

二季度 GDP 增速出现下行波动，下半年稳增长政策有望加力

——2024 年 6 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部总监 冯琳

事件：据国家统计局 7 月 15 日公布的数据，2024 年二季度 GDP 同比为 4.7%，一季度为 5.3%，上半年为 5.0%，去年全年为 5.2%；6 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%，5 月为 5.6%，上半年累计同比为 6.0%，去年全年为 4.6%；6 月社会消费品零售总额同比增长 2.0%，5 月为 3.7%，上半年累计同比为 3.7%，去年全年为 7.2%；1-6 月全国固定资产投资累计同比增长 3.9%，前值为 4.0%，去年全年为 3.0%。

基本观点：

整体上看，二季度 GDP 增速出现下行波动，在外需延续一季度较强势头背景下，二季度国内有效需求不足现象较为突出，背后是房地产行业持续调整，居民消费和民间投资偏弱。不过，以高技术制造业生产和投资增速保持较高水平为代表，二季度新质生产力发展保持较强势头。就上半年而言，GDP 增速达到 5.0%，与今年全年“5.0%左右”的增长目标基本持平，外需回暖、新质生产力较快发展提供较强增长动力，但在房地产行业调整背景下，国内有效需求不足问题有待进一步解决。

展望未来，综合考虑上年同期基数变化，特别是最新经济运行态势，我们判断，在经历 2 月以来的政策观察期后，下半年稳增长政策会进一步加力，其中货币政策降息降准都有空间，财政政策会加快支出节奏，扭转基建增速下行势头。最后，继“5.17”房地产新政之后，下半年房地产支持政策还将进一步加码，核心是下调居民房贷利率，这是左右楼市走向的关键。但下半年宏观政策大收大放的可能性仍然不大，房地产政策还将以渐进调整为主。综合以上，我们判断三季度 GDP 同比增速将在 4.9%左右，下半年经济增速将在 5.0%左右，具备完成全年增速目标的条件。

具体解读如下：

一、二季度 GDP 增速出现下行波动，在外需延续一季度较强势头背景下，二季度国内有效需求不足现象较为突出，背后是房地产行业持续调整，居民消费和民间投资偏弱，而稳增长政策在一季度前置发

力后，二季度总体处于观察期。不过，以高技术制造业生产和投资增速保持较高水平为代表，当前新质生产发展势头较强。

2024年二季度GDP同比增速达到4.7%，较一季度回落0.6个百分点，不及市场普遍预期。考虑到去年同期以两年平均增速衡量的基数较低，这意味着今年二季度经济增长动能偏弱。

二季度GDP增速回落幅度较大，背后主要有三个因素：首先，一季度天数同比多1天对经济增速有一定推高作用，这一影响在二季度不复存在。今年是闰年，一季度天数为91天，而去年是平年，一季度天数为90天。这意味着今年一季度GDP同比增速达到5.3%，处于偏高水平，与当季天数同比多出1天有一定关联。而今年二季度与去年二季度都是91天，因此，在其他因素不变的情况下，天数变化的影响消失也会令二季度GDP同比增速较一季度有所回落。

其次，二季度极端天气、雨涝灾害多发，这会对各类生产经营活动，特别是基建投资等带来较大影响。可以看到，1-6月基础设施建设投资(不含电力)累计同比为4.6%，而1-3月同比为6.6%。

最后，二季度以来房地产行业延续调整态势，其中房地产投资下滑势头有所加快，楼市量价走势低迷。更重要的是，在楼市持续低迷背景下，二季度居民消费信心处于低位，民间投资增速处于零增长附近。这导致国内有效需求不足问题进一步凸显，并直接体现在物价水平偏低等方面。这是二季度GDP增速回落的主要原因。

二季度经济运行的强点有两个：一是受外需回暖、稳外贸政策发力显效带动，以美元计价，二季度出口额同比增速达到5.9%，较一季度加快4.5个百分点。当季外需对GDP增长的拉动率为0.6个百分点，与上季度基本持平。二是在市场需求及政策支持带动下，二季度以高技术制造业生产和投资增速保持较高水平为代表，新质生产力发展势头较强。其中，上半年高技术制造业增加值累计同比增长8.7%，增速较一季度加快1.2个百分点，明显高于6.0%的整体工业生产增速，并对出口形成有力支撑。上半年高技术制造业投资累计同比增长10.1%，与一季度的10.8%基本持平，高于9.5%的制造业投资增速，以及3.9%的固定资产投资增速。

整体上看，上半年GDP增速达到5.0%，与今年全年“5.0%左右”的增长目标基本持平，外需回暖、新质生产力较快发展提供较强增长动力，但在房地产行业调整背景下，国内有效需求不足问题有待进一步解决。

展望未来，综合考虑上年同期基数变化，特别是最新经济运行态势，我们判断在经历2月以来的政策观察期后，下半年稳增长政策会进一步加力，其中货币政策降息降准都有空间，财政政策会加快支出

节奏，扭转基建投资增速下行势头。最后，继“5.17”房地产新政之后，下半年房地产支持政策还将进一步加码，核心是下调居民房贷利率，这是左右楼市走向的关键。但下半年宏观政策大收大放的可能性仍然不大，房地产政策还将以渐进调整为主。综合以上，我们判断三季度GDP增速将在4.9%左右，下半年经济增速将在5.0%左右，具备完成全年增速目标的条件。

二、工业生产：考虑到工作日较少及上年同期基数较高，6月工业生产同比增速下滑符合预期；同时，当月工业增加值季调环比增速弱于季节性，意味着国内市场需求偏弱对工业生产边际增长动能也有一定拖累。不过，与投资和消费增速相比，当前工业生产实际增长动能仍处于偏强状态，宏观经济“供强需弱”特征突出。背后主要是近期出口动能较强，以及“三大工程”等稳增长政策和制造业支持政策持续推进，对工业生产有一定拉动作用。

6月工业增加值同比增长5.3%，增速较上月放缓0.3个百分点。三大门类中，采矿业和电力、燃气及水的生产供应业增加值同比增速均有所加快，而占比最高的制造业增加值增速较上月放缓0.5个百分点至5.5%。考虑到今年6月工作日比去年同期少2天，加之上年同期制造业生产基数较高，因此，6月工业和制造业生产同比增速下滑符合普遍预期。与此同时，从边际增长动能来看，6月工业增加值季调环比增长0.42%，与历年同期增速相比，表现明显弱于季节性，也对当月工业生产同比增速有一定拖累。可以看到，6月官方制造业PMI指数中的生产指数进一步下行至50.6%，较上月低0.2个百分点，已在很大程度上预示了这一趋势。背后的主要原因是国内市场需求边际走弱。

不过，与当月投资和消费增速相比，6月工业生产实际增长动能仍处于偏强状态。今年上半年，工业增加值累计同比增长6.0%，其中制造业增加值增长6.5%，增速明显高于同期固定资产投资和社零累计同比增速，宏观经济“供强需弱”特征突出。我们认为，背后主要是近期出口动能较强，“三大工程”及大规模设备更新和耐用消费品以旧换新持续推进，以及加大对制造业信贷投放等制造业支持政策等，都会对工业生产有一定拉动作用。

展望三季度，上年同期基数抬高会对下半年工业增加值同比增速有一定影响，但其实际增长动能有望保持在偏强状态。背后是短期内外需将延续较强势头，以及随疫情疤痕效应逐步减退，居民商品消费还有修复空间。预计7月工业增加值同比增速将随基数走低而反弹至5.5%左右，全年工业生产增速也将达到5.5%左右，较2023年4.3%的累计增长水平明显提速，与整体经济增长水平基本相当。这也意味着今年经济运行会进一步向常态化回归。

三、消费：6月社零同比增速较上月放缓1.7个百分点，表现不及预期。这部分源于上年同期基数

抬升，但更为重要的是，受疫情疤痕效应、楼市调整影响居民消费信心，以及前期可支配收入增速下滑制约消费能力等影响，当前居民消费仍然偏弱。综合商品和服务消费看，二季度居民消费增速较一季度有一定幅度下滑，这也是二季度 GDP 增速低于一季度的一个重要原因。下半年消费修复进程面临的最大的不确定因素仍是楼市何时企稳回暖。

6 月社零同比增长 2.0%，增速较上月放缓 1.7 个百分点。这部分源于以 2 年或 4 年平均增速衡量，上年同期社零增速基数大幅抬升，但更为重要的是，受疫情疤痕效应、楼市调整影响居民消费信心，以及前期城镇居民可支配收入增速下滑制约消费能力等影响，当前居民消费仍然偏弱。这也反映于 6 月社零季调环比下降 0.12%，远低于过去 10 年同期季调环比增速平均值 0.87%。

从主要商品限额以上零售额增速来看，6 月居民消费“必需相对稳健、可选较弱”的特征依然明显——当月服装鞋帽、化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品、家电、汽车等可选消费品零售额同比均为负增，家具、通讯器材、石油制品等零售额同比虽延续正增，但增速与上月相比均有不同程度下滑。其中，6 月汽车零售额同比下降 6.2%，降幅较上月扩大 1.8 个百分点，已为连续第 4 个月同比负增。这表明近期各地推出的汽车以旧换新政策对汽车销售并未产生明显提振作用，反而可能因替代效应、车企降价等对销售额增速产生一定下拉效应。同时，6 月家电零售额同比从上月的增长 12.9% 放缓至下降 7.6%，或反映此前几个月以旧换新政策推动下的家电销售增速回升仅为脉冲式反弹。另外值得一提的是，6 月楼市延续调整背景下，除家电销售额同比转负外，当月家具零售额同比增速较上月放缓 3.7 个百分点至 1.1%，建筑装饰材料零售额同比下降 4.4%，降幅与上月基本持平。

1-6 月社零累计同比增长 3.7%，增速比 1-5 月放缓 0.4 个百分点，比一季度放缓 1.0 个百分点。需要指出的是，社零数据更多反映居民商品消费走势，而判断当前消费走势，还需要结合社零与服务零售额数据一起观察。1-6 月服务零售额累计同比增长 7.5%，增速比社零增速高出 3.8 个百分点，与当前旅游等服务消费更有活力相印证。不过，与一季度相比，上半年服务零售额累计增速也放缓了 2.5 个百分点。因此，综合商品和服务消费看，二季度居民消费增速较一季度有一定幅度下滑，这也是二季度 GDP 增速低于一季度的一个重要原因。

展望后续，疫情疤痕效应会随着时间推移逐步消退，这意味着居民消费还有进一步修复空间。后续消费修复进程面临的最大的不确定因素仍是楼市何时企稳回暖，从而消除资产缩水效应对居民消费心理的影响。考虑到当前楼市仍处调整过程，我们判断，短期内居民消费动能难有明显增强。其中，在去年同期基数走低拉动下，7 月社零同比增速仅将小幅反弹至 3.0% 左右。

我们认为，消费是当前宏观经济运行过程中的一个主要薄弱点，促消费政策还需进一步加力。当前促消费政策可重点从两个角度发力：首先，财政政策可在逆周期调节方向适度发力，阶段性弥补居民收入增速下滑对消费带来的影响。当前的重点是中央财政和地方财政要加大对耐用消费品“以旧换新”的补贴力度，并与银行扩大消费贷投放、商家优惠让利相互配合，在较短时间内形成促销合力。其次，当前还是要加大房地产支持政策力度，核心是引导居民房贷利率持续较大幅度下调，扭转楼市预期，推动房地产行业尽快实现软着陆。这对提振消费信心、改善社会预期有直接作用。

四、投资：1-6月固定资产投资继续减速，三大投资板块增速全面下行。其中，在极端天气因素及资金来源波动影响下，4月以来基建投资增速持续走低；受上年同期基数走高，以及近期制造业中长期贷款增速下调影响，6月制造业投资增速有所回落，但继续保持较高增长水平；“5.17”房地产新政后楼市边际回暖，但尚难传导到投资端，6月房地产投资继续较快下滑。整体上看，上半年固定资产投资增速高于去年同期和去年全年，显示稳增长政策持续发力。这主要体现在基建投资保持较快增长，对冲房地产投资下滑，而制造业投资高增则是政策面支持新质生产力发展的集中体现。

1-6月固定资产投资累计同比增速为3.9%，较1-5月回落0.1个百分点，但仍明显高于2023年全年3.0%的增长水平。这意味着上半年稳增长政策持续发力。据我们测算，6月当月固定资产投资同比增长3.6%，较5月加快0.2个百分点，主要源于服务业投资增速加快。另外，上半年民间投资同比增长0.1%，明显落后于整体投资增速，主要是受房地产投资下行拖累，扣除房地产开发投资，民间投资增长6.6%。

具体来看，1-6月基建投资（不含电力）同比增速为5.4%，较1-5月下行0.3个百分点，低于去年全年5.9%的增长水平。据我们测算，6月当月基建投资增速为4.6%，较5月下行0.3个百分点。4月以来固定资产投资增速呈持续回落态势，主要原因有两个：一是近期极端天气、雨涝灾害多发，这会对以户外施工为主的基建项目进度带来较大影响。二是今年上半年专项债发行节奏放缓，加之二季度以来地方政府土地出让金收入大幅下滑，以及贵州、天津等12个高负债省市投资项目面临严格管控，都会对当前基建投资增速有一定下拉作用。展望未来，考虑到三季度稳增长政策有望进一步加力，特别是政府债发行将明显提速，基建投资增速下行势头最早将在7月得到扭转。整体上看，下半年基建投资的宏观经济运行稳定器作用会更为突出。

制造业投资方面，1-6月累计同比增速为9.5%，低于1-5月的9.6%，但明显高于去年全年6.5%的增幅；据我们测算，6月当月制造业投资增速为9.4%，较上月回落0.1个百分点，为连续三个月小幅回落。我们分析，除上年同期基数抬高外，或与近期制造业中长期贷款增速高位下行、我国外部经贸环境挑战

性增加有一定关联。

上半年制造业投资增速明显加快，领跑三大投资板块，是带动整体固定资产投资提速的主要原因。背后的原因有两个：一是政策支持力度加大。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%，虽较前期有所放缓，但仍明显领先于8.8%的整体信贷余额增速。这显示政策面继续加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度，与今年全国两会政府工作报告将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”列为十大任务目标之首相印证。另外，当前支持大规模设备更新政策对制造业投资有较强推动作用。国家统计局公布的数据显示，上半年设备工器具购置投资同比增长17.3%，拉动固定资产投资增长2.1个百分点，贡献率达54.8%。二是近期制造业内生投资动能也在增强。去年下半年以来PPI降幅总体趋于收窄、去年8月以来规上工业企业利润整体保持正增长势头，特别是受企业贷款利率持续下行影响，当前工业企业资产利润率持续高于企业贷款利率，制造业内生投资动能也在增强。值得一提的是，1-6月代表新质生产力发展方向的高技术制造业投资同比增长10.1%，持续高于整体制造业投资增速。其中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资分别增长38.3%、12.1%。

展望未来，制造业投资有望延续年初以来的较快增长势头，估计全年增速将达到8.5%左右。这意味着经济内生增长动能将得到改善。其中，高技术制造业投资将保持两位数高增状态，这是政策面支持建设现代产业体系，重点推动先进制造业发展的具体体现。我们认为，2024年影响制造业投资的最大不确定因素仍是房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动需求并提振投资信心。另外，近期海外贸易保护主义抬头，也可能在短期内对国内制造业投资带来一定扰动——类似影响曾在2019年显著拉低制造业投资增速。

1-6月房地产投资累计同比下降10.1%，降幅与1-5月持平，略大于去年全年-9.6%的降幅。国家统计局公布的数据显示，年初以来楼市偏冷，1-6月商品房销售面积和销售额同比分别为-19.0%和-25.0%，虽因“5.17”房地产新政带动，降幅将前值有所收窄，但尚难传导到房地产投资端。值得注意的是，根据国家统计局数据，今年以来保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”积极推进，拉动房地产开发投资0.9个百分点。不过，最新政策取向显示，保障房供应更多转向收购存量房产，这会削弱对今年房地产投资的拉动作用。

往后看，未来一段时间房企销售回款仍面临较大下滑压力。不过，伴随城市房地产融资协调机制进一步发力，房企开发贷投放节奏有望加快，加之上年同期基数走低，下半年房地产投资同比降幅有望呈

现小幅收敛态势。但就以环比指标衡量的房地产实际投资动能而言，未来走势仍将主要取决于楼市何时筑底回暖。

整体上看，二季度 GDP 增速出现下行波动，在外需延续一季度较强势头背景下，二季度国内有效需求不足现象较为突出，背后是房地产行业持续调整，居民消费和民间投资偏弱，而在稳增长政策在一季度前置发力后，二季度总体处于观察期。不过，以高技术制造业生产和投资增速保持较高水平为代表，新质生产力发展势头较强。就上半年而言，GDP 增速达到 5.0%，与今年全年“5.0%左右”的增长目标基本持平，外需回暖、新质生产力较快发展提供较强增长动力，但在房地产行业调整背景下，国内有效需求不足问题有待进一步解决。

展望未来，综合考虑上年同期基数变化，特别是最新经济运行态势，我们判断在经历 2 月以来的政策观察期后，下半年稳增长政策会进一步加力，其中货币政策降息降准都有空间，财政政策会加快支出节奏，扭转基建投资增速下行势头。最后，继“5.17”房地产新政之后，下半年房地产支持政策还将进一步加码，核心是下调居民房贷利率，这是左右楼市走向的关键。但下半年宏观政策大收大放的可能性仍然不大，房地产政策还将以渐进调整为主。综合以上，我们判断三季度 GDP 增速将在 4.9%左右，下半年经济增速将在 5.0%左右，具备完成全年增速目标的条件。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。