

2024年中国经济的韧性体现在哪里？

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

【 01 】 二季度中国经济增长分析

【 02 】 下半年中国经济增长预判

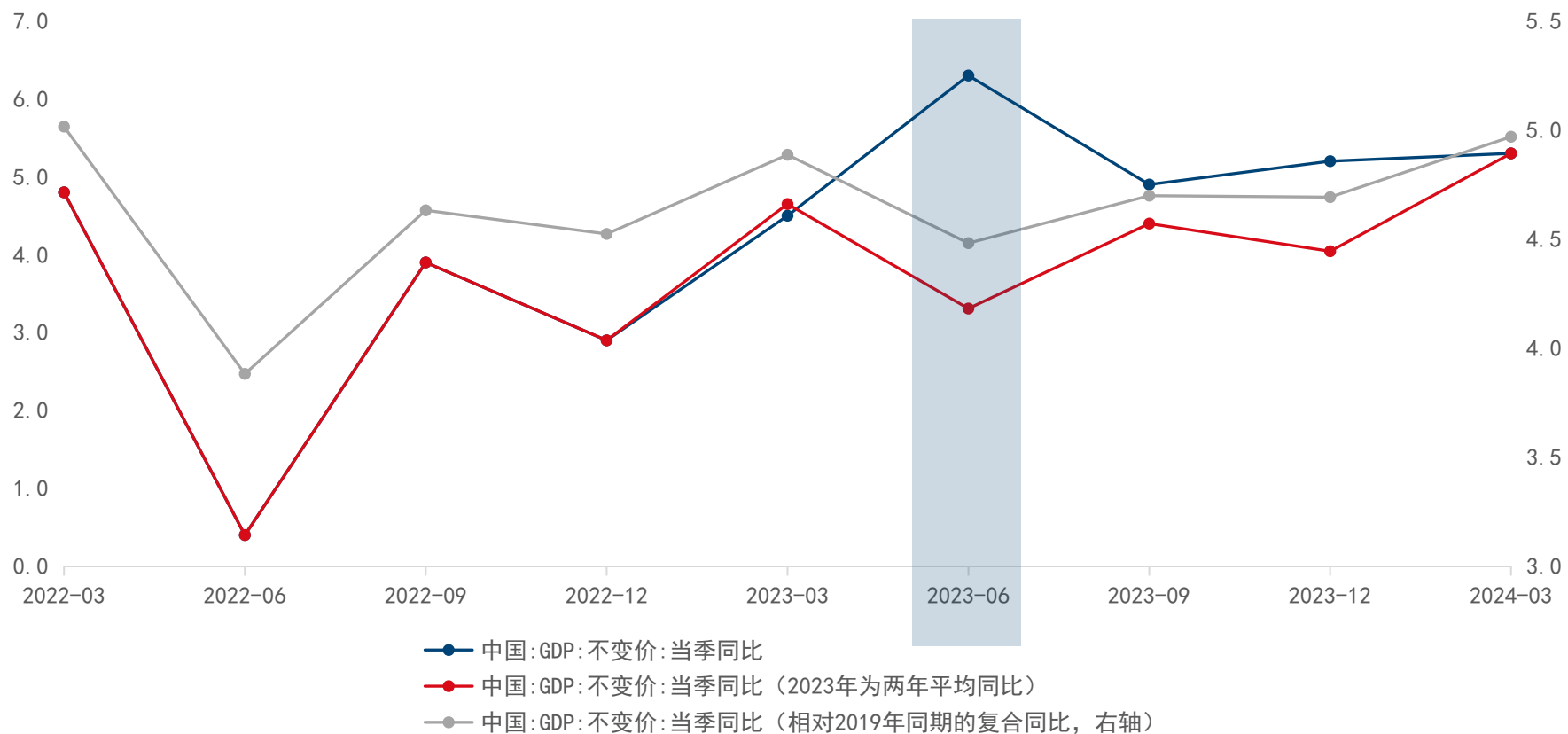
• 二季度中国经济增长分析

- 二季度中国经济增速或不存在的明显的低基数效应；
- 二季度中国消费和投资边际走弱的原因分析；

2023年二季度中国GDP同比增速偏高还是偏低？

- 2023年二季度中国不变价GDP同比是全年最高水平；
- 两年平均同比以及相对2019年同期的复合同比显示2023年二季度中国GDP同比增速偏低；

图1：中国不变价GDP当季同比一览

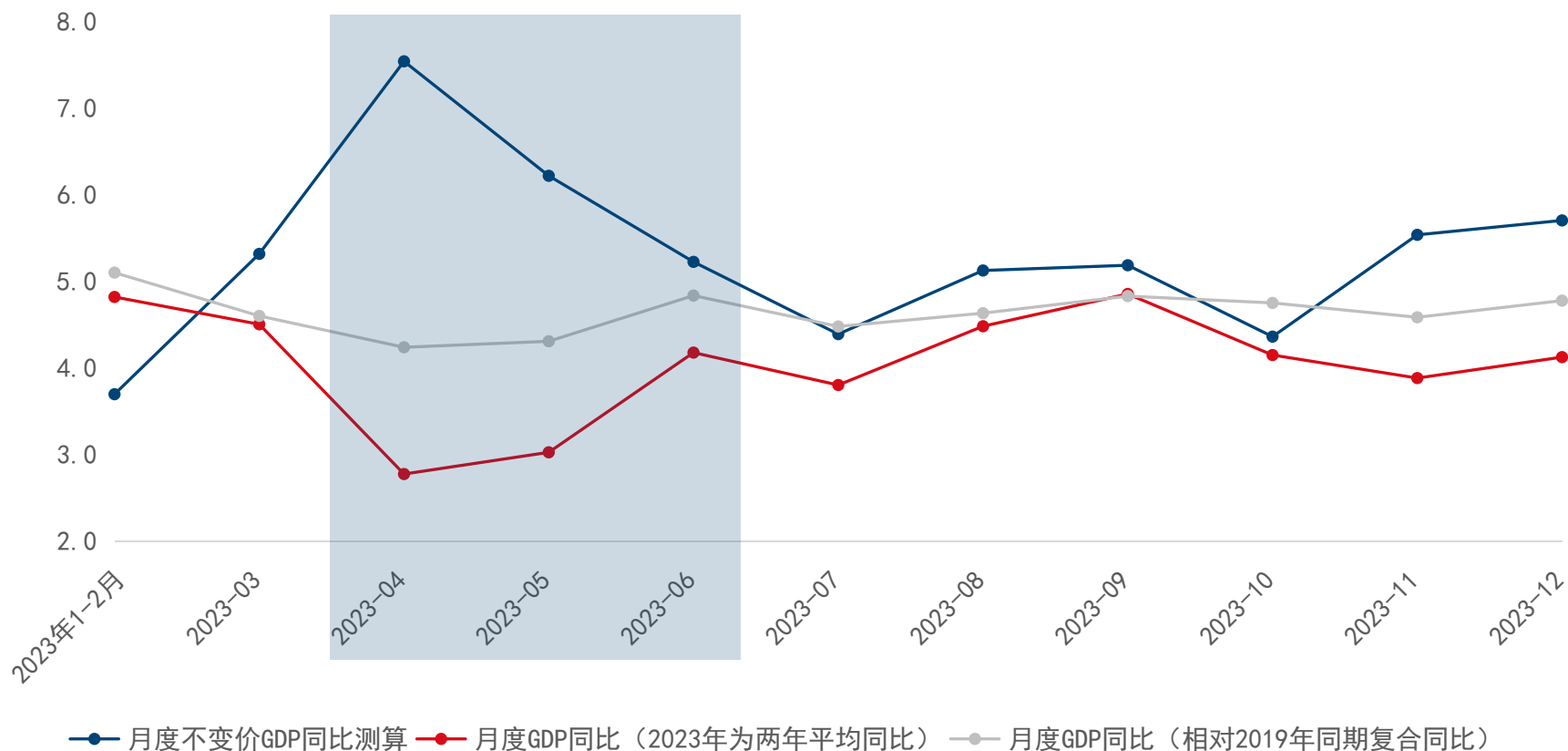


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023年二季度中，4月经济增长或最弱

- 经测算（基于生产法），2023年4月中国不变价GDP月度同比的两年平均同比和相对2019年同期的复合同比均处于年内最低点；

图2：中国不变价GDP月度同比测算结果一览

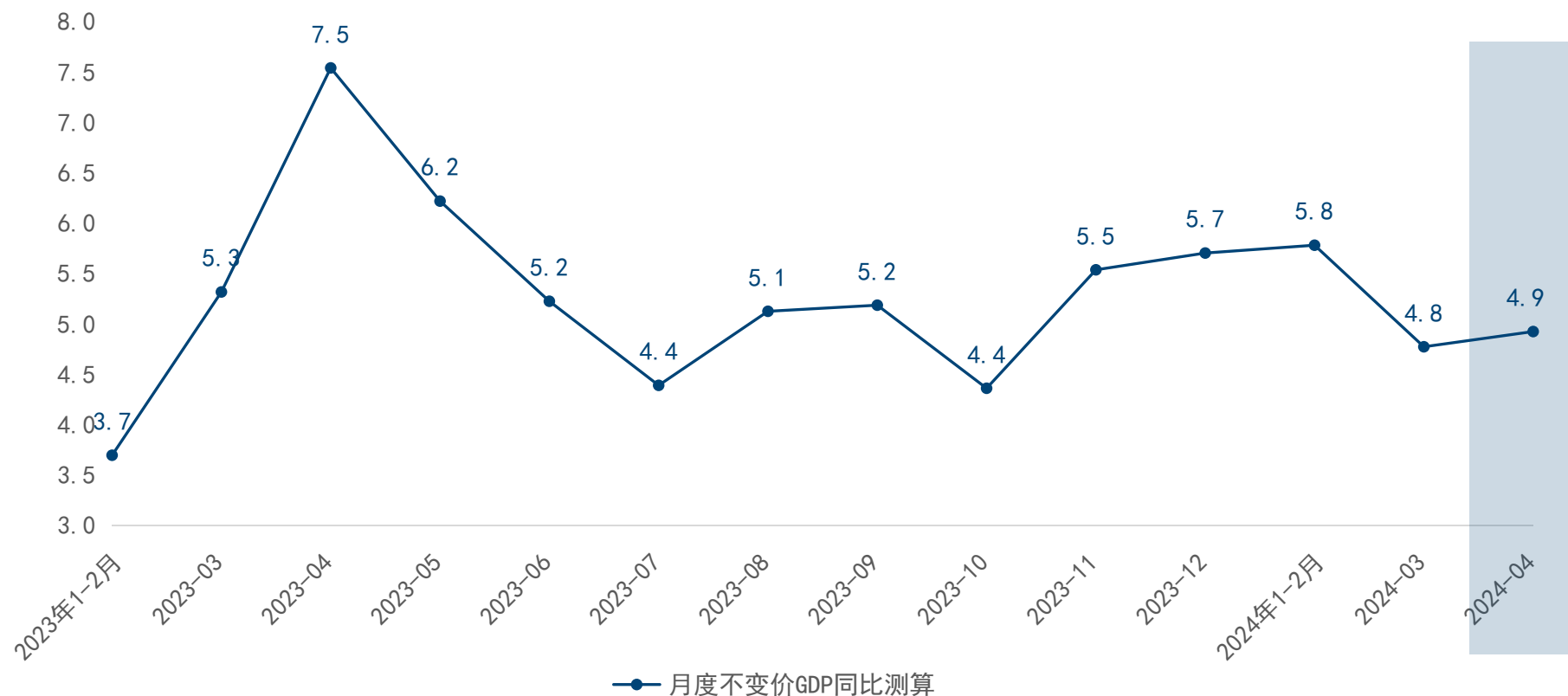


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年4月中国不变价GDP同比增速并未体现出低基数效应

- 经测算（基于生产法），2024年4月中国不变价GDP月度同比约为4.9%，仅较3月小幅上升0.1个百分点，低于一季度5.3%的GDP同比增速，并未体现出低基数效应；

图3：中国不变价GDP当月同比测算结果一览

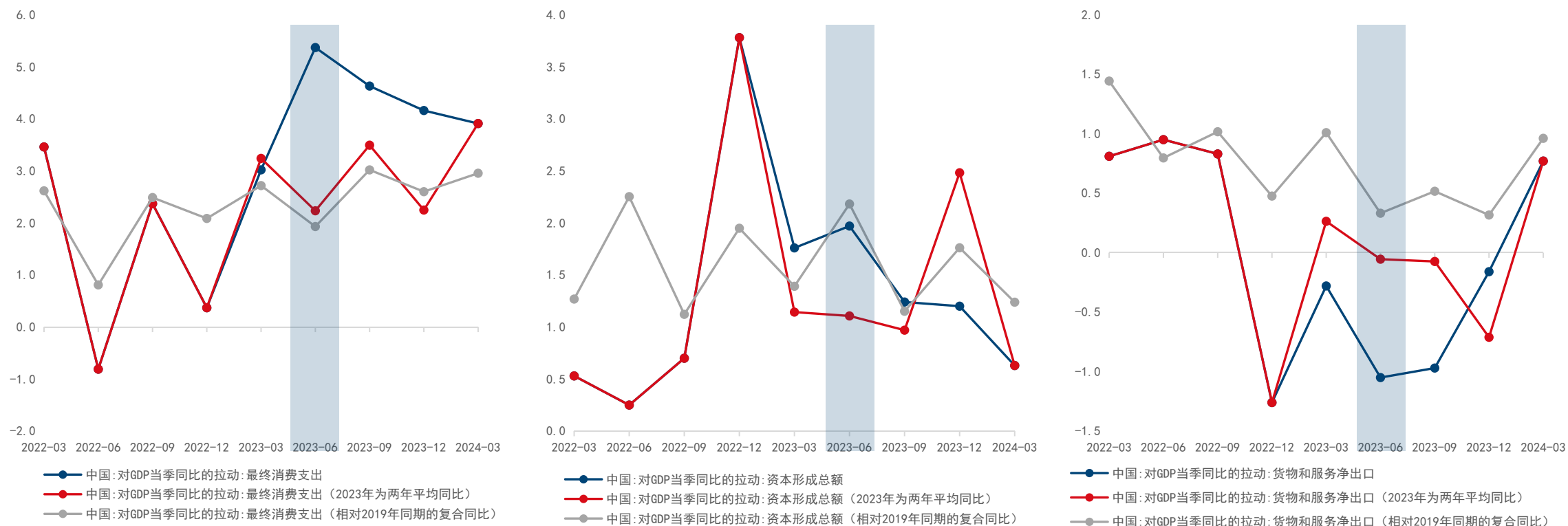


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

二季度低基数效应在需求上如何体现？

- 两年平均同比以及相对2019年同期的复合同比显示2023年二季度中国最终消费、净出口同比增速偏低，资本形成总额同比增速偏高；
- 二季度低基数效应主要体现在消费和净出口；

图4：中国三大需求对不变价GDP增长的拉动幅度一览

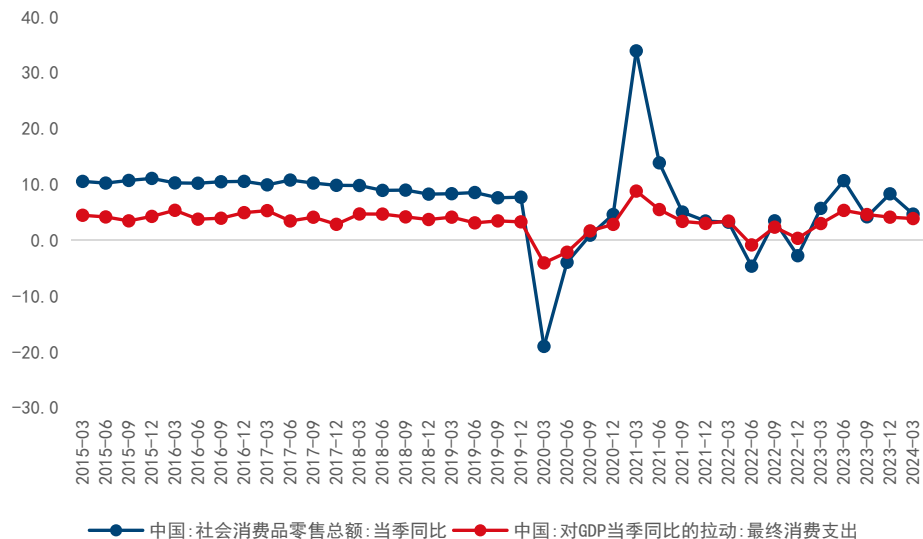


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

最终消费、净出口的月度观察指标

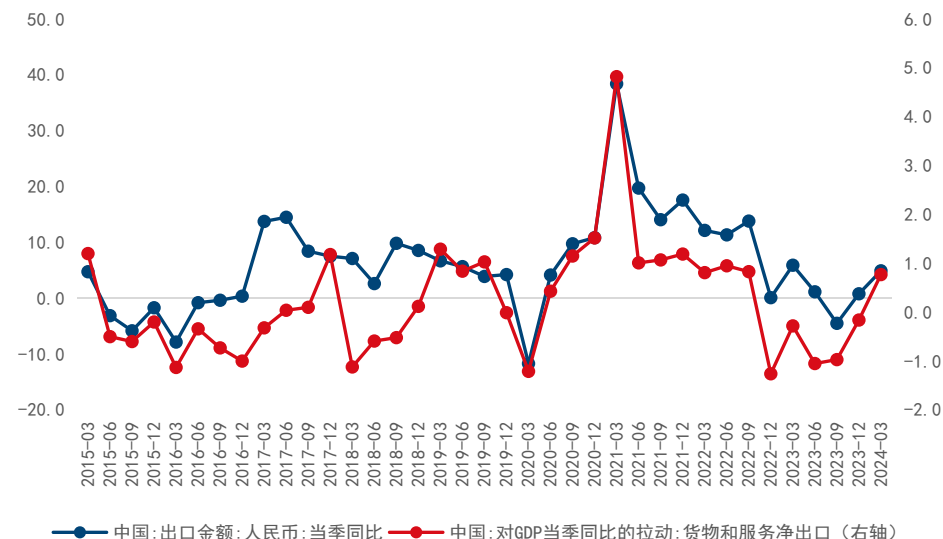
- 中国社会消费品零售总额同比与最终消费对GDP增长的拉动幅度密切相关；
- 中国出口金额同比与净出口对GDP增长的拉动幅度密切相关；

图5：中国社会消费品零售总额同比与最终消费对GDP增长的拉动幅度一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6：中国出口金额同比与净出口对GDP增长的拉动幅度一览

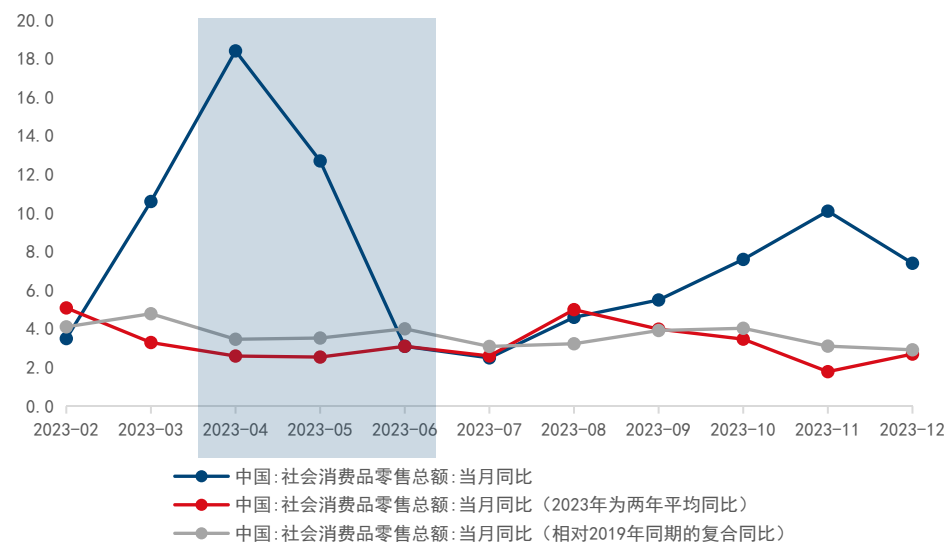


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023年二季度消费和出口的月度增速考察

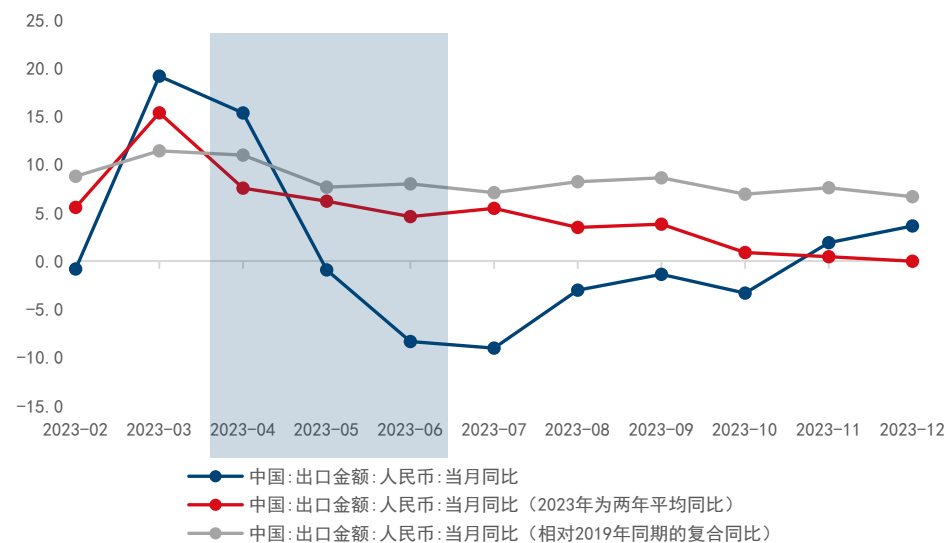
- 采用两年平均同比和相对2019年的复合同比观察：
 - ✓ 2023年二季度，中国消费4月最低，5、6月逐渐抬升；
 - ✓ 2023年二季度，中国出口4月-6月逐渐降低；
- 2024年4月中国消费面临的低基数效应较显著，5、6月不太显著；
- 2024年4月出口面临的低基数效应不太显著，5、6月比较显著；

图7：2023年中国社会消费品零售总额月度同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：2023年中国出口月度同比一览

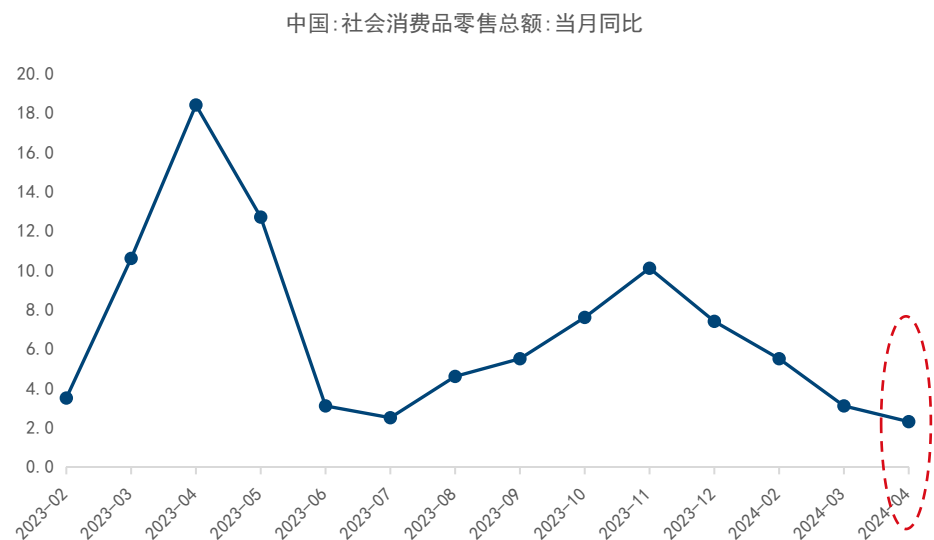


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年4月国内消费同比走势并未体现出低基数效应

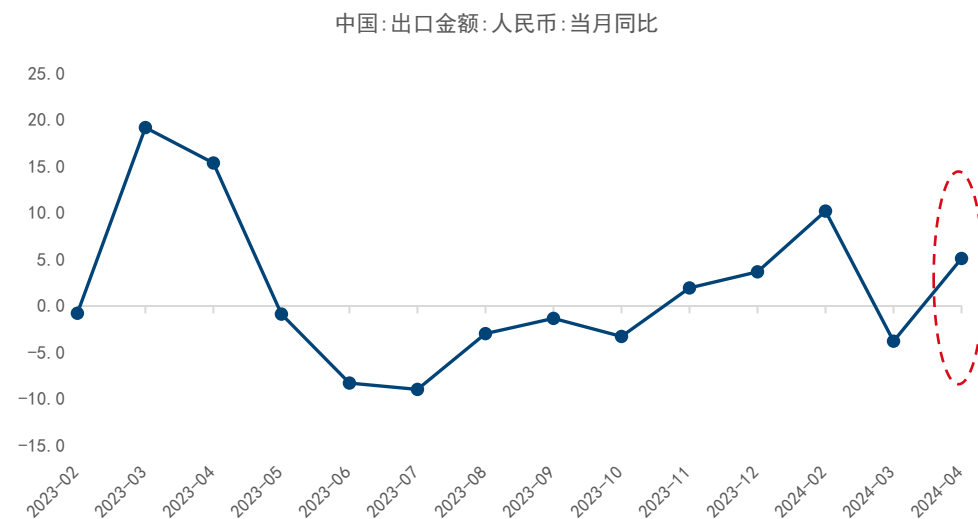
- 2024年4月出口同比增速明显反弹，5、6月随着低基数效应进一步显现，出口同比或继续上升；
- 2024年4月社会消费品零售总额同比为2.3%，较3月的3.1%继续回落，2023年第二季度的低基数并未在4月的消费同比数据上显现（“五一”假期错位仅能解释一小部分）；
- 如何评估4月国内的消费增长情况是把握后续国内经济增长的关键；

图9：2023年中国社会消费品零售总额月度同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

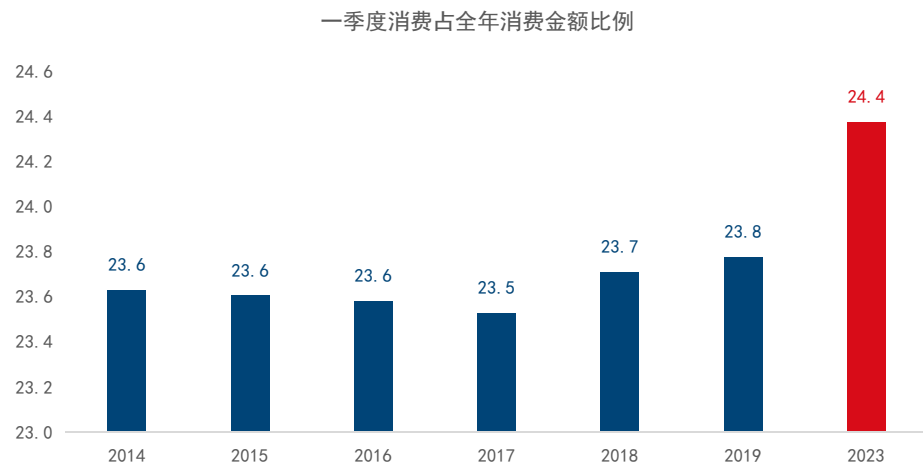
图10：2023年中国出口月度同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

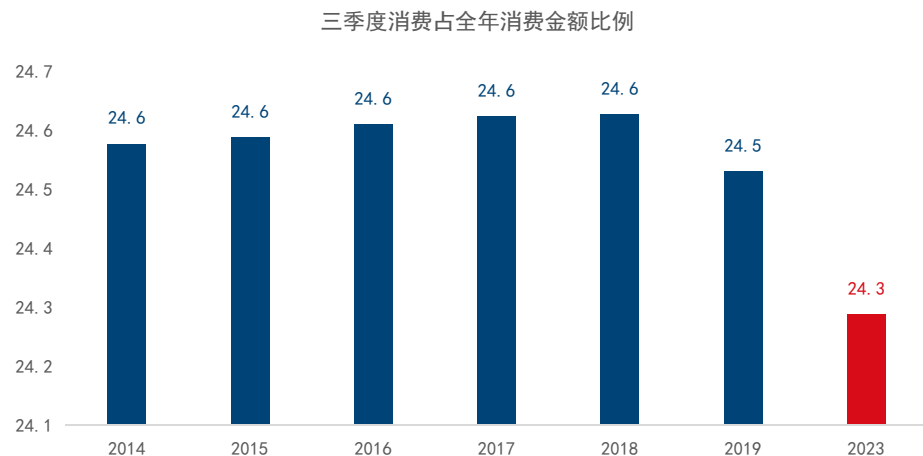
2023年一季度和二季度国内消费占比偏高

图11：中国历年一季度社会消费品零售总额占全年比例一览



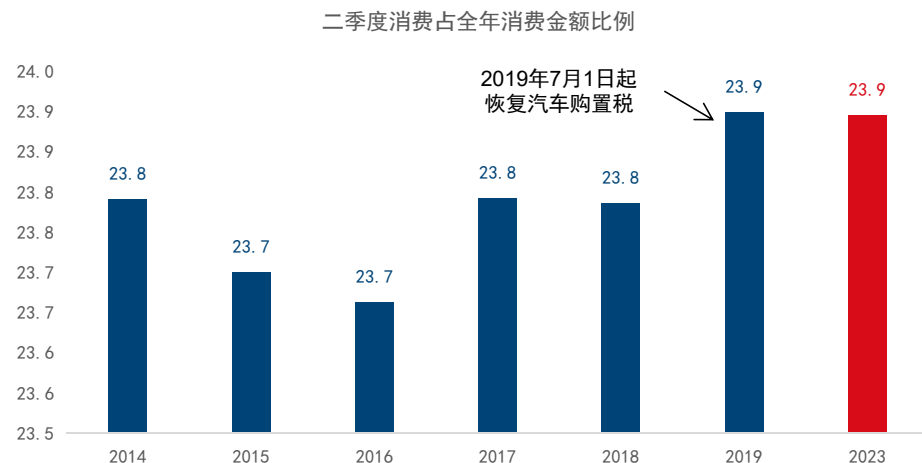
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图13：中国历年三季度社会消费品零售总额占全年比例一览



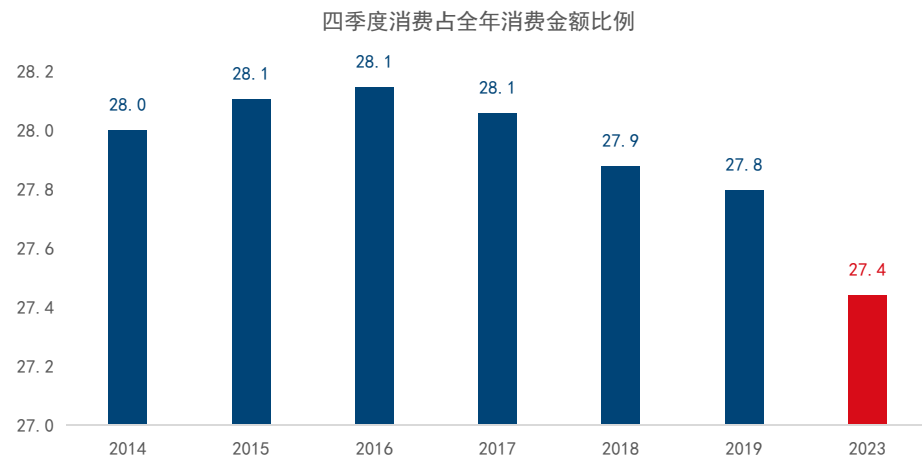
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图12：中国历年二季度社会消费品零售总额占全年比例一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图14：中国历年四季度社会消费品零售总额占全年比例一览

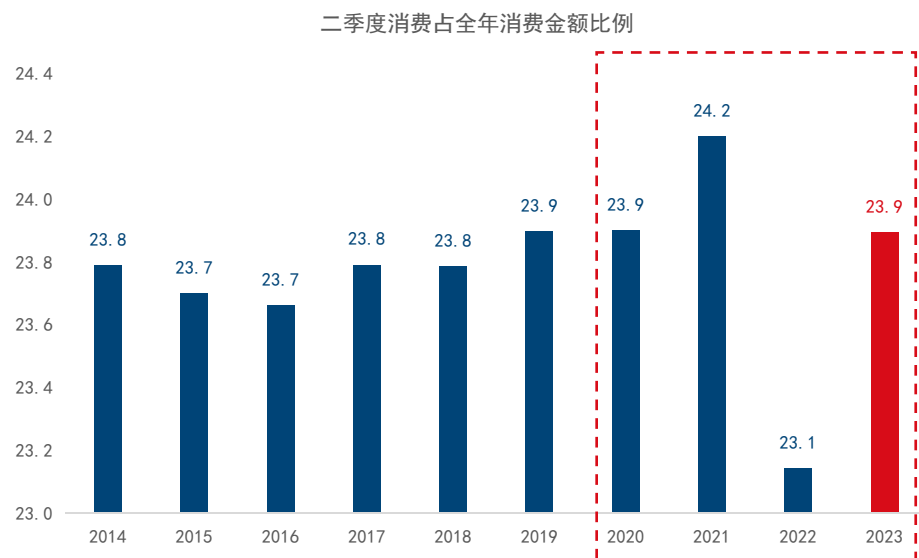


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023年上半年消费占比偏高的原因分析

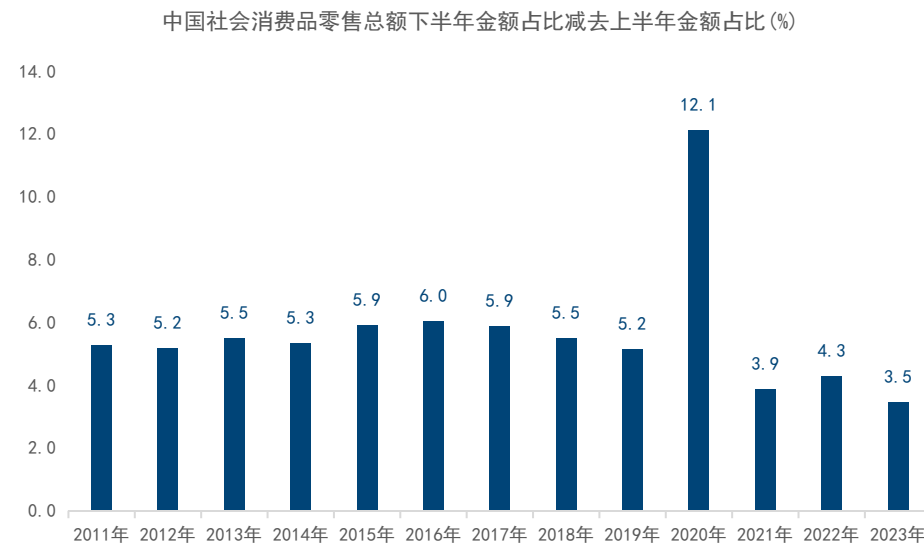
- 原因一：2023年上半年存在较明显的补偿性增长，下半年居民恢复偏低的消费水平；
- 原因二：居民消费行为与疫情前相比发生较大变化（偏中长期影响）：
 - ✓ 疫情后“五一”连休假期延长至五天（2019年为四天，再之前是三天）；
 - ✓ 居民就业、收入预期偏弱，可选消费被压缩（下半年支出占比高，或包含更多的可选消费）；

图15：中国社会消费品零售总额二季度金额占比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

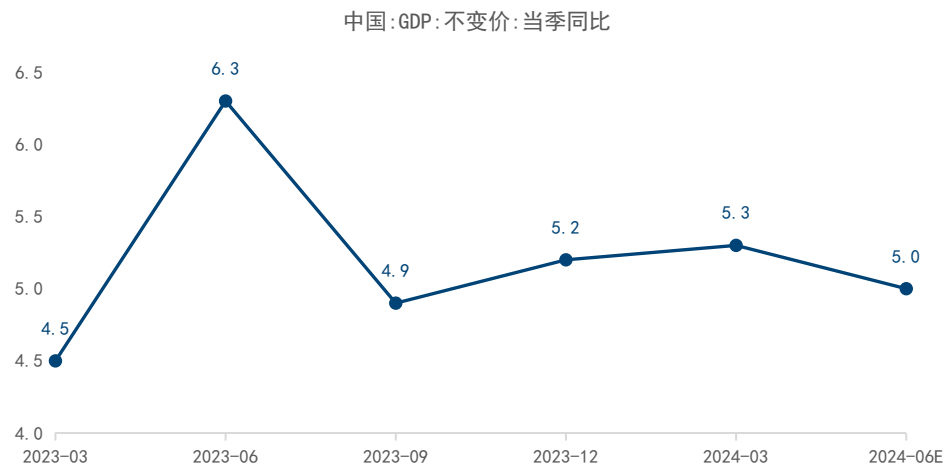
图16：中国社会消费品零售总额下半年占比与上半年占比差值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

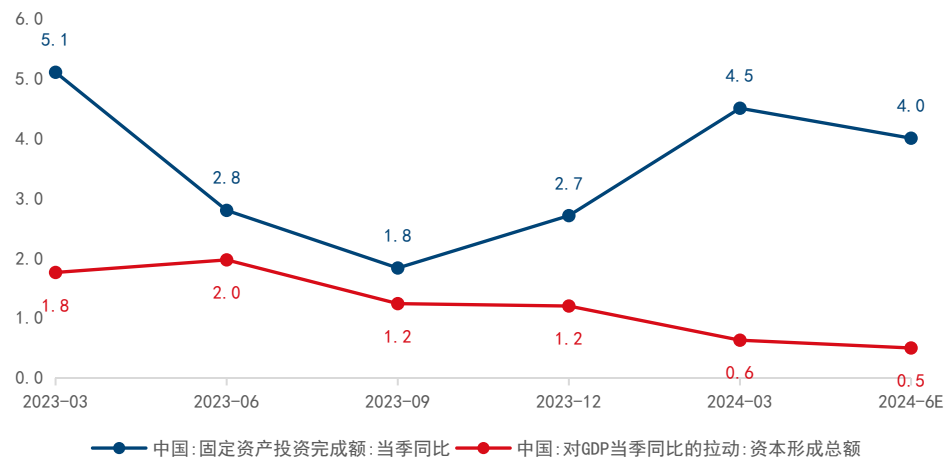
2024年二季度国内GDP同比增速或低于一季度的水平

图17：中国不变价GDP同比一览



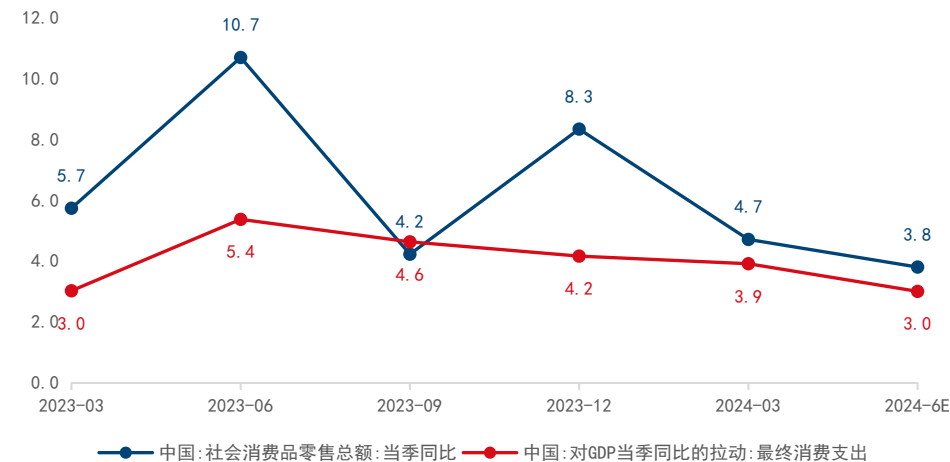
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（2024年二季度为预测值）

图19：中国固定资产投资完成额当季同比与资本形成总额对GDP增长的拉动幅度一览



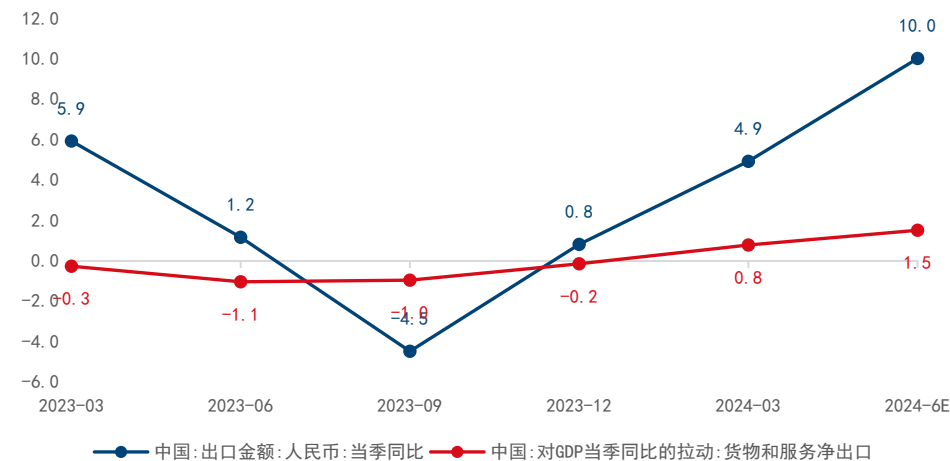
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（2024年二季度为预测值）

图18：中国社会消费品零售总额当季同比与最终消费对GDP增长的拉动幅度一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（2024年二季度为预测值）

图20：中国出口金额当季同比与净出口对GDP增长的拉动幅度一览

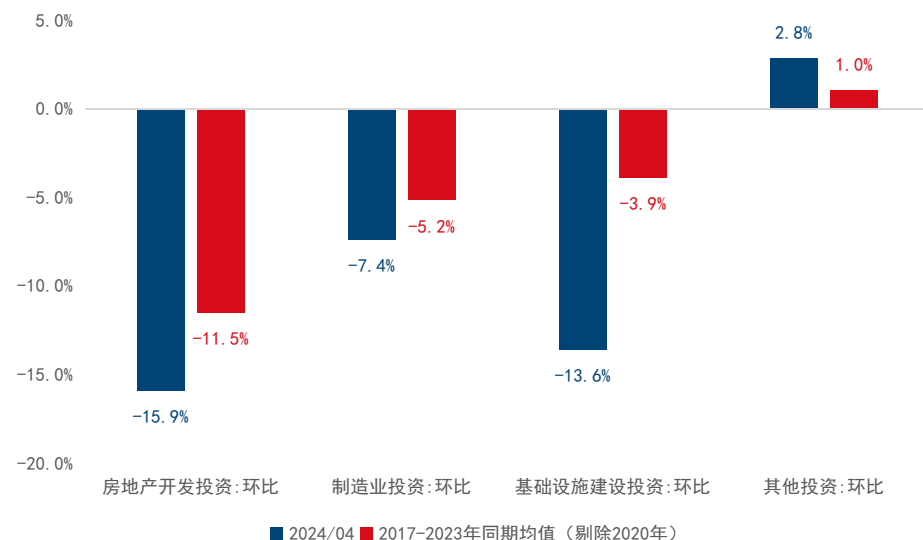


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（2024年二季度为预测值）

2024年二季度国内经济较一季度边际走弱的原因分析

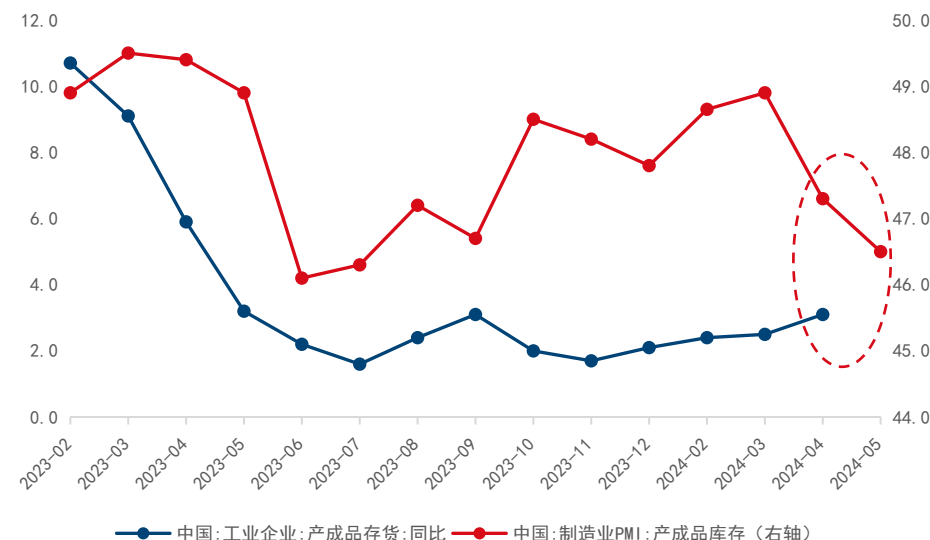
- 原因一：美国进一步加征关税，前景不明背景下国内出口产业链采取防御策略，这拖累了相关投资增长（包括库存），以及拖累就业人员的收入预期和消费；
- 原因二：今年以来国内政府收支压力进一步加大而政府债券发行偏慢，二季度基建投资有所走弱，但随着政府债券发行加速，基建投资下半年或将好转；
- 原因三：房地产行业仍在探底，“政策刺激——>销售——>投资”的完整传导还需要时间；

图21：2024年4月中国固定资产投资环比与历史平均值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图22：中国产成品库存PMI数据显示二季度以来企业出现去库存现象



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

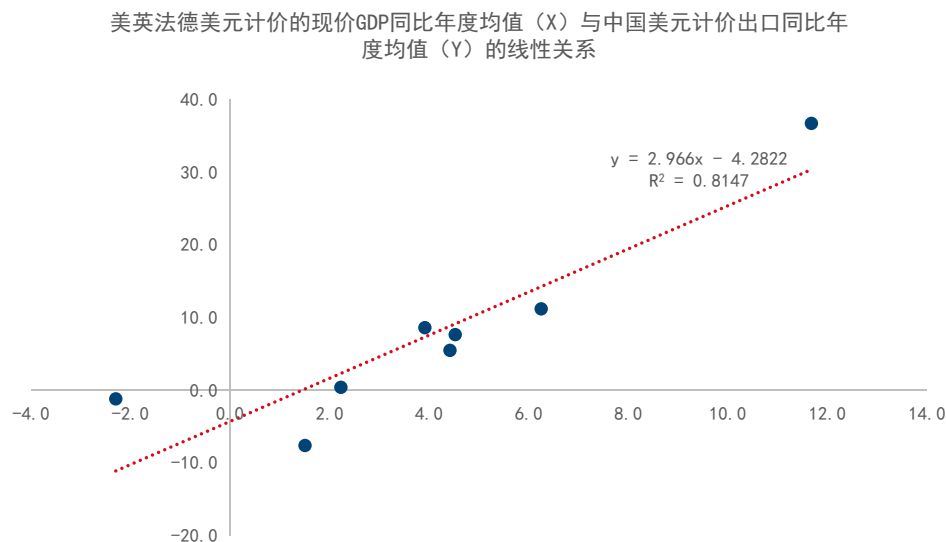
• 下半年中国经济增长预判

- 出口增速仍具备较有力的支撑；
- 投资有望重回上升趋势；
- 消费增长的积极因素不断积累；

2024年下半年出口展望：出口增速仍具备较有力的支撑

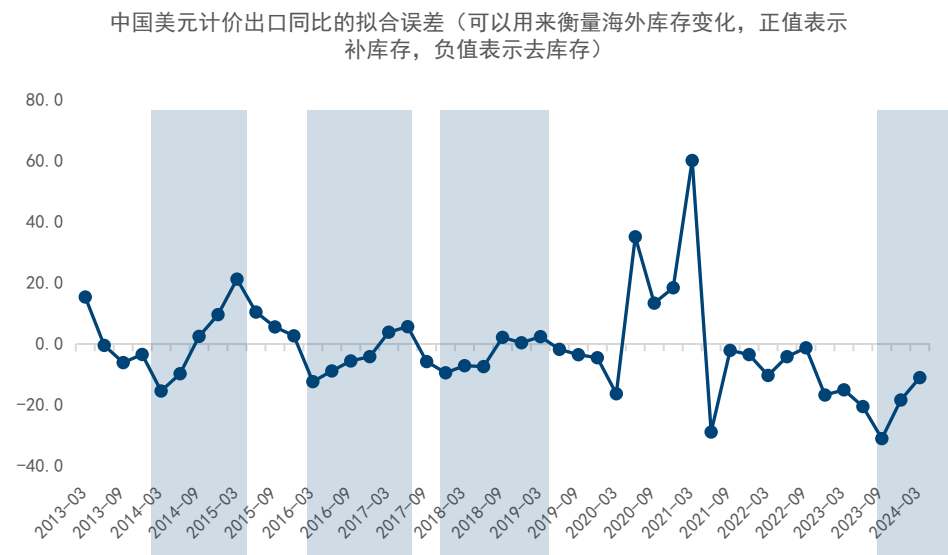
- 中国出口增速与海外发达国家现价GDP增速具有良好的线性关系，截至2022年，二者的线性关系仍较好地成立；
- 实际完成的出口增速减去根据海外发达国家GDP增速拟合的出口增速，其运行态势构成中国出口产品在海外的库存周期；
- 历史数据显示中国出口产品从库存周期底部到顶部持续时间约为4-5个季度，此轮库存周期底部出现在2023年三季度，预计海外库存上行周期会持续至2024年底，构成国内出口的有力支撑；

图23：中国出口增速与海外发达国家现价GDP增速具有良好的线性关系



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图24：历史数据显示中国出口产品从库存周期底部到顶部持续时间约为4-5个季度

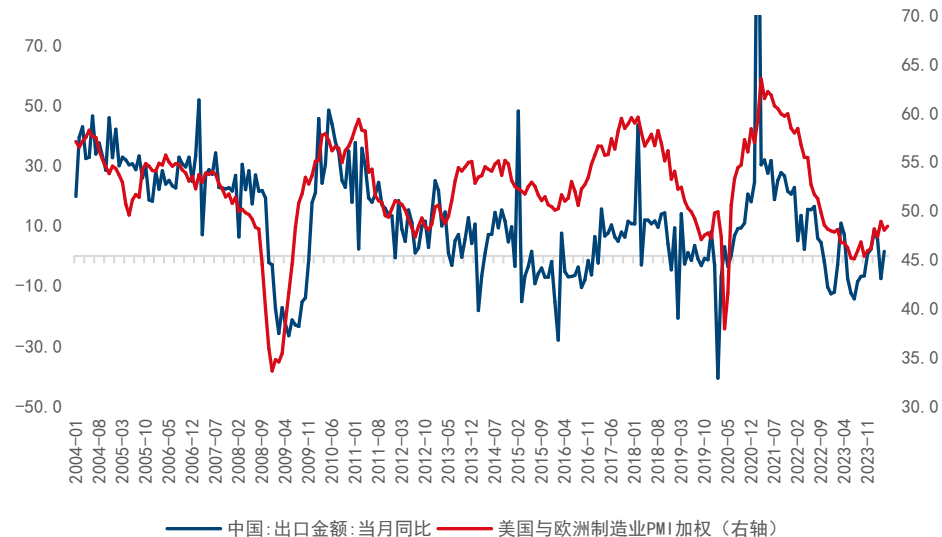


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年下半年出口展望：海外发达国家制造业PMI进入上行周期

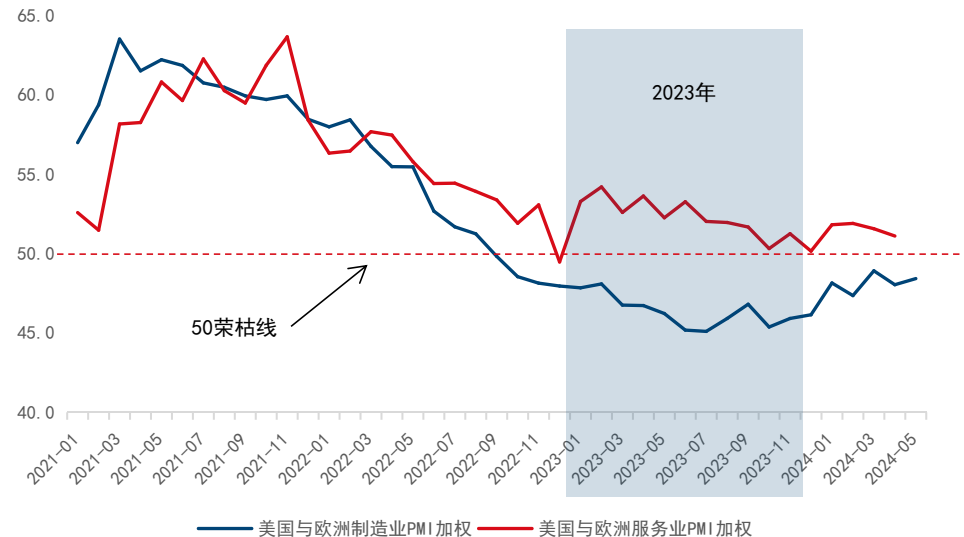
- 中国出口增速与海外发达国家制造部门关系密切，与服务部门关系偏弱；
- 2023年海外发达国家服务业景气度明显高于制造业，二者失衡较严重：2023年海外发达国家服务业PMI持续处于50以上的扩张区间，制造业PMI持续低于50且创下历史新低（除了次贷危机以及疫情严重时期）；
- 2024年海外发达国家制造业与服务部门将回归均衡，当前制造业PMI已经进入上升周期中，利好国内出口增长；

图25：中国出口增速与海外发达国家制造业PMI（加权）一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图26：海外发达国家服务业PMI（加权）与制造业PMI（加权）之差一览

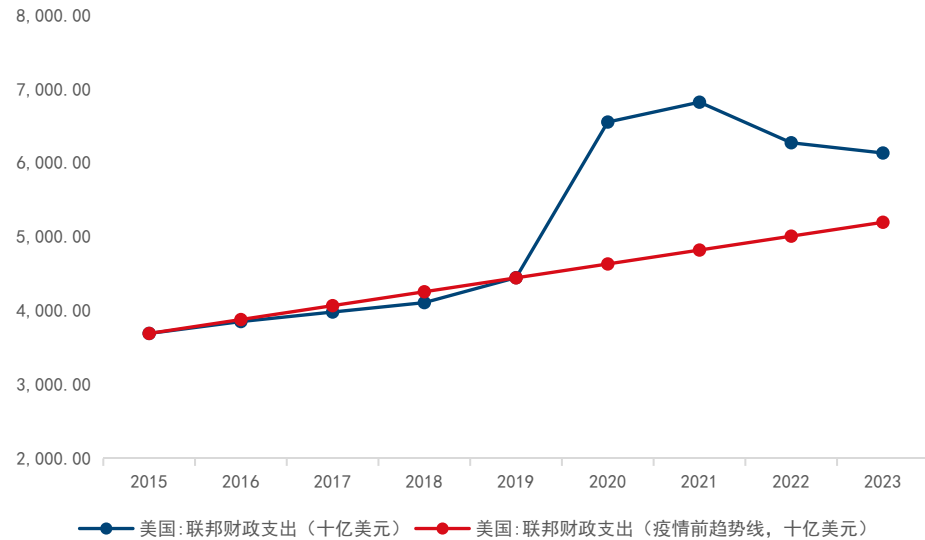


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年下半年出口展望：美国财政支出不减，经济难以降速

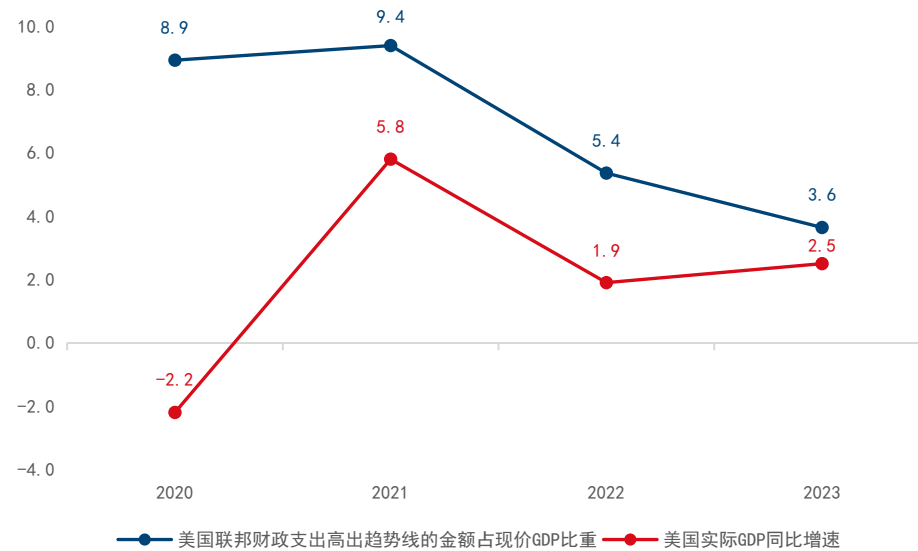
- 2020年以来，美国联邦财政支出异常强劲，持续超过疫情前联邦财政支出的趋势值；
- 美国联邦财政支出超过趋势值的部分占现价GDP的比重持续明显超过实际GDP同比增速，这意味着剔除联邦支出之后的经济内生动能表现低迷；
- 因此美国联邦财政支出是美国经济维持韧性的关键（而非所谓的新一轮技术革命），2024年作为选举年，叠加地缘政治摩擦加剧背景下美国对外援助的需求增长，联邦财政支出难以明显下降，预计2024年下半年美国经济亦难以明显降速；

图27：2020年以来，美国财政支出异常强劲



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图28：美国财政支出对美国经济增长的拉动幅度非常大



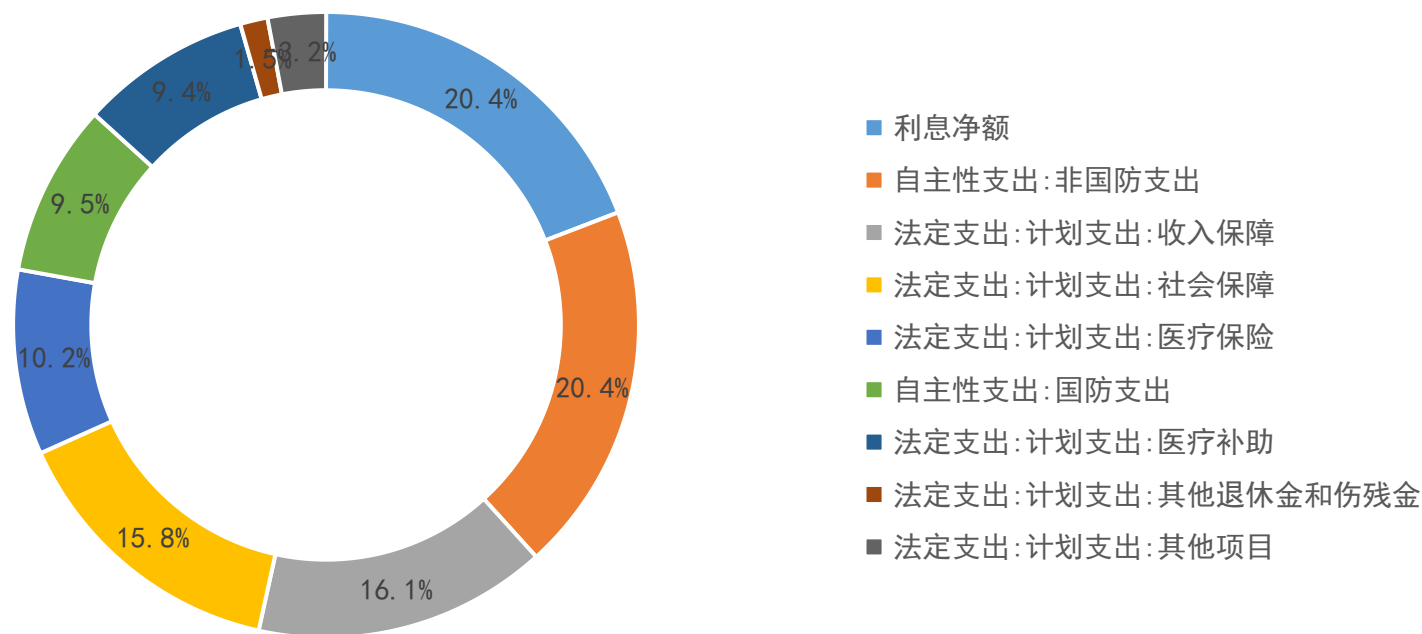
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

美国联邦财政支出超出疫情前趋势线的部分占比情况

- 2023年，美国联邦财政支出超出疫情前趋势线的分项主要集中在三方面：利息支出、对外援助支出、与民主党执政理念吻合的福利支出；
- 2024年这些超额支出不太可能明显减弱；

图29：2023年美国联邦财政支出超出疫情前趋势线金额的占比一览

2023年美国联邦财政支出超出疫情前趋势线金额的占比一览

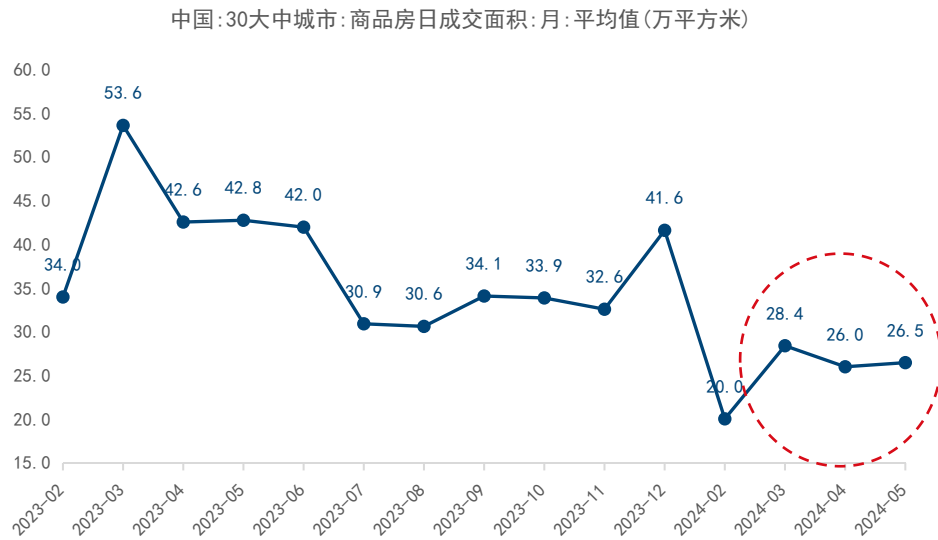


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年下半年投资需求展望：有望重回上升趋势

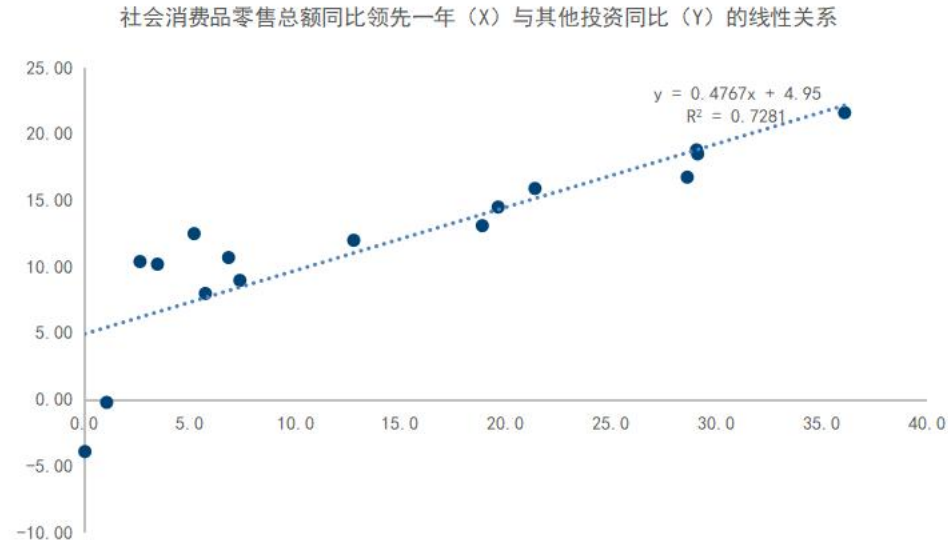
- 原因一：海外仍受困于高通胀，贸易保护主义进一步加剧的概率偏低，叠加国内设备更新浪潮，下半年国内制造业投资或趋于稳定；
- 原因二：随着政府债券发行加速，下半年政府投资增速或将再次回升；
- 原因三：房地产销售已经趋于稳定，下半年房地产投资增速或逐渐企稳回升；
- 原因四：生产性服务业和消费型服务业投资有望进一步回升；

图30：中国30大中城市商品房成交面积一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图31：中国社会消费品零售总额同比领先其他投资同比约一年时间

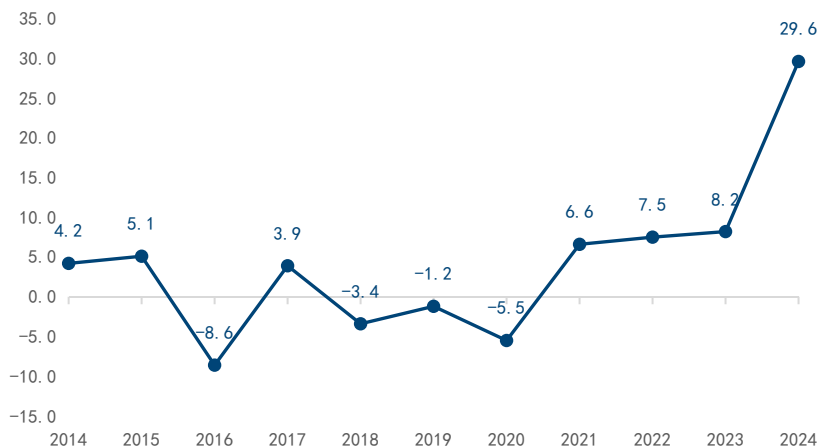


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

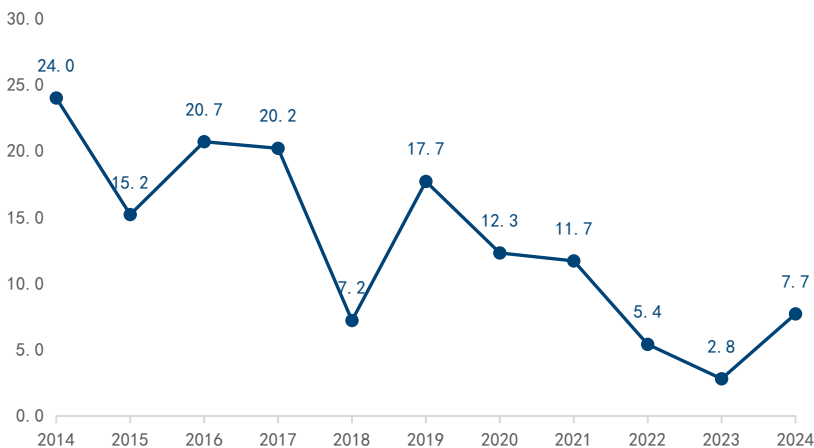
中国提供就业岗位较多的服务业投资情况一览

图32：中国提供就业岗位较多的服务业投资累计同比一览

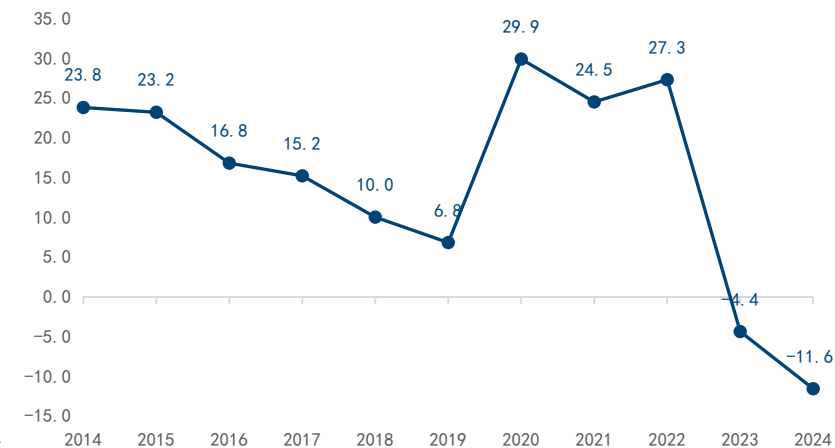
住宿和餐饮业



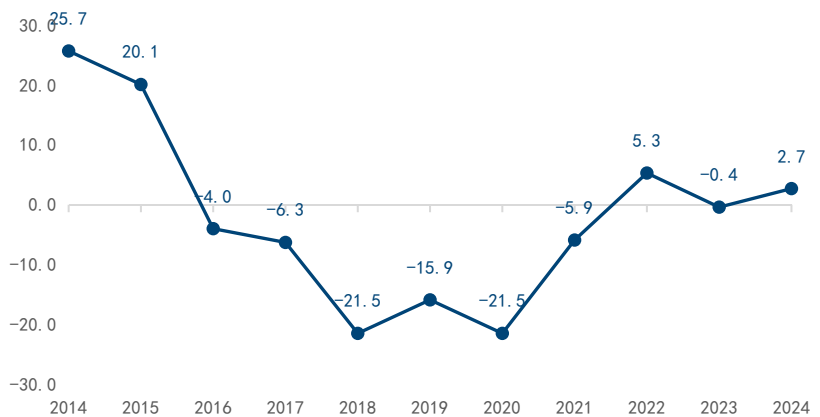
教育



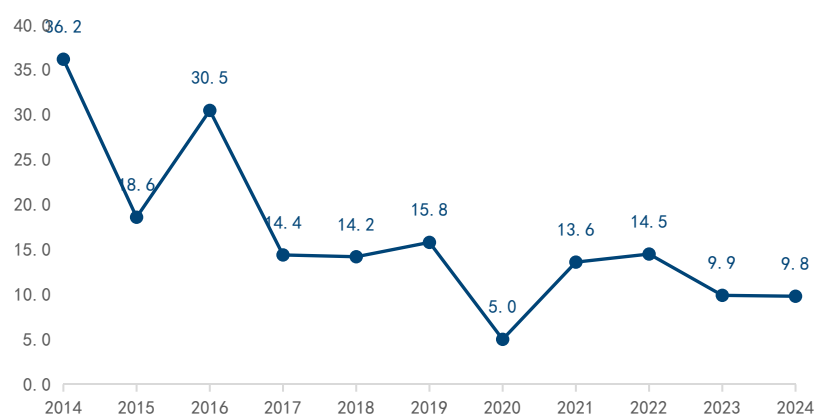
卫生



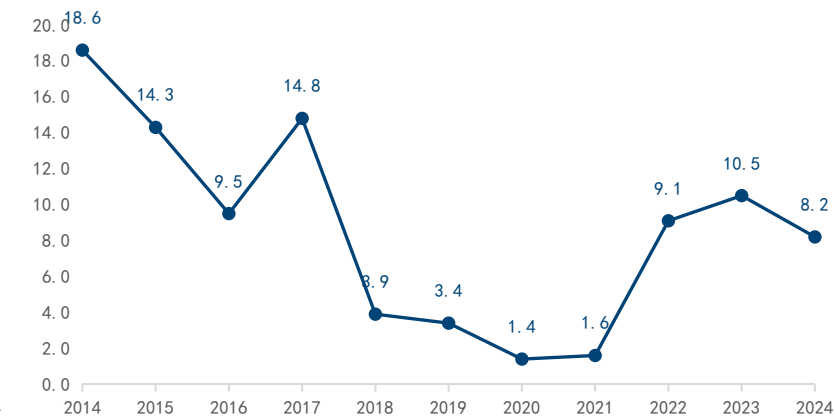
批发和零售业



租赁和商务服务业



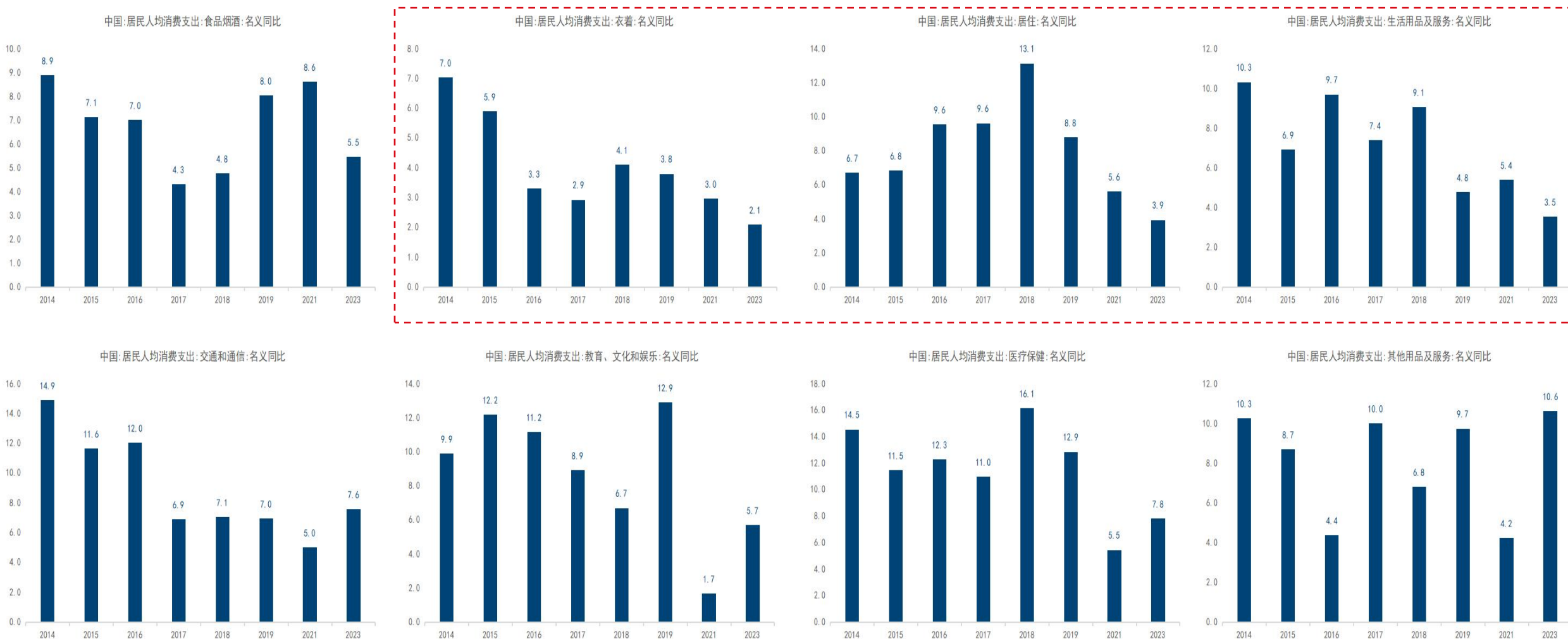
交通运输、仓储和邮政业



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年下半年消费需求展望：居民消费的结构分化蕴含的信息

图33：中国居民八大类消费支出名义同比一览

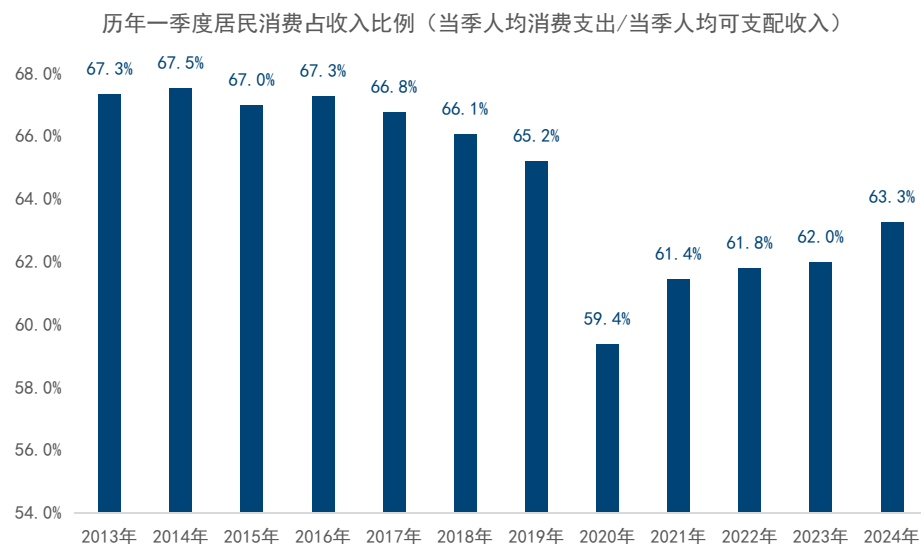


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比，居民消费中，食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品及服务的占比分别约为30.1%、5.5%、23.4%、5.8%、13.3%、10.4%、8.9%、2.5%）

2024年下半年消费需求展望：积极因素不断积累，有望企稳回升

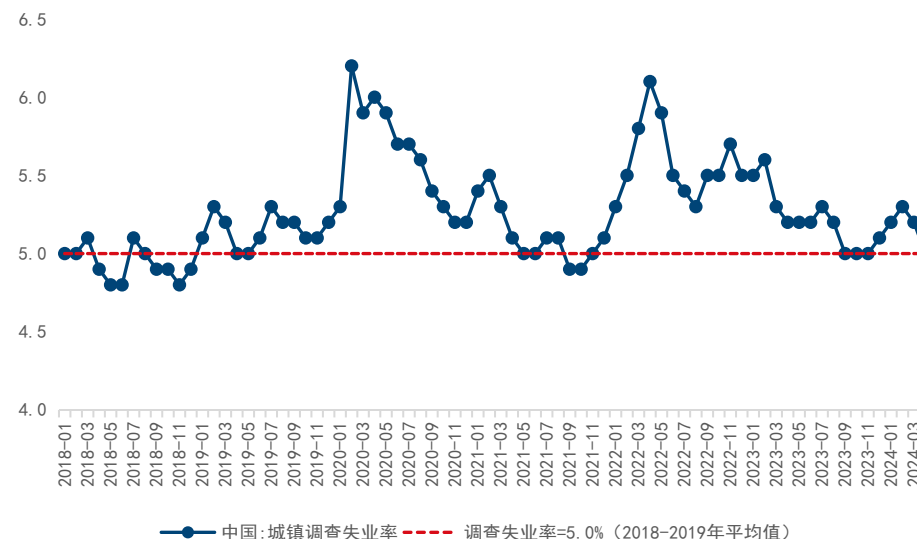
- 2024年一季度居民消费支出占可支配收入比例较去年同期明显抬升，居民消费意愿改善；
- 2024年4月经济数据最大的亮点是失业率出现了明显改善：国内批发零售业、租赁和商务服务业、住宿和餐饮、教育这些可以提供较多就业岗位的行业投资增速较2023年明显提升，2024年国内就业岗位供给较2023年有望明显增加，这直接带动失业率下降并在后期提振消费需求；

图34：历年一季度居民消费占收入比例（当季人均消费支出/当季人均可支配收入）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图35：2024年4月中国调查失业率明显回落至5.0%

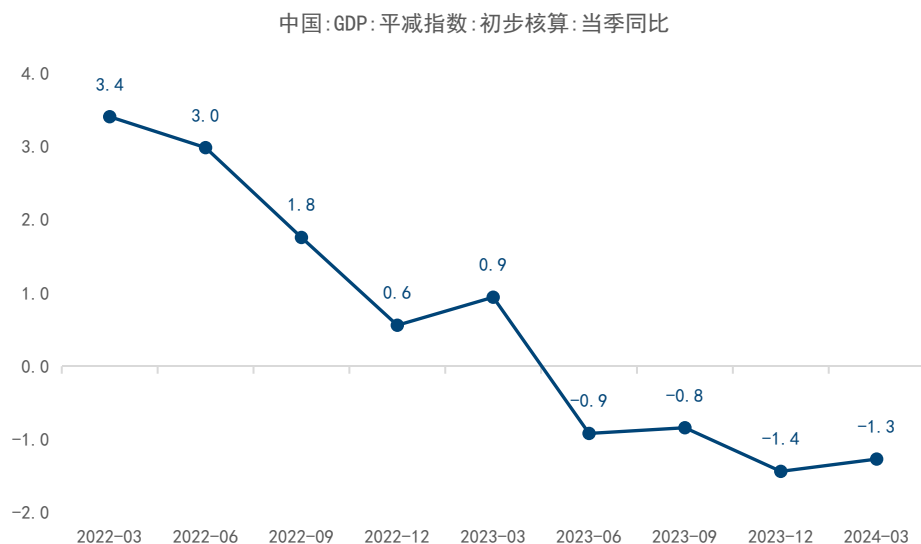


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年下半年消费需求展望：积极因素不断积累，有望企稳回升

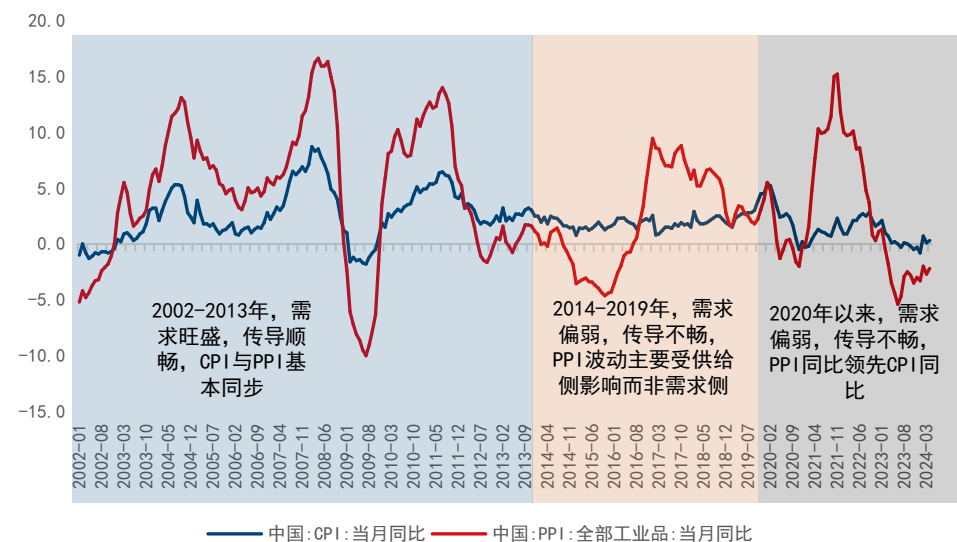
- 企业营收（领先5个月）→居民收入→消费；
- 企业营业收入由“量”（实际GDP）和“价”（GDP平减指数）构成，当前企业营业收入最大的拖累因素是“价”；
- 2020年至今，PPI成为“价”的领先指标，而2023年7月起PPI同比已进入上升周期；

图36：中国GDP平减指数当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图37：中国CPI同比与PPI同比一览

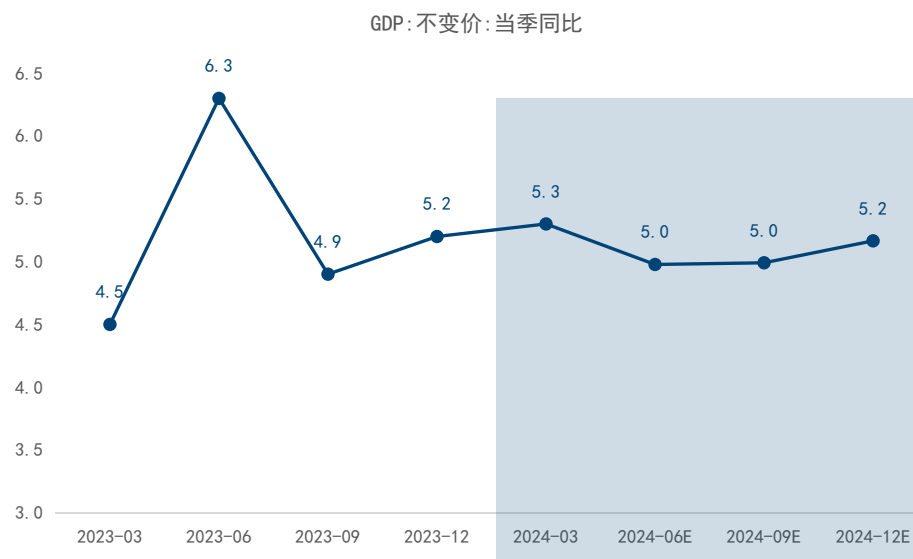


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

预计2024年国内名义GDP增速逐季上行

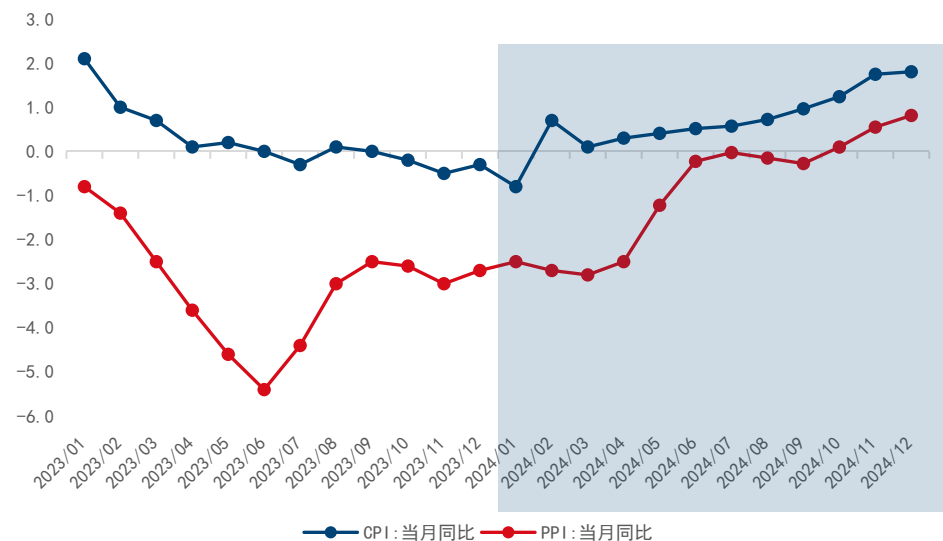
- 2024年4月起，CPI同比持续上升，全年均值或约为0.7%；
- 2024年5、6月PPI同比大幅上升，下半年维持上升趋势，全年均值或约为-0.9%；
- 预计2024年全年GDP同比约为5.1%，四个季度分别为5.3%、5.0%、5.0%、5.2%；
- 预计2024年全年GDP平减指数同比约为-0.2%，四个季度分别为-1.3%、-0.5%、0.1%、0.8%；

图36：中国GDP当季同比及其预测值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图37：中国CPI同比与PPI同比及其预测值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 二季度国内实际GDP同比或约为5.0%，低于WIND一致预期：一方面，二季度国内不存在明显的低基数效应；另一方面，二季度国内经济边际走弱；整体看，二季度国内经济边际走弱，但幅度有限。
- 2024年下半年海外或延续补库存，且美国经济大概率维持韧性，国内出口仍具备较有力的支撑，出口增速有望维持稳健态势；此外，下半年国内投资和消费增速有望企稳回升。
- 2020年至今，PPI成为“价”的领先指标，而2023年7月起PPI同比已进入上升周期，2024年下半年国内经济的“价”因子或出现持续上升趋势。
- 预计2024年国内名义GDP增速逐季上行。

- 一、政策调整滞后。
- 二、经济明显下滑。
- 三、国际合作碎片化进一步加剧。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032