

2024年上半年增长数据解读

2024年中国经济“半年报”：三问三答

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 如何看待上半年 GDP 成绩单？**2024 年二季度，中国实际 GDP 增长 4.7%。经济增长的分项呈现以下特征：第一，服务业对 GDP 增速的支撑减弱，工业和制造业支撑偏强。第二，消费对 GDP 增长的支撑减弱，出口稳定在较高位，投资支撑有所增强。二季度中国经济增长的主要支撑有二：一是，政策支持见效，投资实物工作量形成边际提速；二是，外需出口平稳向好。拖累因素在于：居民收入有所减速，消费意愿改善放缓，消费和服务业复苏的动能减弱。
- 如何看待 GDP 平减指数变化？**二季度，中国名义 GDP 同比增长 4.0%，较一季度增速回落 0.2 个百分点，价的回升未能对冲量的回落，经济“体感”未有改善。2024 年二季度中国 GDP 平减指数为 -0.7%，连续五个季度负增长：一方面，第三产业 GDP 平减指数低迷，或受房价拖累；另一方面，第二产业是本轮 GDP 平减指数回升的主要推动力量，但其变化由低基数和输入性因素主导。工业中下游行业价格继续探底，与其产能利用不足的形势密不可分。6 月工业产销率降至 94.5%，为 1996 年以来同期最低值。2024 年二季度工业企业产能利用率为 74.9%，低于 76%-80%的合意区间。二季度仅计算机通信电子行业（受益于半导体周期）、食品制造以及纺织业产能利用率同比回升，其余中下游制造业产能利用率均同比回落。以近四季度均值剔除季节性观察绝对水平，可见中下游行业普遍存在产能利用不足的问题。
- 如何看待三季度中国经济与政策？**展望 2024 年三季度，中国 GDP 在 5%左右稳定增长的基础在于：1) 投资支撑有望延续。基建投资有望边际提速，房地产和制造业投资或可保持相对稳定。2) 出口短期仍有韧性。三季度中国出口的韧性有三点支撑：海外补库存逻辑延续、出口“价”的回升、以及美国大选前“抢出口”的可能性。经济增长的“弹性”则取决于消费能否企稳。当前消费的“堵点”在于居民就业和收入的增长，但二者是短期难以改善的慢变量。消费的“破局点”或在公共消费的提升、促消费政策的优化调整。一方面，政府消费的影响不容忽视，既因其直接占比较高，又因其对私人消费有着“挤入作用”。另一方面，汽车以旧换新政策有待优化和调整。据乘联会统计，4 月、5 月和 6 月汽车销量同比增长-2%、-3%和-8%。中性假设下，下半年，GDP 平减指数或难回归正增长。一方面，房地产“降价去库存”或将延续拖累。另一方面，工业品价格回升弹性不足。三、四季度翘尾因素对 PPI 同比的推动将会减弱；而中下游行业冗余产能的化解需要时间，价格环比或延续弱势表现。
- 风险提示：**稳增长政策落地效果不及预期，产能周期下行幅度和时间超预期，海外经济衰退程度超预期，房地产企业信用风险蔓延等。

2024年7月15日，国家统计局公布2024年上半年增长数据。我们重点分析二季度中国实际GDP和物价的支撑和拖累因素，以此为基础展望三季度中国经济与政策趋向。

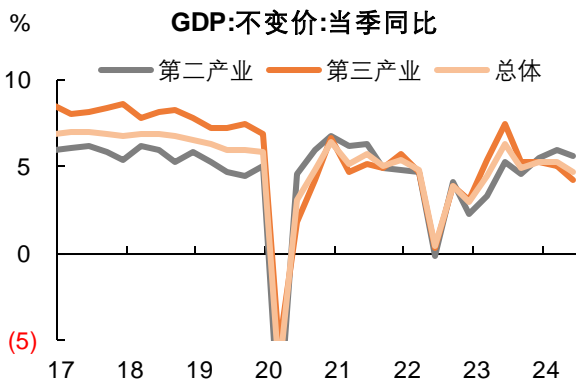
一、如何看待上半年中国经济成绩单？

2024年二季度，中国实际GDP增长4.7%，上半年中国GDP交出5.0%成绩单。经济增长的分项呈现以下特征：

第一，服务业对GDP增速的支撑减弱，工业和制造业支撑偏强。分产业看，2024年二季度第二产业实际GDP增长5.6%，较一季度回落0.4个百分点；第三产业GDP增长4.2%，较一季度回落0.8个百分点。2024年上半年，第二产业对GDP累计同比增速的贡献率抬升至43.6%，高于2024年一季度，较2015-23年的均值高6.7个百分点；第三产业对GDP累计同比的贡献率回落至52.6%，低于2024年一季度，较2015-23年的均值低5.9个百分点。

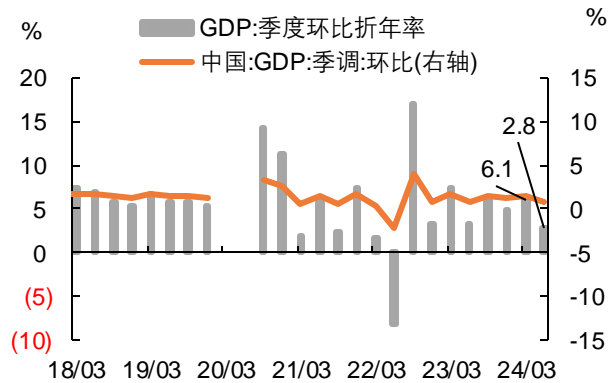
第二，消费对GDP增长的支撑减弱，出口稳定在较高位，投资支撑有所增强。从支出法看，2024年上半年，消费对实际GDP增长的贡献率为60.5%，较2023年和2024年一季度分别回落22和13.2个百分点；资本形成总额对实际GDP增长的贡献率达到25.6%，较2024年一季度明显回升，但仍较2023年低3.3个百分点；货物和服务净出口对实际GDP增长的贡献率约为13.9%，较2023年提升25.3个百分点，维持在相对高位。

图表1 2024年二季度第二产业GDP增速高于总体



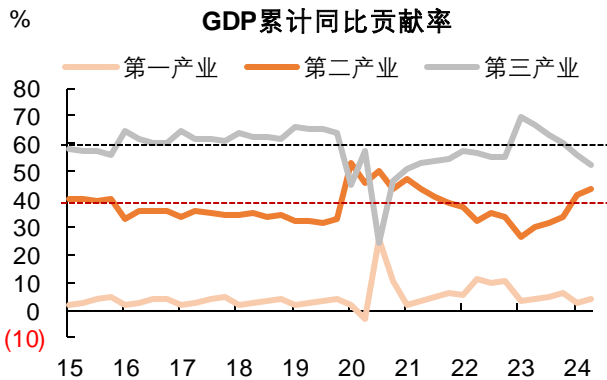
资料来源: Wind, 平安证券研究所注: 2021年为两年复合平均增速

图表2 二季度GDP季调环比在高基数上向下波动



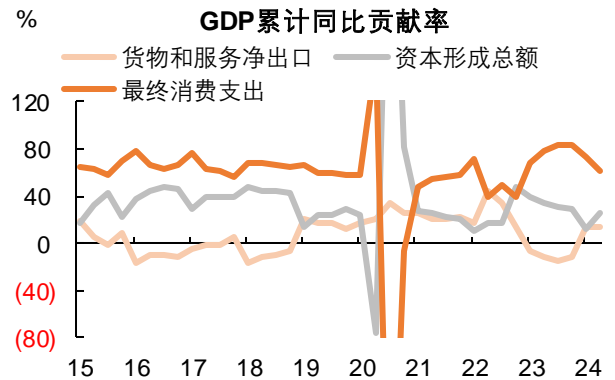
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 第二产业对上半年GDP增速的贡献率高于趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 净出口对上半年GDP同比增速的贡献率为13.9%



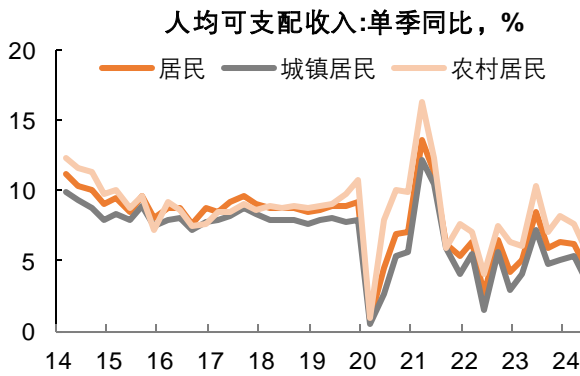
资料来源: Wind, 平安证券研究所

由此看，二季度中国经济增长的主要支撑有二：一是，政策支持见效，投资实物工作量形成边际提速。大规模设备更新、超长期特别国债等投资政策效果显现。据国家统计局解读，2024年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%；截止6月末，2023年增发国债1.5万个项目已经全部开工建设，上半年基础设施投资（狭义）同比增长5.4%，比全部投资快1.5个百分点，拉动全部投资增长1.2个百分点。

二是，外需出口平稳向好，发达国家的“再工业化”与发展中国家的“工业化”进程交叠共振，使中国出口的竞争力在顺风环境下得以体现。二季度以美元计价的出口增速达到5.9%，较同期进口增速高3.4个百分点；同期全球制造业PMI均值达到50.7%，较一季度提升0.4个百分点。

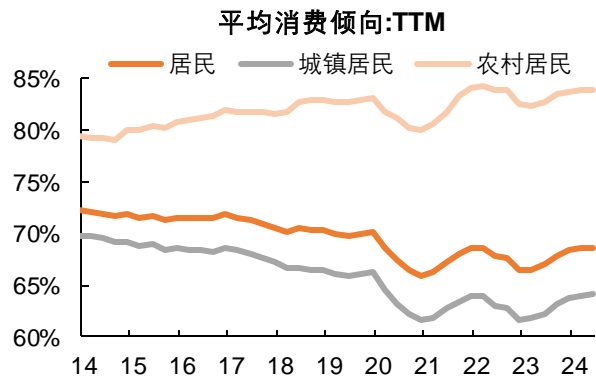
拖累因素在于，居民收入有所减速，消费意愿改善放缓，叠加去年同期疫后复苏高基数的影响，消费和服务业复苏的动能减弱。2024年二季度，全国居民人均可支配收入单季同比增速为4.5%，较一季度减速1.3个百分点；人均消费支出单季度同比增长5.0%，较一季度回落3.3个百分点。相对于农村居民，城镇居民收入和消费增速的回落压力更大，二季度单季度分别同比增长3.7%和4.4%，分别较一季度回落1.6和3.4个百分点。从近一年平均消费倾向看，二季度全国居民平均消费倾向较一季度提升0.1个百分点，而此前四个季度消费倾向平均提升0.5个百分点。

图表5 二季度城镇居民人均可支配收入同比增3.7%



资料来源: iFind, 平安证券研究所

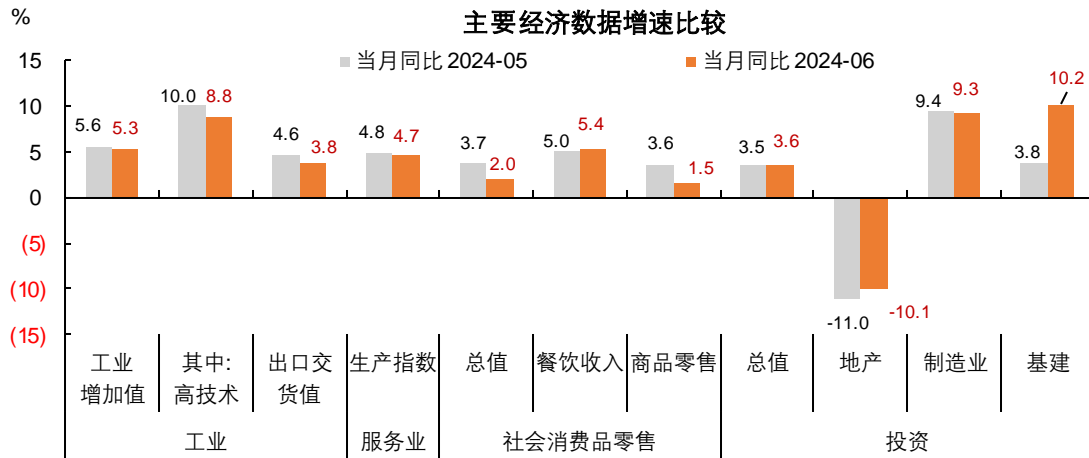
图表6 二季度平均居民消费倾向改善速度放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从主要经济增长指标看，6月经济增速较5月放缓。在生产端，工业强于服务业，工业增加值增速回落0.3个百分点至5.3%，服务业生产指数回落0.1个百分点至4.7%。在需求端，消费成为主要拖累，投资和出口增速边际回升。6月社零同比增速进一步回落1.7个百分点至2%，固定资产投资单月同比增速微升0.1个百分点至3.6%，以美元计价的出口增速提升1个百分点至8.6%。

图表7 主要经济增长数据一览



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、如何看待 GDP 平减指数变化?

量价走向收敛，但名义 GDP 增速回落。2024 年二季度，中国名义 GDP 同比增长 4.0%，较一季度增速回落 0.2 个百分点；其中，代表“量”的实际 GDP 增速较一季度回落 0.6 个百分点，而代表“价”的 GDP 平减指数较一季度提升 0.4 个百分点，价的回升未能对冲量的回落。居民的收入、企业的营收和利润、政府财政收入均与名义 GDP 增速挂钩，名义 GDP 增速继续回落，意味着经济的“体感”未有改善。

2024 年二季度中国 GDP 平减指数为-0.7%，连续五个季度负增长。分产业观察 GDP 平减指数变化的驱动力量：

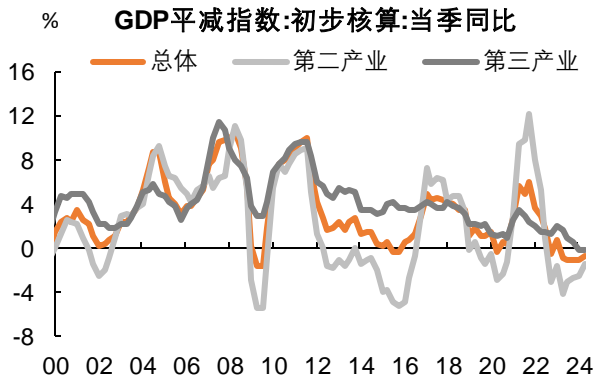
一方面，第三产业 GDP 平减指数低迷，或主要受房价拖累。2024 年二季度，第三产业 GDP 平减指数跌幅扩大 0.1 个百分点至-0.2%。进一步地，第三产业的价格拖累或集中于房地产业。以走势相似的 70 大中城市住宅价格指数看，二季度房地产行业 GDP 平减指数或较一季度再回落 2 个百分点，对 GDP 平减指数的拖累约 0.12 个百分点。

另一方面，第二产业是本轮 GDP 平减指数回升的主要推动力量，但其变化由低基数和输入性因素主导。2024 年二季度，第二产业 GDP 平减指数跌幅收窄 1.1 个百分点至-1.4%，对 GDP 平减指数的拉动达到 0.4 个百分点。从历史数据看，第二产业平减指数的历史变化与 PPI 增速较为一致。**拆分二季度 PPI 增速变化：**

- **一方面，**相比于新涨价因素，基数效应成为主导。相比于 2024 年 3 月，2024 年 6 月 PPI 同比增速合计提升 2 个百分点，其中翘尾因素正向贡献 2.2 个百分点，而新涨价因素负向贡献 0.2 个百分点。
- **另一方面，**工业品价格的环比支撑在于国际定价的有色金属板块。2024 年二季度，PPI 环比合计回落 0.2 个百分点。其中，国际定价的有色金属板块对 PPI 的环比拉动达到 0.5 个百分点，内需定价的黑色建材及水电燃气板块对 PPI 的环比拖累达到 0.4 个百分点，中下游装备制造和消费制造板块对 PPI 的环比拖累接近 0.3 个百分点。

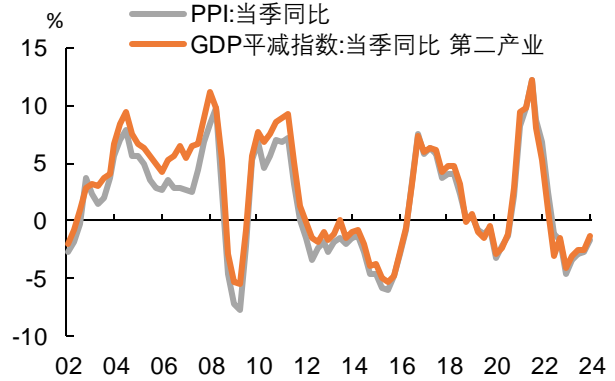
此外，第一产业 GDP 平减指数跌幅收窄 1.8 个百分点至-1.9%，但其占比有限，对 GDP 平减指数的拖累减少 0.1 个百分点。第一产业 GDP 平减指数与 CPI 食品分项关系较大，二季度跌幅收窄一定程度上得益于猪肉价格的反弹，但其可持续性仍有待观察。

图表8 2024年二季度GDP平减指数增长-0.7%



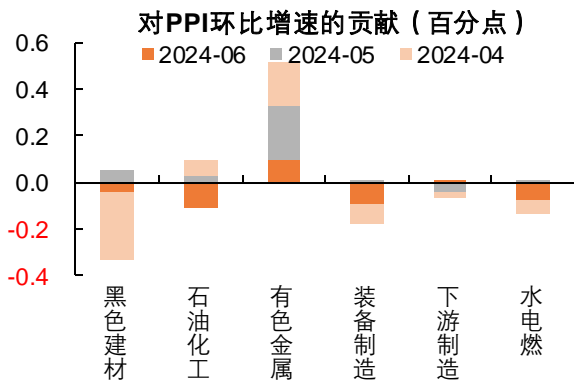
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 近年来二产GDP平减指数与PPI走势基本一致



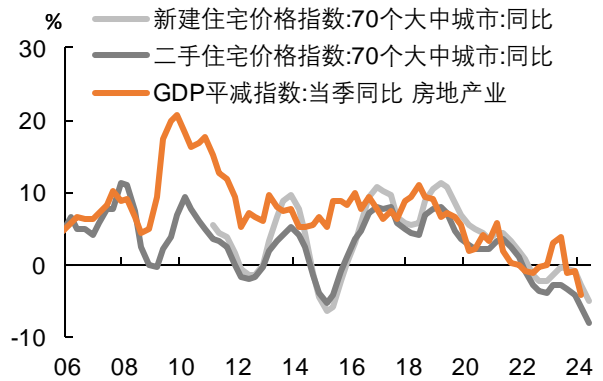
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 有色金属板块对二季度PPI形成较强支撑



资料来源: wind, 平安证券研究所

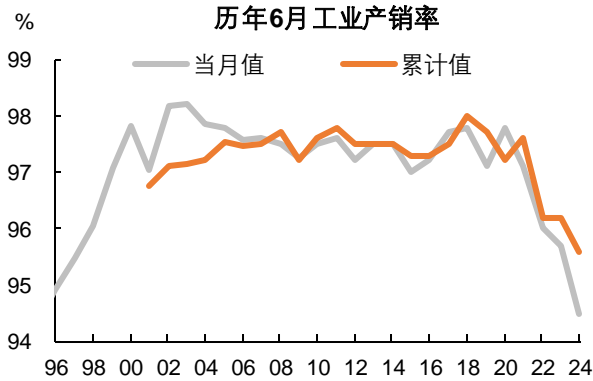
图表11 房价下跌拖累房地产行业GDP平减指数



资料来源: wind, 平安证券研究所

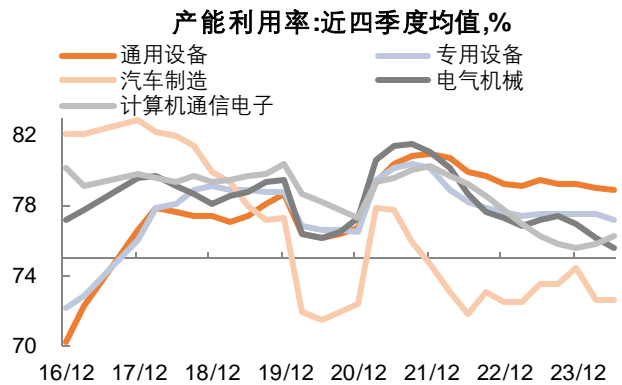
工业中下游行业的价格继续探底，与其生产强于需求、投资过剩而产能利用不足的形势密不可分。2024年6月，工业产销率降至94.5%，为1996年以来同期最低值。2024年二季度工业企业产能利用率为74.9%，低于76%-80%的合意区间（陈颖婷（2021）《对我国工业产能利用率合理区间的供需动态平衡分析》）。2024年二季度仅计算机通信电子行业（受益于半导体周期）、食品制造以及纺织业产能利用率同比回升，其余中下游制造业产能利用率均同比回落。以近四季度均值剔除季节性观察绝对水平，汽车制造、电气机械和器材制造、计算机通信电子、专用设备、食品制造、医药制造以及纺织业的产能利用率都低于2016年四季度以来的中枢，可见中下游行业普遍存在产能利用不足的问题。

图表12 6月工业产销率降至1996年以来历史同期低点



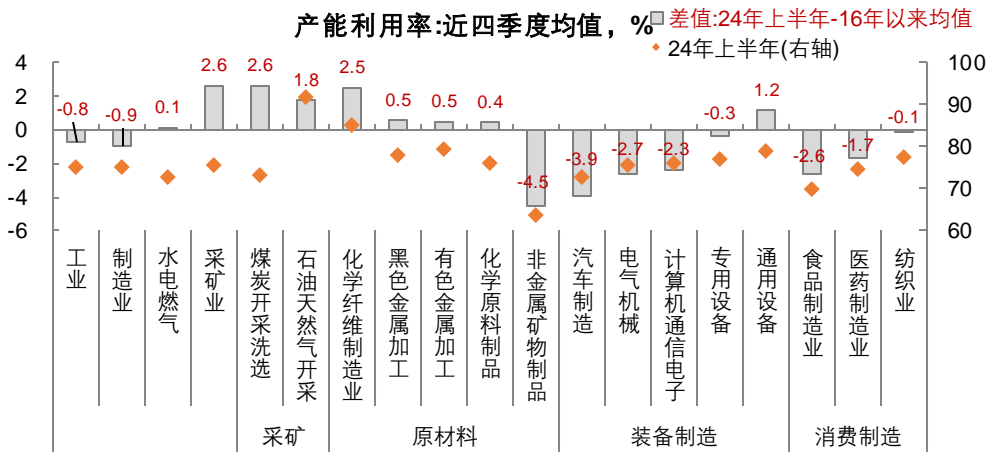
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 二季度装备制造业产能利用率大多回落



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表14 2024年二季度,中下游行业产能利用率大多低于2016年以来均值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、如何看待三季度中国经济与政策?

展望 2024 年三季度,中国实际 GDP 在 5%左右稳定增长的基础在于:

1) 投资支撑有望延续。一方面,基建投资有望边际提速。假设地方专项债按已公布的计划发行(据企业预警通统计,截至7月11日,三季度地方债计划发行规模已达到2.7万亿),国债剩余的2.8万亿额度在三四季度均匀发行,则三季度政府债净融资规模将达到4.1万亿,较去年同期高1.5万亿。**另一方面**,房地产和制造业投资或可保持相对稳定。央行于2024年4月创设科技创新和技术改造再贷款,财政部于6月25日发布《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》,给予1个百分点的贴息,相关资金的落地将为制造业投资提供增量支撑。6月以来,房地产销售已有边际改善,助力房地产开发资金来源跌幅收窄1.7个百分点;若三季度商品房销售能够在同比意义上企稳,低基数下投资增速或可保持基本稳定。

2) 出口短期仍有韧性。三季度中国出口的韧性有三点支撑:海外补库存逻辑延续、出口“价”的回升,以及美国大选前“抢出口”的可能性。拆分量、价、汇因素,今年上半年出口较快增长主要体现为数量因素的拉动,是“实实在在”的增长,而出口价格的下降、人民币对美元的贬值,都对美元计价的出口金额增速产生拖累。考虑到今年以来国际大宗商品价

格增速反弹，尚未充分反映在出口价格中，预计其对出口价格的推升效应在 11 月之前逐步体现（详见我们报告《三重视角看出口韧性》）。

经济增长的“弹性”则取决于消费能否企稳。当前消费的“堵点”在于居民就业和收入的增长，但二者是短期难以改善的慢变量。短期内消费的“破局点”或在公共消费的提升、以及促消费政策的优化调整。一方面，政府消费的影响不容忽视，既因其直接占比较高（2023 年政府消费在最终消费中的占比为 29.7%），又因其对私人消费有着“挤入作用”。然而，上半年公共财政收入承压，前 5 个月对教育、卫生健康、社会保障和就业等民生领域的投入仅同比增长 0.6%，对最终消费形成拖累。另一方面，汽车以旧换新政策有待优化和调整。据乘联会统计，上半年国内乘用车累计零售 982.8 万辆，同比增长 3%，主要受一季度拉动，而 4 月、5 月和 6 月汽车销量同比增长-2%、-3%和-8%，政策出台后汽车销量同比仍呈负增长。截至 6 月 25 日 12 时，商务部汽车以旧换新信息平台已收到汽车报废更新补贴申请约 11.3 万份，仅占上半年乘用车销量的 1.15%，当前政策覆盖范围相对有限。我们认为，“三中全会”在新一轮财税体制改革方面的规划和部署值得期待。一方面，新一轮财税体制改革有助于补充地方政府财力，继而提振公共消费。另一方面，新一轮财税体制改革有望推进消费税征收环节的后移，并将部分税种划拨给地方政府，或有助于激发地方政府“促消费”的积极性。若相关政策较快落地见效，或有助于居民消费意愿的提升，继而带动三季度 GDP 增速重回 5%以上。

展望 2024 年下半年，GDP 平减指数仍难回归正增长。一方面，房地产“降价去库存”或将延续拖累。6 月新房销售回暖的同时，70 大中城市商品房价格指数却环比下跌 0.7%，可见房企大多“以价换量”，旨在回笼现金。以此预计，下半年房价回落对第三产业及 GDP 平减指数的拖累或将延续。另一方面，工业品价格回升弹性不足。三、四季度翘尾因素对 PPI 同比的推动将会减弱；而中下游行业冗余产能的化解需要时间，价格环比或将延续弱势表现。我们预计，下半年 PPI 同比增速徘徊在负值区间，年内较难由负转正。中性情形下，下半年工业品价格窄幅波动（较今年上半年改善），三四季度 PPI 同比增速的中枢在-0.9%附近，较二季度的-1.6%改善 0.7 个百分点。假设下半年 PPI 同比增速较二季度再回升 0.7 个百分点，房价较二季度再回落 1 到 2 个百分点，且第一产业价格增速提升 1.9 个百分点至 0%，预计下半年 GDP 平减指数将回升至 -0.4%左右，约较二季度提升 0.3 个百分点。

风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，产能周期下行幅度和时间超预期，海外经济衰退程度超预期，房地产企业信用风险蔓延等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层