



2024年6月经济数据点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

二季度 GDP 缘何低预期？

事件：

2024年6月，规模以上工业增加值同比 5.3%、预期 5.0%、前值 5.3%；社会消费品零售总额同比 2.0%、预期 4.0%、前值 3.7%；固定资产投资累计同比 3.9%、预期 3.9%、前值 4.0%。

核心观点：二季度 GDP 缘何低预期？

二季度 GDP 不及预期，需求端看，主要是消费表现偏弱。二季度，实际 GDP 同比增长 4.7%、低于市场预期的 5.1%。需求端看，主要是消费贡献回落，最终消费支出对 GDP 累计同比的拉动较前值下降 0.9 个百分点至 3%；6 月数据中，也以社零的“低预期”幅度最大，该指标当月同比增长 2%、显著低于市场预期的 4%。

消费复苏“后劲不足”，或主要受到居民收入修复偏慢、消费信心不足等因素掣肘。二季度，名义 GDP、居民收入增速分别较一季度回落 0.2、1.7 个百分点至 4%、4.5%；居民消费支出加快向收入中枢回归，当季同比较一季度下降 3.3 个百分点至 5%。在居民收入信心尚不稳固的背景下，收入下滑可能会对消费行为产生明显约束。

此外，“618”取消预售机制等，或进一步放大了 5、6 月商品消费的波动。6 月，商品零售同比增长 1.5%、较上月回落 2.1 个百分点，是社零的主要拖累项。当前网络零售对商品消费影响较大、占比超 30%，今年部分头部电商取消“618”预售，或“放大”了 5 月商品消费读数、削弱了 6 月商品消费表现，尤其以化妆品、家电、服帽等为代表。

相比之下，伴随政府债发行、财政支出加快，投资需求呈现改善，尤以基建投资反弹为表征。6 月，新增专项债发行进度升至 38.3%，财政支出进一步“发力”迹象，当月政府存款下降 8193 亿元、降幅为历史同期较高。相应地，基建投资当月同比边际反弹 6.4 个百分点至 10.2%；分项来看，尤其是与财政支出关联度较高的水利环境投资呈现扩张。对应于需求端变化，外需带动下工业生产仍具韧性，服务业生产回落较多、或已开始体现“挤水分”影响。二季度，出口“强势”支撑工业生产，二产 GDP 同比较一季度小幅回落 0.4 个百分点至 5.6%。对比之下三产 GDP 表现偏弱、二季度同比仅 4.2%，除消费有所走弱之外，金融业增加值“挤水分”或也有一定拖累。

常规跟踪：二季度 GDP 低于预期，需求项中消费表现偏弱

GDP：二季度 GDP 低于预期，三产 GDP 同比明显回落。2024 年二季度，GDP 增长有所放缓，当季同比录得 4.7%、低于预期的 5.1%；边际上看，季调环比降至 0.7%、为近年同期次低。分产业看，第一产业 GDP 的当季同比较一季度增加 0.3 个百分点至 3.6%；第二、第三产业 GDP 的当季同比则分别减少 0.4、0.8 个百分点至 5.6%、4.2%。

生产：工业生产延续回落，服务业生产也有下滑。6 月，工业增加值同比较上月回落 0.3 个百分点至 5.3%；其中制造业生产边际减少 0.5 个百分点；采矿业、电热燃生产则分别提升 0.8、0.5 个百分点。主要行业中，油气开采业、医药、酒饮料茶等行业生产涨幅较大。此外，服务业生产有所下滑，6 月当月同比较上月回落 0.1 个百分点至 4.7%。

投资：固定资产投资小幅回升，基建投资明显回弹。6 月，固定资产投资小幅上涨，当月同比较 5 月回升 0.2 个百分点至 3.6%。分大类看，基建投资的支撑作用较大，当月同比较上月增加 6.4 个百分点。制造业投资略有下滑，当月同比较上月减少 0.1 个百分点。地产投资累计同比-10.1%、与上月保持一致。

消费：社零增速回落幅度较大，商品消费拖累显著。6 月，社零同比录得 2%、较上月回落 1.7 个百分点。其中，商品零售降幅较大，同比较上月减少 2.1 个百分点；餐饮收入则延续好转，同比较上月提升 0.4 个百分点。分品类看，金银珠宝消费提升显著，边际增加 7.3 个百分点，粮油食品、中西药品、建筑装潢等行业消费也有改善。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、核心观点：二季度 GDP 缘何低预期？	4
2、常规跟踪：二季度 GDP 低于预期，需求项中消费表现偏弱	7
风险提示	12

图表目录

图表 1： 二季度，最终消费支出对 GDP 的拉动边际回落	4
图表 2： 6 月，主要经济指标中社零“低预期”幅度最大	4
图表 3： 二季度，居民收入、消费支出增速均有明显下滑	4
图表 4： 一季度，居民储蓄意愿为有数据统计以来次高	4
图表 5： 居民收入信心会对当期、未来一段时间的消费行为产生影响	5
图表 6： 6 月，餐饮、商品零售增速明显分化	5
图表 7： 6 月，端午假期旅游消费总体好于 2019 年同期	5
图表 8： 网络零售占商品消费比重超过 30%	6
图表 9： 6 月，化妆品、家电等零售增速明显回落	6
图表 10： 6 月新增专项债发行进度有所加快	6
图表 11： 6 月水利环境投资明显反弹	6
图表 12： 二季度，工业生产表现明显好于服务业	7
图表 13： 二季度，多数三产行业增加值仍有较快增长	7
图表 14： 过往金融业增加值核算参考存贷款余额增速	7
图表 15： 优化后金融业增加值核算参考银行利润指标	7
图表 16： 2024 年二季度，实际 GDP 增速有所下滑	8
图表 17： 2024 年二季度，GDP 季调环比降至同期低位	8
图表 18： 6 月，工业增加值边际回落	8
图表 19： 6 月，油气开采业生产较上月涨幅较大	8
图表 20： 6 月，服务业生产指数有所回落	8
图表 21： 6 月，服务业 PMI 指数较上月小幅下滑	8
图表 22： 6 月，固定资产投资小幅回升	9
图表 23： 6 月，水利环境投资增速涨幅较大	9
图表 24： 6 月，制造业投资增速略有下滑	9
图表 25： 6 月运输设备业投资回落幅度较大	9
图表 26： 6 月，房地产投资增速持平上月	10
图表 27： 6 月，新房销售同比降幅收窄	10



图表 28: 6 月, 商品消费对社零增速拖累较大.....	10
图表 29: 6 月, 家用电器消费贡献增长幅度较大.....	10
图表 30: 6 月, 乡村消费增长保持韧性.....	10
图表 31: 6 月, 网上消费增速边际明显下滑.....	10
图表 32: 二季度, 城镇、农村居民收入增速有明显下滑.....	11
图表 33: 二季度, 消费支出同比降幅大于可支配收入.....	11
图表 34: 二季度, 衣着支出同比降幅较大.....	11
图表 35: 二季度, 医疗保健支出同比明显下滑.....	11
图表 36: 6 月, 城镇调查失业率持平上月.....	12
图表 37: 6 月, 本地户籍人口就业有所改善.....	12



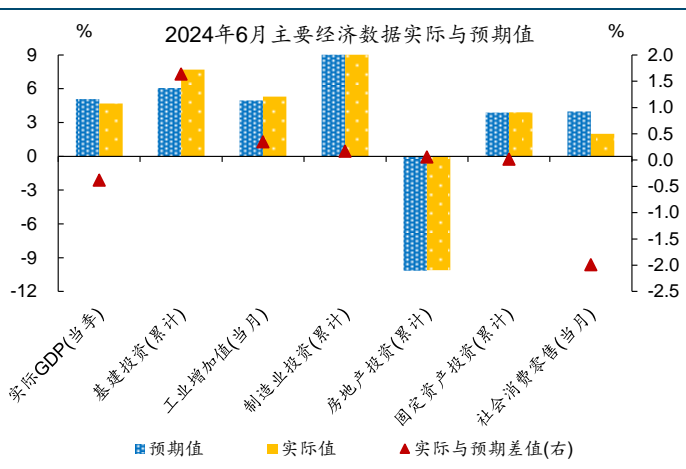
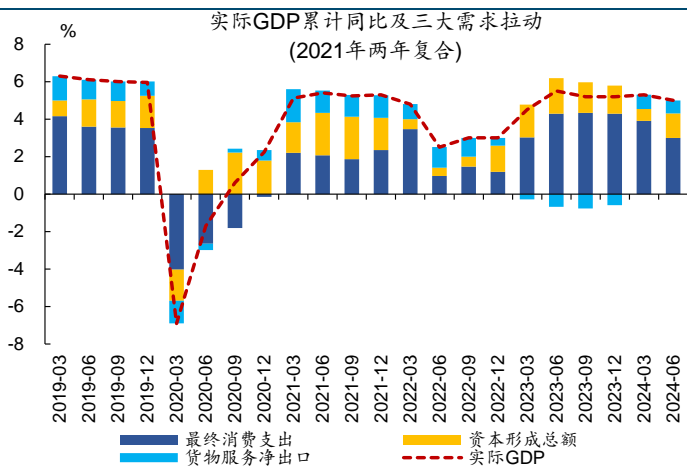
事件：2024年6月，规模以上工业增加值同比5.3%、预期5.0%、前值5.3%；社会消费品零售总额同比2.0%、预期4.0%、前值3.7%；固定资产投资累计同比3.9%、预期3.9%、前值4.0%。

1、核心观点：二季度 GDP 缘何低预期？

二季度 GDP 不及市场预期，拆解需求项来看，主要是消费表现偏弱。二季度，实际 GDP 同比增长 4.7%、低于市场预期的 5.1%，季调环比较一季度回落 0.8 个百分点至 0.7%，经济运行边际上有所弱化。从需求端看，主要是消费贡献回落，二季度最终消费支出对 GDP 累计同比的拉动较前值下降 0.9 个百分点至 3%，资本形成总额、净出口合计上升 0.6 个百分点至 2%。6 月数据中，也以社零的“低预期”幅度最大，该指标当月同比增长 2%、显著低于市场预期的 4%；相比之下，6 月投资、出口等需求项指标总体好于预期。

图表1：二季度，最终消费支出对 GDP 的拉动边际回落

图表2：6月，主要经济指标中社零“低预期”幅度最大



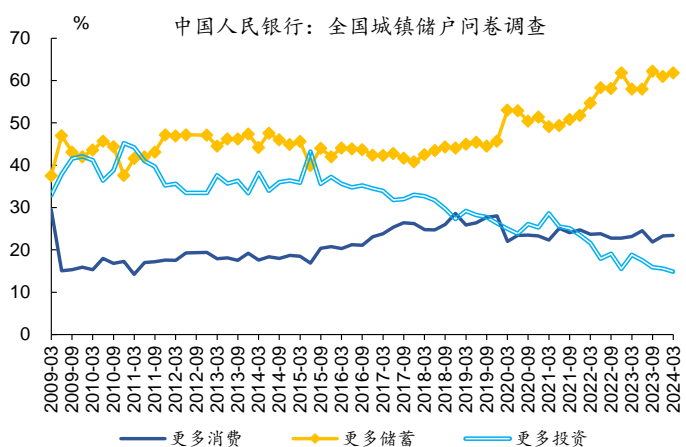
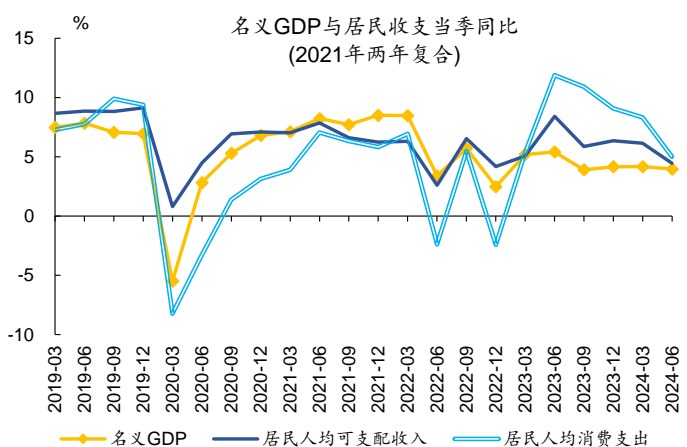
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

消费复苏“后劲不足”，或主要受到居民收入修复偏慢、消费信心不足等因素掣肘。二季度，名义 GDP、居民收入增速分别较一季度回落 0.2、1.7 个百分点至 4%、4.5%；居民消费支出加快向收入中枢回归，当季同比较一季度下降 3.3 个百分点至 5%。在居民收入信心尚不稳固的背景下，收入下滑可能会对消费行为产生明显约束；一季度，央行问卷调查显示的居民未来收入信心指数仅有 47%，更多储蓄占比 61.8%、为有数据统计以来次高。

图表3：二季度，居民收入、消费支出增速均有明显下滑

图表4：一季度，居民储蓄意愿为有数据统计以来次高

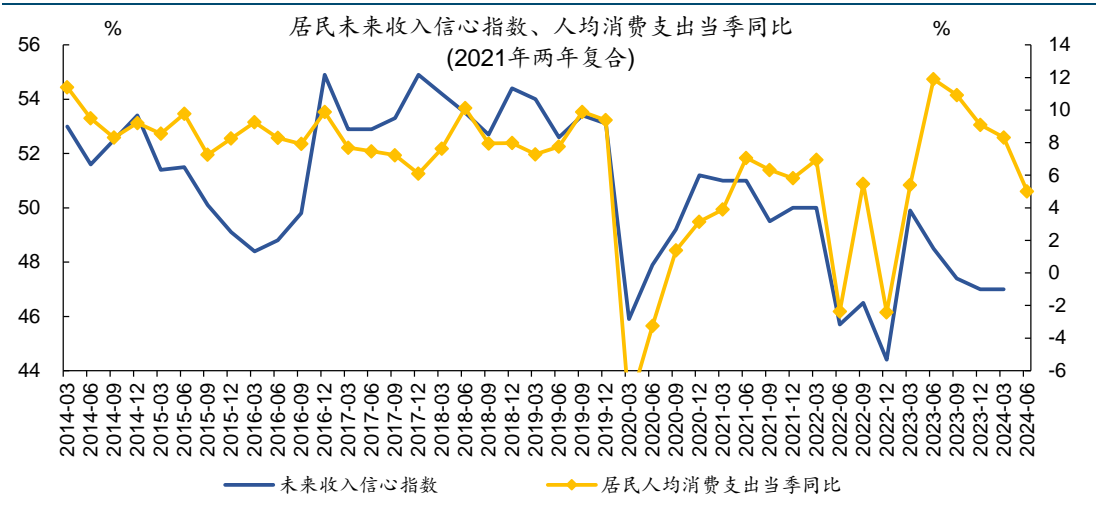


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



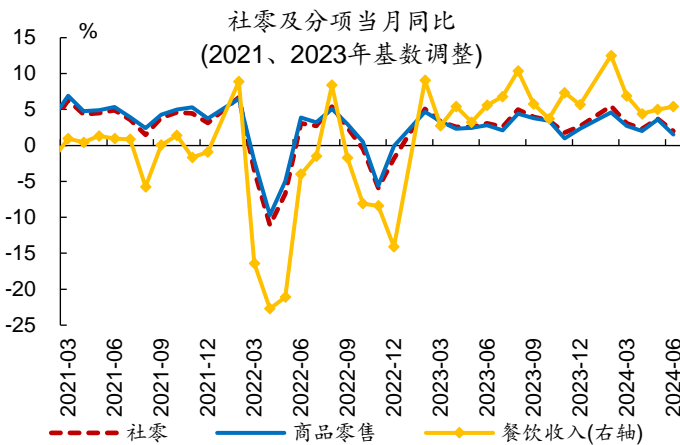
图表5: 居民收入信心会对当期、未来一段时间的消费行为产生影响



来源: Wind、国金证券研究所

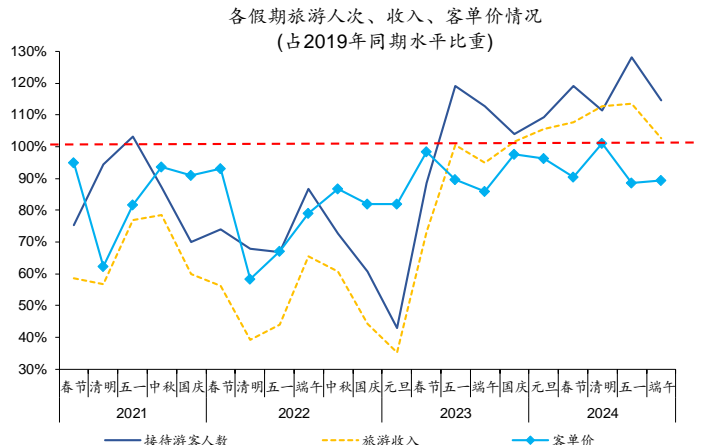
此外,“618”取消预售机制等,或进一步放大了5、6月商品消费的波动。6月,服务消费表现明显好于商品消费,餐饮、商品零售当月同比分别较上月提升0.4、下滑2.1个百分点至5.4%、1.5%;端午消费数据可相互印证,旅游人次、收入等指标均好于2019年同期水平。当前网络零售占商品消费比重超过30%,对商品消费影响较大;今年部分头部电商平台取消“618”预售,可能“放大”了5月商品消费读数,同时削弱了6月商品消费表现。分项上看,化妆品、文娱用品、家电、服装鞋帽零售增速均在5月大幅抬升,6月又出现明显回落。

图表6: 6月, 餐饮、商品零售增速明显分化



来源: Wind、国金证券研究所

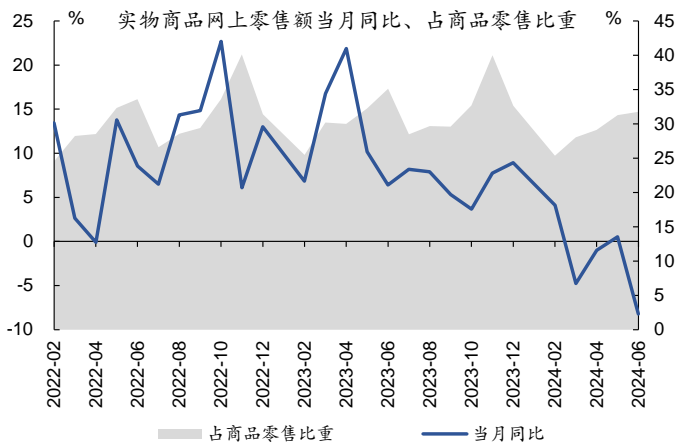
图表7: 6月, 端午假期旅游消费总体好于2019年同期



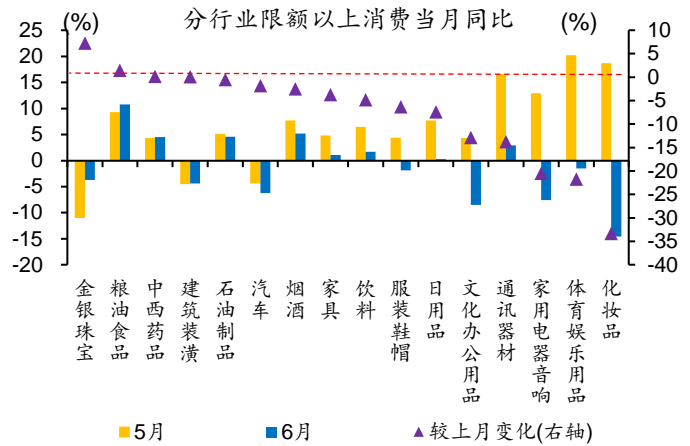
来源: Wind、国金证券研究所



图表8: 网络零售占商品消费比重超过30%



图表9: 6月, 化妆品、家电等零售增速明显回落

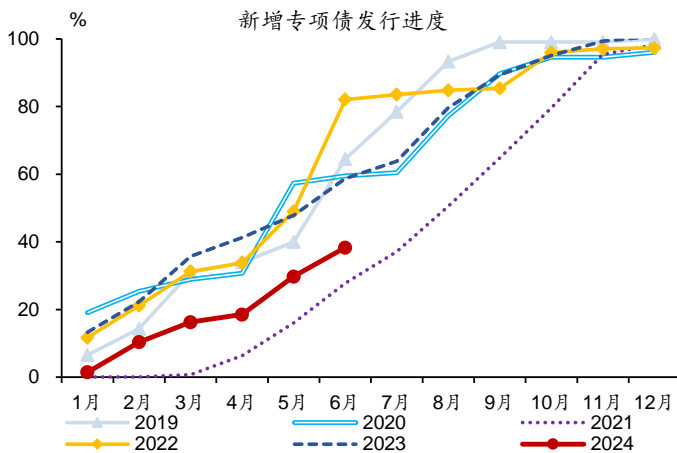


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

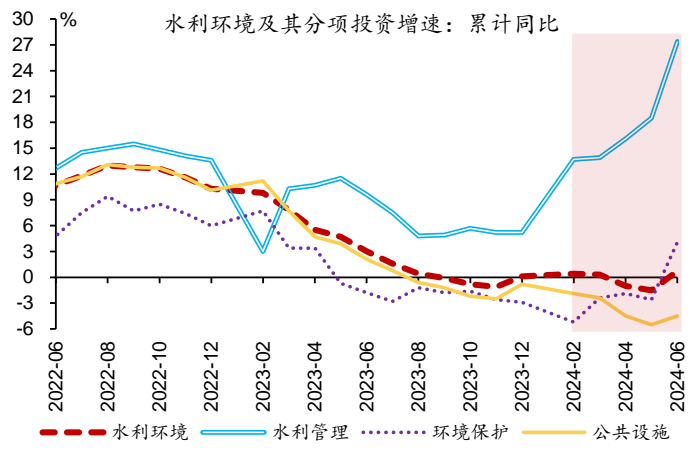
相比之下, 伴随政府债发行、财政支出加快, 投资需求呈现改善, 尤以基建投资反弹为表征。6月, 新增专项债发行进度较上月提升8.5个百分点至38.3%, 财政支出传递进一步“发力”迹象, 当月政府存款下降8193亿元、降幅为历史同期较高水平。相应地, 基建投资当月同比较上月反弹6.4个百分点至10.2%; 分项来看, 尤其是对应“万亿国债”的水利管理、环保投资扩张, 公共设施投资降幅也有所收窄(6月当月同比回升6个百分点至-2%)。

图表10: 6月新增专项债发行进度有所加快



来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 6月水利环境投资明显反弹

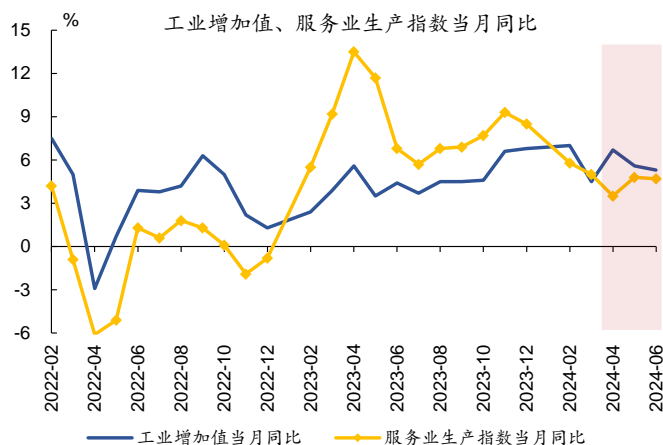


来源: Wind、国金证券研究所

对应于需求端的变化, 外需带动下工业生产仍具韧性, 服务业生产回落较多、或已开始体现“挤水分”的影响。二季度, 出口保持“强势”、对工业生产形成有力支撑, 二产GDP同比较一季度小幅回落0.4个百分点至5.6%。对比之下三产GDP表现偏弱, 二季度同比仅4.2%, 或已开始体现金融业“挤水分”的影响。尽管金融业增加值尚未公布, 但一方面, 二季度住宿餐饮、批零等行业增加值仍有较快增长; 另一方面, 参考优化后的核算方式, 金融业增加值核算由参考存贷款余额增速换为银行利润指标, 短期内或下拉金融业增加值读数(详情参见《出口超预期, 有何新变化? ——6月外贸数据点评》)。

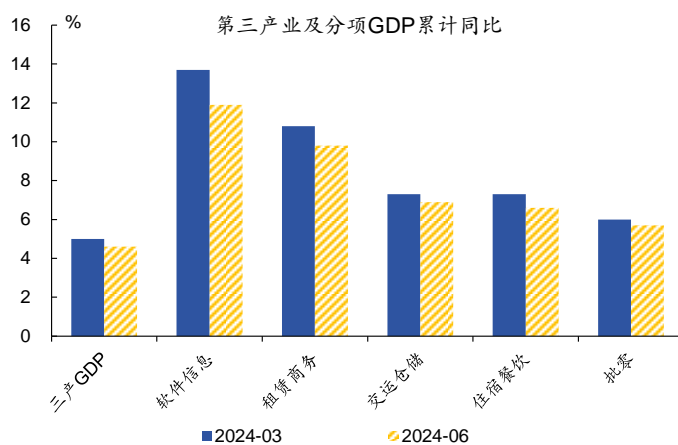


图表12：二季度，工业生产表现明显好于服务业



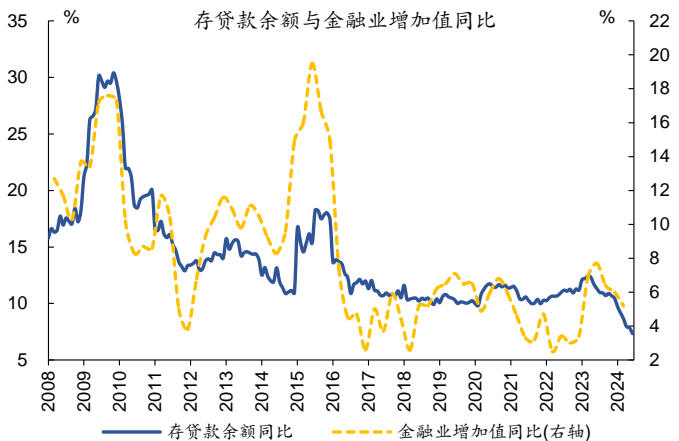
来源：Wind、国金证券研究所

图表13：二季度，多数三产行业增加值仍有较快增长



来源：Wind、国金证券研究所

图表14：过往金融业增加值核算参考存贷款余额增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表15：优化后金融业增加值核算参考银行利润指标



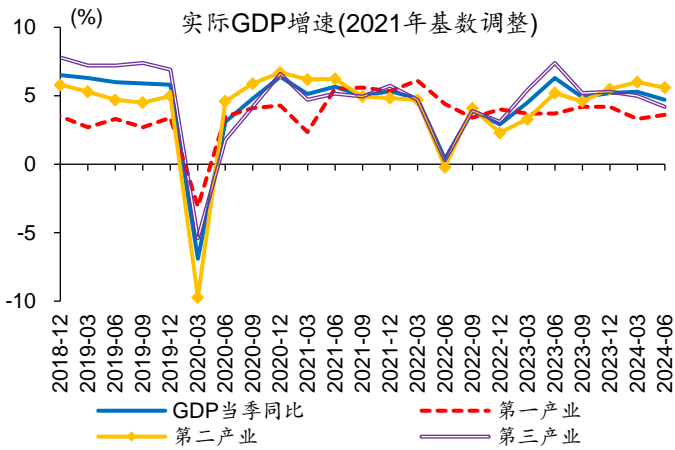
来源：Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪：二季度 GDP 低于预期，需求项中消费表现偏弱

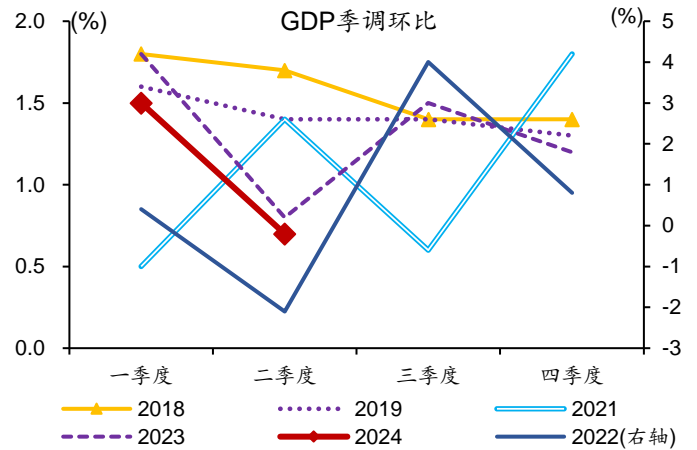
GDP：二季度 GDP 低于预期，三产 GDP 同比明显回落。2024 年二季度，GDP 增长有所放缓，当季同比录得 4.7%、低于预期的 5.1%；边际上看，季调环比较一季度减少 0.8 个百分点至 0.7%、为近年同期次低。分产业看，农业生产有所回升，第一产业 GDP 的当季同比较一季度增加 0.3 个百分点至 3.6%；工业和服务业生产则有回落，第二、第三产业 GDP 的当季同比分别减少 0.4、0.8 个百分点至 5.6%、4.2%。



图表16: 2024年二季度, 实际GDP增速有所下滑



图表17: 2024年二季度, GDP季调环比降至同期低位

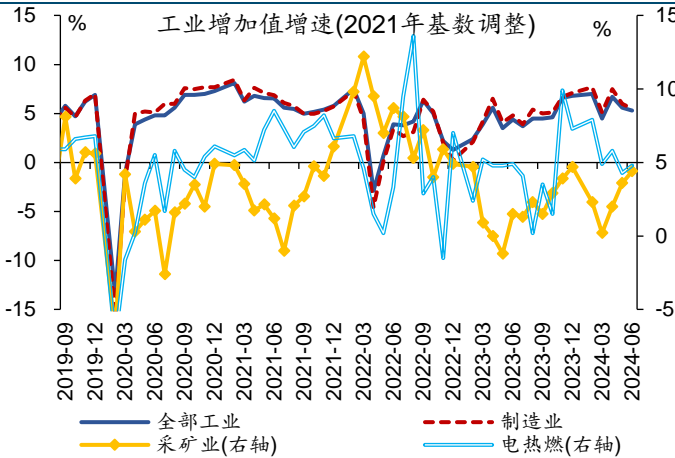


来源: Wind、国金证券研究所

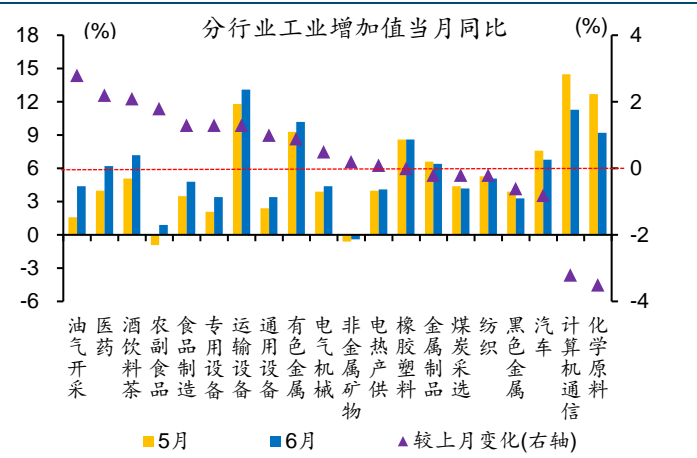
来源: Wind、国金证券研究所

生产: 工业生产延续回落, 服务业生产也有下滑。6月, 工业增加值同比较上月回落0.3个百分点至5.3%; 其中制造业生产降幅较大, 边际减少0.5个百分点至5.5%; 采矿业、电热燃生产则有增加, 边际分别提升0.8、0.5个百分点至4.4%、4.8%。主要行业中, 油气开采业生产涨幅较大, 边际回升2.8个百分点至4.4%; 医药、酒饮料茶、农副食品等下游行业增加值也有较大增长, 分别较上月抬升2.2、2.1、1.8个百分点至6.2%、7.2%、0.9%。此外, 服务业生产有所下滑, 6月当月同比较上月回落0.1个百分点至4.7%。

图表18: 6月, 工业增加值边际回落



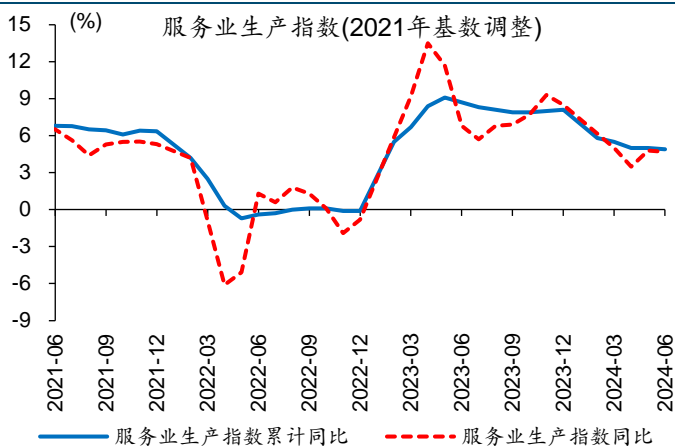
图表19: 6月, 油气开采业生产较上月涨幅较大



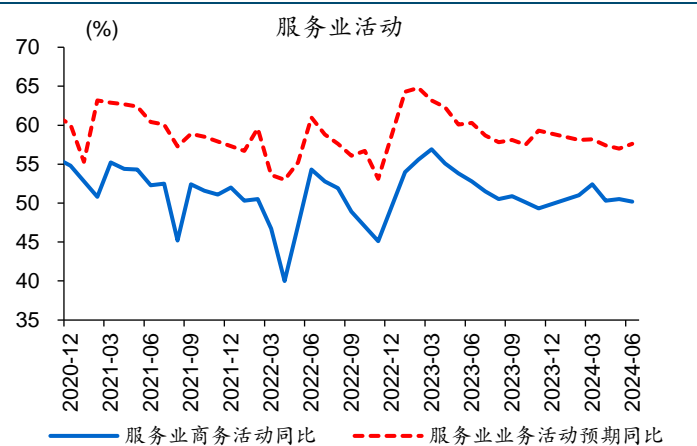
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 6月, 服务业生产指数有所回落



图表21: 6月, 服务业PMI指数较上月小幅下滑





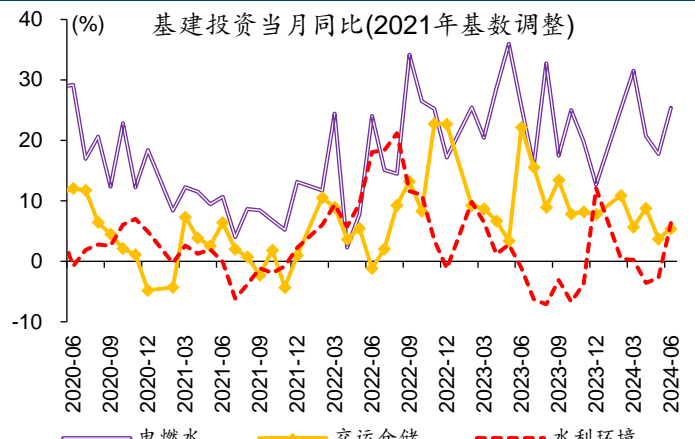
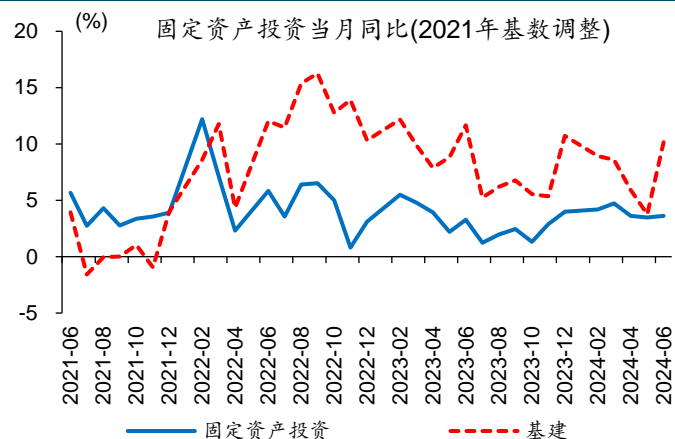
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

投资: 固定资产投资小幅回升, 基建投资明显回弹。6月, 固定资产投资小幅上涨, 当月同比较5月回升0.2个百分点至3.6%, 累计同比较5月小幅回落0.1个百分点至3.9%。分大类看, 基建投资的支撑作用较大, 当月同比较上月增加6.4个百分点至10.2%。细分行业中, 水利环境、电燃水、交运仓储投资增速有不同程度回升, 当月同比分别较5月增加9、7.6、1.7个百分点至6.3%、25.3%、5.4%。

图表22: 6月, 固定资产投资小幅回升

图表23: 6月, 水利环境投资增速涨幅较大



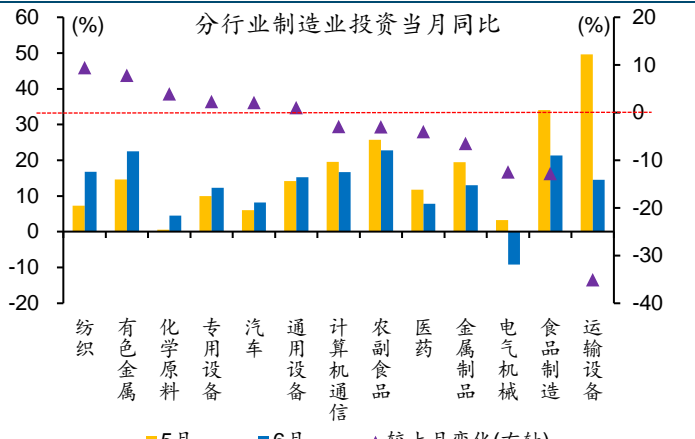
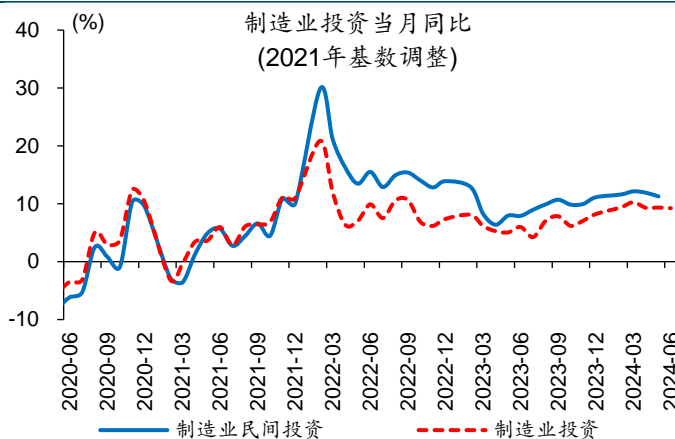
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

制造业投资略有下滑, 运输设备、电气机械等行业投资降幅较大。6月, 制造业投资略有下滑, 当月同比较上月减少0.1个百分点至9.3%。分行业看, 运输设备、电气机械等行业投资边际回落幅度较大, 当月同比分别较5月减少34、12.8个百分点至14.6%、-9.2%。相较之下, 计算机通信、通用设备等装备制造业投资维持较高增速, 当月同比分别回落2.9、回升1.1个百分点至16.7%、15.3%; 纺织、有色金属、化学原料等制造业投资改善幅度较大, 当月同比分别较5月增加9.4、7.8、3.9个百分点至16.7%、22.5%、4.9%。

图表24: 6月, 制造业投资增速略有下滑

图表25: 6月运输设备业投资回落幅度较大



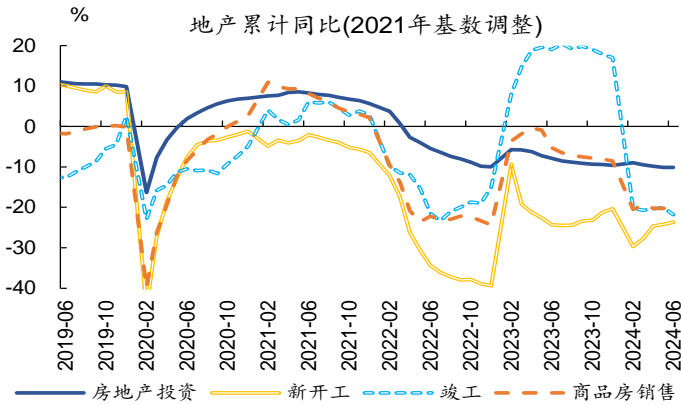
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

地产投资持平上月, 新开工、商品房销售面积边际好转。6月, 房地产投资累计同比-10.1%、与上月保持一致。房屋新开工面积延续修复, 累计同比较上月回升0.5个百分点至-23.7%。销售端也有改善, 商品房销售累计同比较上月回升1.3个百分点至-19%。高频数据显示, 7月上旬, 商品房销售季节性下滑, 新房销售同比为-9.7%、降幅较6月收窄15个百分点, 后续地产销售复苏的持续性有待进一步观察。作为对比, 房屋竣工面积再次回落, 累计同比较上月增加1.7个百分点至-21.8%。

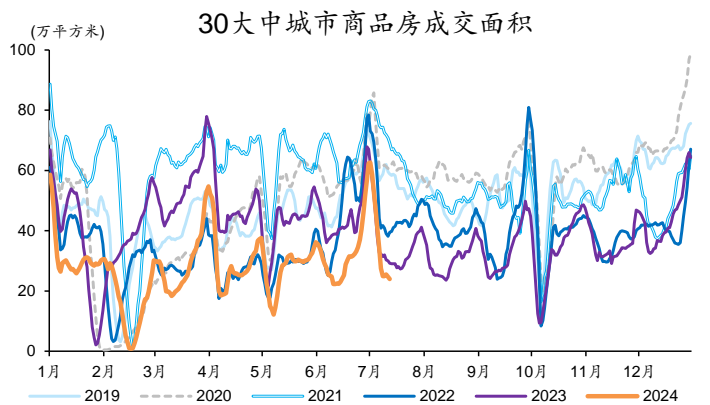


图表26: 6月, 房地产投资增速持平上月



来源: Wind、国金证券研究所

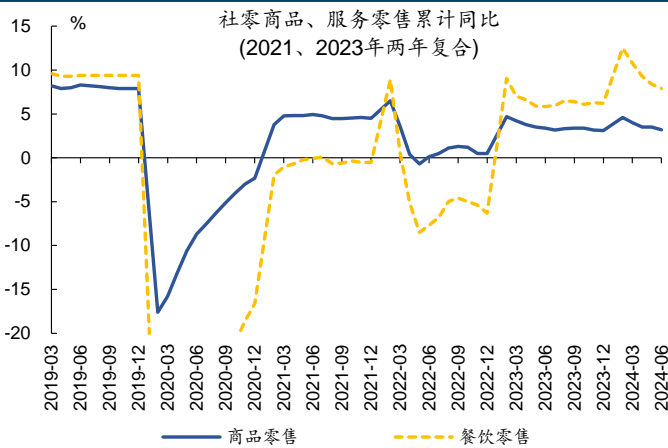
图表27: 6月, 新房销售同比降幅收窄



来源: Wind、国金证券研究所

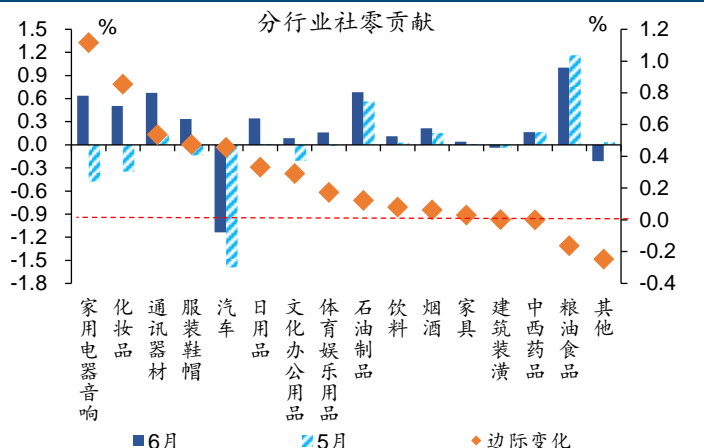
消费: 社零增速回落幅度较大, 商品消费拖累显著。6月, 社零同比录得2%、较上月回落1.7个百分点。其中, 商品零售降幅较大, 当月同比较上月减少2.1个百分点至1.5%; 餐饮收入则延续好转, 当月同比较上月提升0.4个百分点至5.4%。分品类看, 金银珠宝消费涨幅显著, 边际增加7.3个百分点至-3.7%; 粮油食品、中西药品、建筑装潢等行业消费也有改善, 三大行业分别较5月上升1.5、0.2、0.1个百分点至10.8%、4.5%、-4.4%。

图表28: 6月, 商品消费对社零增速拖累较大



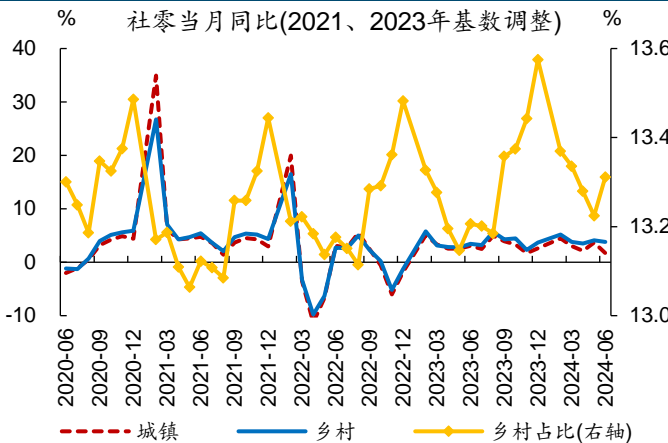
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 6月, 家用电器消费贡献增长幅度较大



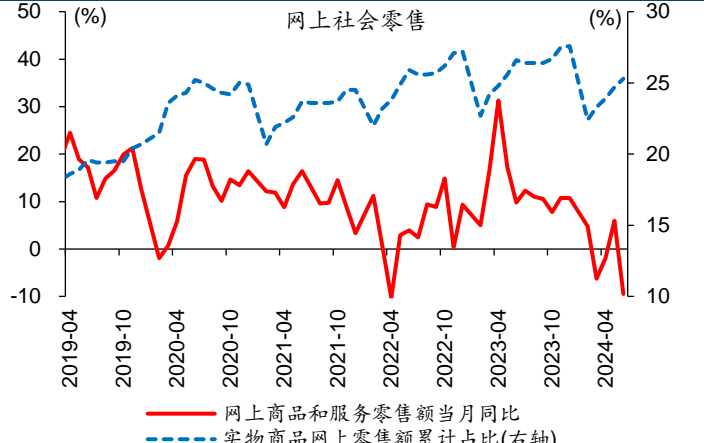
来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 6月, 乡村消费增长保持韧性



来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 6月, 网上消费增速边际明显下滑

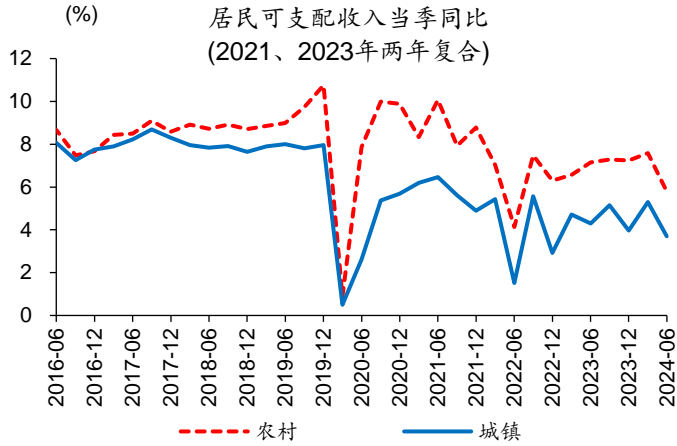


来源: Wind、国金证券研究所

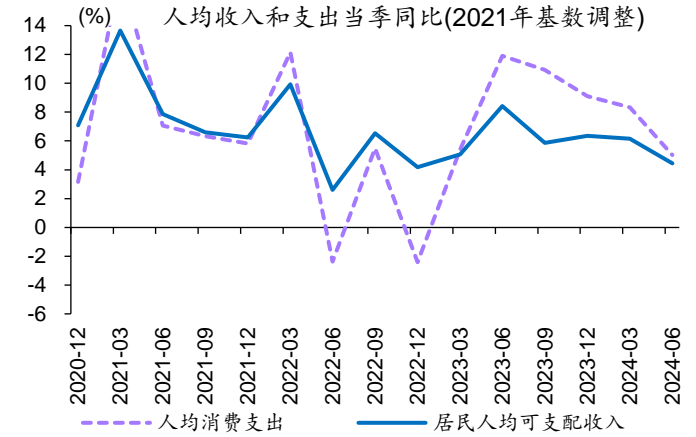


住户调查：居民收入增速有所回落，消费支出降幅更大。2024 年二季度，居民人均可支配收入同比 4.5%、较一季度回落 1.7 个百分点。城镇、农村居民收入均有下滑，分别较一季度减少 1.6、1.8 个百分点至 3.7%、5.8%。人均消费支出增速同比录得 5%、较一季度大幅回落 3.3 个百分点；其中衣着、医疗保健、食品等品类消费支出降幅较大，边际分别减少 9.9、6.5、6.1 个百分点至 2.5%、8.4%、4.6%。

图表32：二季度，城镇、农村居民收入增速有明显下滑



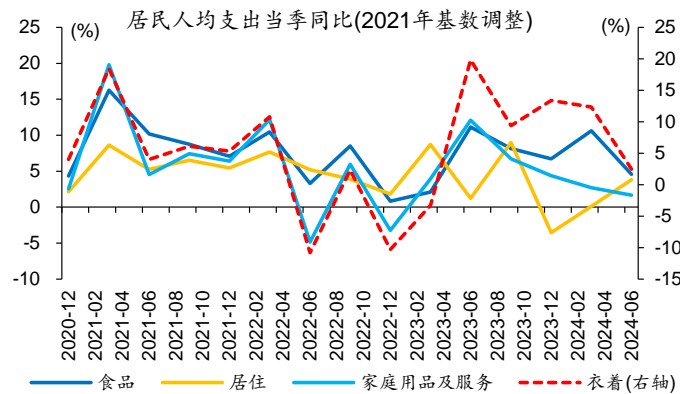
图表33：二季度，消费支出同比降幅大于可支配收入



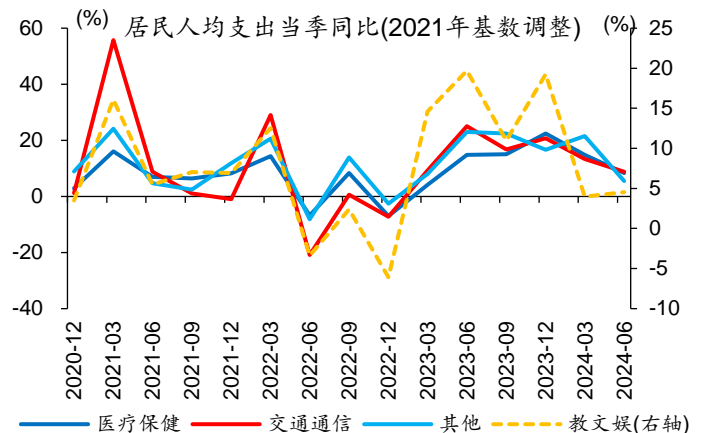
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表34：二季度，衣着支出同比降幅较大



图表35：二季度，医疗保健支出同比明显下滑



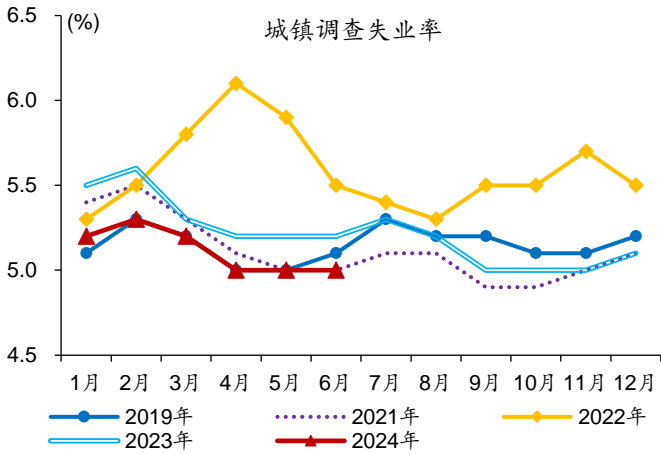
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

就业：城镇调查失业率连续两个月走平。6月，城镇调查失业率为5%、持平上月，处于近年同期历史低位。其中，本都户籍人口就业有所改善，失业率较上月减少 0.1 个百分点至 5%；外地户籍人口失业率则较上月有所增加，边际上涨 0.1 个百分点至 4.8%。

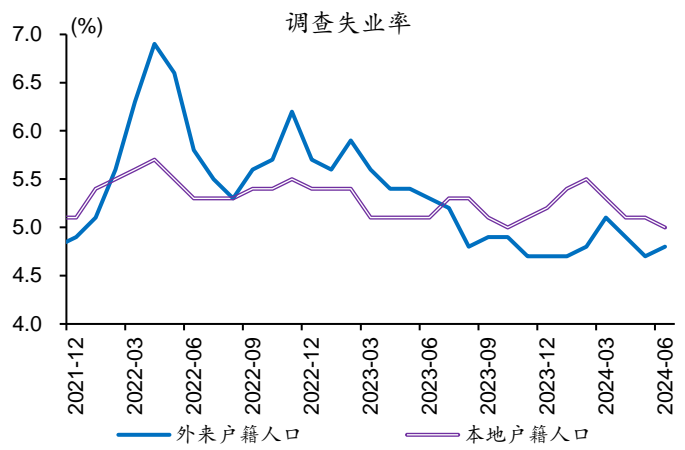


图表36: 6月, 城镇调查失业率持平上月



来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 6月, 本地户籍人口就业有所改善



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究