

2024 年 09 月 18 日

## 南华宏观研究团队报告 经济持续放缓，亟需政策出台

### 核心观点：

8 月份的经济数据显示出以下特征：

**生产持续放缓：**随着国内外需求逐步走弱，工业增加值当月同比增速逐步下滑。如果内需持续走弱，外需持续边际放缓，需要警惕生产逐步向需求收敛，经济可能走向更低水平的均衡。

**消费表现偏弱：**消费受居民就业和收入的影响，表现偏弱。当前居民和企业部门陷入负向循环，很难单靠市场自身力量走出困境，或许需要外部力量打破这种负向循环。

**出口韧性较强：**受美国补库周期持续、欧洲消费回暖、低基数等因素影响，出口表现相对强劲。然而，从海外经济体逐步走弱和航运相关高频指标环比下降的趋势来看，未来出口增速可能难以持续位于高位。

**地产仍然筑底：**房地产市场正处于传统的“金九银十”旺季，但短期内市场可能仍处于筑底阶段。二手房市场延续了以价换量的趋势，挂牌量的增加可能对新房销售产生一定的挤出效应。

8 月份经济数据持续偏弱，居民需求持续收缩，企业生产和投资持续放缓，核心 CPI 下降至历史相对低点，M1 同比持续走弱，M2-M1 剪刀差创下 2019 年 6 月以来的新高。为了实现全年的经济增速目标，需要出台稳增长政策，而 9 月和 10 月可能是政策出台的最佳时机。未来的政策发力可能仍需聚焦于修复居民需求。

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧：  
投资咨询证号：Z0000505

潘响：  
期货从业证号：F03107845

请务必阅读正文之后的免责条款部分

# 目录

## 章节

1. 经济持续放缓，亟需政策出台 .....	1
------------------------	---

## 目录

### 图表

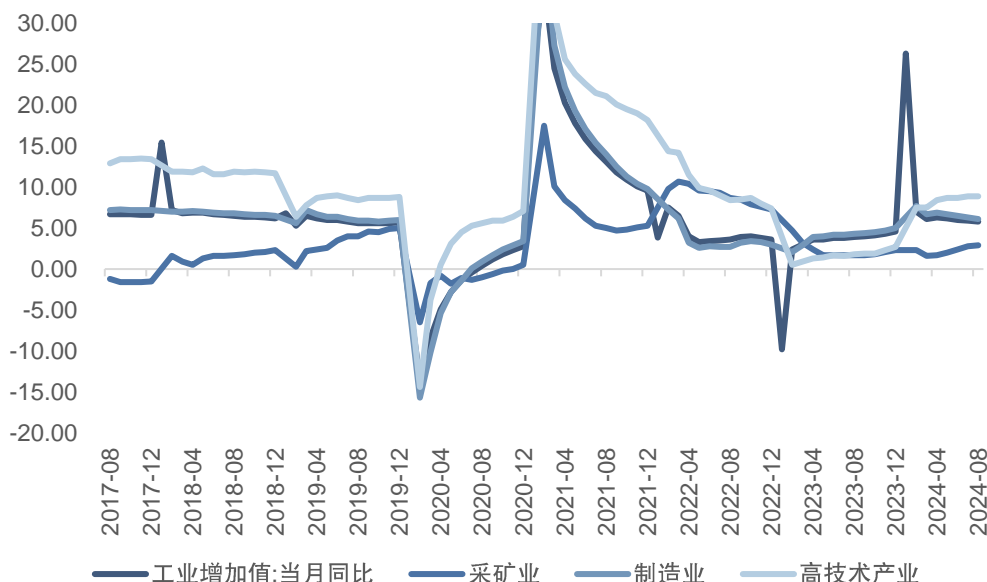
图 1.1: 工业增加值当月同比增速在逐步下滑 (%) .....	1
图 1.2: 分行业工业增加值当月同比情况 (%) .....	1
图 1.3: 消费持续走弱 (%) .....	2
图 1.4: 商品零售、餐饮收入表现偏弱 (%) .....	2
图 1.5: 可选消费品大部分分项均同比下滑 (%) .....	3
图 1.6: 消费受居民就业、收入的影响表现偏弱 (%) .....	4
图 1.7: 固定资产投资分产业情况 (%) .....	5
图 1.8: 固定资产投资分行业情况 (%) .....	5
图 1.9: 出口韧性相对较强 (%) .....	6
图 1.10: 主要国家及地区出口情况 (%) .....	6
图 1.11: 全球制造业 PMI 多月位于荣枯线以下 (%) .....	7
图 1.12: 集装箱运价指数环比回落.....	7
图 1.13: 波罗的海运费指数环比有所下降.....	8
图 1.14: 市场可能仍处于筑底阶段.....	8
图 1.15: 二手房延续以价换量趋势.....	9
图 1.16: 制造业 PMI 持续承压 (%) .....	10

# 1. 经济持续放缓，亟需政策出台

## 1.1 生产持续放缓

当前随着国内外需求的逐步走弱，工业增加值当月同比增速在逐步下滑。8月份工业增加值当月同比增速为4.5%，较上月下降了0.6个百分点，低于市场预期。具体分行业来看，上游采矿业表现较强，而制造业的同比增速在逐步下行。不论是原材料制造、装备制造还是消费制造，与前期相比均表现偏弱。然而，与新质生产力相关的有色冶炼、运输设备制造、电子设备制造等行业的同比增速仍然维持在相对较高的水平。同时，高技术行业的景气度当月同比仍然保持在较高水平，这也表明经济仍处于新旧动能转换的时期。未来如果内需持续走弱，外需持续边际放缓，需要警惕生产逐步向需求偏弱的方向收敛，经济可能走向更低水平的均衡。

图 1.1：工业增加值当月同比增速在逐步下滑（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2：分行业工业增加值当月同比情况（%）

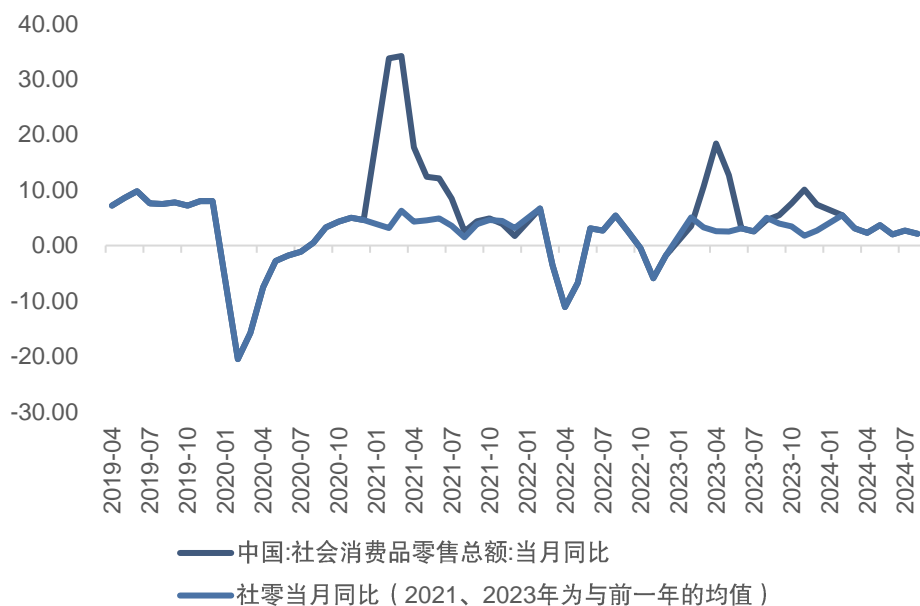
板块	工业增加值当月同比（%）	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	较上月相比	出口依赖
原材料制造	化学原料及化学制品制造业	5.90	8.60	9.20	12.70	12.30	9.10	11.00	9.60	-2.70	16
原材料制造	橡胶和塑料制品业	5.40	7.30	8.60	8.60	10.50	5.30	9.90	7.40	-1.90	27
原材料制造	非金属矿物制品业	-5.50	-2.90	-0.40	-0.60	-1.50	-2.80	0.30	-0.60	-2.60	8
原材料制造	黑色金属冶炼及压延加工业	-2.10	-1.50	3.30	3.90	2.00	3.30	2.10	5.10	-0.60	16
原材料制造	有色金属冶炼及压延加工业	6.60	9.40	10.20	9.30	11.40	11.20	12.90	10.20	-2.80	16
装备制造	金属制品业	9.70	9.30	6.40	6.60	5.90	1.50	7.30	6.00	0.40	16
装备制造	通用设备制造业	2.20	3.20	3.40	2.40	3.70	0.00	4.60	0.80	-1.00	28
装备制造	专用设备制造业	2.90	2.50	3.40	2.10	2.00	0.90	3.60	1.90	0.40	26
装备制造	汽车制造业	4.50	4.40	6.80	7.60	16.30	9.40	20.00	20.70	0.10	26
装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	12.00	12.70	13.10	11.80	13.20	8.60	5.60	12.70	-0.70	23
装备制造	电气机械及器材制造业	2.60	2.80	4.40	3.90	5.80	4.80	10.10	10.20	-0.20	34
装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造业	11.30	14.30	11.30	14.50	15.60	10.60	9.60	10.60	-3.00	66
消费制造	农副食品加工业	-0.10	0.20	0.90	-0.90	1.20	5.20	-0.80	-0.50	-0.30	5
消费制造	食品制造业	6.90	7.10	4.80	3.50	4.80	4.90	4.40	3.80	-0.20	4
消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	5.20	2.70	7.20	5.10	3.80	4.00	2.10	4.80	-2.50	4
消费制造	纺织业	4.40	5.90	5.10	5.30	6.60	2.50	1.70	2.10	-1.50	46
消费制造	医药制造业	2.80	1.50	6.20	4.00	4.90	3.10	-3.30	-8.10	-1.30	5

资料来源：Wind 南华研究

## 1.2 居民、企业陷入负向循环

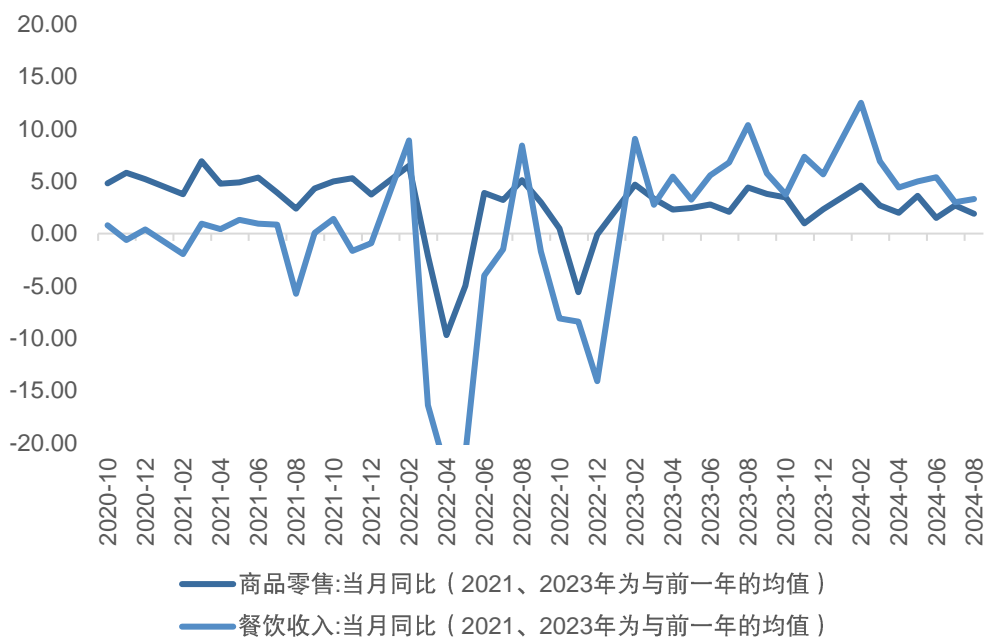
本月消费持续走弱，8月份社会消费品零售总额当月同比增速为2.1%，较上月下降了0.6个百分点，低于市场预期。今年以来，社零当月同比增速持续下滑，之前表现较强的餐饮收入也呈现震荡下行的趋势。商品零售当月同比增速为1.9%，较上月下降了0.8个百分点。

图 1.3：消费持续走弱（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.4：商品零售、餐饮收入表现偏弱（%）

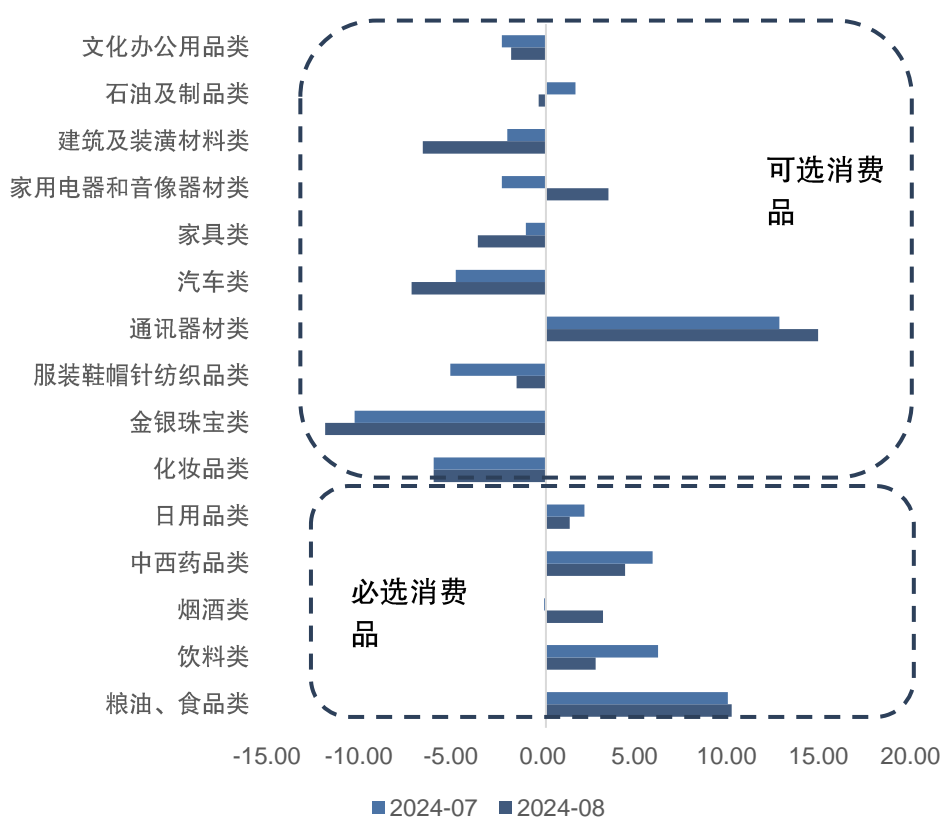


资料来源：Wind 南华研究

具体来看商品零售各品类数据，必选消费品表现相对较强，主要受到暑假户外消费的影响，粮油食品等分项表现较好。然而，可选消费品当月同比大幅下降，大部分分项均出现同比下滑，除了通讯器材类和家用电器、音响器材类表现较为亮眼。通讯器材类和家用电器、音响器材类的表现较强主要受到以旧换新政策的影响。

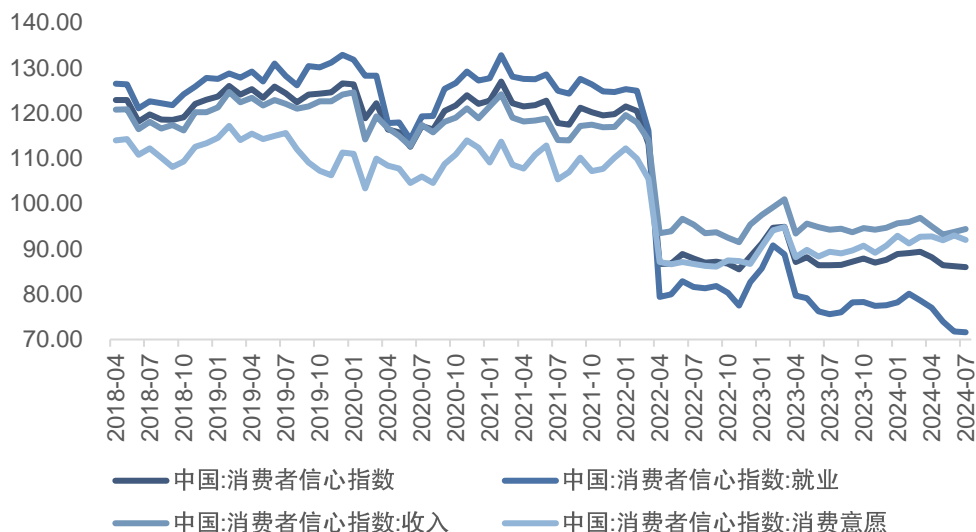
总体来看，消费仍受居民就业和收入的影响，表现偏弱。当前居民和企业部门陷入负向循环，居民收入受损，导致消费降低。与此同时，企业端随着居民需求走弱，生产和投资增速逐步下滑。为了维持利润，企业开始降低成本，进一步降低居民收入，使得内需持续疲软。居民和企业端的负向循环很难单靠市场自身的力量打破，可能需要外部力量来改变这种负向循环。

图 1.5：可选消费品大部分分项均同比下滑（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.6：消费受居民就业、收入的影响表现偏弱（%）

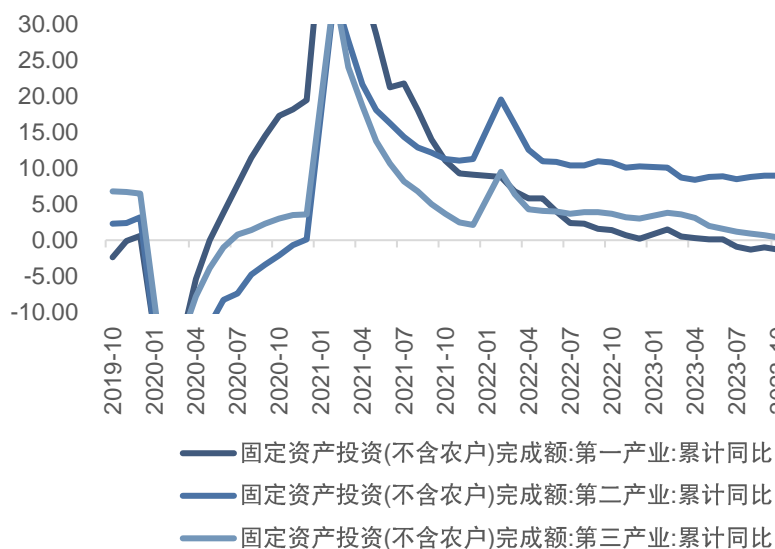


资料来源：Wind 南华研究

### 1.3 投资增速也在逐步放缓

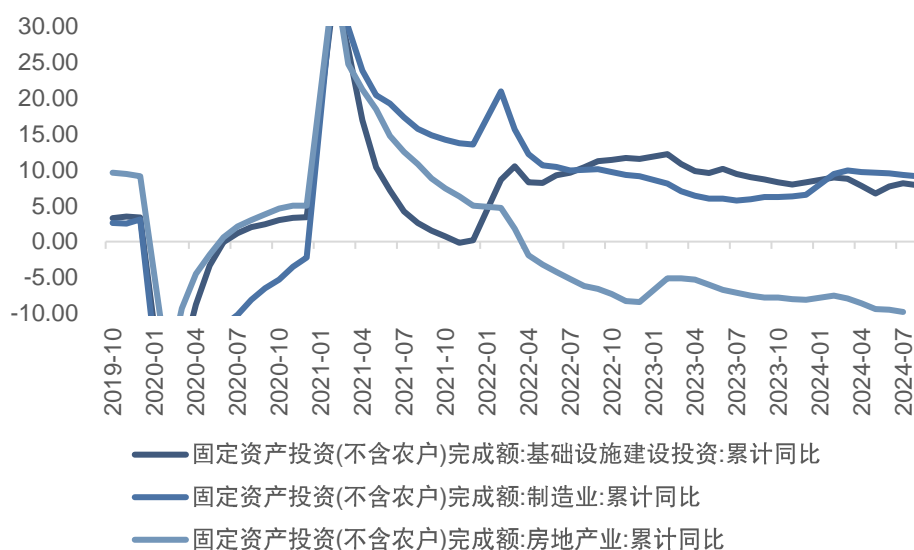
投资增速也在逐步放缓，8月份固定资产投资完成额累计同比增速为3.4%，较上月下降了0.2个百分点。按产业来看，8月份第一产业累计同比增速为2.9%，较上月下降了0.4个百分点；第二产业累计同比增速为12.1%，较上月下降了0.4个百分点；第三产业累计同比增速为-0.8%，降幅较上月扩大了0.1个百分点。相对于其他产业，第二产业总体仍表现较强。按行业来看，8月份基建投资累计同比增速为7.87%，较上月下降了0.27个百分点；制造业投资累计同比增速为9.1%，较上月下降了0.2个百分点。基建投资持续下滑，但近期的社融数据显示财政发力有所加快，未来基建投资增速可能会得到一定的支撑。

图 1.7：固定资产投资分产业情况（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.8：固定资产投资分行业情况（%）



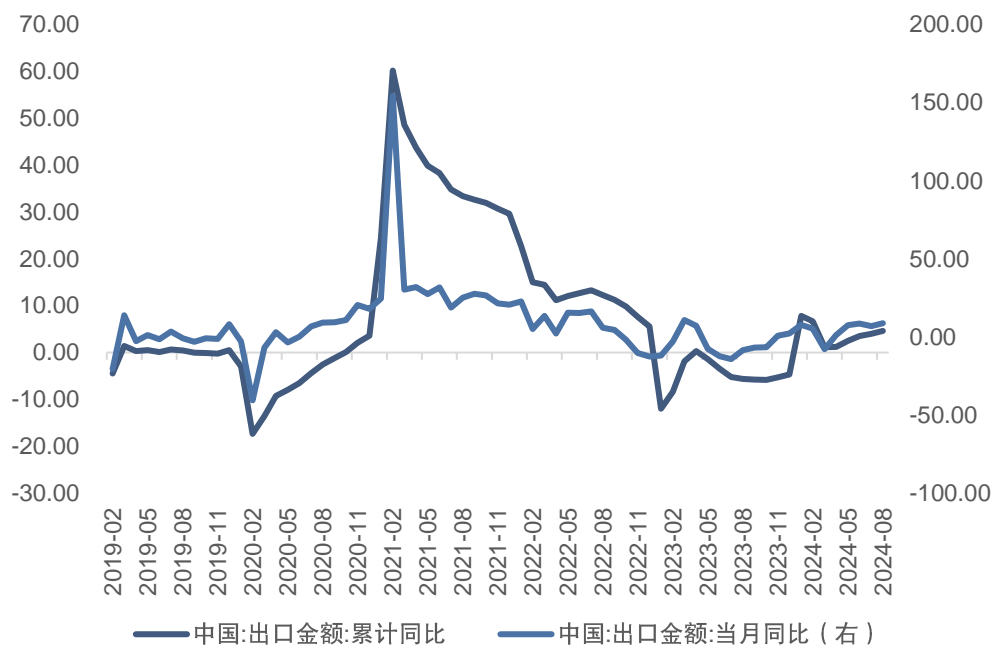
资料来源：Wind 南华研究

#### 1.4 出口韧性相对较强

在前8个月，我国货物贸易保持增长，进出口总值达到28.58万亿元，同比增长6%。而中国8月份的出口（以美元计价）同比增长了8.7%，进口增长了0.5%。出口表现相对较强，主要受到美国补库周期持续、欧洲消费回暖、低基数等因素的影响。



图 1.9：出口韧性相对较强（%）



资料来源：Wind 南华研究

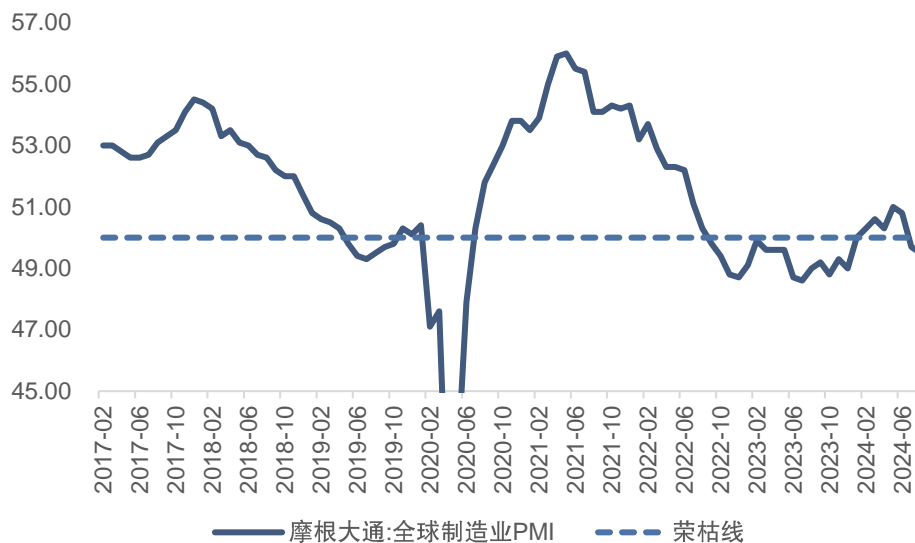
图 1.10：主要国家及地区出口情况（%）

时间	主要国家及地区出口金额累计同比(%)								
	美国	欧盟	东盟	日本	韩国	中国香港	中国台湾	澳大利亚	俄罗斯
2024-08	2.80	0.70	10.60	-5.50	-2.40	10.40	12.40	-4.40	0.40
2024-07	2.40	-1.10	10.80	-6.30	-3.10	10.70	13.30	-4.50	-1.10
2024-06	1.50	-2.60	10.70	-6.30	-3.70	10.60	11.60	-4.90	-0.80
2024-05	0.20	-3.90	9.70	-7.70	-5.30	10.80	8.50	-6.20	-1.80
2024-04	-1.00	-4.80	6.30	-9.20	-7.40	11.00	4.30	-7.70	-1.90
2024-03	-1.30	-5.70	4.10	-8.70	-9.30	10.70	5.20	-8.90	2.60
2024-02	5.00	-1.30	6.00	-9.70	-9.90	16.40	4.40	-7.50	12.50
2024-01	-1.80	-6.30	18.20	0.40	0.10	48.50	28.80	-12.40	15.00
2023-12	-13.10	-10.20	-5.00	-8.40	-7.20	-6.30	-16.00	-5.30	46.90
2023-11	-13.80	-11.00	-5.50	-8.60	-7.80	-7.10	-17.10	-4.80	50.20
2023-10	-15.40	-10.60	-5.30	-8.60	-8.20	-8.00	-19.00	-4.20	52.20

资料来源：Wind 南华研究

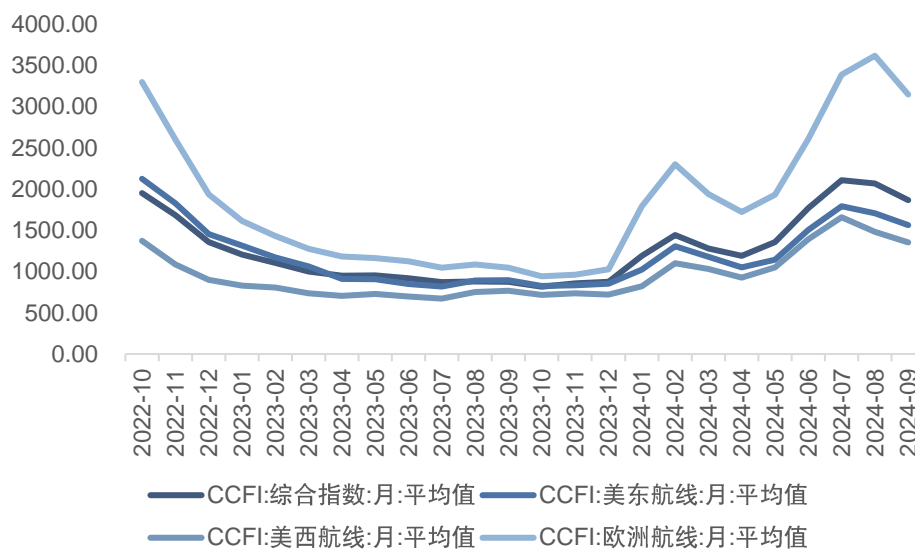
然而，我们认为未来出口涨幅可能会有所走弱。主要原因是当前海外经济体逐步走弱，8月份全球制造业PMI为49.5%，较上月下降了0.2个百分点，连续多个月位于荣枯线以下。同时，从航运相关的高频指标来看，集装箱运价指数环比出现回落，波罗的海运费指数相较于上月也出现边际回落趋势。总体来看，未来出口增速可能很难持续位于高位。

图 1.11：全球制造业 PMI 多月位于荣枯线以下（%）



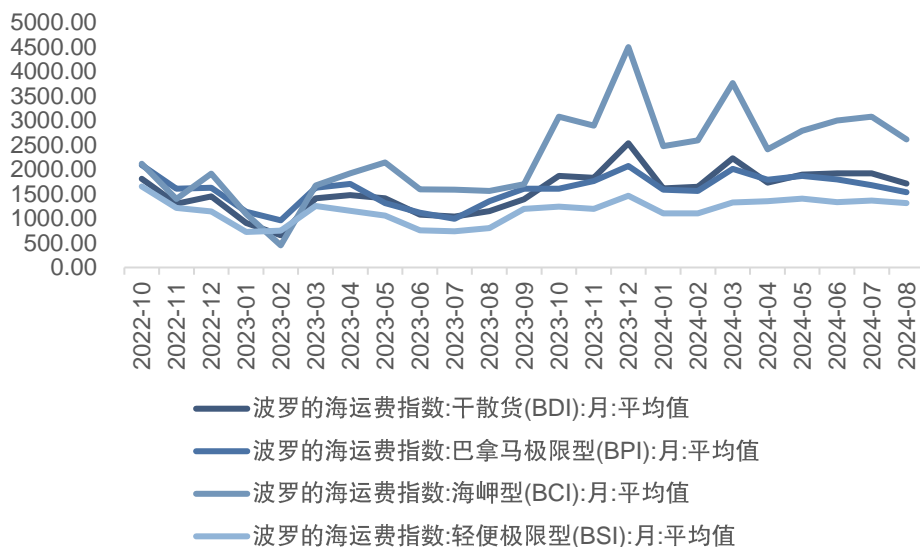
资料来源：Wind 南华研究

图 1.12：集装箱运价指数环比回落



资料来源：Wind 南华研究

图 1.13：波罗的海运费指数环比有所下降

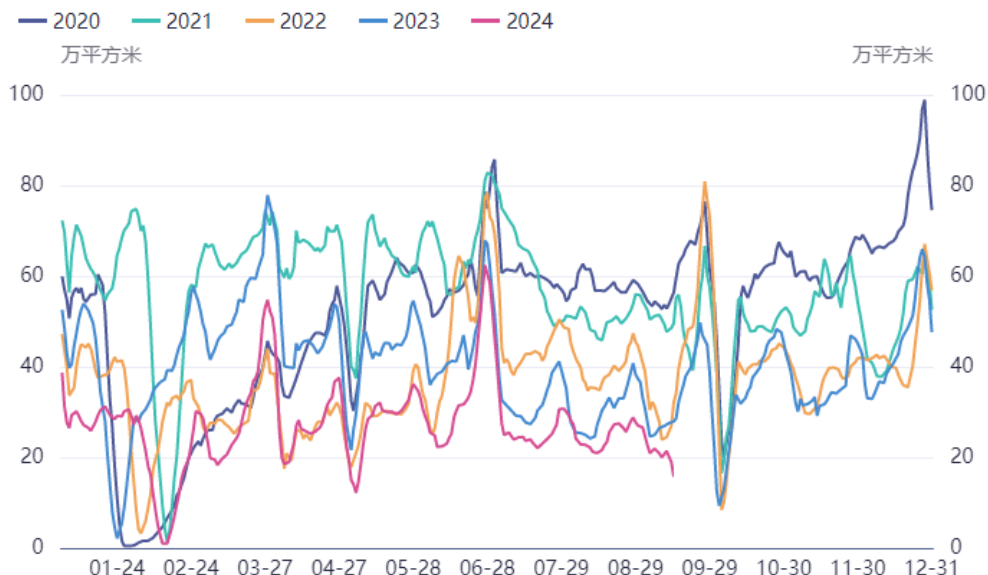


资料来源：Wind 南华研究

### 1.5 地产仍处于筑底阶段

尽管房地产市场正处于传统的“金九银十”旺季，但从30个大中城市的商品房成交面积来看，9月初地产新房销售表现并不如市场预期。居民端观望效应较为明显，而房价预期仍处于下行通道中。短期内，市场可能仍处于筑底阶段。

图 1.14：市场可能仍处于筑底阶段

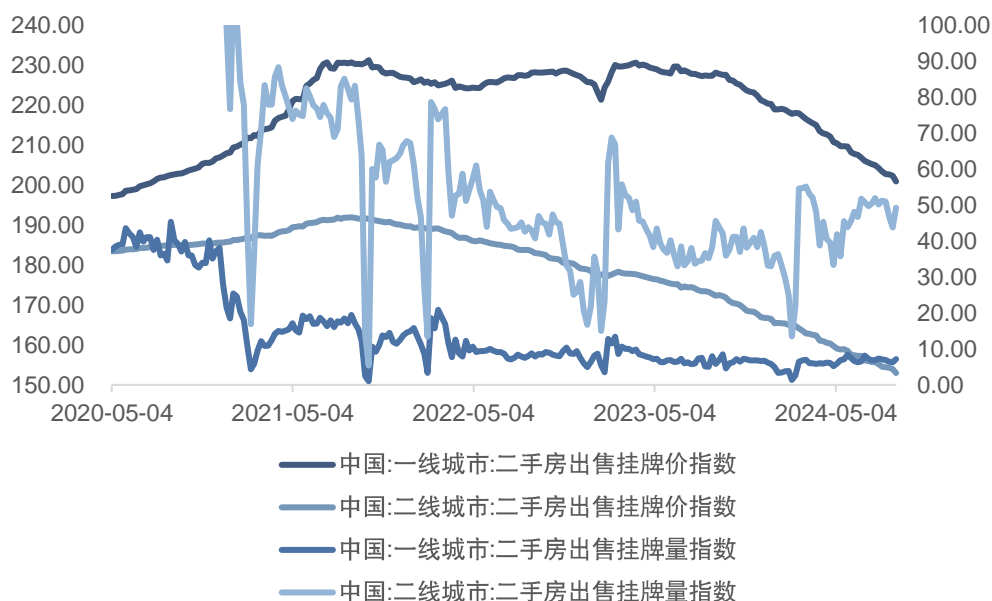


资料来源：Wind 南华研究

从二手房市场来看，二手房市场仍在延续以价换量的趋势。一线和二线城市二手房挂牌价仍处于下行趋势中，近期挂牌量有所增加。挂牌量的增加可能会对新房销

售产生一定的挤出效应。

图 1.15：二手房延续以价换量趋势

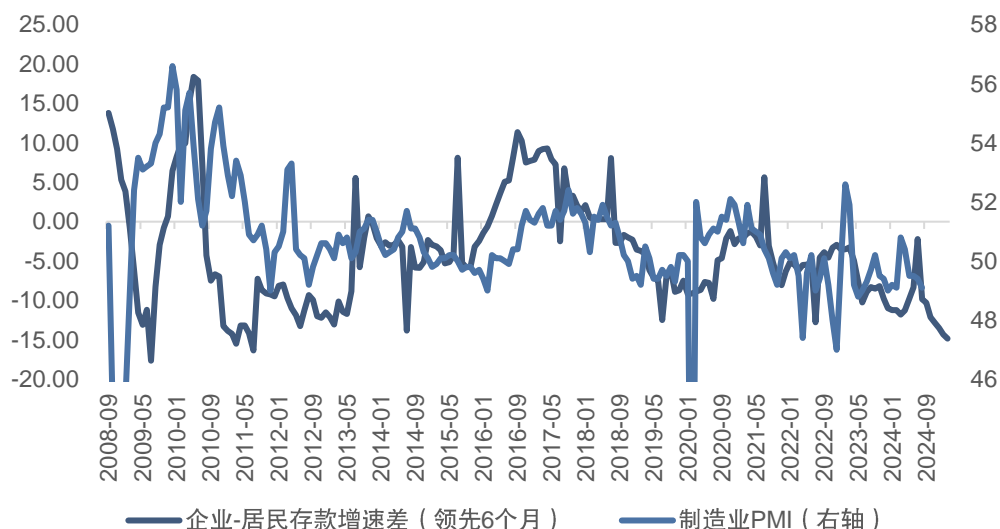


资料来源：Wind 南华研究

## 1.6 期待稳增长政策出台

8月份的经济数据持续偏弱，居民需求持续收缩，企业生产和投资持续放缓。核心CPI下降至历史相对低点，M1同比增速持续走弱，M2-M1剪刀差创下2019年6月以来的新高。从居民存款增速差的角度来看，未来制造业PMI可能会持续承压。我们之前提到三季度的经济数据比较重要，如果三季度的经济数据持续偏弱，那么想要完成全年的经济增速目标，四季度的经济压力可能会较大。从7月和8月的经济数据来看，三季度的经济同比增速可能会相对较弱，因此亟需稳增长政策出台。

图 1.16: 制造业 PMI 持续承压 ( % )



资料来源: Wind 南华研究

目前来看，决策层总量政策仍然维持定力，但我们也能看到决策层对短期经济稳增长的关注。国家主席在甘肃调研期间罕见地强调了对三季度末和四季度经济工作的重视，表示要努力完成全年经济社会发展目标任务。此前中央政治局会议也提出了“及早储备并适时推出一批增量政策举措”，这可能意味着9月和10月是政策出台的最佳时机。目前市场主要期待存量房贷款的降息以及国债的增发。存量房贷款的降息可能在一定程度上修复居民的资产负债表，但目前银行的净息差持续收窄，银行对居民部门的让利空间有限。

总体来说，当前短期内经济的主要矛盾可能在于居民和企业部门的负向循环。要打破这个循环，需要出台针对居民资产负债表的强有力的修复政策，未来政策的发力点可能仍然需要聚焦于修复居民部门的需求。

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货营业网点

