



固定收益点评

5%的成色与定力

——6月经济数据点评

证券分析师

吕品

资格编号: S0120524050005

邮箱: lvpin@tebon.com.cn

研究助理

严伶俐

邮箱: yanly@tebon.com.cn

相关研究

《没有实质性操作, 债券能跌吗?》
2024.07.14

《M1 新低不完全归因于“存款搬家”
——6月金融数据点评》2024.07.13

《行动的勇气: 正回购和新型利率走廊》
2024.07.08

投资要点:

- **经济增速小幅低于预期, 工业生产景气度分化。整体来看, 二季度经济增速小幅回落, 或表明经济尚在温和修复阶段。**经济增长方面, 二季度 GDP 不变价累计同比增速 5.00%, 当季同比为 4.70%, 低于市场一致预期的 5.08%; 二季度 GDP 现价累计同比增速为 4.01%, 表现低于实际 GDP 增速, 主要源于价格低位运行, 二季度 GDP 平减指数当季同比-0.61%; 工业生产边际走弱或源于产能问题的后续影响, 整体表现为外需驱动的上游仍优于中下游的特征。**在行业景气度分化的背后我们可以看到这样一个现象: 就业弹性相对较低行业增速表现优于高就业弹性行业。**这或许能够解释近期的宏微观体感温差以及就业和生产的相向而行。
- **制造韧性逻辑不变, 基建增速与实物工作量表现相背。**1-6月固定资产投资完成额累计同比增速为 3.90%, 较上月下行 0.10 个百分点, 具体来看: **1) 设备更新支撑制造业韧性逻辑不变。**但从工业企业的盈利情况来看, 5月工业企业利润总额同比增速相较4月再次回落至 0.7%, 或表明企业盈利基础尚未形成稳步修复的节奏。**2) 全口径基建增速上行, 增速与实物工作量之间表现相背。**1-6月全口径基建投资累计同比 7.70%, 较上月上行 1.02 个百分点, 或源于财政资金投放加快。但我们从不含电力新口径基建来看, 当月同比增速 4.61%, 较上月下行 0.28 个百分点; 仍然是电力行业贡献了较高的增速水平, 往后看政府债融资节奏有望出现一定加速, 但由于整体处于去杠杆过程中, 发债节奏提升对基建增速拉动可能相对有限。
- **政策之后房价走势相对趋弱, 地产投资端或尚在“寻底”。****1) 517 地产政策后, 销售端表现修复且优于投资端, 但房价走势仍然疲弱。**6月商品房销售额和销售面积当月同比较5月跌幅收窄 12.11、6.23 个百分点至-14.28%和-14.47%, 但从房地产价格走势来看, 6月份 70 大中城市新建商品住宅和二手住宅当月同比分别为-4.90%和-7.90%, 对比5月表现进一步下行;**2) 地产投资端并未出现明显改善, 对整体投资形成拖累。**竣工面积当月同比增速较上月进一步回落至-29.60%, 跌幅表现大幅走阔, 生产端增速仍在低位。
- **社零增速出现降温, 居民收支两端增速双降。社零增速整体回落, 两年复合增速下至今年以来新低, 可选消费增速变化显著。**6月社零当月同比较上月下行 1.70 个百分点至 2.00%, 从两年复合增速来看, 6月为 2.55%, 较上月大幅下行 5.56 个百分点, 脉冲后降温明显, 存在 5月购物节前置高基数效应影响; 从行业结构来看, 除必选消费中的粮油食品与药品、可选消费中的金银珠宝以及装潢、在外餐饮行业, 其余行业增速均表现下行; 化妆品、家电为代表的行业增速下降尤为显著。结合收入端来看, 整体表现为收支双降特征。
- **总结来看, 6月经济数据显示整体经济尚在温和修复阶段, 但基本符合我国经济发展稳中求进总基调。**生产端, 外需驱动的行业表现仍然优于内需驱动的行业, 高就业弹性行业增速表现相对一般; 投资端表现分化明显, 制造投资仍在设备更新逻辑

下形成支撑，全口径基建增速回升而地产投资仍在低位运行；消费端，社零增速降温，居民收支两端增速均表现下行。

- 对于债市而言，结合 6 月金融与经济数据表现来看，基本面逻辑还是较为清晰，决定中长期利率中枢趋势不变。此外，在此前的报告《从“动物精神”看楼市与债市》中我们曾分析，市场中不同年龄人群对于地产政策落地效果具有分歧，年轻一代较难基于有效信心而产生“动物精神”，类比至债市则表现有所不同，这也有助于解释为什么近期在央行先后公告借券卖债与重启正回购的情况下，债市出现了不同的观点与分歧。近期行情走势表现为急跌慢涨，在央行实质性操作落地预期之下，我们认为尽管基本面逻辑清晰，但目前债市面临赔率与胜率均不足的问题，仍需谨慎对待。
- **风险提示：**央行超预期收紧货币政策、理财大规模回表引发市场波动、机构行为大幅趋同形成正反馈。

内容目录

1. 经济增速小幅低于预期，工业生产景气度分化	5
2. 制造韧性逻辑不变，基建增速与实物工作量表现相背.....	6
3. 政策之后房价走势相对趋弱，地产投资端或尚在“寻底”	7
4. 社零增速出现降温，居民收支两端增速双降	8
5. 风险提示	9
信息披露.....	10

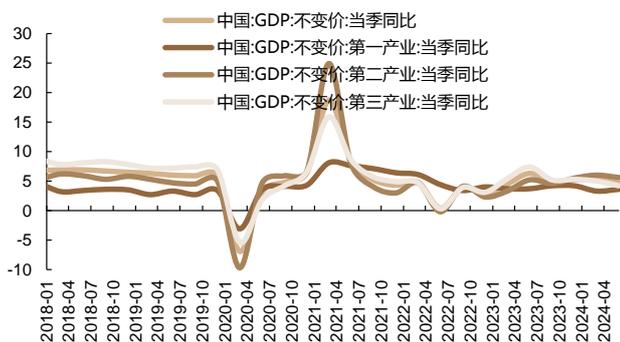
图表目录

图 1: GDP 不变价-当季同比-分产业 (%)	5
图 2: GDP 不变价-当季同比 (%)	5
图 3: 工业增加值增速 (%)	6
图 4: 分行业工业增加值增速 (%)	6
图 5: 固定资产投资主要分项当月同比增速 (%)	6
图 6: 固定资产投资累计同比增速 (%)	6
图 7: PPI 当月同比与环比增速 (%)	7
图 8: 新增专项债发行进度 (%)	7
图 9: 分行业制造业投资累计同比增速 (%)	7
图 10: 基建主要分项累计同比增速 (%)	7
图 11: 商品房销售面积与房地产投资当月同比增速 (%)	8
图 12: 新开工面积和竣工面积当月同比增速 (%)	8
图 13: 社零增速 (%)	8
图 14: 分行业社零当月同比增速 (%)	8

1. 经济增速小幅低于预期，工业生产景气度分化

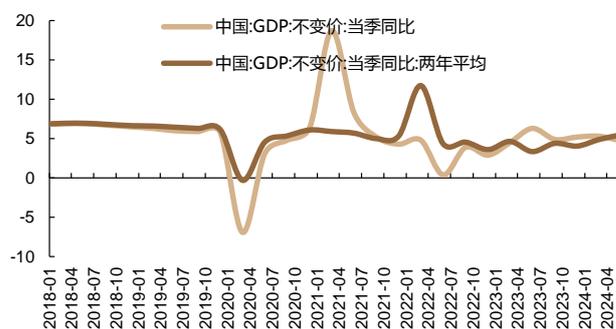
整体来看，二季度经济增速小幅回落，或表明经济尚在温和修复阶段。经济增长方面，二季度 GDP 不变价累计同比增速 5.00%，当季同比为 4.70%，较第一季度的 5.30% 增速下行 0.60 个百分点，低于市场一致预期的 5.08%；二季度 GDP 现价累计同比增速为 4.01%，当季同比为 4.06%，较上季度小幅上升 0.09 个百分点，表现低于实际 GDP 增速，主要源于价格低位运行，二季度 GDP 平减指数当季同比-0.61%；具体来看，第一、第二、第三产业 GDP 当季同比增速分别为 3.60%、5.60% 和 4.20%，相较上季度增速水平平均有所下行。

图 1：GDP 不变价-当季同比-分产业 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：GDP 不变价-当季同比 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

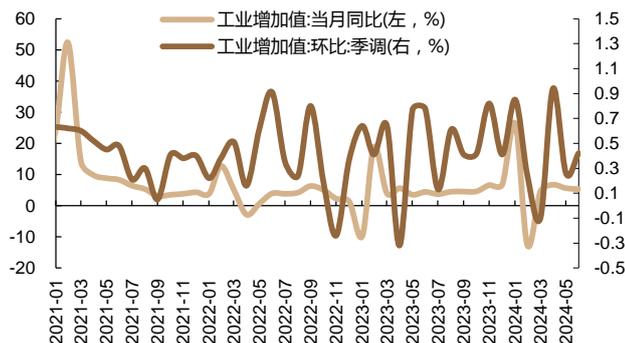
工业生产边际走弱或源于产能问题的后续影响，行业层面表现分化，整体表现为外需驱动的上游仍优于中下游的特征。6 月工业增加值当月同比为 5.30%，较上月回落 0.30 个百分点，两年复合增速为 4.85%，较上月上行 0.30 个百分点，季调环比为 0.42%，较上月上行 0.16 个百分点。从 6 月进出口数据来看，外需强于内需的特征也较为明显，出口同比实现 8.60% 增速水平，环比走强，而进口当月同比则由正转负下至-2.30%。具体从工业生产行业分化来看：

上游端，黑色金属加工和化学原料及制品行业同比增速环比上月分别下行 0.60 和 3.50 个百分点，但两年复合增速仍维持上行；中下游表现相对较弱，中游端运输设备、通用设备和汽车行业两年复合增速回落，其中汽车回落幅度最大，两年复合增速下行 7.62 个百分点至 7.80%，下游行业中电子设备明显走弱。

在行业景气度分化的背后我们可以看到这样一个现象：就业弹性相对较低行业增速表现优于高就业弹性行业。例如，上游行业中有色金属为代表的周期性行业增速高于整体水平，形成工业生产端的重要支撑，而这类周期性行业往往是就业弹性较低的行业，与之对应的则是汽车、电子设备为代表的中下游行业增速表现的边际走弱，而这类行业就业弹性通常较高。因此，从这样一个不同就业弹性行业景气度分化的角度，或许我们也能够解释为什么近期会产生宏观的体感温差以及就业和生产的相向而行。

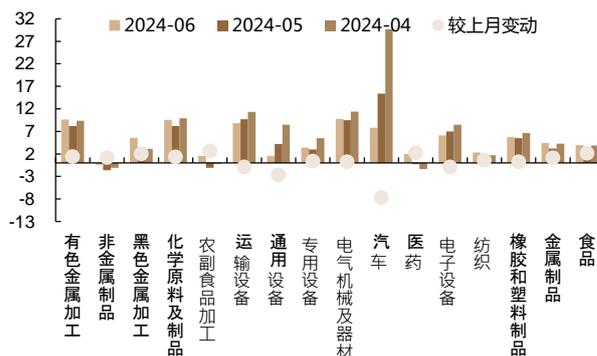
服务业生产指数边际回落。6 月服务业生产指数当月同比增速较上月下行 0.10 个百分点至 4.70%，边际回落，累计同比增速较上月回落 0.10 个百分点至 4.90%。

图 3：工业增加值增速 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：分行业工业增加值增速 (%)



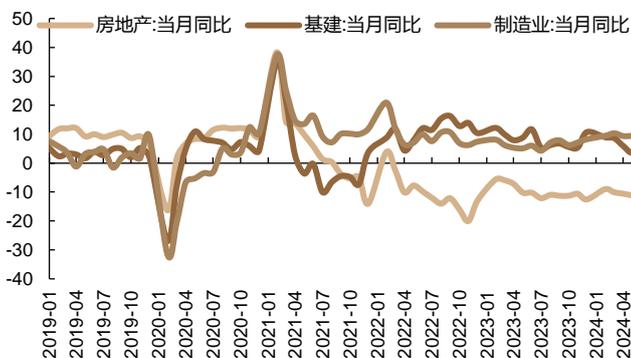
资料来源：Wind，德邦研究所

2. 制造韧性逻辑不变，基建增速与实物工作量表现相背

1-6 月固定资产投资完成额累计同比增速为 3.90%，较上月下行 0.10 个百分点，6 月当月同比 3.57%，较上月回升 0.21 个百分点，从季调环比来看较上月上行 0.18 个百分点至 0.21%，具体来看：

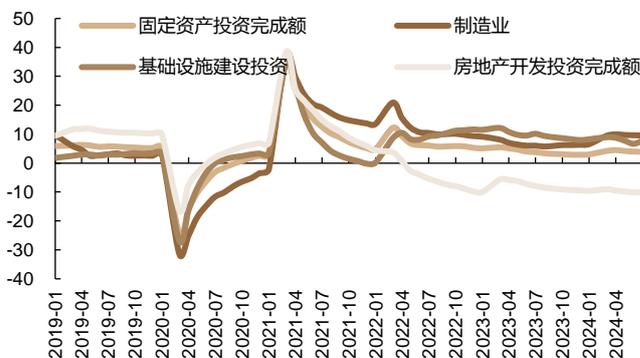
设备更新支撑制造业韧性逻辑不变。1-6 月制造业投资累计同比增速为 9.50%，较上月小幅下行 0.10 个百分点，当月同比为 9.26%，较上月下行 0.11 个百分点；设备工器具购置累计同比 17.30%，环比小幅回落但仍维持在较高水平，成为制造业韧性重要支撑，但从工业企业的盈利情况来看，5 月工业企业利润总额同比增速相较 4 月再次回落至 0.7%，或表明企业盈利基础尚未形成稳步修复的节奏。

图 5：固定资产投资主要分项当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：固定资产投资累计同比增速 (%)



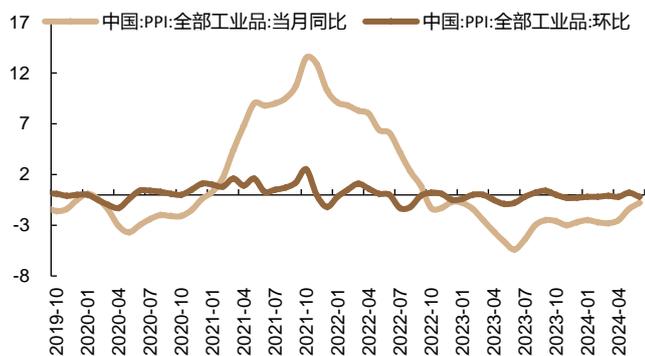
资料来源：Wind，德邦研究所

全口径基建增速上行，增速与实物工作量之间表现相背。1-6 月全口径基建投资累计同比 7.70%，较上月上行 1.02 个百分点，测算当月同比为 10.18%，较前月明显上行 6.39 个百分点，或源于财政资金投放加快。但从 6 月的 PPI 数据来看，同比增速跌幅收窄但是今年以来增速始终在负向区间，6 月环比增速也表现下行，或表明基建投资推动的工业需求有限，实物工作量未有趋势改善。

从基建中电力投资行业为主要支撑的分化视角来看能够解释这一现象。我们从不含电力新口径基建来看，当月同比增速 4.61%，较上月下行 0.28 个百分点；三大基建行业电力、交通运输增速、水利环境累计同比增速分别为 24.20%、6.60% 和 0.70%，电力仍然贡献了较高的增速水平，但是这类行业本身所覆盖的实物工

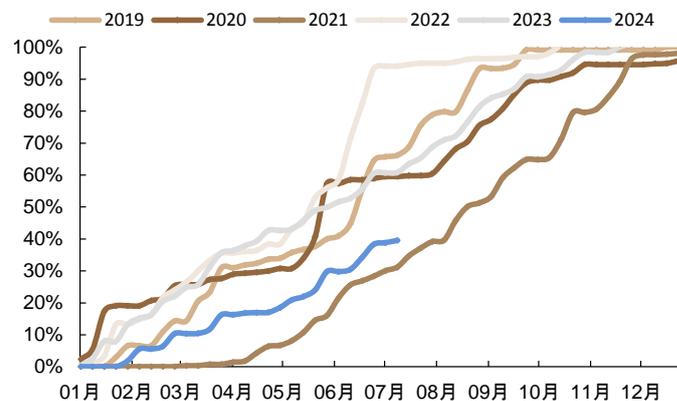
作量相较其他行业来说相对较少，而且在地方去杠杆而中央加杠杆的情况下，这类更依赖中央资金的行业在投资资金上相对占优，这就使得电力行业支撑的基建增速虽然较高，但或并未形成较高的实物工作量。此外，从基建的资金来源来看，今年以来专项债发行进度整体偏慢，截至7月14日新增专项债发行进度达到40%，表现出低于往年同期的特征，往后看政府债融资节奏有望出现一定加速，但由于整体处于去杠杆过程中，发债节奏提升对基建增速拉动可能相对有限。

图 7: PPI 当月同比与环比增速 (%)



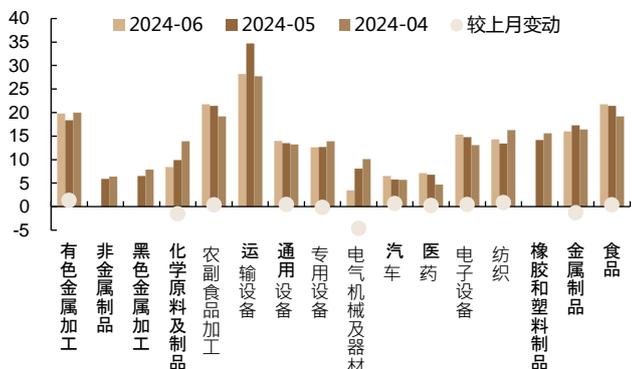
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 8: 新增专项债发行进度 (%)



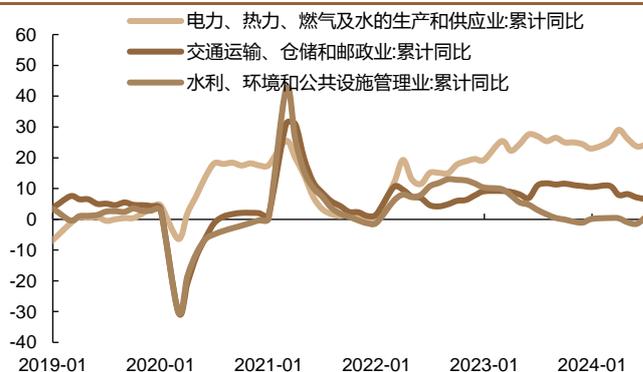
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 9: 分行业制造业投资累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 10: 基建主要分项累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

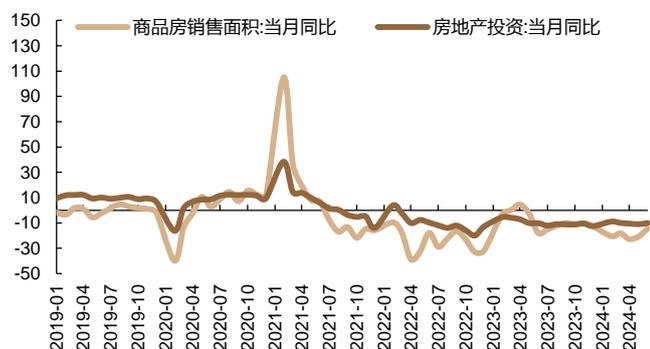
3. 政策之后房价走势相对趋弱，地产投资端或尚在“寻底”

517 地产政策后，销售端表现修复且优于投资端，但房价走势仍然疲弱。6月商品房销售额和销售面积当月同比较5月跌幅收窄12.11、6.23个百分点至-14.28%和-14.47%，但从房地产价格走势来看，6月份70大中城市新建商品住宅和二手住宅当月同比分别为-4.90%和-7.90%，对比5月表现进一步下行，或许说明政策落地之后以价换量现象较为明显，房价指数的疲弱主要还是源于居民购买意愿和预期的不足。

地产投资端并未出现明显改善，对整体投资形成拖累。从开工来看，6月新开工面积当月同比增速小幅收窄至-21.74%，竣工面积当月同比增速较上月进一

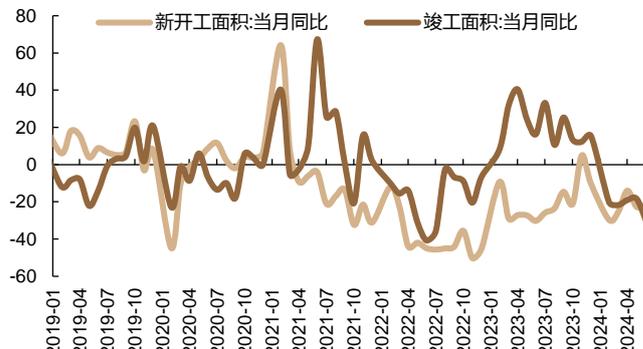
步回落至-29.60%，跌幅表现大幅走阔，生产端增速仍在低位；1-6月地产投资累计同比增速较上月持平为-10.10%，当月同比增速较上月上行0.94个百分点至-10.10%。

图 11：商品房销售面积与房地产投资当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：新开工面积和竣工面积当月同比增速 (%)



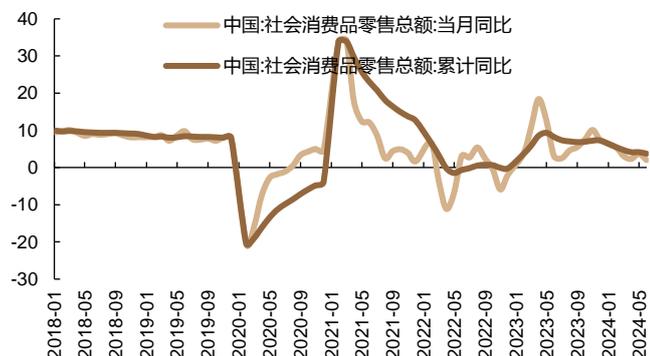
资料来源：Wind，德邦研究所

4. 社零增速出现降温，居民收支两端增速双降

社零增速整体回落，两年复合增速下至今年以来新低，可选消费增速变化显著。6月社零当月同比较上月下行1.70个百分点至2.00%，从两年复合增速来看，6月为2.55%，较上月大幅下行5.56个百分点，脉冲后降温明显，存在5月购物节前置高基数效应影响；从行业结构来看，除必选消费中的粮油食品与药品、可选消费中的金银珠宝以及装潢、在外餐饮行业，其余行业增速均表现下行；化妆品、家电为代表的行业增速下降尤为显著，分别较上月下行33.30和20.50个百分点，与上月的购物节前置带来的脉冲式提升相对应。

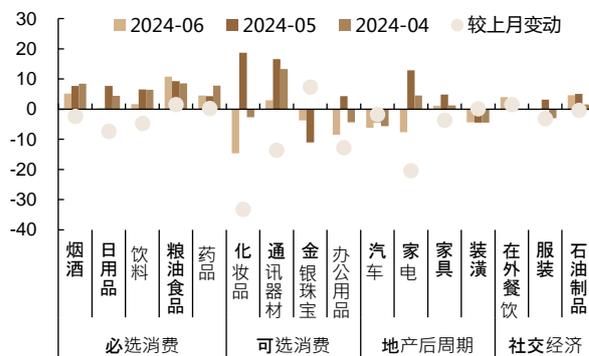
结合收入端来看，整体表现为收支双降特征。二季度城镇居民人均可支配收入累计同比增速从第一季度的5.30%下降至4.60%，人均消费性支出累计同比较上一季度下降1.60个百分点至6.10%，收支两端增速均表现放缓。就业层面，6月城镇调查失业率5.00%，较上月表现持平。

图 13：社零增速 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：分行业社零当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

总结来看，6月经济数据显示整体经济尚在温和修复阶段，但基本符合我国经济发展稳中求进总基调。生产端，外需驱动的行业表现仍然优于内需驱动的行

业，高就业弹性行业增速表现相对一般；投资端表现分化明显，制造投资仍在设备更新逻辑下形成支撑，全口径基建增速回升而地产投资仍在低位运行；消费端，社零增速降温，居民收支两端增速均表现下行。

对于债市而言，结合 6 月金融与经济数据表现来看，基本面逻辑还是较为清晰，决定中长期利率中枢趋势不变。此外，在此前的报告《从“动物精神”看楼市与债市》中我们曾分析，市场中不同年龄人群对于地产政策落地效果具有分歧，年轻一代较难基于有效信心而产生“动物精神”，类比至债市则表现有所不同，这也有助于解释为什么近期在央行先后公告借券卖债与重启正回购的情况下，债市出现了不同的观点与分歧。近期行情走势表现为急跌慢涨，在央行实质性操作落地预期之下，我们认为尽管基本面逻辑清晰，但目前债市面临赔率与胜率均不足的问题，仍需谨慎对待。

5. 风险提示

央行超预期收紧货币政策、理财大规模回表引发市场波动、机构行为大幅趋同形成正反馈。

信息披露

分析师与研究助理简介

吕品，德邦证券固收首席分析师，中国科技大学学士，中国社会科学院硕士，曾担任长江证券固收首席分析师、中信证券 A 股策略分析师、固收分析师，曾出版《基于投资视角的信用研究:从评级到策略》，团队覆盖利率、信用、转债，落实到策略与微观交易结论，对各类债券品种的基本面研究，并为之结合的投资者行为，都有较为细致的跟踪和深度研究。

严伶俐，南开大学国际商务学士、上海财经大学资评硕士，曾任职于长江证券固收组，负责利率方向，主要进行利率策略、宏观基本面跟踪、利率品种、投资者行为相关研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明	
	股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
			增持	相对强于市场表现 5%~20%；
			中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
			减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
			中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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，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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。