

经济数据的五个关注点 ——2024年二季度经济数据点评

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

投资要点

- 2024年二季度，GDP同比增长4.7%，低于Wind统计的市场预期值（5.1%）。2024年6月单月的经济数据，生产强于需求、投资强于消费的特征延续。
- 具体来看，我们认为经济数据有以下五点值得关注：
 - 第一，服务业是二季度GDP低于预期的最主要拖累，可能和金融数据“挤水分”有关。第三产业GDP同比，从二季度的5.0%下降到4.2%，除了高基数拖累和服务需求偏弱外，可能也跟金融数据“挤水分”的影响有关。2023年金融业增加值占GDP的8.0%，占第三产业GDP的14.6%，金融业增加值同比每下降1%，将拖累第三产业GDP下降0.15个百分点。
 - 第二产业GDP同比，从一季度的6.0%下滑至5.6%，尽管受到了异常天气的影响，加之高基数，但它仍然明显高于整体的GDP同比。从6月制造业PMI各分项指数看，当前呈“被动补库存”特征。由于季度GDP采用生产法核算，补库对GDP会有正向推动，目前需求尤其是内需偏弱，警惕企业转向去库存后，库存周期开始拖累GDP同比读数，这也意味着逆周期调节的必要性进一步上升。
 - 第二，二季度工业企业产能利用率，出现超季节性回升。今年一季度到二季度，工业企业产能利用率，从73.6%提高到74.9%，和2013年公布数据以来的同期相比，1.3个百分点的提升幅度仅次于受疫情影响较大的2020年。
 - 当前产能充裕且有效需求不足，我们认为工业企业扩产的动力强，原因一是实际的出口强劲，这体现在工业三大门类里，出口依赖度最高的制造业，它的增加值同比要持续高于采矿业和公用事业之上；二是产能充裕的背景下，为了保持市场份额，企业有扩大生产的动力。
 - 如同前面分析的，生产持续强于需求，库存累积到一定程度后，可能会压制工业生产，拖累产能利用率再度回落。
 - 第三，6月全口径基建投资两位数同比增长，这一趋势预计难以持续。今年大家对基建投资的关注度很高，但前面5个月基建投资增速总体要弱于预期。这一趋势在6月出现很大改观，全口径基建投资同比，从5月的3.8%大幅回升到10.2%。
 - 6月基建投资高增长，除了5月专项债发行提速后，资金拨付加快提振财务支出法核算的基建投资增速外，可能也和6月本身是财政支出大月有关。通常6月是每年各月里，基建投资占比最高的，过去三年6月基建投资占全年比例平均为12.8%，高占比导致6月的基建投资同比波动也大。我们认为在化债压力下，全口径基建投资如此高的增速或难持续。
 - 第四，国房景气指数在触及历史最低点后，6月见底回升。国房景气指数，以房地产开发投资为基准指标，选取了房地产投资、资金、面积、销售有关指标，剔除了季节性因素的影响，采用增长率循环方法编制而成，可以用来综合衡量中国房地产开发行业的生产经营状况。今年5月，国房景气指数为92.01，是1995年3月公布数据以来的最低水平，6月小幅回升到92.11。

相关报告

- 很显然，6月国房景气指数回升，受517新政、四个一线城市先后放松限购等政策有关。销售端，商品房销售面积和金额的同比，分别从5月的-20.3%、-27.9%，回升到-14.7%和-14.5%，直接受益于调控政策放松的影响。融资端，房地产开发资金来源同比，从5月的-21.0%回升到-14.6%。不过需要注意的是，国内贷款部分的同比，从5月的19.0%下滑到-7.8%，可能表明各类融资政策的效果还有待显现。投资端的数据相对偏弱，投资完成额当月同比持平于-10.1%；新开工面积当月同比从5月的-24.2%回升到-21.8%；施工面积（存量）和竣工面积的当月同比，分别从5月的-11.6%和-20.1%，下降到-12.0%和-29.5%。
- 30大中城市商品房销售面积，7月初以来再度超季节性回落。加之过去四年新开工面积持续下降，会向今年的施工面积传导，我们认为国房景气指数可能不具备持续回升的基础，即房地产行业可能还处于探底过程中。
- 第五，和今年一季度相比，二季度的居民边际消费倾向偏弱。以消费支出/可支配收入衡量的边际消费倾向，具有季节性规律，每年四个季度从低到高排列，分别为一季度、三季度、二季度和四季度。
- 今年一季度边际消费倾向为63.3%，是2020年以来的同期新高，比最近五年同期的次高（2023年一季度）高了1.3个百分点，可以看到消费恢复的趋势。
- 今年二季度居民边际消费倾向为68.5%，出现季节性回升。不过对比最近五年的同期看，这要弱于2021年二季度（69.4%），只比2023年二季度的高了0.4个百分点。
- 从二季度边际消费倾向走势弱于季节性来看，当前消费恢复的动能不足。这也体现在社会消费品零售总额的同比变化中，其当月同比从5月的3.7%下滑到2.0%，两年平均同比从8.1%下降到2.5%。限额以上商品零售中，粮油食品类、烟酒类、中西药品类6月当月的零售额同比相对较高，反映了当前社消主要靠必需品在支撑。
- 总的来说，2024年二季度GDP增速低于预期，主要受服务业的拖累。从二产GDP和工业增加值的同比看，补库仍在支撑季度的GDP同比。警惕高库存压制生产，从而拖累三季度GDP同比读数的可能。受政策放松和财政支出节奏的影响，6月国房景气指数见底回升，全口径基建投资两位数增长，它们的持续性有待观察。三季度逆周期调节加码的必要性上升，财政支出节奏将是影响中国经济最重要的变量。
-
- 风险提示：国内外政策变动，地缘冲突升级。

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。