

## 信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

供需两弱

——2024年6月经济数据点评

2024年7月16日

宏观研究/事件点评

## 相关报告：

【山证宏观】2024年4月经济数据点评：  
供给偏快，需求政策加快释放 2024.5.19

【山证宏观】2024年5月经济数据点评：  
生产端调整，需求平稳 2024.6.18

## 分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

电话：0351-8686977

邮箱：guorui@sxzq.com

张治

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

## 投资要点：

➢ 2024年上半年，国内经济量稳价弱的现象持续存在，尤其是价格走势不及预期，根源在于供给扩张大于需求恢复。节奏上，一季度量价分离特征比较明显，二季度这一现象有所改善。二季度经济的总体表现是量大致稳定，价格延续修复，不过价格降幅收窄主要依靠全球定价的石油、有色价格上涨，以及国内部分产品供给的调整，并非来源于国内需求的强势。

➢ 边际上看，6月经济数据显示供需两弱，工业产销率边际回落。需求端看，内生动能偏弱下，政策对消费、基建的支撑不稳定，而对具有供给性质的制造业投资支撑较稳定。“6·18”促销过后，6月消费表现不及4-5月；基建投资增速稳中有落；地产投资持续调整，商品房销售“以价换量”；制造业投资累计增长9.5%，具有较强的韧性。生产端看，中上游的原材料、工业品生产增速有所放缓；下游消费品工业表现和需求结构性表现基本一致；而中游设备制造业生产有所加快，和相关行业PPI加快回落相印证。6月工业产销率回落至94.5%。二季度产能利用率依然偏低。

➢ 综合看，上半年GDP完成情况符合全年目标，不过二季度总需求弱于一季度，产能利用率依然偏低。边际上，6月供需两弱，供给增速快于需求增速的格局没有明显改善，叠加偏供给性质的制造业投资具有较强韧性，未来价格回升的持续性和弹性仍面临不确定性。

➢ 风险提示：地缘政治风险；地产政策放松效果不及预期；居民信心持续偏弱。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



2024年上半年，国内经济量稳价弱的现象持续存在，尤其是价格走势不及预期，根源在于供给扩张大于需求恢复。节奏上，一季度量价分离特征较为明显，二季度这一现象有所收敛。二季度经济的总体表现是量大致稳定，价格延续修复。2024年二季度不变价GDP同比增速为4.7%（一季度是5.3%，二季度万得一致预期值是5.1%），环比增速是0.7%（前值1.5%），可见二季度经济总量表现不及预期和一季度。但二季度价格降幅收窄，GDP平减指数当季同比为-0.6%（前值为-1.3%），名义GDP同比增速为4.1%（前值为4.0%）。二季度维持总需求韧性的主要力量依然是出口和政策支撑项（如基建、高技术制造业投资、设备更新等），地产投资下滑是主要拖累。二季度价格继续改善的主要因素仍在于全球定价的石油、有色价格继续上涨。不过国内供需关系略改善，也是促进价格跌幅收窄的主要因素，如表征供给的二季度不变价GDP增速、工业增加值增速均有所放缓；制造业PMI：生产-新订单（MA12）较一季度回落显示供需关系的改善。

**6月消费表现偏弱，且低于预期。**6月社零同比2.0%（前值是3.7%，万得一致预期值为4.0%）。今年二季度消费整体表现不及一季度，且6月边际趋弱。

**商品零售增速明显放缓，服务零售稳定。**6月商品零售同比增长1.5%，较上月放缓2.1个百分点，是去年8月以来的最低值；6月服务零售额累计同比增长7.5%，餐饮收入当月同比增长5.4%，高于前值0.4个百分点，服务生产指数当月同比4.7%，前值4.8%。

**商品零售上月促销政策过后，本月增速多数回落。**第一，刚性消费走势分化。粮油食品类、中西药品类增速较上月微幅加快，但日用品类、化妆品类、文化办公类在“6·18”促销过后增速大幅下降，其中后两者分别大幅下降14.6%和8.5%。第二，升级类消费增速全线放缓。6月饮料类零售同比1.7%（前值6.5%）、烟酒类同比5.2%（前值7.7%）、服装鞋帽针纺织品类同比-1.9%（前值4.4%）、体育、娱乐用品类同比-1.5%（前值20.2%）。第三，耐用类消费边际放缓。其中，通讯器材类同比2.9%（前值16.6%）、汽车类同比-5.2%（前值-4.4%）。第四，政策脉冲下地产链相关消费上半年虽有个别月份表现较好，但6月全线偏弱。其中，家电音响器材类、家具类、建筑装潢类累计增速、月度增速均较上月下降。

**固定资产投资增速微幅回落，符合预期。**6月固定资产投资累计增速为3.9%（前值4.0%，预期值3.9%）。

**部分地产指标跌幅有所放缓，但总体仍处于调整过程中。**6月全国房地产开发投资完成额同比-10.1%（前值-10.1%）。6月房地产资金来源合计累计同比-22.6%，跌幅较上月收窄1.7个百分点，其中国内贷款部分增速为-6.6%（前值-6.2%），自筹资金部分跌幅收窄至-9.1%（前值

-9.8%)，个人按揭贷款部分跌幅收窄至-37.7%（前值-40.2%）。商品房销售“以价换量”。6月商品房销售面积累计同比-19.0%（前值-20.3%），商品房新开工面积累计同比-23.7%（前值-24.2%）。

**基建投资增速稳中有落。**6月狭义基建投资增速5.4%（前值5.7%）。专项债发行偏慢，基建实物量有待加速。

**制造业投资韧性较强。**6月制造业投资累计增速9.5%（前值9.6%），和2023年全年的6.5%相比偏高，测算当月同比是9.3%，今年以来保持稳定。其中，随着大规模设备更新政策稳步实施，设备工器具购置投资呈现较快增长。上半年，设备工器具购置投资同比增长17.3%，增速高于全部投资13.4个百分点；对全部投资增长的贡献率为54.8%，比一季度提高5.8个百分点。上半年，高技术制造业投资同比增长10.1%，增速比制造业投资高0.6个百分点。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长38.3%，计算机及办公设备制造业投资增长12.1%，电子及通信设备制造业投资增长9.9%。今年一、二季度工业产能利用率分别为73.6%、74.9%，总体偏低，因此制造业投资韧性中有所回落。

**工业增加值增速继续回落。**6月规模以上工业增加值同比为5.3%（前值5.6%），环比增长0.4%，弱于季节性。6月工业企业产销率回落2.1个百分点至94.5%，在历史上8%的分位，显示供给仍较需求偏强。6月工业增加值主要分项特征如下：第一，消费品工业表现和消费需求结构表现较为一致。其中农副食品、食品制造、医药等工业增加值增速高于上月，纺织业低于上月。第二，中上游的原材料、工业品生产增速有所放缓。第三，装备制造业“压舱石”作用进一步增强。上半年，规模以上装备制造业增加值同比增长7.8%，增速高于全部规模以上工业1.8个百分点；增加值占全部规模以上工业的比重为33.3%，较一季度提升1.5个百分点。设备制造业生产有所加快，也和相关行业PPI加快回落相印证。第四，制造业高端化、智能化、绿色化步伐加快。上半年，规模以上高技术制造业增加值同比增长8.7%，增速高于全部规模以上工业2.7个百分点，较一季度加快1.2个百分点；增加值占全部规模以上工业的比重为15.8%，较一季度提高0.6个百分点。

**风险提示：**地缘政治风险；地产政策放松效果不及预期；居民信心持续偏弱。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：



#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层