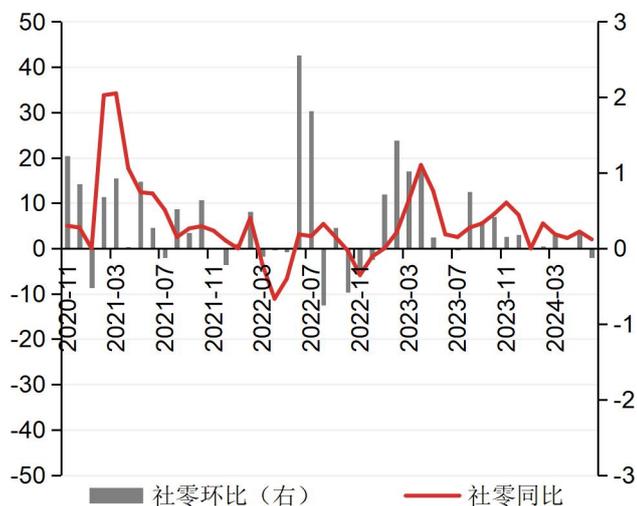
产领域，重点关注房地产去库存。本次会议强调“坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作……”，而4月会议当时的表态是“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”；从“统筹研究”到“积极支持”，说明房地产去库存工作下半年将全面开展，同时可能会有增量政策来支持房地产去库存。

在地方化债方面，会议提出“完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险”。前期“一揽子化债方案”主要通过债务展期和置换、地方政府特殊再融资债券偿还等方式化解，未来或有更多形式化解地方债务。近期新的化债文件的出台，进一步扩展了债务置换的范围，体现出中央对地方隐性债务问题的更多帮助，中央层面后续或将给予更多支持。

## 二、居民收入改善预期不足，消费增长斜率放缓

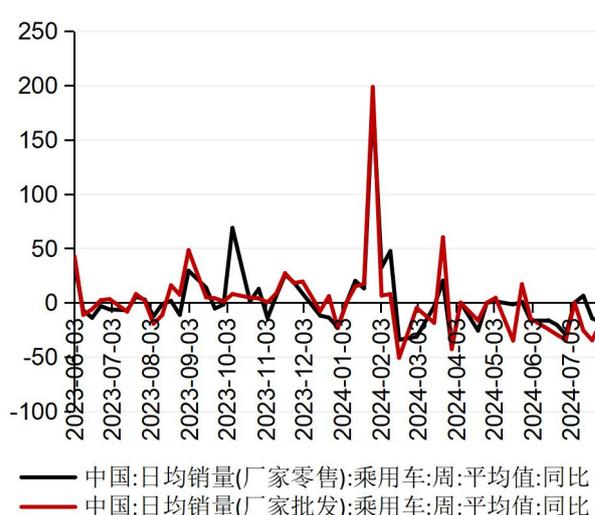
二季度消费对于国内整体经济增长仍为最主要支撑，但贡献率有所下降。6月社会消费品零售总额同比增速为2%，低于前值3.7%，环比增速为-0.12%，年内首次环比负增长。1-6月社零累计同比增速为3.7%，自年初以来呈回落态势。

图 2：中国消费品零售总额环比变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 3：乘用车当周日均销量同比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

从结构上来看，6月社零的偏弱修复，主要原因包括：（1）今年618取消预售，会抬升5月同比并相应拉低6月同比。1-6月实物商品网上零售额同比增速较前值下降2.7个百分点至8.8%，且几个回落较大的品类如化妆品（-14.6%）、家电（-7.6%）、文化办公用品（-8.5%）；（2）大宗商品消费需求依旧偏弱，6月核心商品类别如汽

车零售额同比增速为-6.2%。4月公布的《汽车以旧换新补贴实施细则》落地已3个多月，从乘联分会的高频数据来看，7月1-21日，乘用车市场零售量仅比去年同期微增1%，且较上月同期下降2%，汽车销售仍未见明显改善。居民减少大宗商品消费，本质上仍是居民收入预期不足，经济内生动能有待强化。

图 4：中国消费品零售总额细分项同比（%）

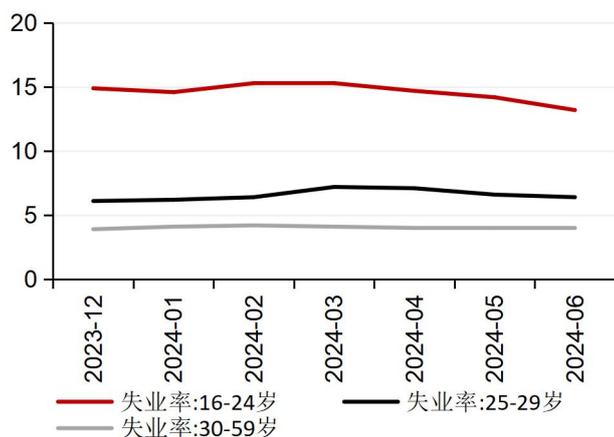
当月同比	更新时间	2024-06	2024-05	2023-06
社会消费品零售总额	2024-07-15	2.1	3.7	3.1
限额以上企业商品零售总额	2024-07-15	-1.1	3.5	1.4
餐饮收入	2024-07-15	5.4	5	16.1
限额以上企业餐饮收入总额	2024-07-15	4.1	2.5	15.4
商品零售	2024-07-15	1.5	3.6	1.7
限额以上企业商品零售总额	2024-07-15	-1.1	3.5	1.4
社会消费品零售总额:城镇	2024-07-15	1.7	3.7	3
社会消费品零售总额:乡村	2024-07-15	3.3	4.1	4.2
中国:零售额:粮油、食品类:当月同比	2024-07-15	10.8	9.3	5.4
中国:零售额:饮料类:当月同比	2024-07-15	1.7	6.5	3.6
中国:零售额:烟酒类:当月同比	2024-07-15	5.2	7.7	9.6
中国:零售额:日用品类:当月同比	2024-07-15	0.3	7.7	2.2
中国:零售额:中西药品类:当月同比	2024-07-15	4.5	4.3	6.6
中国:零售额:体育、娱乐用品类:当月同比	2024-07-15	-1.5	20.2	9.2
中国:零售额:家用电器和音像器材类:当月同比	2024-07-15	-7.6	12.9	4.5
中国:零售额:建筑及装潢材料类:当月同比	2024-07-15	-4.4	-4.5	-6.8
中国:零售额:家具类:当月同比	2024-07-15	1.1	4.8	1.2
中国:零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比	2024-07-15	-1.9	4.4	6.9
中国:零售额:化妆品类:当月同比	2024-07-15	-13.6	18.7	4.8
中国:零售额:金银珠宝类:当月同比	2024-07-15	-3.7	-11	7.8
中国:零售额:文化办公用品类:当月同比	2024-07-15	-8.5	4.3	-9.9
中国:零售额:通讯器材类:当月同比	2024-07-15	2.3	16.6	6.6
中国:零售额:石油及制品类:当月同比	2024-07-15	4.3	5.1	2.2
中国:零售额:汽车类:当月同比	2024-07-15	-6.2	-4.4	-1.1

数据来源：WIND、国联期货研究所

从居民资产负债表角度来看，由于2024上半年房地产市场及股市等仍未有明显改善，居民部门资产负债表受损情况仍未扭转，财富效应对消费复苏依然呈现拖累状态。

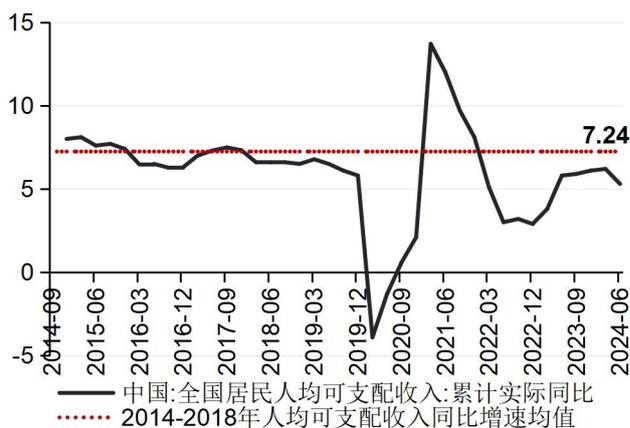
从居民收入角度来看，在就业和收入层面，年初以来我国就业形势总体保持稳定，但16至24岁年轻劳动力失业率仍处于偏高位置。同时，人均可支配收入增速中枢相较于2018年以前也有明显下降，这导致消费者信心指数整体处于较低水平，并且全体居民消费倾向恢复也不显著。

图 5：中国分年龄段调查失业率（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 6：中国人均可支配收入同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

7月底政治局会议中提出“要以提振消费为重点扩大国内需求”，稳消费对稳增长的重要性凸显。此前，7月25日，国家发改委和财政部已印发《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》，统筹安排3000亿左右超长期特别国债支持，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，安排资金规模显著增加，超出市场预期。同时，较今年3月的方案拓宽支持范围，明确资金来源及补贴总额，降低申报门槛。

从政策具体内容来看，3000亿元资金聚焦于船舶、商用车、乘用车、农用机械、家电几个特定领域，补贴力度提升，有望在下半年拉动部分居民耐用品消费及交通、农业领域设备更新。政治局会议中强调将服务消费作为重要抓手，后续在文旅、养老、育幼等服务消费领域或提供更大规模的消费支持，以助力提振内需。但从长期来看，补贴对内需的长期促进作用仍需经济及居民收入预期回升配合。

预计居民资产负债表及居民收入中枢短期内较难有显著快速改善，将一定程度抑制居民消费增速，三季度消费对GDP的贡献率的回升仍有一定难度。

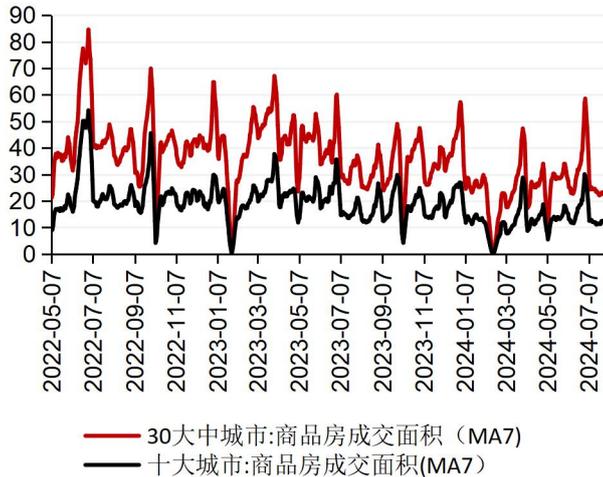
### 三、需求回暖有限，房地产去库存仍需供给端加力

今年上半年我国房地产市场总体仍在延续磨底状态。随着我国房地产市场从增量阶段转为存量阶段，当前的核心任务是防范和化解市场风险，并积极构建房地产发展新模式。

需求端来看，6月国内商品房销售数据边际回暖。1-6月商品房销售面积和销售额同比降幅分别较1-5月收窄1.3%和2.9%至-19%和-25%，其中二手房销售表现相对

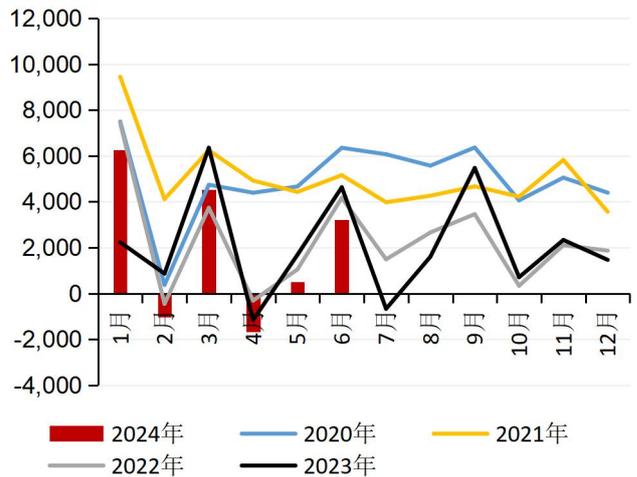
更好；但 7.22-7.28 当周 30 城商品房成交面积为 157.85 万平方米，同比下降 32.48%，显示本轮地产修复集中在少数城市的二手房市场，且从二手房向新房、高能级城市向低能级城市的传导可能均存在堵点。为刺激房地产需求释放，预计政策层面仍会维持较有利环境，但由于收入预期和房市信心仍略显不足，销售端改善或相对有限。

图 7：中国商品房成交面积 7 日移动平均（万平方米）



数据来源：WIND、国联期货研究所

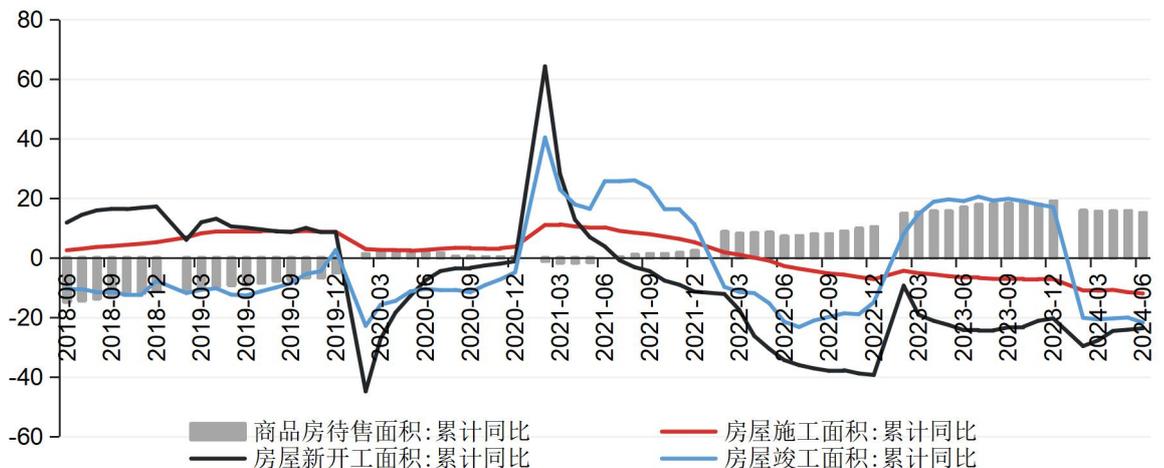
图 8：中国新增居民中长期贷款季节性特征（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

供给端来看，目前房地产相关供给指标仍在下降，房地产市场仍处在调整转型过程中。1-6 月新开工、施工和竣工面积同比增速分别为-23.7%、-12%和-21.8%，房地产各供应链环节整体仍在低位筑底。库存方面，累库仍在持续。1-6 月商品房待售面积同比增速为 15.2%，仍处于历史高水平。房价方面，同比降幅扩大。70 大中城市 6 月新房和二手房销售价格指数同比增速分别为-4.9%和-7.9%，增速分别较前值下降 0.6%和 0.4%。

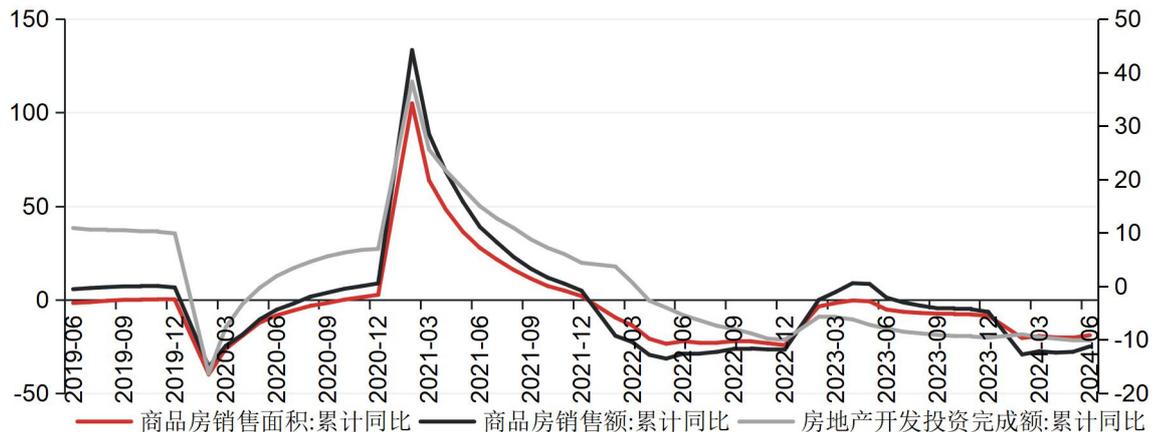
图 9：房地产新开工、施工、竣工及待售面积累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

房地产投资端仍维持在低位震荡状态。1-6月房地产开发投资同比增速为-10.1%，延续下滑趋势。今年上半年地方政府性基金本级收入中，国有土地使用权出让收入同比下降18.3%，降幅较前5个月下降4.3个百分点。房地产优先去库存的政策基调背景下，土地供应预计将维持缩减，且从房地产销售端量价企稳传导至地产开发商预期扭转进而房地产开发投资企稳回升也需一定时间。

图 10：房屋销售面积、销售额及房地产开发投资完成额累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

从中长期视角来看，2021年中国城镇居民套户比开始大于1，意味着中国房地产供需格局转变，预示地产行业正逐步从投资品时代向消费品时代转变，重点是“脱虚向实”。房地产市场能否顺利企稳仍由市场供求关系决定，但当前居民部门仍处在去杠杆过程中，在地产销售端未出现趋势性改善的情况下，地产链库存压力仍然较大，全行业现阶段库存加速去化或需更依赖于政府“收储”等供给端政策加码。

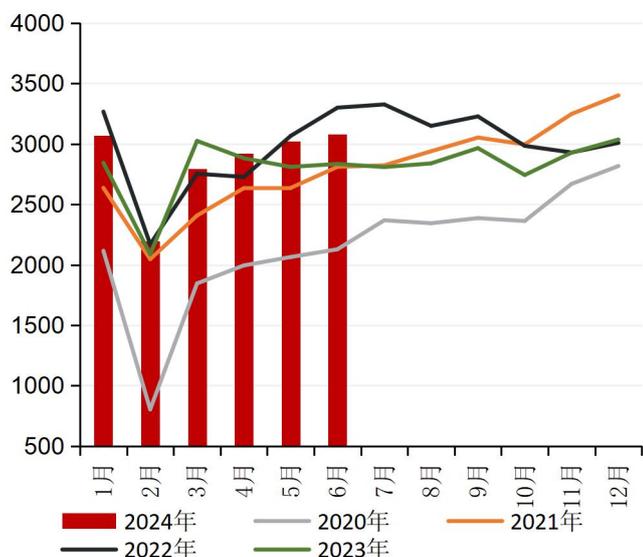
7月底召开的政治局会议重提房地产风险，并进一步明确房地产领域需要做好的三大任务分别是保交房、消化存量房产和优化增量住房。预计下一阶段，住房支持政策将进一步发力，前期出台的“收购存量商品房用作保障性住房”等供给端政策将以更大力度推进。在当前地方政府财力普遍较紧的背景下，关键是要解决收储资金及项目收支平衡问题，预计后续消费税等征税环节将后移，以增加地方财力，再贷款等政策工具在落地速度和支持规模上也有进一步提升的必要性。

#### 四、外部不确定性加强，出口贡献率或边际减弱

二季度净出口仍保持对经济的正贡献，其上半年对GDP的累计同比贡献率为13.9%，拉动GDP增长0.7个百分点。

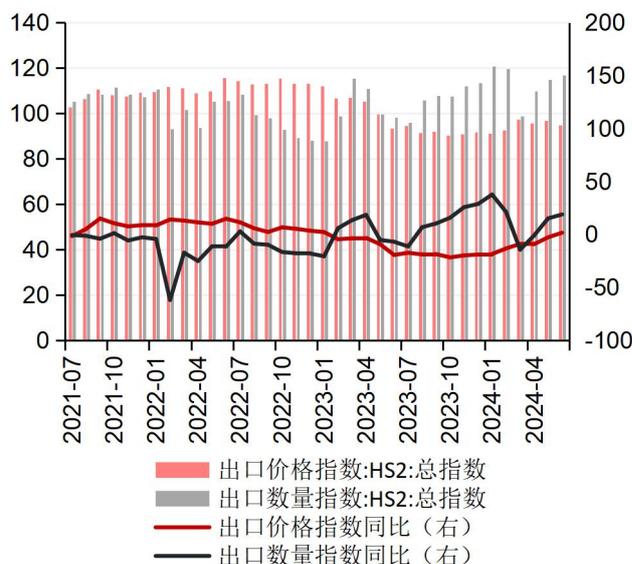
6月出口金额增速仍保持高位运行，同比增速较前月上升1个百分点至8.6%，是今年以来的最高值。出口增长主要有以下两个支撑因素：一是外需韧性。据世贸组织最新统计数据，2024年一季度全球贸易量同比增长1.4%，高于2023年全年1.4个百分点，全球贸易回暖迹象明显。进入二季度，全球制造业景气延续上行，6月标普口径下的全球制造业PMI回升0.7个百分点至51.6，连续6个月高于荣枯线，维持修复态势，为我国出口提供了较为有力的外部环境。二是低基数。去年5月以来，出口增速落入负增长区间，6月读数低至-12.4%，预计未来几个月低基数效应将持续显现。

图 11：中国当月出口金额（亿美元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 12：出口价格及数量指数（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

从结构上来看，目前我国出口呈现出以下特征：第一是出口企业存在“以价换量”现象。2022年开始，我国出口价格同比持续走低；相较于其他国家，我国PPI水平偏低，工业和基建体系更完备，出口价格优势明显，当前我国的出口价格增速处于历史偏低水平。在此背景下，2023年以来出口数量同比出现回升，存在以价换量的情况。第二是技术和资本密集型产品仍是出口主力。集成电力、通用设备、船舶等商品的出口增速都比较靠前，技术密集型产品的出口也多保持正增。

往后看，出口增速回升仍有基础，美国库存回补延续支撑其进口，欧元区步入降息周期，需求修复可期。同时，我国后续出口基数仍然偏低，且企业“以价换量”的延续短期内将以较强的商品竞争力继续对出口形成支撑，后续出口仍有望为实际GDP维持正向贡献。但一些不利因素也要关注，未来外需对经济拉动的效果或可能边际减弱。

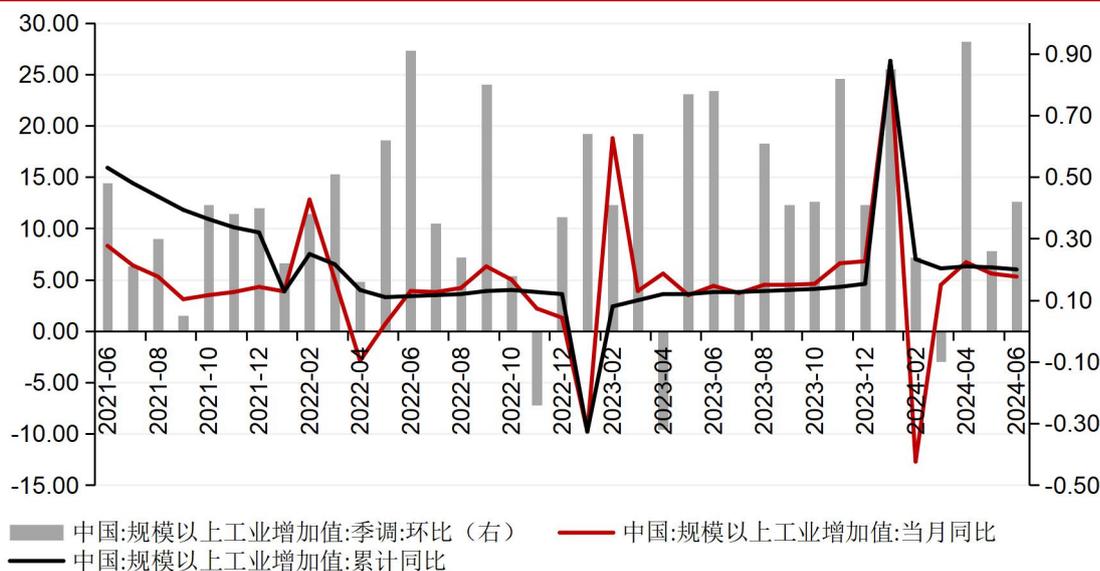
一是美国经济已经开始降温。近几个月来，美国零售销售、消费支出、消费者信

心指数均呈放缓态势；美国居民6月个人收入环比增幅减半则佐证了美国劳动力市场的降温，收入增速的下滑将制约居民未来消费需求和能力，均可能对下阶段外需形成冲击。二是贸易保护主义有所抬头。由于2024年为欧美选举大年，对华态度及对华贸易保护政策正逐渐成为各国不同党派之间争取选民支持的重要筹码，增加了未来出口的不确定性。

## 五、价格和利润率延续修复，工业生产将维持平稳运行

6月国内生产景气度有所回落，行业分化延续。6月规模以上工业增加值同比增长5.3%，较5月微降0.3个百分点，环比增长0.42%，处于季节性偏弱水平，这与制造业PMI已连续第3个月处于萎缩区间的表现具有统一性。从结构上来看，出口积极、设备更新等因素带动的结构性亮点仍在，有色、化工和通信电子等行业的增速表现依然亮眼，但企业被动累库后，部分行业需求不足情绪正逐步向生产端传导，导致生产热度有所降温。

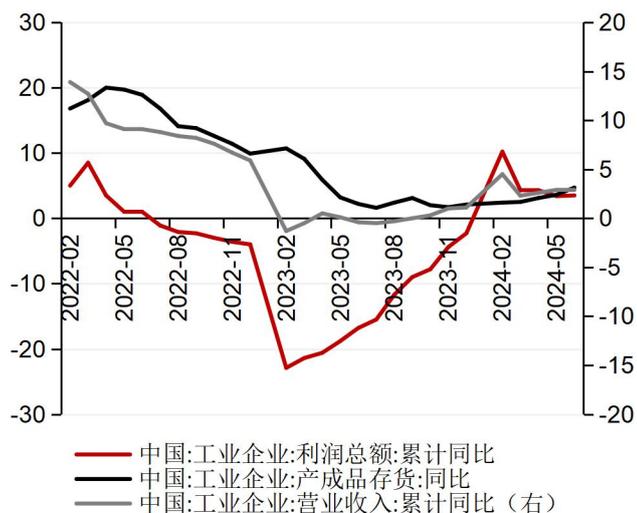
图 13：中国规模以上工业增加值同环比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

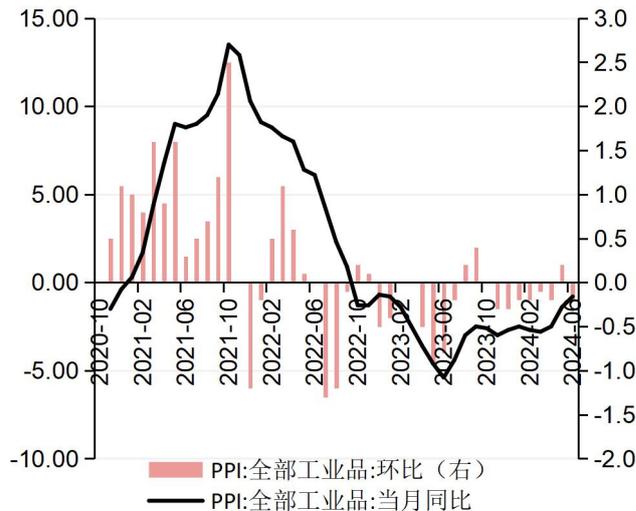
而工业企业盈利则有所改善，6月规模以上工业企业利润同比增长3.6%，较5月加快增长2.9个百分点，1-6月同比增长3.5%，前值为3.4%。企业利润的稳中有升，在低基数效应维度之外，PPI降幅收窄和利润率传导回升也是重要支撑。6月PPI同比增速为-0.8%，降幅较5月收窄0.6个百分点；1-6月工业企业利润率为5.41%，较1-5月前值提升0.2个百分点。

图 14：制造业周期（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 15：中国 PPI 同环比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

展望未来，价格方面，目前有几大线索共同助力下半年 PPI 同比增速的回升。

第一，下半年广义财政发力，将带动基建投资加快形成实物工作量，预计下半年黑色系商品价格对 PPI 压制将逐步缓解。第二，7 月底政治局会议再次强调更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新，此前，7 月 25 日，新一轮“设备更新”政策发布，预计后续相关增量政策仍将进一步有效降低企业运营成本，促进工业生产，政策落实后的效果应好于上半年。第三，从历史跌幅来看，去年 5-7 月 PPI 同比增速读数加速下行，预计 2024 年下半年 PPI 降幅或随基数下降而持续收窄，同比增速将有所抬升。

因此，随着 PPI 降幅收窄，工业企业利润有望在价格拉动下延续修复，企业经营将呈现出“工业品价格回升-营收改善-利润改善-开启新一轮补库周期”的过程，且广义财政发力下基建投资加快形成实物工作量，相关行业生产强度有望小幅回暖，预计下半年工业生产将好于二季度，工业增加值将保持平稳增长。

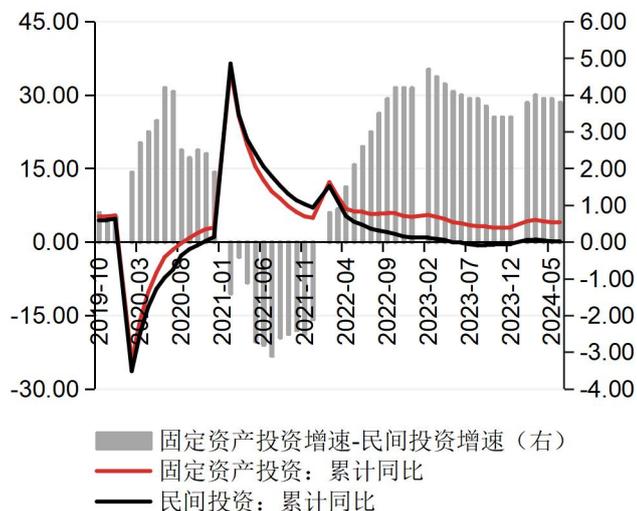
## 六、专项债&大规模设备更新发力，固投延续向好态势

二季度资本形成总额对 GDP 的贡献率大幅回升，从一季度的 11.8% 跃升至 25.6%。1-6 月，全国固定资产投资同比增速为 3.9%，去年同期同比增速为 3.8%；6 月单月环比增长 0.21%。

上半年民间投资累计同比增速为 0.1%，相比去年同期的 -0.2% 略有提升，但年初至今依旧在零增长附近波动，表明民间投资意愿仍显不足。年初以来企业盈利情况逐

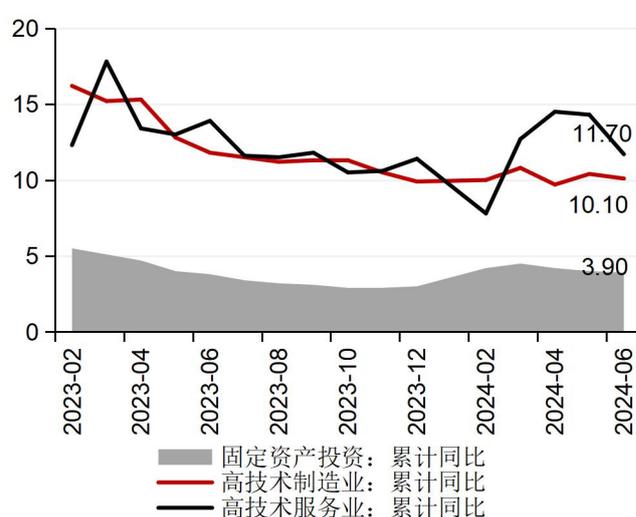
步改善，但融资成本偏高对民营企业投资构成一定制约。然而，新质生产力的加速发展正在形成新支撑，上半年我国高技术制造业投资和高技术服务业投资分别同比增长10.1%和11.7%，高于全部固定资产投资增速6.2和7.8个百分点。

图 16: 全国及民间固定资产投资同比增速 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

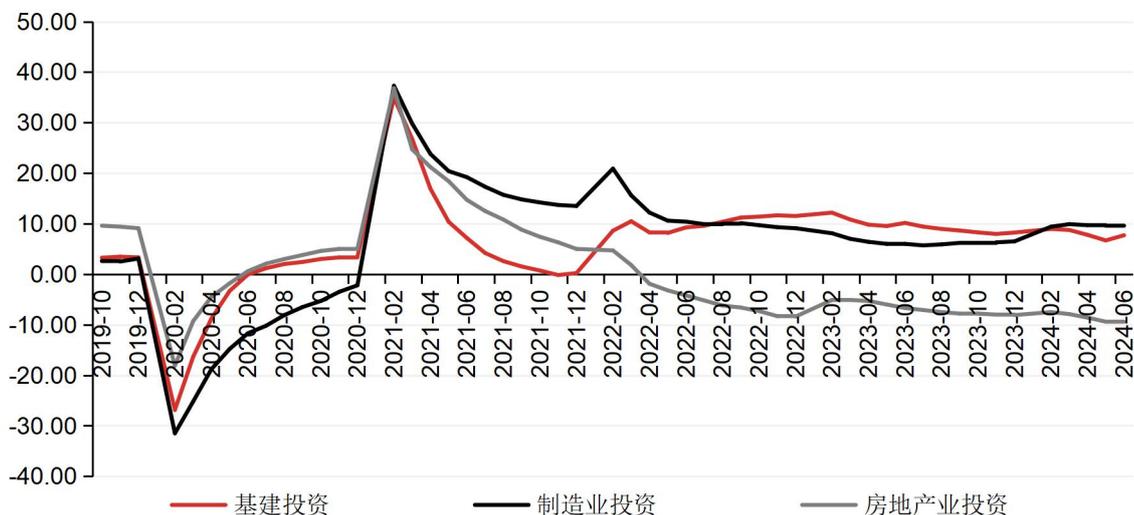
图 17: 高技术制造业和服务业投资累计同比增速 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

从固定资产投资分项来看，6月呈现“制造业投资继续维持韧性，基建投资有所回升，房地产投资仍为拖累”的结构特征。

图 18: 全国三大类投资累计同比增速 (%)



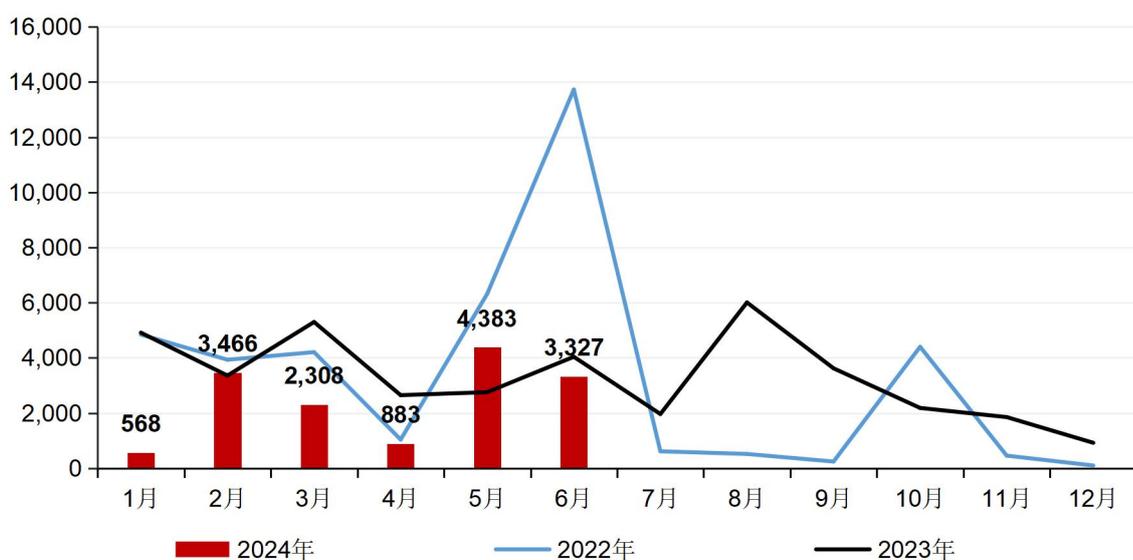
数据来源：WIND、国联期货研究所

对于制造业投资，1-6月累计同比增长9.5%，较前值仅微幅回落0.1个百分点，这一韧性主要得益于出口增长稳健和推动大规模设备更新等政策支持。7月25日，新一轮“以旧换新”政策发布，在设备更新领域有几点变化：第一是扩大设备更新范围，降低申报门槛，不再设置“项目总投资不低于1亿元”；支持项目从“设备更新

以及回收循环利用”进一步扩大至“设备更新以及重点行业节能降碳和安全改造”。第二是明确更新补贴标准，包括船舶、货车、农机、新能源公交车等领域设备更新单位补贴额度。第三是提高贷款贴息比例，中央财政贷款贴息从1%提升至1.5%。政策的落实落细以及9:1的央地共担比例进一步释放出中央加杠杆稳经济的积极信号，也进一步稳固了本轮制造业投资回升的基础，预计制造业投资下半年仍将保持较高增速。

对于基建投资，1-6月基建（广义口径）同比增长7.7%，较前值提升1.02%。分结构来看，中央财政及央企出资较多的领域增速较高，如1-6月航空运输业，电力、热力、燃气及水供应业和去年年底新增万亿国债主要支持的水利投资同比增速分别处于23.7%、24.2%和27.4%的高水平，或与2023年增发国债项目集中开工有关。而受今年上半年专项债发行进度明显慢于往年影响，地方主导的行业则增速偏低，1-6月，道路运输投资和公共设施管理投资同比增速仅分别为-1%和-4.5%。

图 19：中国地方新增专项债发行额（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

不过，从全年的维度来看，为响应4月底政治局会议“加快专项债发行使用进度”的号召，5月起地方政府专项债发行工作开始提速，同时，万亿超长期国债发行计划也公布并开始执行。截至7月底，新增专项债发行进度仅达到40.3%，落后于过去两年，万亿特别国债发行进度为41.8%，预计基本在10月底前完成发行任务，后续8-9月或将迎来政府债券发行高峰。7月30日召开的政治局会议中强调“要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债”，我们预计下半年伴随债券发行加速和项目开工的增加，交通和公共设施建设增速均有望回升，后续关注特别国债和专项债发行速

度，以及项目储备和推进速度。

综合来看，制造业投资后续在政策端，尤其是大规模设备更新和发展新质生产力方面仍有支撑，预计将保持韧性；而基建投资在广义财政发力推动下，增速也有望回升。下半年，消费改善动能相对乏力，而出口对经济的推动或边际转弱，预计下半年经济增长将主要由投资驱动。而制造业和基建投资将继续作为固定资产投资的主要支撑项，推动固定资产投资延续向好态势。

## 七、强化逆周期调节，货币政策框架调整进行时

6月19日，中国人民银行行长潘功胜在2024陆家嘴论坛上提出，保持支持性货币政策立场，优化货币政策调控的中间变量，逐步淡化对数量目标的关注；进一步健全市场化的利率调控机制；逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱；健全精准适度的结构性货币政策工具体系；提升货币政策透明度，健全可置信、常态化、制度化的政策沟通机制，做好政策沟通和预期引导。

具体来看，“支持性”货币政策框架演进方向有以下几点：

表 2：6月19日陆家嘴论坛：中国“支持性”货币政策框架演进方向

序号	调整方向
1	继续优化货币政策中间变量，逐步淡化对数量目标的关注，将从“数量型和价格型调控并行”逐步转向“以价格型调控为主”。
2	央行以短期政策利率(OMO利率)为中枢逐步形成价格型调控为主的货币政策框架：以OMO政策利率为操作目标，通过二级市场国债买卖、逆回购等方式调节市场流动性，将市场短期利率稳定在OMO利率附近，配合利率走廊引导市场形成长期利率。
3	在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖，作为基础货币投放渠道和流动性管理工具以充实货币政策工具箱，与其他工具综合搭配，进而实现增量资金更加精准的投向，共同营造适宜的流动性环境。

数据来源：中国人民银行、国联期货研究所

7月8日至7月25日，中国人民银行又接连发布多份公告：

表 3：7月下旬中国人民银行货币政策工具使用情况

日期	调整
2024年7月8日	即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。

2024年7月22日	即日起，公开市场7天期逆回购操作（OMO）调整为固定利率、数量招标。同时，为进一步加强逆周期调节，加大金融支持实体经济力度，即日起，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.80%调整为1.70%。
	7月贷款市场报价利率（LPR）1年期和5年期利率均下调10个基点。1年期LPR为3.35%，上月为3.45%；5年期以上LPR为3.85%，上月为3.95%。
	下调常备借贷便利（SLF）利率10个基点，自2024年7月22日起，隔夜、7天、1个月常备借贷便利利率分别调整为2.55%、2.70%、3.05%。
	为增加可交易债券规模，缓解债市供求压力，自本月起，有出售中长期债券需求的中期借贷便利（MLF）参与机构，可申请阶段性减免MLF质押品。
	增开2000亿元1年期MLF操作，并调降MLF利率20BP。此次中标利率为2.30%，此前为2.50%。
2024年7月25日	工农中建交五大行同时下调存款挂牌利率。截至7月29日，国有六大行和12家全国性股份制银行完成今年首轮人民币存款挂牌利率下调。本次降息长短利率下调幅度更大，两年、三年、五年期定期存款下调幅度普遍在0.2个百分点。

数据来源：中国人民银行、国联期货研究所

从此轮政策发布背景来看，一方面是对三中全会精神的具体落实，另一方面也体现出“稳增长”的需求，二季度GDP增速较一季度有所回落，此时通过降息和增开MLF操作，传递出加强逆周期调节，稳增长、促发展的政策信号，将带动实体经济融资成本进一步稳中有降，有助于激发信贷需求，促进居民消费和企业投资，同时也有利于稳定银行负债成本，满足金融机构资金需求，提升金融服务实体经济可持续性。

同时，当前外部环境也为国内货币政策的宽松提供了有利条件。7月以来，美国公布的多项经济数据走弱，通胀数据回落，美联储9月降息预期强烈，央行在此时选择降息，对人民币负面冲击较小，利于国内货币政策的宽松。

进一步的，本轮政策发布更是对新货币政策框架的具体实践：

第一，央行宣布将公开市场7天期OMO操作调整为固定利率、数量招标，此前名义上是采用价格招标，但中标利率实际由央行决定。本次明确调整为“数量招标”，利率由央行决定，也进一步强化了7天期OMO利率的政策利率定位。

第二，此次7天期OMO利率调降10BP后，LPR报价同步下调10BP，央行又在3天后的增开MLF操作中下调其中标利率20BP，LPR报价“换锚”，现在的利率传导链条变为“7天期OMO利率→LPR→存贷款利率”，MLF政策利率色彩淡化。这体现了7天期OMO利率作为央行主要政策利率，未来将更多的成为利率调整基准

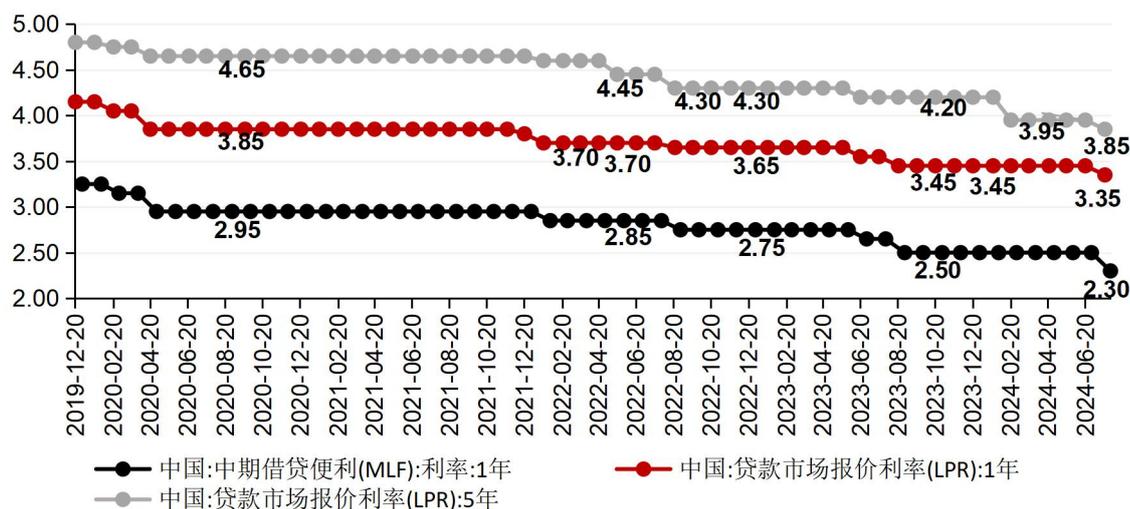
轴，这也符合央行之前“未来 LPR 报价改革——强化 LPR 的最优惠贷款利率地位”的提法。

第三，央行开展临时隔夜正回购或临时逆回购操作，同时将隔夜正、逆回购利率与 7 天期 OMO 利率“绑定”，该机制使市场资金发生波动时，通过正/逆回购调整市场流动性，使 R007 不至于过度向下/上偏离 7 天期 OMO 利率，强化了 7 天期 OMO 利率的影响力，使央行货币政策框架向以 OMO 利率作为中枢的价格型调控进一步靠拢。

7 月 22 日 SLF 利率跟随 7 天期 OMO 利率同步下调 10BP，一方面，降低银行资金成本，缓解由于 LPR 下降导致的息差缩小的压力；另一方面，收窄了利率走廊，有利于给市场传递更加清晰的货币政策信号。未来中国利率走廊宽度仍有较大的收窄空间。

第四，今年以来，受长期债券供给偏慢及市场上优质投资标的短缺等因素影响，长债收益率持续较快下行，央行此前也多次提醒“注意长债风险”。因此央行此次阶段性减免 MLF 质押品，能够有效释放市场存量长期债券，进一步调整债券市场供求。与此同时，MLF 利率与 7 天期 OMO 利率和 LPR 利率的非对称下调，也是让其与政策利率保持合理利差，引导国债收益率曲线形态回归正常。

图 20：MLF 及 LPR 利率（%）

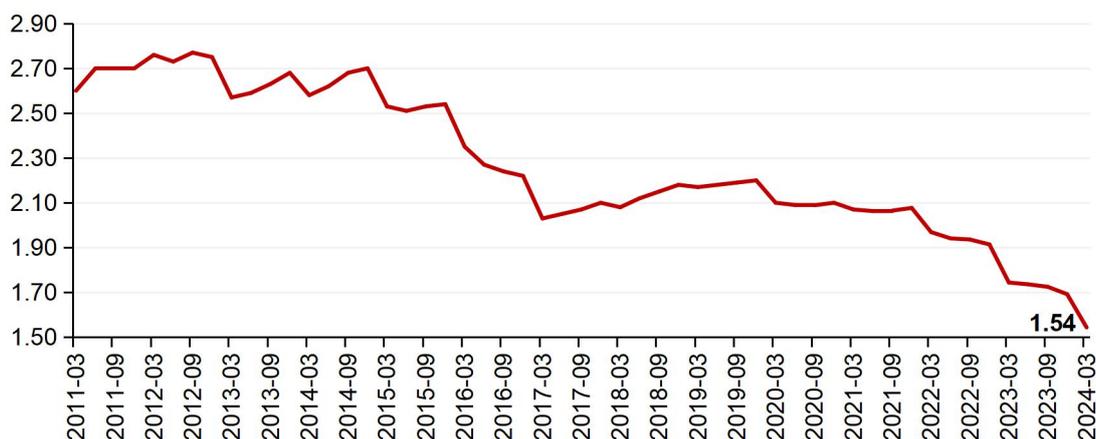


数据来源：WIND、国联期货研究所

而六大行及股份制银行存款利率快速跟随贷款利率下调，则是银行根据市场资金供求变化和自身经营情况作出的市场化调整行为。一方面，在经济修复缓慢背景下，当前有效信贷需求不足，居民、企业加杠杆意愿较弱，信贷在银行系统内淤积，向实

体传导不畅，调降存款利率有利于改善银行资产负债表，提高银行体系抗风险能力。另一方面，“517”地产新政出台后，各地新发房地产贷款利率普遍下降，预计二季度银行净息差将继续收窄，银行经营压力加大，因此下调存款利率对冲 LPR 利率调降的必要性有所增强。

图 21：中国商业银行净息差（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

总体来说，在美联储降息预期升温，国内宏观经济修复波折，三中全会明确表示要“坚定不移实现全年经济社会发展目标”的背景下，央行此次降息等措施释放了稳增长信号，同时也指向央行明确将 7 天期 OMO 利率锚定为政策利率，这会提升利率市场短期利率向长期利率传导的效率，也有利于未来央行对债券公开市场供求关系乃至市场流动性的把握更为精细，保持正常向上倾斜的收益率曲线以及市场对投资的正向激励作用。

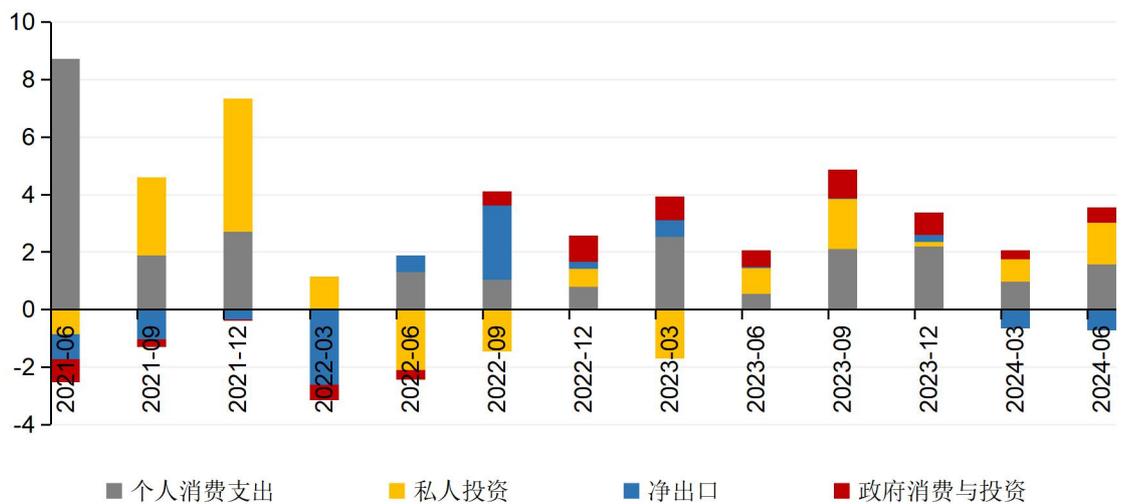
展望未来，7 月底政治局会议在货币政策方面，提出“要综合运用多种货币政策工具，……，促进社会综合融资成本稳中有降”。虽然当前我们面对的外部环境不利因素增多，受到内外部息差收窄和汇率的掣肘，但降准降息仍是政策的可选项。（1）当前通过约束银行“手工补息”高息揽储、适当增加人民币汇率双向波动弹性遏制套息交易等方式，能够减轻货币政策内外约束，扩大政策空间；（2）预计 7-12 月政府债券月均新增规模高达约 0.9 万亿元，为避免短期流动性紧张和利率波动过大，央行降准配合财政政策发力仍存在必要性；（3）结构性工具将继续坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”基本原则，作为常规总量工具的有益补充，并加大对设备更新、消费品以旧换新及地方政府“收储”存量商品房的金融支持。同时，利率调控框架转型是一个长期过程，目前政策利率的培育、政策利率与市场利率关系的梳理已初见成

效，下一阶段可能进一步完善“从政策利率/市场利率向存贷款利率的传导机制”与“从存贷款利率向实体经济的传导机制”。

## 八、美国通胀边际降温，9月进入降息关键窗口期

美国二季度实际 GDP 年化季环比初值为 2.8%，相较于一季度 1.4% 的增速有显著提升。从结构上来看，居民消费虽有放缓，但仍是二季度 GDP 环比强劲增长的主要驱动力，其次是非住宅投资和私人部门补库为经济提供支撑。(1) 消费方面，二季度市场对美联储降息预期大幅提升，美股上涨，由此产生的财富效应或可部分解释居民消费的走强。而消费韧性进一步推动了批发业和零售业等美国私人部门补库；(2) 私人投资的回升则主要依靠设备投资拉动，一方面美国今年进入补库周期，另一方面前期拜登政府推出的“美国就业计划”对制造业和建筑业投资的刺激正逐步转化为设备投资。

图 22：美国 GDP 各分项对 GDP 的环比拉动（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

由此可见，美国经济仍具韧性，并无明显失速风险。不过，预计三季度美国经济动能将边际减弱，居民消费、私人投资表现及财政支持或将不及二季度，二季度将是美国经济增速全年高点。

第一，当前美国就业市场转冷、薪资增速回落，美国居民消费趋势总体仍为降温。美国 6 月失业率 4.1%，达 2021 年 12 月以来新高；6 月新增非农就业人口 20.6 万人，较 5 月回落；平均时薪同比增长 3.9%，自 2021 年以来首次跌破 4%。美国居民工资增速的放缓，叠加信用卡贷款利率仍处历史高位、超额储蓄消耗等因素，未来

美国整体居民消费能力及意愿均将受到抑制。

图 23：美国就业状况



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 24：美国薪资变动情况 (%)



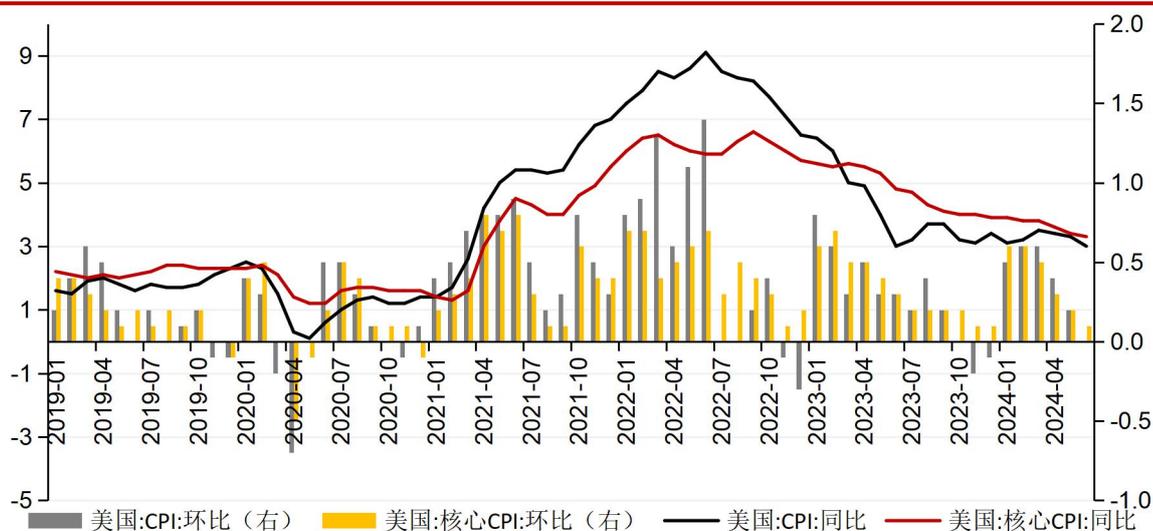
数据来源：WIND、国联期货研究所

第二，当前高利率环境延续，叠加未来居民消费大概率走弱，美国下半年私人投资或面临压力。美国私人投资进一步可以拆分为非住宅投资、住宅投资和库存变化。向后看，一方面，受高利率和高房价双重影响，美国房屋销售难见起色，6月新屋及成屋销售环比增速为负，且均呈连续下降态势，受销售偏弱影响，住宅投资在未来1-2个季度有继续走弱的可能。另一方面，若未来美国居民消费走弱，则私人部门补库或有放缓，设备投资也会部分受其负面影响。

第三，6月美国国会预算办公室(CBO)上调美国2024财年赤字率预测1.4个百分点至7%，因此美国财政在下半年可能仍有所发力。不过，美国财政部数据显示，截至7月25日，联邦政府债务规模已无限逼近35万亿美元关口，在高企的公共债务压力下，财政支持对经济的助力或有限，此前通过大量财政扩张来托举经济的情况将难以再现。

通胀方面，“边际改善”仍将是接下来的主线。美国6月核心PCE同比增长2.6%，为2021年3月以来最低；6月核心CPI同比增长3.3%，达2021年4月以来最低；通胀全面降温，但均未达到美联储此前设置的2%通胀目标。当前核心服务粘性较强仍是通胀下行速度受限的主要原因，而房租和薪资增速则是核心服务的主要支撑。

图 25：美国通胀情况（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

向后看，随着就业市场向常态化回归，预计新增就业人数和薪资水平均难以大幅上升，这将直接限制居民的消费能力和意愿，从而推动核心通胀下行。然而，需要注意的是，租房服务在核心服务项中占比较大，在当前高利率和高房价背景下，美国房屋销售受到抑制，租房需求或有支撑，这将延长新租约租金下降体现在整体通胀中所需的时间。

因此，预计下半年美国整体通胀将有所降温，但核心 PCE 回归至美联储认为的合意状态仍有难度。当前美国整体经济未出现失速风险，尚能为美联储提供观察数据的时间窗口，预计 9 月美联储进入降息窗口期，届时全球流动性将出现改善，各国货币政策操作空间相应打开。

但需注意的是，由于美国大选、美国财政预算及美联储降息总空间等因素仍具有不确定性，美联储降息与美元指数、美债收益率走势不一定呈简单线性相关态势，这对下半年全球资本市场提出挑战，预判难度将加大。

## 九、总结和展望

二季度以来，房地产市场低迷和内需不足仍是制约经济全面复苏的关键因素，经济增速较一季度有所放缓。在消费、投资和净出口三架马车中，消费对 GDP 的贡献率下降，净出口贡献率与一季度基本持平，而投资贡献率显著上升，反映出前期政策干预部分已逐渐进入实物工作量阶段。

二季度经济增速有所放缓的背景下，7 月政治局会议对当前经济形势判断乐观程

度下降，指向经济短期面临一定压力。鉴于此，会议认为针对当前“发展中、转型中的问题”，政策要做好短期逆周期和长期调结构的平衡，既要强化宏观调控力度，积极应对下半年经济下行压力；同时，也需坚定推进结构性改革，确保经济转型的平稳过渡。下一个阶段，稳增长目标优先序可能会提前，预计会有一轮稳增长政策出台。存量措施方面，将继续推动设备更新和消费品以旧换新等；增量政策方面，财政政策有进一步加码的可能性，以支持房地产去库存、大规模设备更新取得积极进展。

展望后市，由于居民资产负债表及居民收入中枢短期内较难有显著快速改善，仍将在一定程度上抑制居民消费增速；外部环境不确定性的增强或导致出口对经济的拉动边际放缓。下一个阶段的经济增长将主要由投资驱动，预计制造业投资在大规模设备更新和发展新质生产力等方面的政策支持下维持较高增速；基建投资随着专项债及特别国债等广义财政加速落地并形成实物工作量的助力下增速或有回升。

## 免责声明

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

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600