

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

研究助理：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

研究助理：游勇

Email: youyong@zts.com.cn

## 投资要点

■ 国家统计局于7月15日公布2024年6月份经济数据：6月份规模以上工业增加值增速5.3%（前值5.6%），1-6月固定资产投资累计同比增速为3.9%（前值4.0%）；6月社零增速2.0%（前值3.7%）；全国城镇调查失业率为5.0%（与前值持平）；二季度GDP增速4.7%（一季度为5.3%），上半年GDP增速5.0%。

■ 工增方面，制造业工增增速回落，上游及公用事业回升。

6月工业增加值同比增加5.3%，比上月低0.3个百分点，主要受到制造业生产的拖累。除非金属矿物负增长外，多数行业实现正增长。上游行业中石油天然气增速相比前值回升2.8pct，有色金属回升0.9pct，煤炭回落0.2pct，黑色金属回落0.6pct；多数制造业行业增速处于前列，其中运输设备、计算机通信增速超10%，但部分行业工增回落幅度较大，计算机通信、化学制品回落幅度超过3.0pct；公用事业中，电热燃水生产和供应工增回升0.1pct。工业增加值是以价值形态表现的工业生产最终成果的总量，包含“量”、“价”因素，公用事业工增回升可能与此前广州等多地公用事业提价有关，今年前5个月，电热燃水工业企业利润同比增长近30%。

■ 消费：社零环比为近10年最弱，餐饮收入同比恢复。

6月社零明显走弱，环比是近10年来最弱水平。社会消费品零售总额同比增长2.0%，增速较5月回落1.7个百分点。在去年低基数的基础上，6月社零增速也是单月最低增速。季调环比来看，6月社零环比-0.12%，是2015年以来的最低值。

低基数之下，餐饮收入同比恢复，商品社零大幅走弱；乡村社零延续韧性特征。6月，餐饮收入和商品零售同比分别为5.4%和1.5%，较5月分别提升0.4个百分点和回落2.1个百分点。城镇社零和乡村社零同比分别为1.7%和3.8%，较5月分别下降2.0和0.3个百分点。

结构方面，必选消费韧性，地产后周期消费同比为今年最低值，汽车与日常消费同比转负。6月必选消费同比增长9.9%，地产产业链（家具家电、建材）、汽车产业链（汽车和石油制品）、场景消费（服装、化妆品、珠宝等）、日常消费（烟酒、通讯器材、书包杂志等）同比分别下降5.0%、0.8%、2.7%和4.2%。

汽车零售方面，新能源车销量仍高速增长。近几个月汽车零售增速下滑的主要原因是燃油车，新能源车销量增速仍保持30%（中汽协口径）以上增速。

■ 固投：地产、制造业回落，宽口径基建投资大幅上升，狭义基建投资有所回落。

2024年6月固定资产投资同比增长3.6%，较今年5月份同比增速回升0.1个百分点。其中，广义基建对固投起到主要拉动作用。

制造业投资略有修复。2024年6月，制造业固投同比增长9.3%，相比前值小幅回落0.1个百分点。剔除基数影响，制造业投资环比季节性回升37.4%，略高于2021-2023年同期均值水平（35.5%），显示制造业投资并不弱。

后续，一方面，企业中长贷同比少增约6200亿元，可能反映我国内生投资动力不足；另一方面，6月份出口超预期改善，同比增长8.6%，外需有望对制造业起到支撑作用。

宽口径基建投资增速大幅回升，窄口径基建增速有所回落。6月份宽口径基建投资增速为10.2%，相比前值高6.4pct；窄口径（不含电热燃水）基建同比增速为4.6%，相比前值回落0.3pct。

两种口径基建投资增速变化的方向不同，其中差异主要在于电力、热力、燃气及水的生产和供应业的正向拉动。这可能与近段时间电网投资建设加快有关，据国家能源局6月28日披露的统计数据，1-5月份，全国主要发电企业电源工程完成投资2578亿元，同比增长6.5%。电网工程完成投资1703亿元，同比增长21.6%。

剔除掉电热燃水之后，窄口径基建投资增速回落。6月份建筑业PMI回落2.1pct至52.3%，且6月份石油沥青装置开工率有所回落，低于往年同期水平，也印证了传统基建投资有所降温。

地产投资回落。2024年6月，房地产开发投资同比下降7.4%，相比5月份降幅走阔2.7pct，环比增速低于2021-2023年6月份同期水平。

商品房销售仍然较弱，2024年前6个月商品房销售面积累计同比增速为-19.0%，相比前值回升1.3pct；从高频数据来看，全国30大中城市商品房成交面积低于往年同期水平。5月17日，央行连续出台多项政策意在提振地产需求，但高频数据尚不能反映地产销售得到明显提振，后续，地产销售的回暖有待进一步观察，且销售

端到投资端的传导也存在不确定性。

- **就业趋于稳定。**6月失业率持平5月，低于疫情前同期，就业状况稳定。二季度单月城镇调查失业率均为5.0%，较一季度走低2.3个百分点。对比历史上，6月失业率是2018年有记录以来的次低值。失业率的稳定反映就业的好转，这与偏强的生产以及服务业的持续修复有关。
- **GDP：二季度4.7%，上半年5.0%。**  
今年一季度、二季度、上半年GDP同比增速分别为5.3%、4.7%和5.0%，二季度经济环比走弱，但上半年增速守住“5%”。二季度，从生产法的角度，经济总体呈现工业强于服务业的特点，其中5月份工增走弱、服务业生产指数走强，而6月份工业和服务业增速均相比前值回落。根据我们对月度GDP增速的估算，4-6月份月度GDP增速逐月下降。
- **小结：**6月份经济数据走弱，考虑到全年增长“5%左右”目标，后续经济可能仍面临一定的增长压力，尤其是在四季度基数较高的情况下。综合经济分项指标以及此前公布的物价、金融数据来看，当前基本面对于债市的支撑作用不变。在Q2单季GDP增速回落的背景下，需要关注7月政治局会议后稳增长政策加码的可能性，包括中央财政发力、地产供需政策进一步放松等。考虑到当前实际利率仍然偏高，实体融资需求相对不足，随着美联储降息路径逐渐明朗化，年内国内降息、降准落地仍有期待。
- **风险提示：**稳增长政策刺激力度超预期，货币宽松不及预期，数据更新不及时等。

## 图表目录

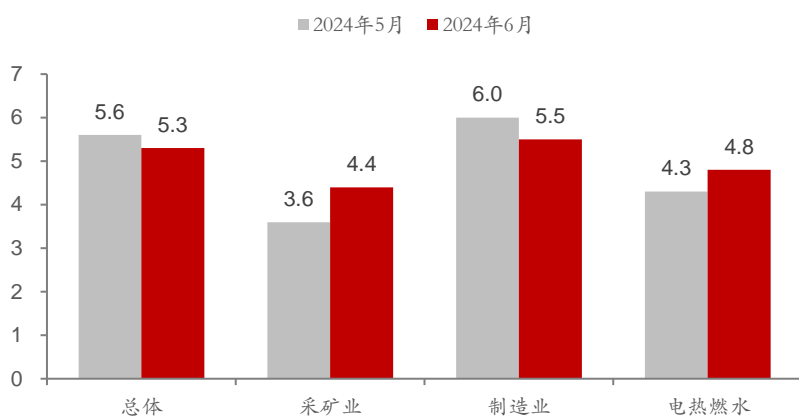
图表 1: 2024 年 6 月主要经济指标变化 (%)	- 4 -
图表 2: 三大类工业增加值同比增速 (%)	- 4 -
图表 3: 分行业工业增加值同比增速 (%)	- 5 -
图表 4: 社零环比增速 (%)	- 5 -
图表 5: 6 月份商品零售、餐饮分项同比回落 (%)	- 5 -
图表 6: 城镇社零与乡村社零同比增速 (%)	- 5 -
图表 7: 新能源车销量仍高速增长 (%)	- 6 -
图表 8: 商品分项同比增速 (%)	- 6 -
图表 9: 固定资产投资当月同比增速 (%)	- 7 -
图表 10: 6 月建筑业 PMI 回落至 52.3 (%)	- 7 -
图表 11: 6 月石油沥青装置开工率处于低位 (%)	- 7 -
图表 12: 30 大中城市商品房成交面积 (%)	- 8 -
图表 13: 二季度单月城镇调查失业率均为 5.0% (%)	- 8 -
图表 14: GDP 季度同比增速 (%)	- 8 -

**图表 1: 2024 年 6 月主要经济指标变化 (%)**

同比 (%)	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
GDP (当季)	4.7	-	-	5.3	6.3	-		4.5
规上工业增加值	5.3	5.6	6.7	4.5	4.4	3.5	5.6	3.9
固定资产投资	3.6	3.5	3.6	4.7	3.3	2.2	3.9	4.8
固投: 房地产	-7.4	-4.7	-7.3	-16.8	-20.6	-21.5	-16.2	-7.2
固投: 制造业	9.3	9.4	9.3	10.3	6.0	5.1	5.3	6.2
固投: 基建	10.2	3.8	5.9	8.6	11.7	8.8	7.9	9.9
固投: 基建 (狭义)	4.6	4.9	5.1	6.6	6.4	4.9	7.9	8.7
社会消费品零售总额	2.0	3.7	2.3	3.1	3.1	12.7	18.4	10.6
社零: 商品零售	1.5	3.6	2.0	2.7	1.7	10.5	15.9	9.1
社零: 餐饮	5.4	5.0	4.4	6.9	16.1	35.1	43.8	26.3
出口总额 (美元计价)	8.6	7.6	1.4	-7.6	-12.4	-7.6	7.1	10.8
进口总额 (美元计价)	-2.3	1.8	8.3	-1.9	-7.1	-5.3	-8.8	-2.0

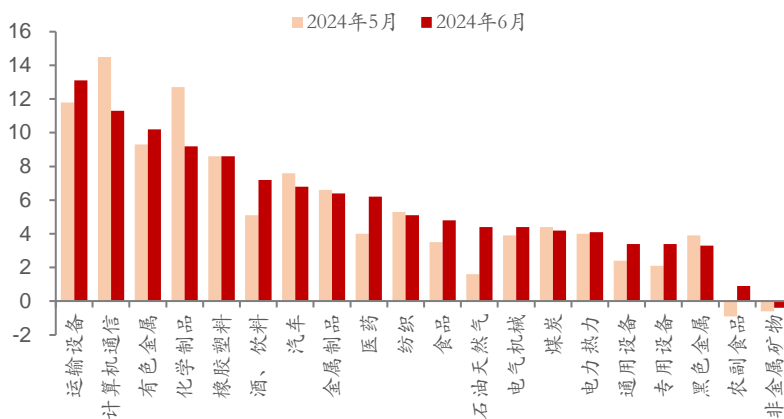
来源: WIND, iFinD, 中泰证券研究所

注: 工增、固投总体及分项、社零总体及分项、进出口同比增速均为当月同比增速。

**图表 2: 三大类工业增加值同比增速 (%)**


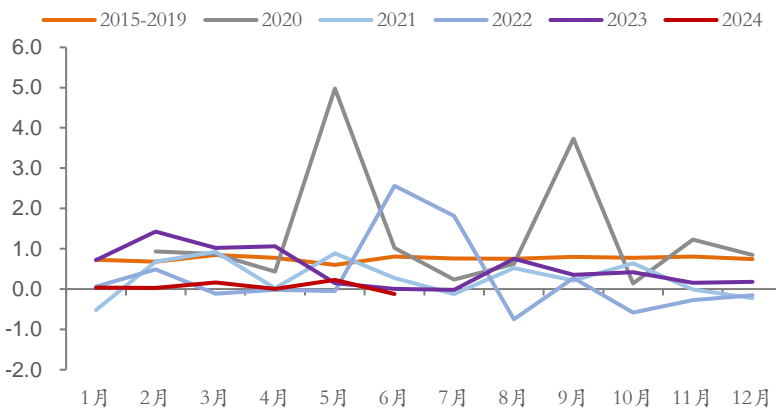
来源: iFinD, 中泰证券研究所

**图表 3: 分行业工业增加值同比增速 (%)**



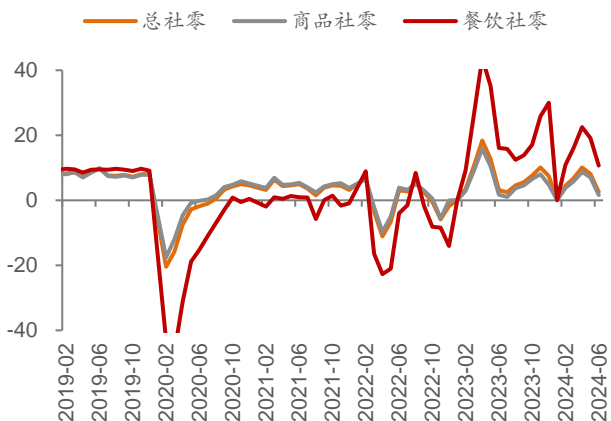
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 4: 社零环比增速 (%)**



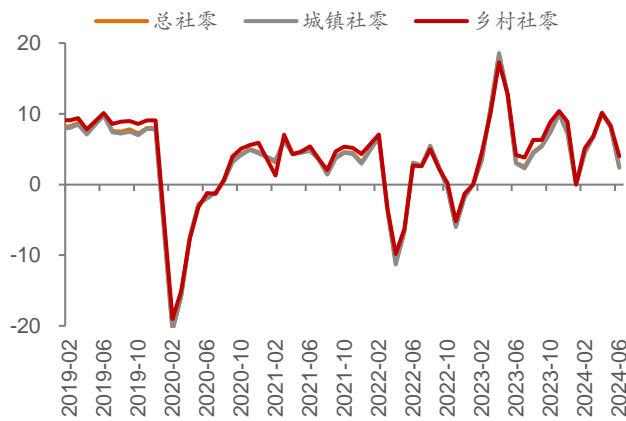
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 5: 6月份商品零售、餐饮分项同比回落 (%)**



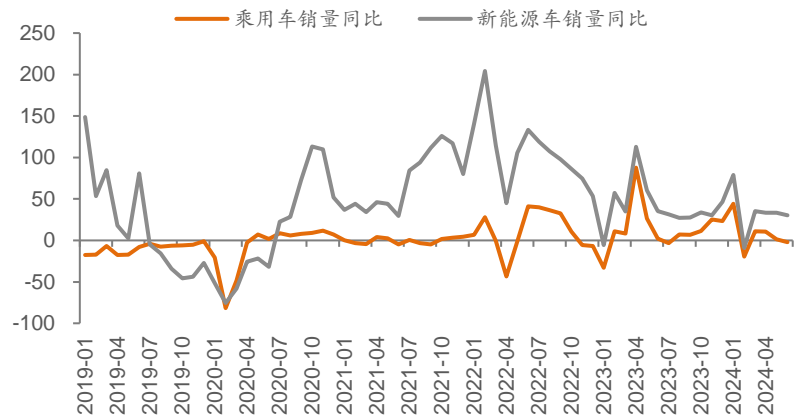
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 6: 城镇社零与乡村社零同比增速 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 新能源车销量仍高速增长 (%)



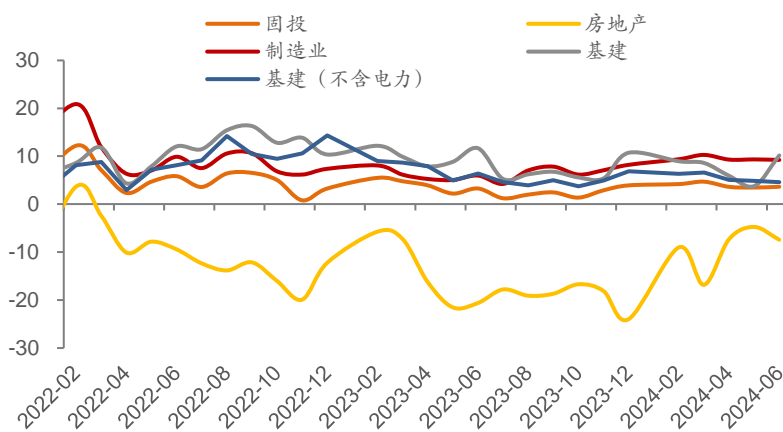
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 商品分项同比增速 (%)

	地产产业链			汽车产业链		场景消费				必需消费			日常消费					
	家电和音像器材	家具	建筑及装潢材料	汽车	石油及制品	服装鞋帽	服装类	化妆品	金银珠宝	粮油、食品	饮料	中西药品	烟酒	日用品	体育、娱乐用品	书报杂志	文化办公用品	通讯器材
2022-02	12.7	-6.0	6.2	3.9	25.6	4.8	3.7	7.0	19.5	7.9	11.4	7.5	13.6	10.7	1.6	23.3	11.1	4.8
2022-03	-4.3	-8.8	0.4	-7.5	10.5	-12.7	-15.1	-6.3	-17.9	12.5	12.6	11.9	7.2	-0.8	-8.8	1.6	9.8	3.1
2022-04	-8.1	-14.0	-11.7	-31.6	4.7	-22.8	-25.6	-22.3	-26.7	10.0	6.0	7.9	-7.0	-10.2	-12.7	3.3	-4.8	-21.8
2022-05	-10.6	-12.2	-7.8	-16.0	8.3	-16.2	-20.1	-11.0	-15.5	12.3	7.7	10.8	3.8	-6.7	-0.9	1.2	-3.3	-7.7
2022-06	3.2	-6.6	-4.9	13.9	14.7	1.2	2.5	8.1	8.1	9.0	1.9	11.9	5.1	4.3	9.7	9.6	8.9	6.6
2022-07	7.1	-6.3	-7.8	9.7	14.2	0.8	1.3	0.7	22.1	6.2	3.0	7.8	7.7	0.7	10.1	2.2	11.5	4.9
2022-08	3.4	-8.1	-9.1	15.9	17.1	5.1	6.0	-6.4	7.2	8.1	5.8	9.1	8.0	3.6	3.8	3.2	6.2	-4.6
2022-09	-6.1	-7.3	-8.1	14.2	10.2	-0.5	-1.0	-3.1	1.9	8.5	4.9	9.3	-8.8	5.6	3.3	7.5	8.7	5.8
2022-10	-14.1	-6.6	-8.7	3.9	0.9	-7.5	-9.2	-3.7	-2.7	8.3	4.1	8.9	-0.7	-2.2	1.8	5.1	-2.1	-8.9
2022-11	-17.3	-4.0	-10.0	-4.2	-1.6	-15.6	-17.1	-4.6	-7.0	3.9	-6.2	8.3	-2.0	-9.1	-8.2	0.2	-1.7	-17.6
2022-12	-13.1	-5.8	-8.9	4.6	-2.9	-12.5	-14.2	-19.3	-18.4	10.5	5.5	39.8	-7.3	-9.2	-13.3	11.0	-0.3	-4.5
2023-02	-1.9	5.2	-0.9	-9.4	10.9	5.4	6.4	3.8	5.9	9.0	5.2	19.3	6.1	3.9	1.0	12.8	-1.1	-8.2
2023-03	-1.4	3.5	-4.7	11.5	9.2	17.7	24.5	9.6	37.4	4.4	-5.1	11.7	9.0	7.7	15.8	14.0	-1.9	1.8
2023-04	4.7	3.4	-11.2	38.0	13.5	32.4	39.9	24.3	44.7	1.0	-3.4	3.7	14.9	10.1	25.7	3.1	-4.9	14.6
2023-05	0.1	5.0	-14.6	24.2	4.1	17.6	21.2	11.7	24.4	-0.7	-0.7	7.1	8.6	9.4	14.3	10.9	-1.2	27.4
2023-06	4.5	1.2	-6.8	-1.1	-2.2	6.9	7.2	4.8	7.8	5.4	3.6	6.6	9.6	-2.2	9.2	2.1	-9.9	6.6
2023-07	-5.5	0.1	-11.2	-1.5	-0.6	2.3	2.6	-4.1	-10.0	5.5	3.1	3.7	7.2	-1.0	2.6	-2.8	-13.1	3.0
2023-08	-2.9	4.8	-11.4	1.1	6.0	4.5	5.7	9.7	7.2	4.5	0.8	3.7	4.3	1.5	-0.7	0.7	-8.4	8.5
2023-09	-2.3	0.5	-8.2	2.8	8.9	9.9	12.0	1.6	7.7	8.3	8.0	4.5	23.1	0.7	10.7	8.7	-13.6	0.4
2023-10	9.6	1.7	-4.8	11.4	5.4	7.5	8.7	1.1	10.4	4.4	6.2	8.2	15.4	4.4	25.7	-0.3	7.7	14.6
2023-11	2.7	2.2	-10.4	14.7	7.2	22.0	25.9	-3.5	10.7	4.4	6.3	7.1	16.2	3.5	16.0	4.6	-8.2	16.8
2023-12	-0.1	2.3	-7.5	4.0	8.6	26.0	30.5	9.7	29.4	5.8	7.7	-18.0	8.3	-5.9	16.7	-3.6	-9.0	11.0
2024-02	5.7	4.6	2.1	8.7	5.0	1.9	1.6	4.0	5.0	9.0	6.9	2.0	13.7	-0.7	11.3	3.7	-8.8	16.2
2024-03	5.8	0.2	2.8	-3.7	3.5	3.8	3.6	2.2	3.2	11.0	5.8	5.9	9.4	3.5	19.3	10.7	-6.6	7.2
2024-04	4.5	1.2	-4.5	-5.6	1.6	-2.0	-3.0	-2.7	-0.1	8.5	6.4	7.8	8.4	4.4	12.7	-2.0	-4.4	13.3
2024-05	12.9	4.8	-4.5	-4.4	5.1	4.4	3.2	18.7	-11.0	9.3	6.5	4.3	7.7	7.7	20.2	-5.1	4.3	16.6
2024-06	-7.6	1.1	-4.4	-6.2	4.6	-1.9	0.0	-14.6	-3.7	10.8	1.7	4.5	5.2	0.3	-1.5	0.0	-8.5	2.9

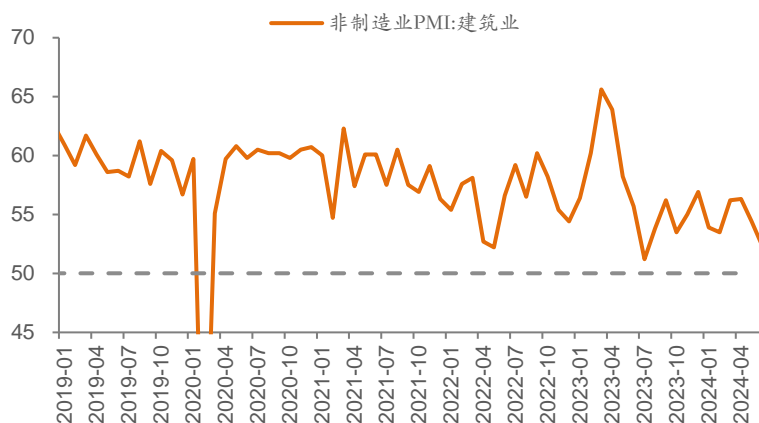
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 9: 固定资产投资当月同比增速 (%)**



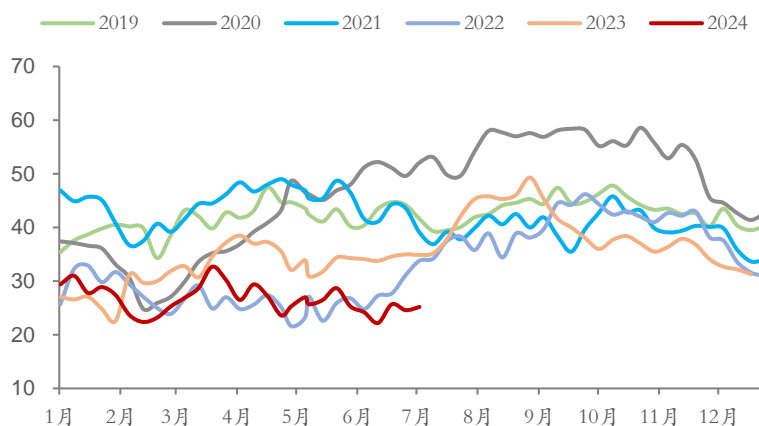
来源: iFinD, 中泰证券研究所

**图表 10: 6月建筑业 PMI 回落至 52.3 (%)**



来源: iFinD, 中泰证券研究所

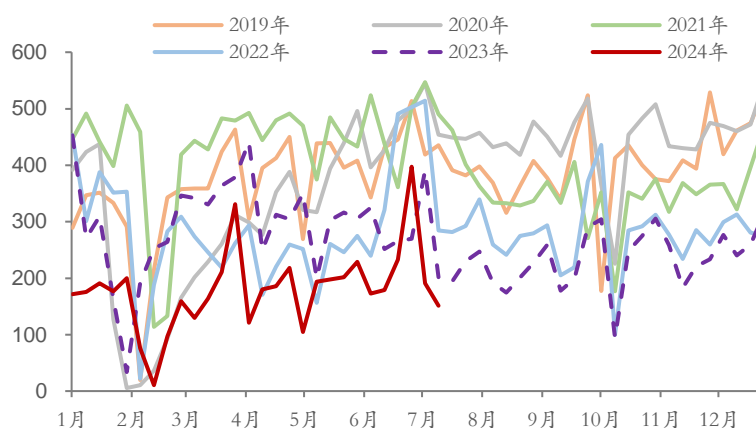
**图表 11: 6月石油沥青装置开工率处于低位 (%)**



来源: iFinD, 中泰证券研究所

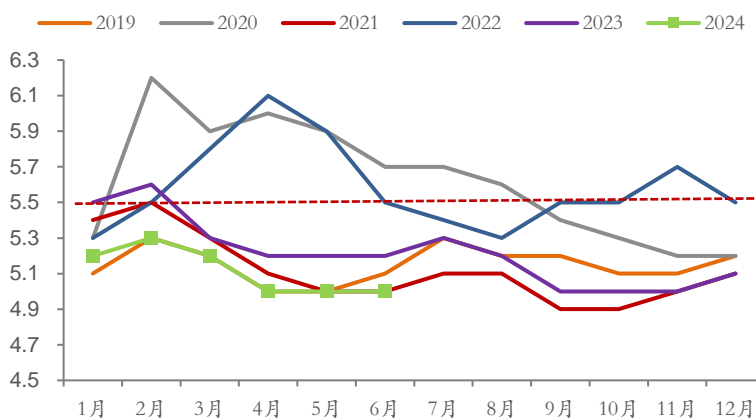


**图表 12: 30大中城市商品房成交面积 (%)**



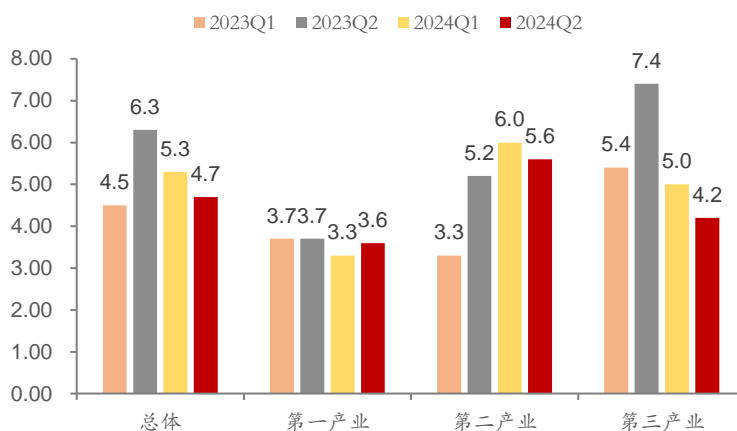
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 13: 二季度单月城镇调查失业率均为 5.0% (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 14: GDP 季度同比增速 (%)**



来源: iFinD, 中泰证券研究所

**风险提示:** 稳增长政策刺激力度超预期, 货币宽松不及预期, 数据更新不及时等。



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。