

## 证券研究报告

### 宏观研究

### 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师  
执业编号: S1500523030001  
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 供需错配的种种经济表现

2024年7月16日

#### 摘要:

- **受到工作日数量影响，工业生产增速回落。**2024年6月工业增加值同比增长为5.3%，比5月下降0.3个百分点。今年6月工作日为19天，较去年少2天，一定程度上影响了工业生产的动能。从季调后的环比增速来看，6月工业增加值环比增长0.42%，与历史同期相比并不算低。结构上，高技术制造业生产走弱，且高技术制造业增加值同比增长与工业增加值增速之间的差值也缩窄，反映高技术制造业的拉动作用有所弱化。
- **基建、制造业投资较强，地产低位企稳。**基建投资中公用事业、水利管理投资增速较高。而公共设施管理、道路运输投资增速偏低，一是近期极端天气、雨涝灾害多发，对基建项目进度产生影响；二是今年上半年专项债发行节奏较缓。制造业投资保持在高位，一方面，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%，明显高于信贷余额增速，显示政策效应对引导产业转型升级发挥了积极作用；另一方面，在大规模设备更新政策带动下，上半年设备工器具购置投资同比增长较快。地产销售降幅收窄，一是6月受益于517新政效果释放，二是年中房企业绩冲刺，加快推盘节奏，并加大折扣力度。往后看，我们认为地产销售的修复仍待观察，一是7月以来30城新房销售并未进一步走强；二是各级城市房价仍处于下降通道。
- **商品、服务消费均走弱。**“618”部分活动提前至5月，对消费形成分流。可以看到5月服装、化妆品、家电等商品的消费同比增速较高、而6月均出现显著下滑。此外，服务业也有所降温。上半年服务零售额同比增长7.5%，虽好于社零，但与前期对比，其增速自年初以来处于持续下滑的状态。
- **当前经济处在“产能扩张+需求不足”组合下。**在前期报告《产能扩张遇上需求不足——2024年中期宏观展望》中，我们提出当前经济处在“产能扩张+需求不足”组合下，并出现了经济总量不差但价格持续低迷，生产强而需求弱，制造业投资强但产能利用率弱等看似矛盾的现象。从近期公布的一系列数据来看，供需的矛盾有所加剧。一是二季度资本形成总额对GDP累计同比的拉动为1.3个百分点，较一季度上升0.7个百分点，而最终消费支出的拉动下降了0.9个百分点。二是二季度产能利用率为74.9%，仍处于75%以下。三是6月工业企业产销率降至94.5%，明显低于历史同期水平。我们认为，改善内需的重点或在于提高居民收入。当下居民收入修复的斜率较缓，对消费形成拖累。可以关注后续政策对于提振内需、提高居民收入、健全收入分配机制的部署。
- **风险因素：**政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期；地缘政治风险加大。

目录

一、受到工作日数量影响，工业生产增速回落.....	3
二、基建、制造业投资较强，地产低位企稳.....	5
三、商品、服务消费均走弱.....	7
四、当前经济处在“产能扩张+需求不足”组合下.....	8
风险因素.....	10

图目录

图 1：工业增加值同比增速.....	3
图 2：高技术制造业增加值同比增速与工业增加值增速之间的差值缩窄.....	3
图 3：分行业工业增加值同比增速.....	4
图 4：原油价格.....	4
图 5：专项债发行节奏较缓.....	5
图 6：各行业制造业投资.....	6
图 7：30 大中城市商品房成交面积（28 日移动平均）.....	6
图 8：6 月以来三类城市的二手房出售挂牌价指数均下跌.....	7
图 9：各类消费增速.....	7
图 10：服务消费同比增速下降.....	8
图 11：GDP 环比.....	9
图 12：工业产销率.....	9
图 13：居民消费倾向.....	10

## 一、受到工作日数量影响，工业生产增速回落

工业增加值同比增速回落，工作日数量影响不可忽视。2024年6月工业增加值同比增速为5.3%，比5月下降0.3个百分点。今年6月工作日为19天，较去年少2天，一定程度上影响了工业生产的动能。从季调后的环比增速来看，6月工业增加值环比增长0.42%，与历史同期相比并不算低。

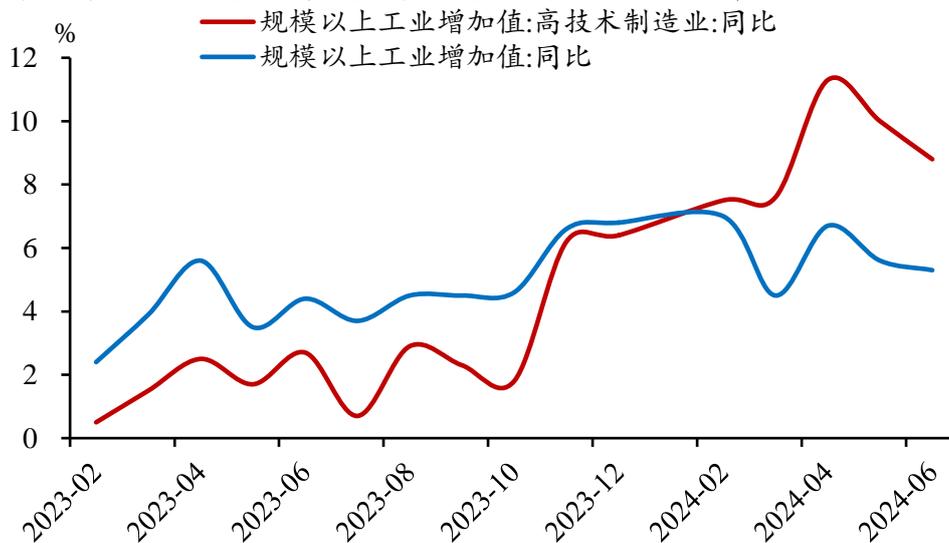
图1：工业增加值同比增速



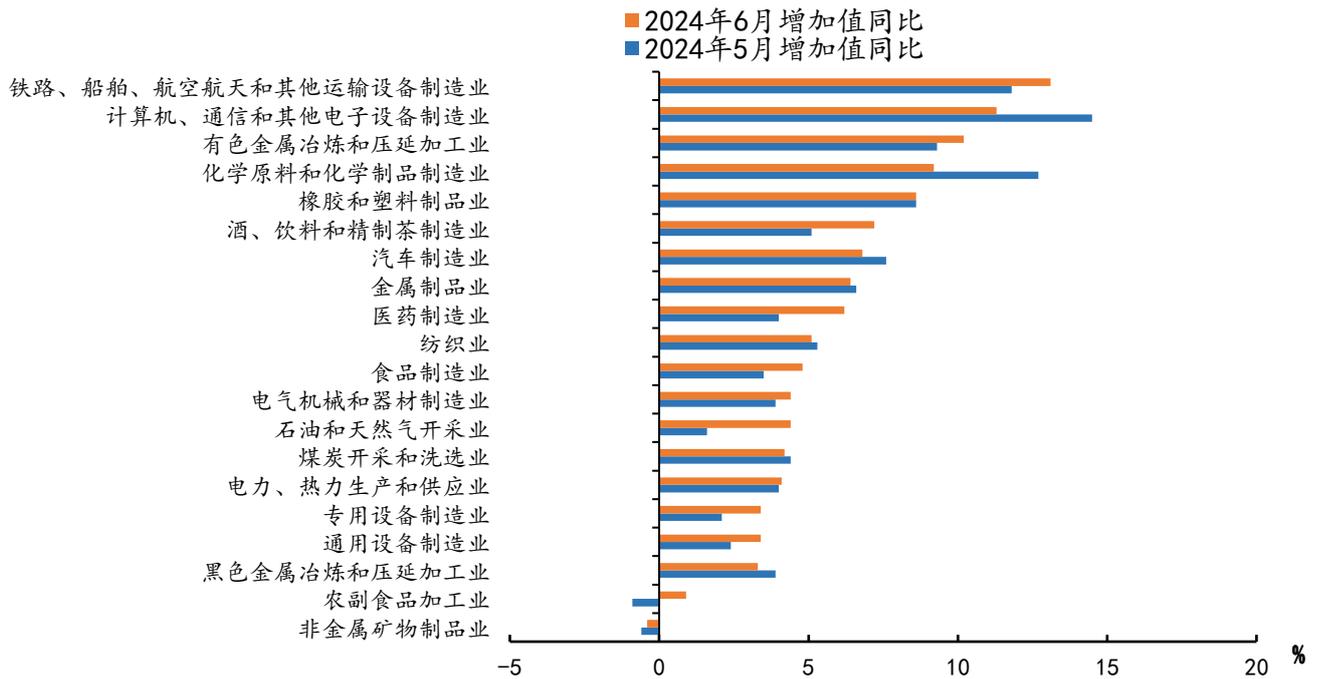
资料来源:iFind, 信达证券研发中心

结构上，高技术制造业生产走弱。今年年初以来各地区积极培育新质生产力，在政策的推动下，高技术制造业工业增加值持续高增，4月、5月高技术制造业增加值同比增速一度高于10%。而6月该增速降至8.8%，较5月下降1.2个百分点。另外高技术制造业增加值同比增速与工业增加值增速之间的差值也缩窄至3.5%（5月为4.4%），反映高技术制造业的拉动作用有所弱化。从细分行业来看，计算机通信、汽车等行业生产速度放缓。

图2：高技术制造业增加值同比增速与工业增加值增速之间的差值缩窄

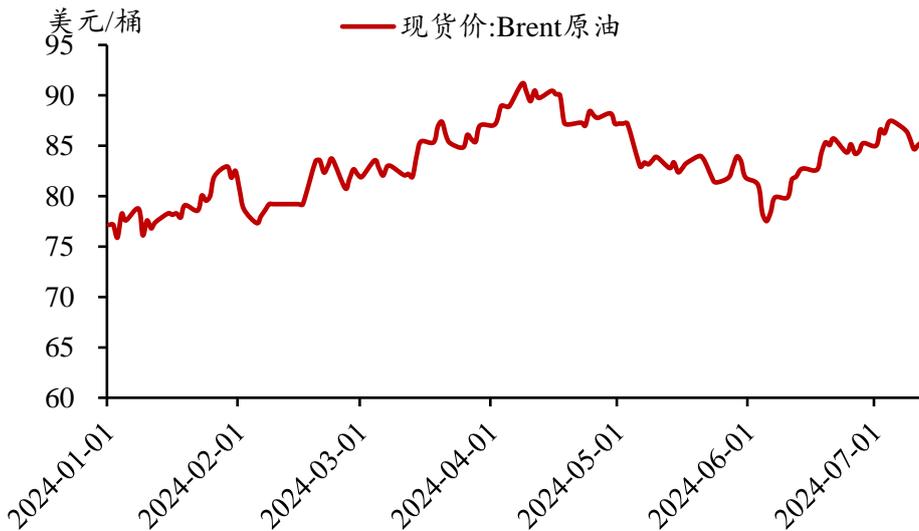


资料来源:iFind, 信达证券研发中心

**图 3：分行业工业增加值同比增速**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

石油开采、有色金属冶炼受到价格影响，生产景气度提高。6月原油价格震荡反弹，对相关行业生产形成拉动，石油开采增加值同比增速录得4.4%，较上月上升1.8个百分点。有色金属价格维持在高位，有色金属冶炼增加值录得10.2%的较高增速。

**图 4：原油价格**


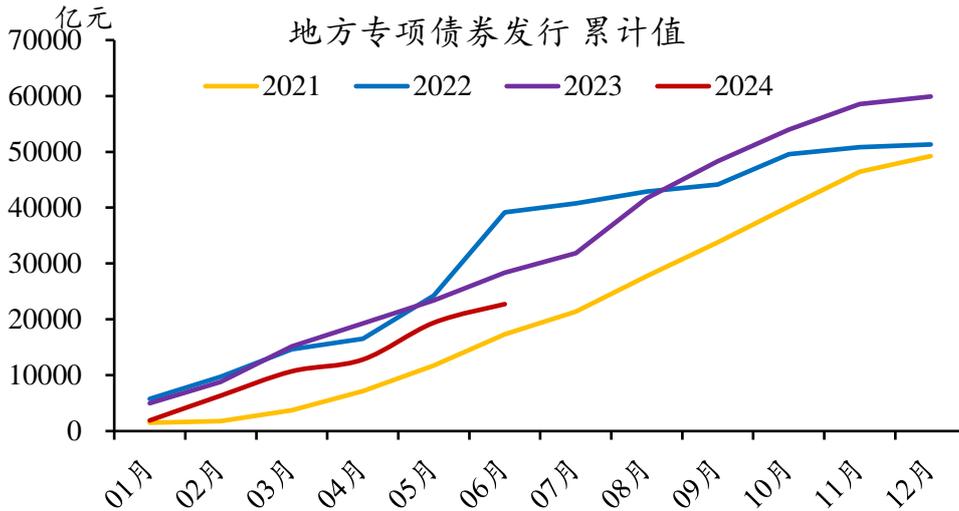
资料来源:iFind, 信达证券研发中心

## 二、基建、制造业投资较强，地产低位企稳

上半年，全国固定资产投资（不含农户）245391亿元，同比增长3.9%，较1-5月下降0.1个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长8.5%，较1-5月下降0.1个百分点。

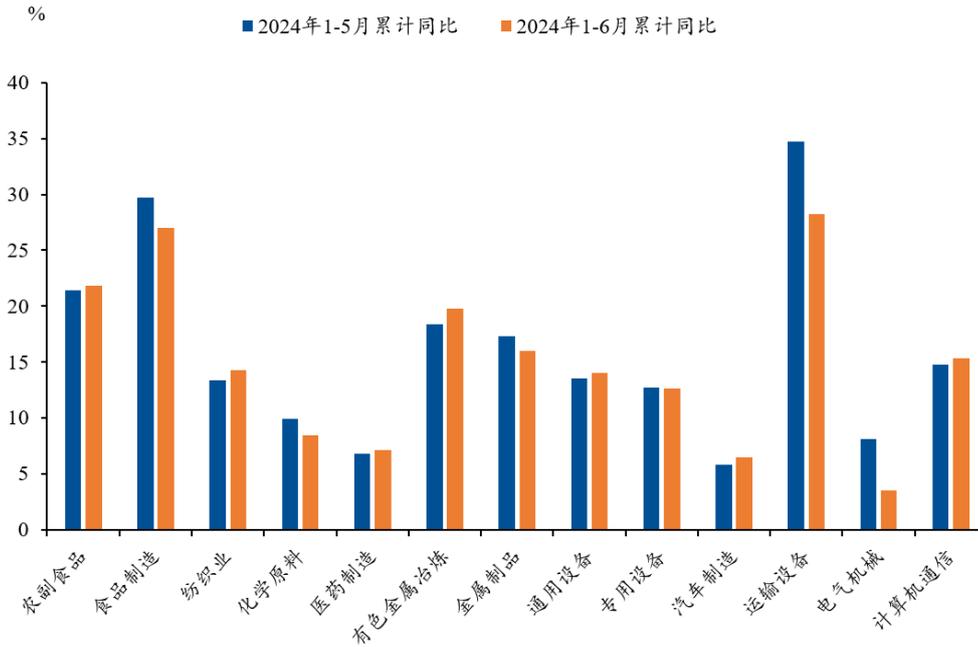
**基建投资中公用事业、水利管理投资增速较高。**2024年1-6月广义基建投资增长7.7%，2024年1-5月为6.7%。从基建的结构来看，公用事业、水利管理投资增速较上期有所提升，这两项与去年增发国债的规定用途相符。而公共设施管理、道路运输投资增速偏低，一是近期极端天气、雨涝灾害多发，对基建项目进度产生影响；二是今年上半年专项债发行节奏较缓。

图5：专项债发行节奏较缓



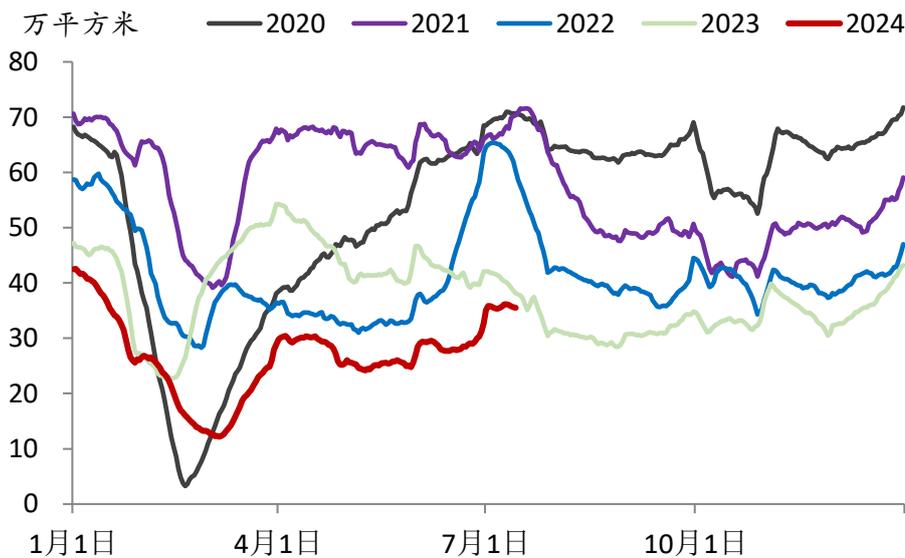
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**制造业投资保持在高位。**1-6月制造业投资累计同比增长9.5%，较上月下降0.1个百分点，保持在较高增速。一方面，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%，明显高于信贷余额增速的8.8%，显示政策效应对引导产业转型升级发挥了积极作用。另一方面，在大规模设备更新政策带动下，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%；制造业技术改造投资增长10.0%，高于制造业投资0.5个百分点。

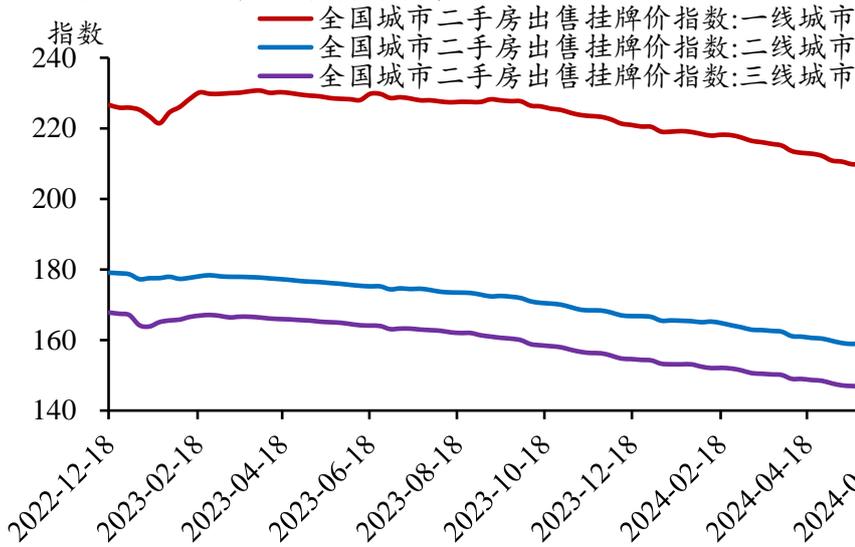
**图 6：各行业制造业投资**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**地产销售降幅收窄，后续仍需观察。**1-6 月新建商品房销售面积同比下降 19.0%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点，单月而言 6 月销售面积环比涨幅达到 52.6%。一是 6 月受益于 517 新政效果释放，根据克而瑞的数据，核心一二线城市诸如上海、广州、深圳、杭州、苏州等 6 月新房成交显著放量，环比增幅均在 4 成以上；二是年中房企业绩冲刺，加快推盘节奏，并加大折扣力度，对新房需求形成刺激。1-6 月份，全国房地产开发投资同比下降 10.1%，降幅与 1-5 月基本持平，累计同比降幅低位企稳。往后看，我们认为地产销售的修复仍待观察，一是 7 月以来 30 城新房销售并未进一步走强；二是各级城市房价仍处于下降通道。

**图 7：30 大中城市商品房成交面积（28 日移动平均）**


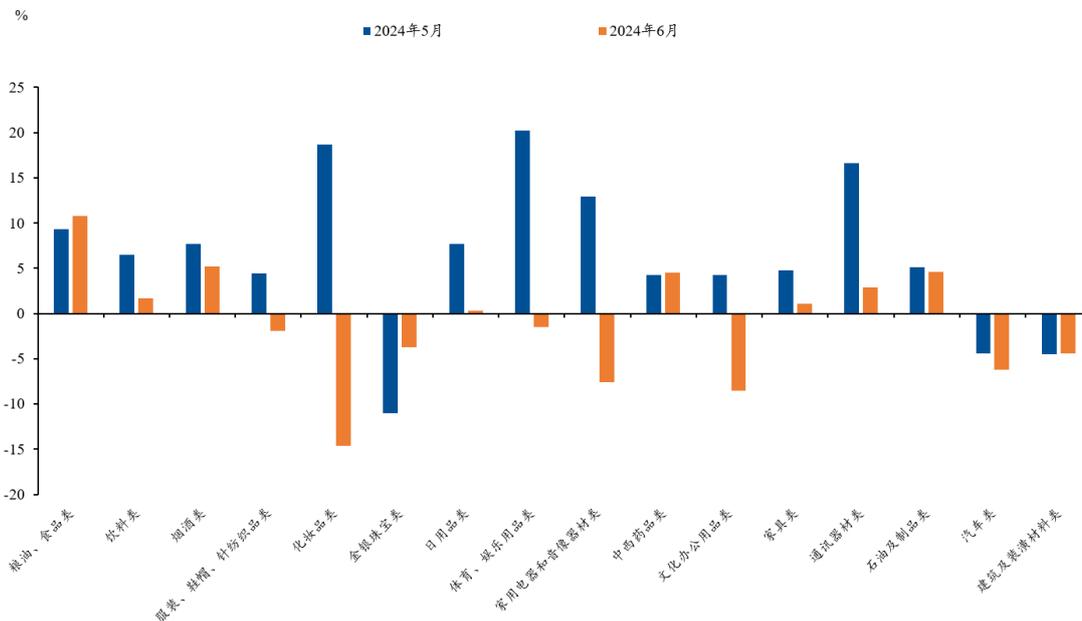
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 8：6 月以来三类城市的二手房出售挂牌价指数均下跌**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

### 三、商品、服务消费均走弱

6 月社零增速下滑。6 月社零同比增长 2.0%，增速较上月放缓 1.7 个百分点。

**图 9：各类消费增速**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

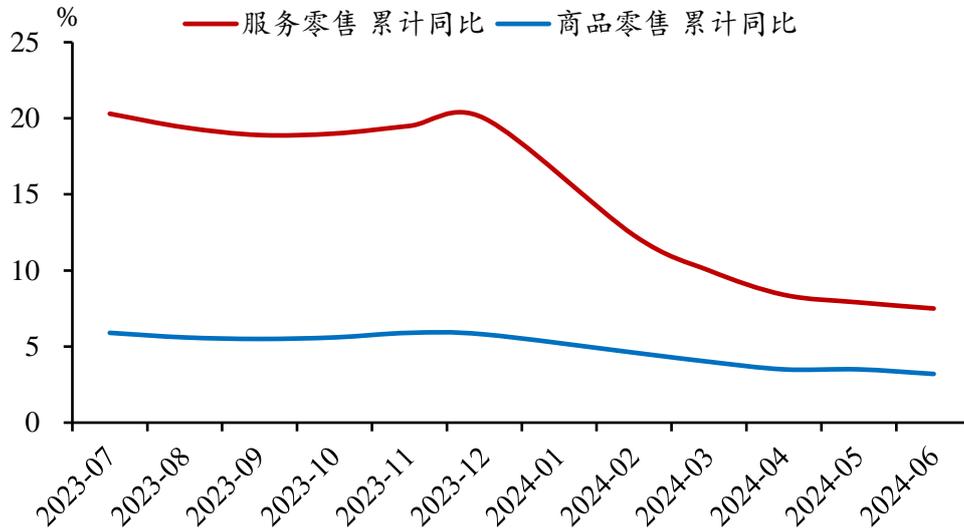
“618”部分活动提前至 5 月，对消费形成分流。可以看到 5 月服装、化妆品、家电等商品的消费同比增速较高、而 6 月均出现显著下滑。促销活动错位对 6 月消费形成分流。

汽车类消费是商品消费的拖累项。6 月汽车消费同比增长-6.2%，对商品消费形成拖累。根据乘联会的消息，今年车市的年初价格战“启动早”、部分新能源热销车型近 20%的降价“力度大”，因此形成消费者暂时对价格的

观望，加之消费者的消费预期偏弱，抑制了车市的热度。

此外，服务业也有所降温。上半年服务零售额同比增长 7.5%，虽好于社零，但与前期对比，其增速自年初以来处于持续下滑的状态。

图 10：服务消费同比增速下降



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

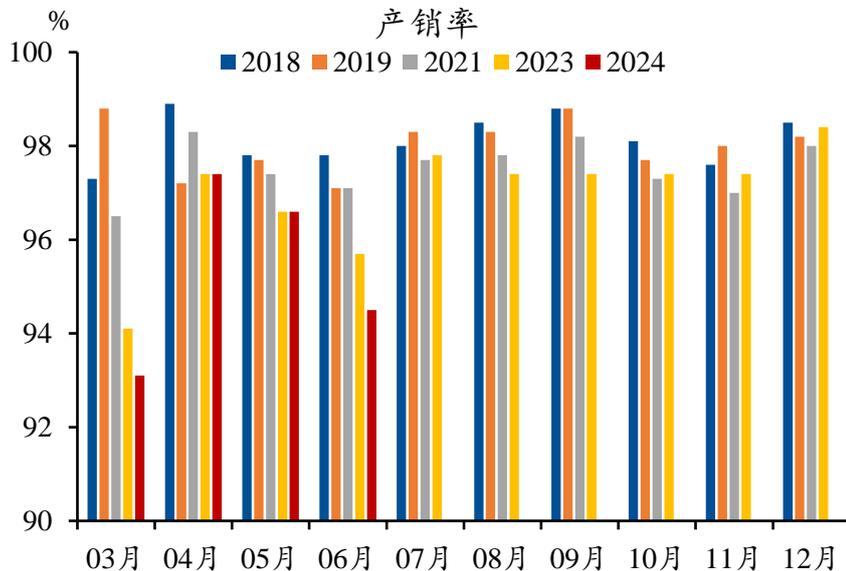
#### 四、当前经济处在“产能扩张+需求不足”组合下

二季度 GDP 在低基数下同比增速录得 4.7%，经济动能走弱。在去年二季度低基数的基础上，今年二季度 GDP 同比增速为 4.7%，低于一季度的 5.3%，显示经济动能出现了明显的走弱。根据我们的测算，三、四季度的 GDP 环比增速需要分别达到 1.4%，才能达成全年增速 5.0% 的增长目标。考虑到二季度环比增速为 0.7%，达成全年目标可能需要政策进一步发力。

**图 11: GDP 环比**


资料来源:iFind, 信达证券研发中心

**经济供需矛盾有所加剧。**在前期报告《产能扩张遇上需求不足——2024 年中期宏观展望》中，我们提出当前经济处在“产能扩张+需求不足”组合下，并出现了经济总量不差但价格持续低迷，生产强而需求弱，制造业投资强但产能利用率弱等看似矛盾的现象。从近期公布的一系列数据来看，供需的矛盾有所加剧。一是二季度资本形成总额对 GDP 累计同比的拉动为 1.3 个百分点，较一季度上升 0.7 个百分点，而最终消费支出的拉动下降了 0.9 个百分点。二是二季度产能利用率为 74.9%，仍处于 75% 以下。三是 6 月工业企业产销率降至 94.5%，明显低于历史同期水平。

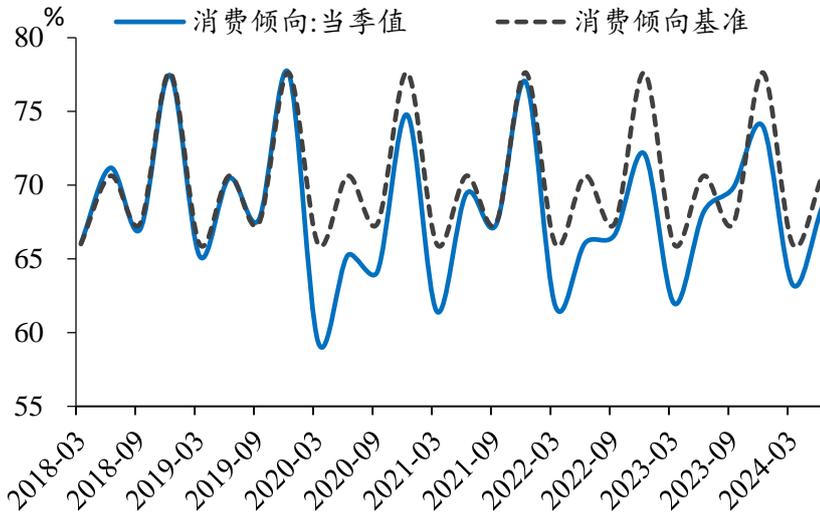
**图 12: 工业产销率**


资料来源:iFind, 信达证券研发中心

**我们认为，改善内需的重点或在于提高居民收入。**当下消费的主要制约因素逐步从消费倾向转变为收入。2020 年-2023 年受到疫情以及其疤痕效应的影响，居民消费倾向持续偏低，对居民消费的复苏形成制约。2024 年二季度居民消费倾向为 68.5%，较 2023 年同期上升 0.4 个百分点，较 2019 年同期水平（70.5%）进一步收窄，显

示居民的消费意愿虽仍偏弱，但对消费的制约正在逐步减轻。而居民收入较为低迷，2024 年二季度居民可支配收入同比增速为 5.4%，低于 2023 年全年的 6.3%，疫情前居民收入增速在 9%左右，居民收入修复的斜率较缓，对消费形成拖累。可以关注后续政策对于提振内需、提高居民收入、健全收入分配机制的部署。

图 13: 居民消费倾向



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

## 风险因素

政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期；地缘政治风险加大。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~15%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。