



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

宏观经济及行业报告：  
中国第 2 季经济增速明显回落

2024 年 7 月 15 日





**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

## 目录

中国第 2 季经济增速明显回落 .....	3
上海成为中国新的国际金融中心，房价上涨并逆全国房价走势 .....	7
互联网业 .....	11
消费业 .....	11
先进制造业 .....	12
权益披露 .....	14

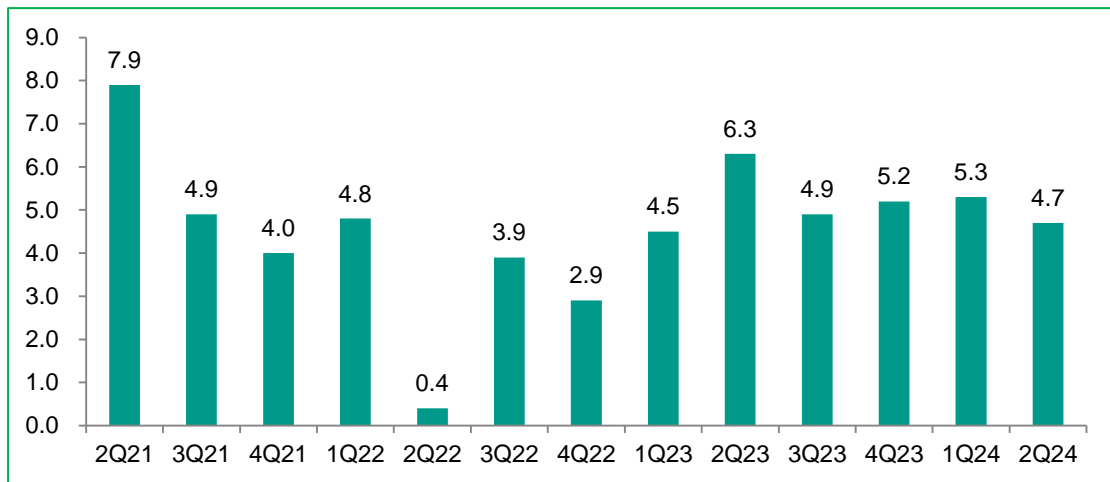


## 中国第 2 季经济增速明显回落

经济师：姚少华博士

受累于消费疲弱、房地产行业仍在调整以及极端天气和雨涝灾害多发，中国 2024 年第 2 季 GDP 实际同比仅增长 4.7%<sup>1</sup>，明显低于 2024 年第 1 季 5.3% 的增速，亦低于市场预期的 5.1% 的增速（图 1）。按季增长看，2024 年第 2 季中国 GDP 按季仅增长 0.7%，大幅低于第 1 季 1.5% 的增速。根据我们的估算，2024 年第 2 季名义 GDP 同比增长 4.0%，低于第 1 季 4.2% 的增速，显示整体经济在第 2 季从名义增速上亦放缓。此外，2024 年第 2 季 GDP 平减指数下跌 0.7%，跌幅小于第 1 季的 1.1%，显示第 2 季的通缩程度有所减轻。

图 1：中国 GDP 实际同比增长（%）



来源：国家统计局，农银国际证券

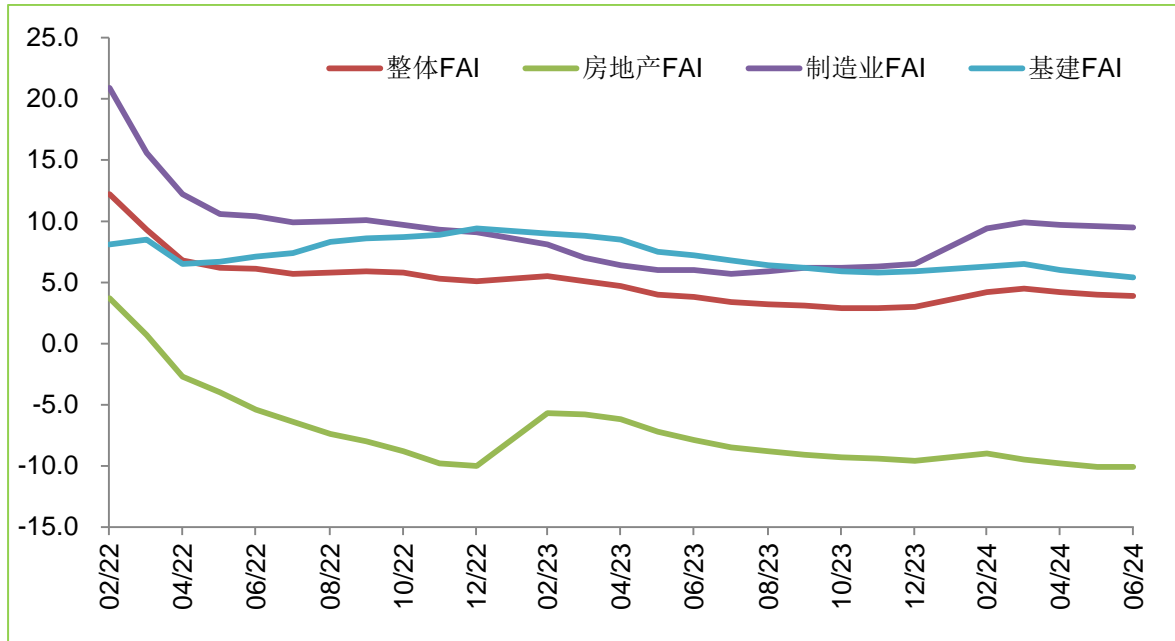
2024 年上半年 GDP 实际同比增长 5.0%，名义增长 4.1%。分产业看，上半年第一产业增加值同比增长 3.5%；第二产业增加值同比增长 5.8%；第三产业增加值同比增长 4.6%。显示第二产业对 2024 年上半年 GDP 增长的拉动较大。此外，根据统计局新闻发言人答记者问，2024 年上半年货物与服务净出口对经济增长贡献率达到 13.9%，可推出上半年 5.0% 的经济增速中货物与服务净出口贡献了 0.7 个百分点。

中国 6 月的主要宏观数据反映经济内生动力偏弱。城镇固定资产投资在今年首 6 个月同比增长 3.9%，低于首 5 个月 4.0% 的增速（图 2）。分领域看，首 6 个月制造业投资增长 9.5%，基建投资增长 5.4%，但房地产开发投资下降 10.1%。6 月零售销售同比增长 2.0%，较 5 月 3.7% 的升幅明显回落，显示消费在 6 月出现明显放缓（图 3）。6 月工业增加值增速由 5 月的 5.6% 回落至 5.3%（图 4）。环比增速来看，6 月单月城镇固定资产投资、零售销售以及工业增加值环比分别增长 0.21%、-0.12% 及 0.42%，而 5 月单月环比分别增长 0.03%、0.23% 及 0.26%。就业方面，6 月份全国城镇调查失业率为 5.0%，与 5 月份和市场预期均一致。

<sup>1</sup>除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

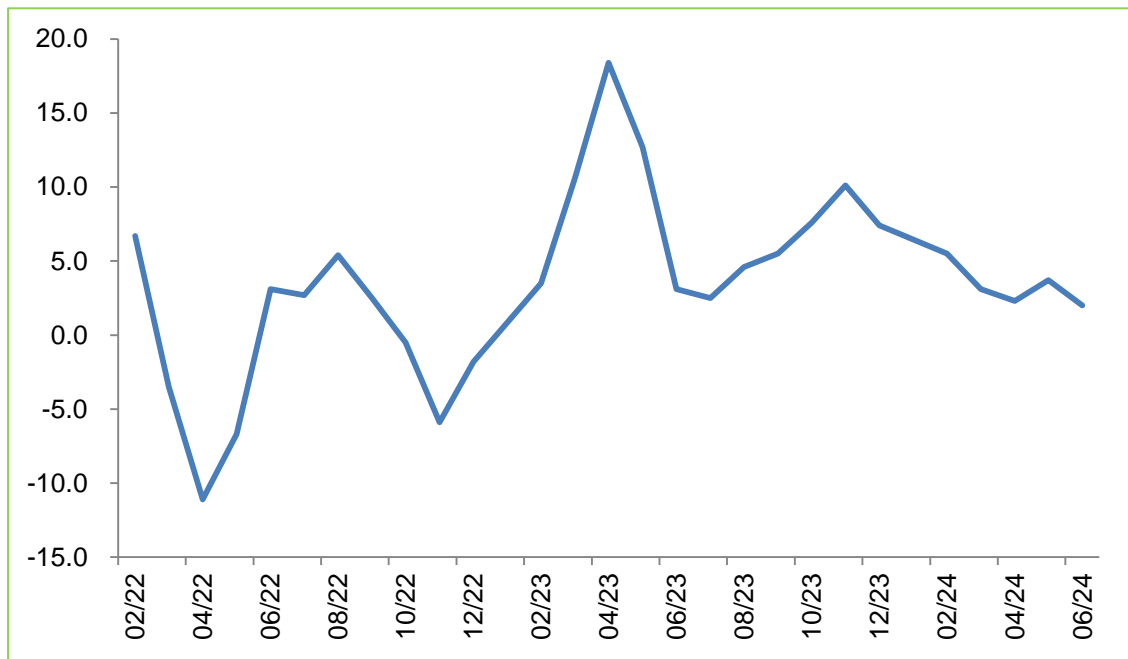


图 2：中国城镇固定资产投资年初至今增长（%）



来源：国家统计局、农银国际证券

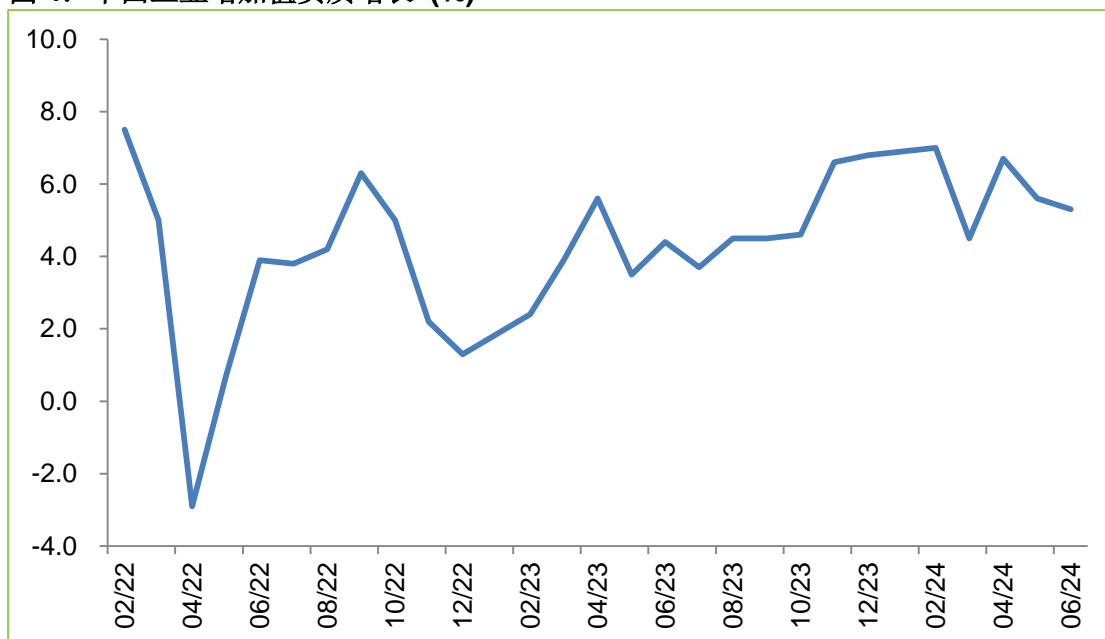
图 3：中国零售销售增长（%）



来源：国家统计局、农银国际证券



图 4：中国工业增加值实质增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券

6月单月的宏观数据有以下方面值得关注。首先，6月零售销售同比增速较5月明显回落，排除基数效应，环比来看，6月份零售销售下跌0.12%，而5月份环比增长0.23%。6月零售销售环比增速亦出现回落，反映消费的复苏疲弱，其主要原因还是居民收入增长放缓。根据统计局公布的数据，2024年上半年全国居民人均可支配收入同比名义增长5.4%，而第1季同比名义增长6.2%，显示第2季居民收入同比出现明显的放缓。另外，财政部公布的数据显示2024年前5个月个人所得税下跌6.0%，亦说明整体居民收入增长乏力。细分类别来看，6月份部分可选消费出现明显下跌，化妆品类、文化办公用品类、家用电器和音像器材类、汽车类、建筑及装潢材料类以及金银珠宝类分别下跌14.6%、8.5%、7.6%、6.2%、4.4%以及3.7%。数据显示家电以及汽车等消费品以旧换新政策尚未发挥作用。

其次，6月单月房地产行业同比增速虽在萎缩，但环比出现显著改善。6月单月房地产投资同比下跌10.1%，较5月11.0%的跌幅收窄。环比来看，6月份房地产投资金额较5月环比增长22.6%。6月份房地产销售面积及金额同比分别下跌14.5%和14.3%，而5月份分别下跌20.7%和26.4%，6月份房地产销售同比跌幅明显收窄。环比来看，6月份房地产销售面积及金额较5月环比分别上升52.6%和50.9%。房价方面，今日公布的70个大中城市新建商品住宅价格在6月同比下跌4.9%，环比下跌0.67%，而5月同比下跌4.3%，环比下跌0.71%，显示6月份新建商品住宅价格的环比跌幅在收窄。6月二手住宅的价格环比跌幅亦由5月的1.00%收窄至0.85%。



第三，体现新质生产力的新技术制造业保持较快增长。上半年规模以上高技术制造业增加值同比增长 8.7%，占规模以上工业增加值的比重为 15.8%，比第 1 季提高 0.6 个百分点。以信息传输、软件和信息技术服务业为代表的现代服务业增加值保持两位数增长；3D 打印设备、服务机器人、智能手表等智能产品产量分别增长 51.6%、22.8%、10.9%。高技术产业投资持续较快增长，上半年高技术产业投资同比增长 10.6%，快于全部投资 6.7 个百分点。我国新能源产业实现较快增长，上半年新能源汽车产量同比增长 34.3%，配套产品充电桩、汽车用锂离子动力电池产量分别增长 25.4%、16.5%。光伏产业链增势良好，主要原材料多晶硅、单晶硅、太阳能工业用超白玻璃产量同比分别增长 55.4%、43.6%、42.8%。

第四，6 月份房地产投资同比跌幅收窄，带动 6 月单月整体投资同比增速由 5 月份的 3.4% 上升至 3.6%。环比来看，6 月份单月整体投资增速亦由 5 月份的 0.03% 上升至 0.21%。6 月基建投资增速由 5 月的 4.9% 放缓至 4.6%，主要受政府债券发行速度较慢、地方政府化债推进有关以及极端天气所拖累。值得指出的是，在出口加快的支持下，6 月制造业投资仍维持较快增长，增速达到 9.4%。

整体来说，6 月份及第 2 季的宏观数据显示中国经济复苏的动力仍不充足，复苏的基础不太牢固，尤其是消费比较低迷。我们预期未来一段时间将继续出台相关宏观政策来稳增长。中国共产党二十届三中全会今日在北京开始举行，习近平总书记代表中央政治局向全会作工作报告，并就《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（讨论稿）》向全会作了说明。我们预计此次会议将推出一系列的改革措施来促进经济发展，尤其是寻求新的增长动力来弥补传统增长动力放缓。展望未来，下半年随着政策效应的持续释放，经济修复动能有望转强。我们维持 2024 年全年 GDP 增长 5.0% 的预测不变。



## 上海成为中国新的国际金融中心，房价上涨并逆全国房价走势

研究部主管：陈宋恩

各种数据和媒体声音都表明中国房地产市场持续走软。或许受此影响，大多数投资者对中国房地产市场持悲观看法。一些分析师或经济师可能将房地产市场低迷状态归咎于拖累了国民经济，这反过来又给房地产市场增加了进一步的下行压力。

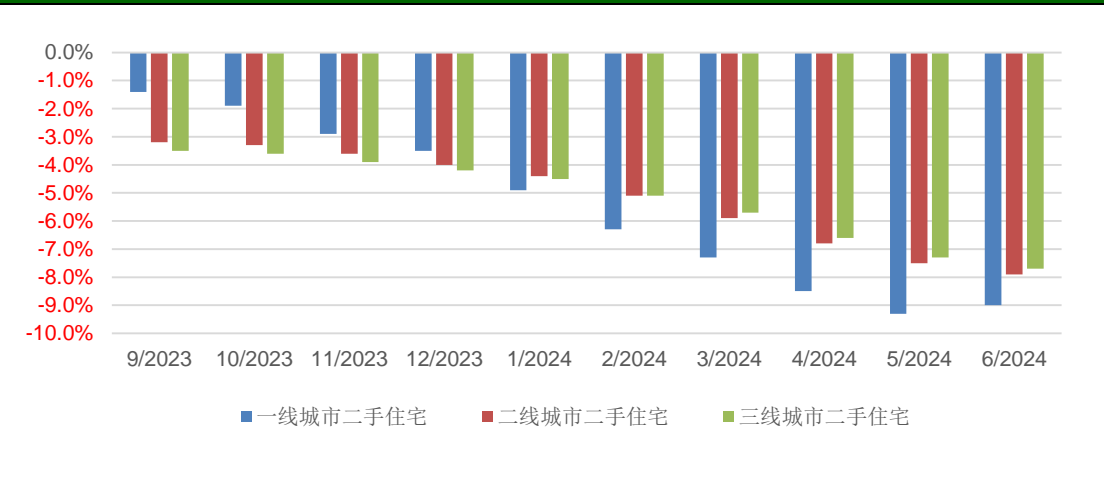
图 5: 新建住宅价格同比变化  
同比跌幅呈现持续扩大迹象，三线城市新建住宅价格跌幅较大



注：6/2024，一、二、三线城市新建住宅均价同比分别降 3.7%、4.5%、5.4%。

来源：国家统计局、农银国际证券

图 6: 二手住宅价格同比变化  
同比跌幅持续扩大迹象，一线城市二手住宅格跌幅较大



注：6/2024，一、二、三线城市二手住宅均价同比分别降 9.0%、7.9%、7.7%。

来源：国家统计局、农银国际证券



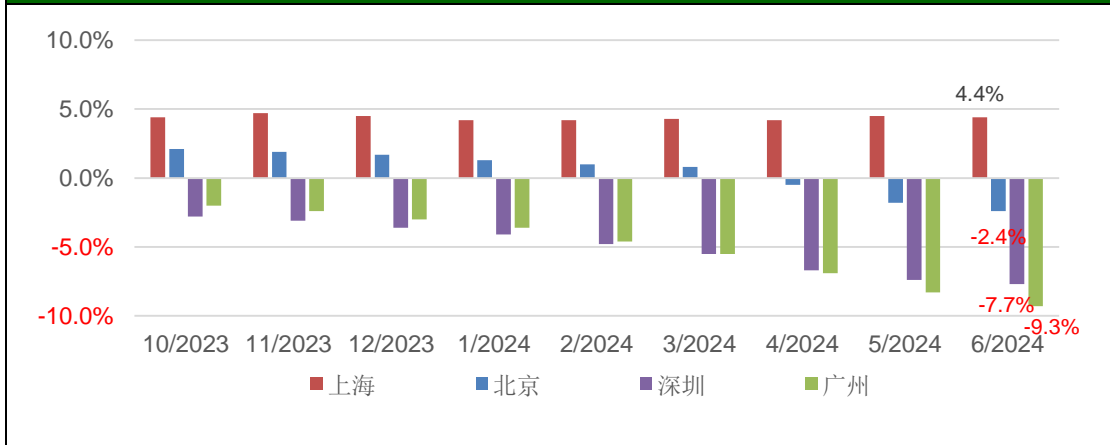
在宏观经济环境相同的情况下，各大城市房地产市场表现也大体相近，但上海例外。上海是中国四大一线城市之一，其它一线城市为北京、广州、深圳。从外资投资者角度来看，这四个一线城市代表了中国经济最发达的地区。不过，上海楼市的表现与其他三个一线城市以及其他主要城市有所不同。

我们讨论价格趋势，避免受单月波动影响判断。4个一线城市新建住宅均价自2023年10月以来截至今年6月已连续9个月环比下降；二线城市（统计局调查的31个城市）和三线城市（统计局调查的35个城市）新建住宅均价自2023年9月以来已连续10个月环比下降。从同比变化来看，今年1月份以来，一、二、三线城市新建住宅均价同比降幅持续扩大。从这些数据来看，尚无任何信号表明房价下跌趋势正在企稳。当然，上述变化统计数字均为平均数，个别地区的表现可能会有所不同，如上海。

上海新建住宅价格环比变化自2023年10月以来连续9个月保持正增长。上海新建住宅价格环比变化逆势而上，与一线城市均价环比持续下跌趋势相反。广州、深圳新建住宅价格环比变化自2023年10月以来连续9个月保持下降。2023年10月以来，北京新建住宅价格环比变化为负增长或持平。

2023年10月以来，上海新建住宅价格连续9个月同比上涨4.2-4.7%，6月同比上涨4.4%；广州、深圳新建住宅价格连续9个月同比下跌，且同比下跌幅度不断扩大；北京新建住宅价格连续3个月同比下跌，同比下跌幅度也在过去3个月持续扩大。

图 7: 4 大一线城市新建住宅价格同比变化 (10/2023-6/2024)  
上海新建住宅价格保持同比上升近 4%，其它一线城市新建住宅价格同比跌幅扩大



来源：国家统计局、农银国际证券





图 8: 4 大一线城市新建住宅价格环比变化 (10/2023-6/2024)

上海新建住宅价格保持环比上升趋势, 其它一线城市新建住宅价格持续环比下跌并在今年二季度呈现环比跌幅扩大迹象



上半年, 全国新建住宅销售面积同比下降约 21.9%。虽然上海 6 月统计数据还未公布, 统计趋势表示上海房地产市场热度明显与全国平均背驰。今年首 5 个月上海新建住宅销售面积同比下降 2.2%, 跌幅明显低于同期全国平均 21.4 个百分点, 反映上海住宅市场需求韧性较好。上半年, 全国房地产开发投资同比下降 10.1%。然而, 今年首 5 个月上海房地产开发投资同比增加 8.0%, 升幅比同期全国平均高 18.1 个百分点。

上海楼市为何表现与其他一线城市或其他主要城市如此不同? 我们认为上海市政府的公共住房发展发挥了重要作用。大城市的高昂房价是阻碍人口流入和区域经济发展的一个因素, 上海也遇到了这个问题, 但上海市内房价差距大, 这可能为上海经济发展提供解决方案。

图 9: 2023 年上海新建住宅房地产市场  
上海房价区间非常宽, 可容纳不同收入群体居住和工作

	全市	内环线	内外环线	外环线
剔除征收安置住房和共有产权保障住房等保障性住房后的市场化新建住宅的区域均价(元/平方米)	-	119839	97710	49634
其它上海地区均价不同于内环线	-	0%	-18%	-58%
住宅销售均价, 包括公营及私营新建住宅(元/平方米)	45977	119839	76929	33448
其它上海地区均价不同于内环线	-62%	0%	-36%	-72%

来源: 上海统计局、农银国际证券



统计显示，2023年，上海中心城区（内环线）房价出现“天价”，均价达到119839元/平方米，非中心城区（内外环线和外环线）私营新建住宅平均价比中心城区便宜18-58%。若公营房和私营房合计，非中心城区房价比中心城区便宜36-72%。上海房价区间非常宽，使得上海人口中不同收入群体都能在上海居住和工作，支撑了上海房价及经济。更为重要的是，上海经济、人口流动和房地产市场之间形成了正反馈循环，这也是上海房价具有韧性的原因之一。

**风险。**以上上海住宅统计数据也属于平均数，中心城区高价位住宅价可能面临较大下行压力，而非中心城区低价位住宅价可能面临上行压力。我们认为成交量以非中心城区较多，并且低价的公营住宅多在非中心城区，因此整体上海新建住宅市场统计数据无论是环比还是同比均呈现上涨趋势。



## 互联网业

分析师周秀成

2024年1-6月全国网上零售额70991亿元，同比增长9.8%。其中，实物商品网上零售额59596亿元，增长8.8%，占社会消费品零售总额的比重为25.3%。实物商品网上零售额2024年1-6月增速较2024年1-3月的11.6%低，反映低基数效应在第2季续渐减退以及经济持续放缓。回顾一下，受疫情因素影响，2023年1-3月实物商品网上零售增速只有7.3%，造成较低基数，但2023年1-6月的增速则回升至10.8%。此外，实物商品网上零售额2024年1-6月增速较2024年1-5月的11.5%低，反映最近618购物节未能对网上零售增长有所提升。2024年1-6月网络购物渗透率为25.3%，较2024年1-5月的24.7%高，反映消费持续从线下到线上转移。

在实物商品网上零售额中，吃类商品在2024年1-6月增长17.8%，高于整体实物商品网上零售额增幅，这对较专注农产品及食品的电商平台有利。在吃类商品之外，用类商品及穿类商品分别增长7.8%及7.0%。

在行业趋势方面，主要电商平台第2季度收入增长或会放缓。从好的角度看，主要电商平台会继续通过发放股息、回购股份、处置非核心资产等多种举措积极提高股东回报。此外，直播和跨境电商正在兴起，成为电商行业的新增长点。例如，拼多多(PDD US)和Shein等平台正在积极发展跨境电商，并在各个海外市场获得增长。

## 消费业

分析师潘泓兴

在6月，全国零售销售同比增速为2.0%，相对5月的增速下跌1.7个百分点，并创2023年以来的新低。而在今年上半年，全国零售销售同比增速为3.7%，比上年同期的8.2%有所下跌。在6月份，餐饮收入的同比增速较5月份略升0.4个百分点到5.4%；在限额以上单位商品零售方面，“粮油食品类”同比增速达到10.8%，为增速最快的商品类别，而“化妆品类”同比跌幅达到14.6%，为跌幅最大的商品类别。同时，“家用电器和音响器材类”“文化办公用品类”“汽车类”零售销售的同比跌幅也分别达到7.6%、8.5%、6.2%。

我们认为，6月份的零售销售增长情况反映消费市场复苏出现放缓的迹象，商品零售行业内各商品类别之间增速不一，消费者消费行为变得更保守。尽管今年电商平台推出更多的优惠措施，但是“618”购物节并没有对6月份的零售销售增长带来推动作用。根据统计局数据，今年2季度居民人均可支配收入同比增速达到4.5%，比上一季度的增速低1.7个百分点，显示消费者在收入增长方面仍面临压力。尽管2季度有多个假期以及“618”购物节，但是全国人均支出同比增长仅达到5.0%，比上一个季度低3.3个百分点。我们预计，消费者受到宏观经济环境影响仍将会保持较为保守的消费行为，对



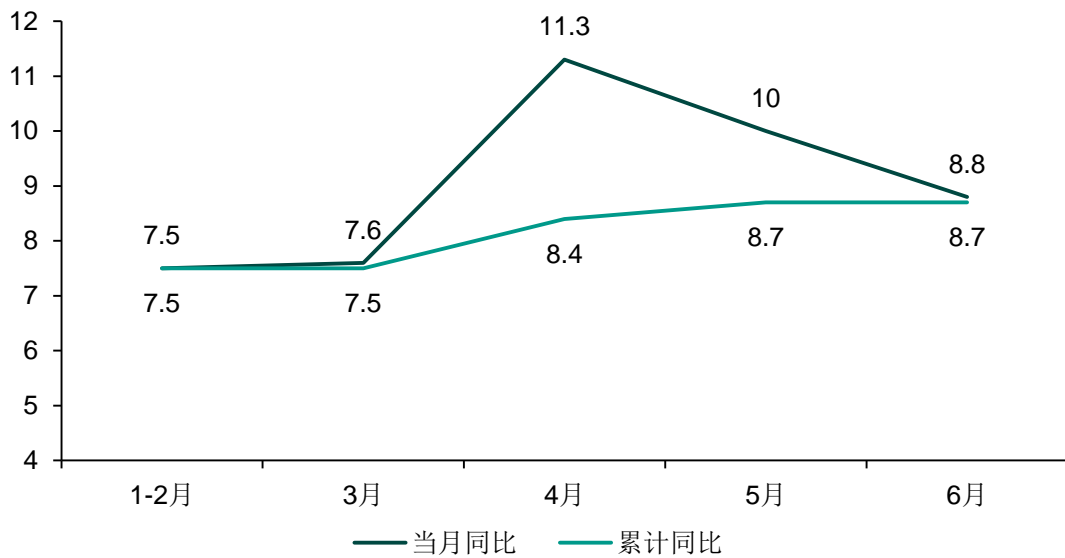
产品的性价比要求将会继续提升。消费行业的竞争将会更加激烈，企业将需要进行更多的促销活动，但同时也要保持提供的产品服务质量，导致企业的增长势头及利润率两方面同时受压。部分企业或会受惠于通胀上升，但这对整体消费市场的促进作用有限。

## 先进制造业

分析师白舸

2024 年上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 6.0%，其中装备制造业增加值增长 7.8%，高技术制造业增加值增长 8.7%，增速分别快于全部规模以上工业 1.8 和 2.7 个百分点。从累计值看，年初以来高技术制造业累计同比增速持续提升。以汽车、航空航天、半导体等产业为代表的高端制造业不断发展，保持着快于整体制造业的增速。根据统计局数据，2024 年上半年，3D 打印设备、新能源汽车、集成电路产品产量同比分别增长 51.6%、34.3%、28.9%，显示我国先进制造业发展迅速，我国制造业整体继续向高端化、智能化迈进。

图 10: 高技术制造业增加值保持快速增长 (%)



来源：国家统计局、农银国际证券

中国半导体行业继续保持快速增长。2024 年上半年，中国集成电路产量达 2071 亿块，累计同比增长 28.9%。中国集成电路进出口方面也保持快速增长。我们认为，中国半导体行业的亮眼数据一方面源自于全球半导体行业进入到景气周期，一方面也得益于中国半导体企业竞争力的不断提升。

展望未来，中国制造业的竞争力或将维持。在出口高景气度的支持下，整体高端制造业仍将维持快速增长。具体到半导体行业，我们认为中国半导体行业的竞争力将持续增长，



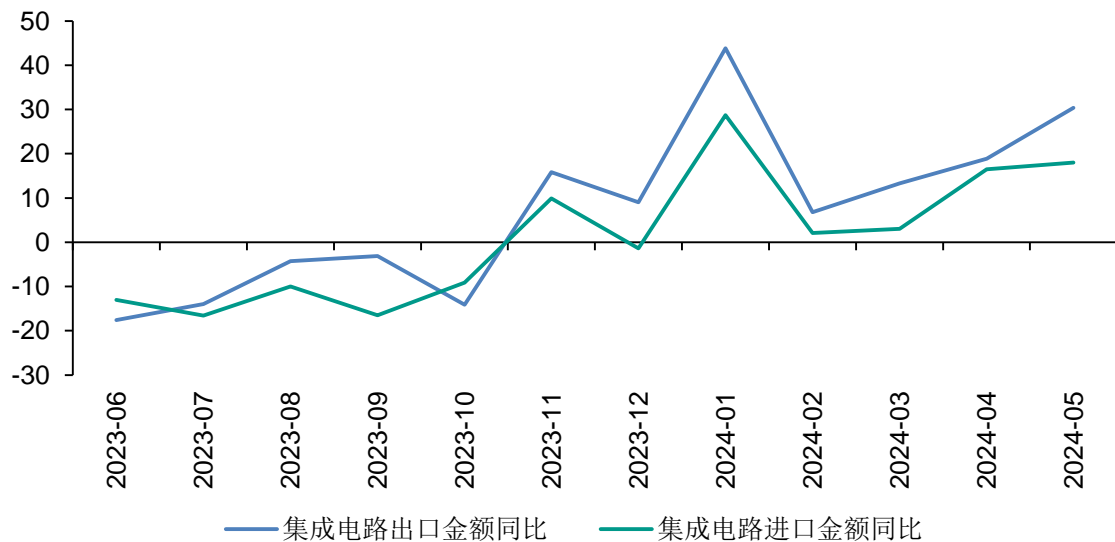
在新能源汽车、大语言模型、智能驾驶等市场需求的带动下，中国市场对芯片的需求将维持旺盛，带动相关企业的生产需求。同时，国家政策持续推进国产半导体产业链的发展。2024年5月中国成立国家芯片基金三期（“大基金三期”），对中国半导体产业的发展有积极的促进作用。在中国政策的支持以及中国市场的需求下，中国半导体设备商或将持续发展。

图 11: 中国集成电路产量同比增长 (%)



来源：国家统计局、农银国际证券

图 12: 中国集成电路进出口金额同比增长 (%)



来源：国家统计局、农银国际证券



## 权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、周秀成、潘泓兴、白舸作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

## 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 7%)
持有	负市场回报(约-7%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 7%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-7%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-23 年间平均增长率为 7.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2024 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或任何其他形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863