

2024年07月17日

政策加码必要性趋增

宏观研究团队

——兼评二季度经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● 低基数支撑下 Q2 GDP 仍低于预期，经济下行压力趋显

1、2024Q2 实际 GDP 同比增长 4.7%，小幅低于我们 6 月 PMI 点评中测算的 4.95%；但 Q2 GDP 环比仅 0.7%，为 2022 年末放开以来的最低值。GDP 平减指数降幅有所收窄，价格水平温和回升。分产业看，强生产提振第二产业 GDP 读数。

2、供需结构进一步走弱，强生产或难延续。工业增加值维持中高增速，但 1-6 月工业企业产销率较前值下行了 0.3 个百分点，创历史同期最大降幅。

3、可支配收入分项勾勒出的各年龄层“分化”现象不容忽视：2024 上半年财产净收入、工资性收入较前值变动了 -1.1、-1.0 个百分点。毕业季临近青年群体就业压力趋增，中年群体面临部分行业降薪、工资性收入下降、房产金融资产受损，而老年人受益于转移净收入，即经济活性更强的青中年群体承压、政策补贴救助倾斜可能不足。

4、居民投入产出方面，存在就业人员工时拉长、时薪增速放缓的现象：2024Q2 就业人员周均工作时间提高至 48.6 小时，时薪增速小幅降至 6.7%。除了部分行业主动降薪，需关注供给增加、需求不足对居民薪酬的掣肘，如律师、网约车等。

● 固投：地产暖意难继，基建贡献增量

1、地产基本面边际改善但持续性或有限。二手房成交仍有支撑、新房成交明显转弱，符合我们在《试论地产需求政策的有效性边界》专题指出的“下一轮地产周期的先决条件可能是偿债比率修复至 11% 以下，需要收入政策的协同配合”。领先指标十城库销比已有企稳迹象，表明二手房价的降幅可能初步见底。

2、房价消化泡沫的过程中，除了收入性政策，各国政府对地产的援助力度可能是房价止跌的重要驱动因素。美国：2008-2014 年累计救助金额 2.0 万亿美元，年均占 GDP 的 2.1%，对应房价企稳回升；日本：1996-2001 年日本收储+援助住专合计 3.0 万亿日元，年均占 GDP 0.1%，救助力度偏弱，仅短暂减缓了房价跌幅。中国：2022-2024 年首批保交楼 5500 亿资金+3000 亿保障房再贷款、年均占 GDP 约 0.2%，和日本相近但远低于美国的 2.1%。

3、制造业设备更新动能仍强，分行业来看，有色冶炼、纺织、汽车制造边际改善；5 月以来地方专项债加快发行叠加万亿增发国债全部落地开工，推动基建增速见底回升，后续观察超长期特别国债形成实物工作量情况以及潜在的财政再加码。

● 政策加码必要性上升

在偏低的基数上 2024Q2 仅实现 4.7% 的 GDP 增速，全年实现 5.0% 存在一定压力，政策加码必要性趋于上升：可选项包括增发特别国债、加强财政和货币配合（对结构性货币政策工具贴息、增加消费品以旧换新的中央补贴、适度放松 12 省融资约束）、增加地产援助力度（收储再贷款扩容、成立住房银行中央统一收储）、出台收入性政策等。

● **风险提示**：政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《央行调整利率政策体系—宏观周报》-2024.7.14

《工业生产表现好于需求—宏观周报》-2024.7.14

《社融企稳还需财政发力—宏观经济点评》-2024.7.13

目 录

1、 低基数支撑下 Q2 GDP 仍低于预期，供需结构进一步走弱.....	3
2、 固投：地产暖意难继，基建贡献增量	5
3、 消费：社零下行，服务零售或迎高基数压力	8
4、 政策加码必要性上升	9
5、 风险提示	9

图表目录

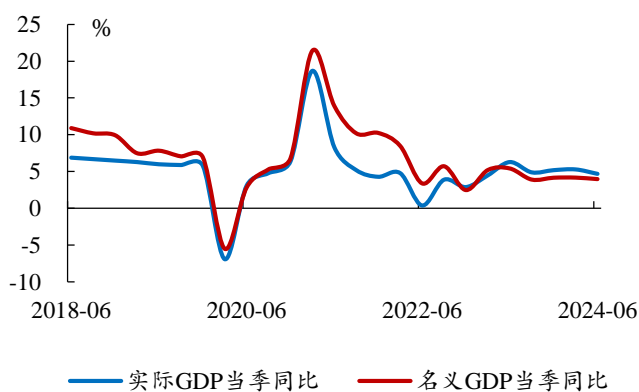
图 1： GDP 平减指数降幅收窄	3
图 2： 第二产业 GDP 增速较高	3
图 3： 工业生产维持中高增速	4
图 4： 产销压力明显增大	4
图 5： 居民工资性收入和财产净收入增速放缓.....	4
图 6： Q2 居民储蓄率 31.5%.....	4
图 7： Q2 居民时薪增速小幅放缓	5
图 8： 北京律师供给持续 2 位数增长	5
图 9： 网约车人均订单量中枢下降	5
图 10： 新开工和商品房销售小幅改善	6
图 11： 领先指标表明，二手房价降幅或将见底.....	6
图 12： 6 月下旬以来新房成交明显转弱	6
图 13： 二手房成交仍有支撑	6
图 14： 美国政府大力救助地产，房价企稳回升.....	7
图 15： 日本政府救助地产力度不足，仅短暂减缓了房价降幅.....	7
图 16： 设备更新增速仍高	8
图 17： 有色冶炼投资增速改善较快	8
图 18： 专项债提振基建增速	8
图 19： 水利管理投资增速改善	8
图 20： 商品零售再度转弱	9
图 21： 仅金银珠宝、粮油食品增速改善	9

2024年Q2 GDP实际同比4.7%（预期5.1%），6月工业增加值同比5.3%（预期5.0%），社零同比2.0%（预期4.0%），服务零售额累计同比7.5%，固定资产投资累计同比3.9%（预期3.9%）。其中，基建、制造业、房地产投资分别为7.7%、9.5%、-10.1%，对应预期为6.1%、9.3%、-10.2%。

1、低基数支撑下 Q2 GDP 仍低于预期，供需结构进一步走弱

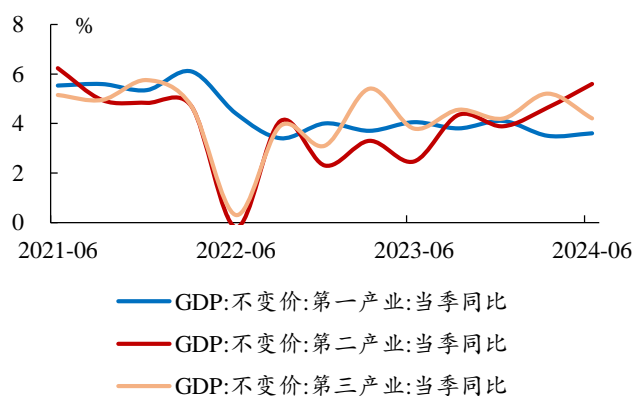
低基数支撑 Q2 GDP 实现 4.7%，经济下行压力趋显。2024Q2 实际 GDP 同比增长 4.7%、低于市场预期 5.1%，与我们在 6 月 PMI 点评中测算的 4.95% 相对接近；但 Q2 GDP 环比仅 0.7%，为 2022 年末放开以来的最低值，全年实现 5.0% 需 Q3 和 Q4 平均 GDP 环比达到 1.4%。好的方面在于 GDP 平减指数降幅有所收窄，价格水平温和回升。分产业看，第一、二、三产业的 GDP 增速分别为 3.6%、5.6%、4.2%，强生产明显提振第二产业 GDP 读数。

图1：GDP 平减指数降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

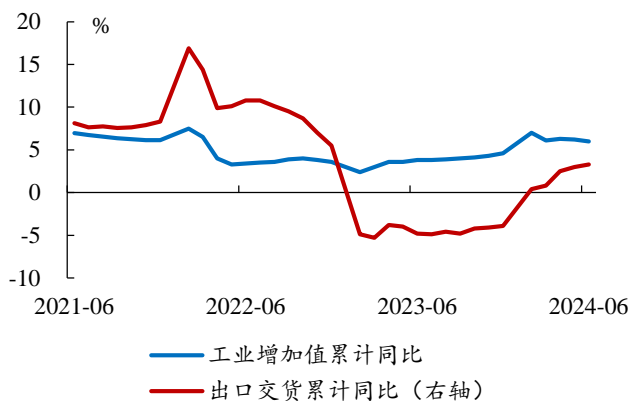
图2：第二产业 GDP 增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

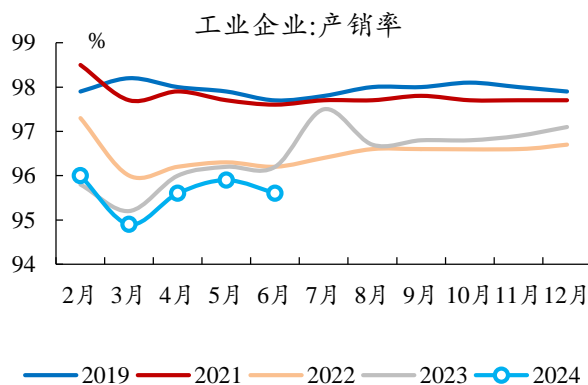
供需结构进一步走弱，强生产或难延续。6月工业增加值同比为5.3%，较前值下滑了0.3个百分点但仍维持中高增速，服务业生产微降0.1个百分点至4.7%。供需结构来看，1-6月产销率为95.6%、较前值下行了0.3个百分点，创历史同期最大降幅。1-6月更广义的产能销售率（产能利用率*产销率）为71.0%、低于2023年同期的71.6%，为历史同期次低，仅好于2020年同期。

图3：工业生产维持中高增速



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

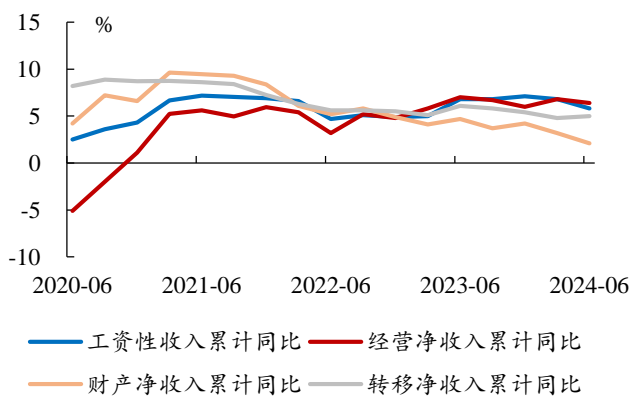
图4：产销压力明显增大



数据来源：Wind、开源证券研究所

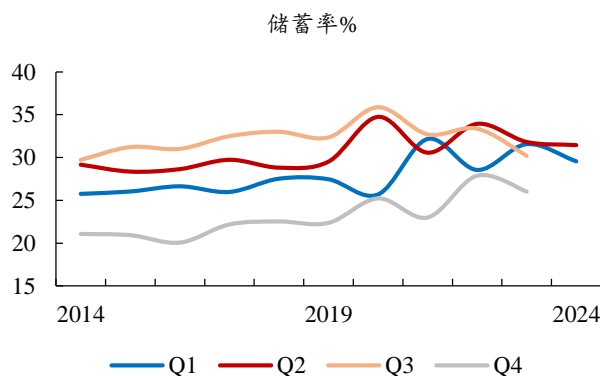
可支配收入分项勾勒出的各年龄层“分化”现象不容忽视：2024上半年人均可支配收入实际增速5.3%，其中财产净收入、工资性收入、经营净收入、转移净收入分别较前值变动了-1.1、-1.0、-0.4、+0.2个百分点。分年龄段来看，毕业季临近青年群体就业压力趋增，中年群体面临部分行业降薪、工资性收入下降、房产金融资产受损，而老年人受益于转移净收入（领取养老金人数增加和基础养老金标准上调带动人均养老金离退休金+8.9%），即经济活性更强的青中年群体承压较重、政策补贴救助倾斜可能不足。2024Q2居民部门储蓄率为31.5%，小幅低于2023年同期，但与疫前水平仍有一定差距。

图5：居民工资性收入和财产净收入增速放缓



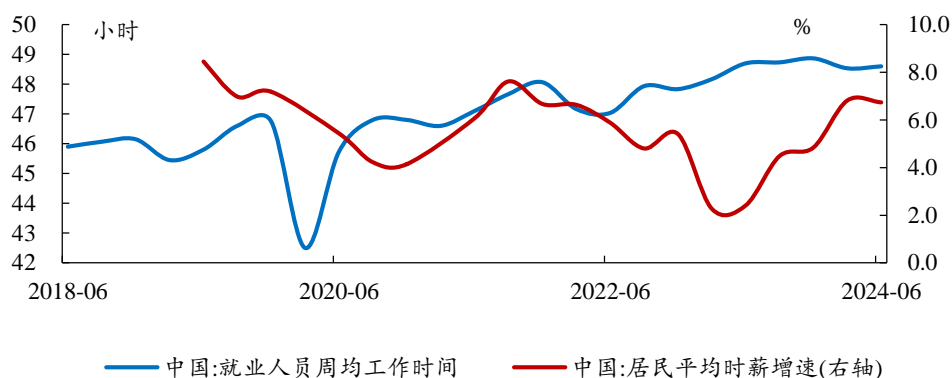
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：Q2居民储蓄率31.5%

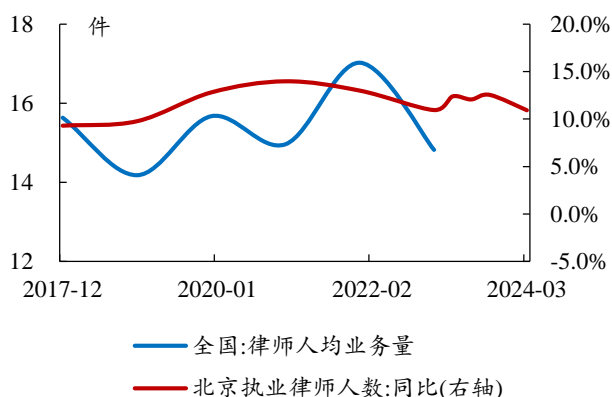


数据来源：Wind、开源证券研究所

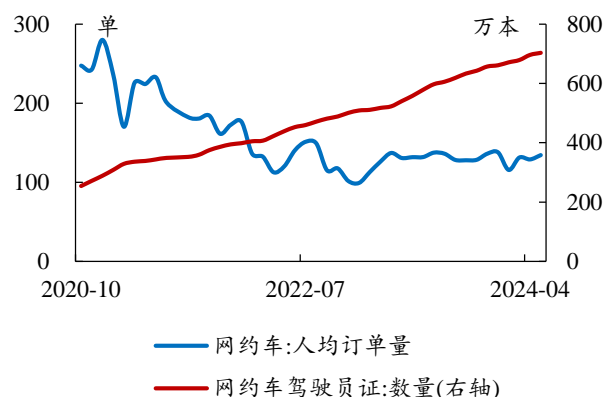
居民投入产出方面，存在就业人员工时拉长、时薪增速放缓的现象：2024Q2就业人员周均工作时间提高至48.6小时，时薪增速小幅降至6.7%。除了部分行业主动降薪，需要关注供给增加、需求不足对居民时薪的掣肘，律师、网约车等行业较为明显。

图7：Q2 居民时薪增速小幅放缓


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：北京律师供给持续2位数增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

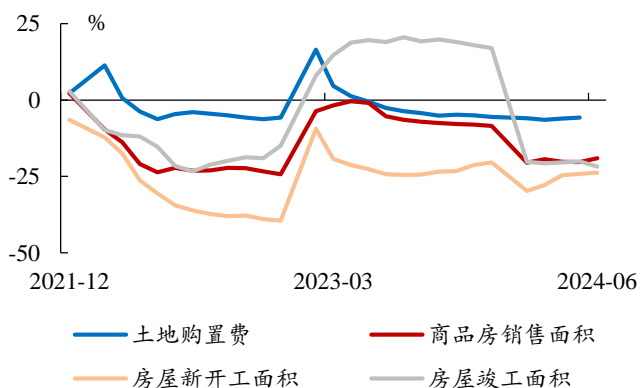
图9：网约车人均订单量中枢下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、固投：地产暖意难继，基建贡献增量

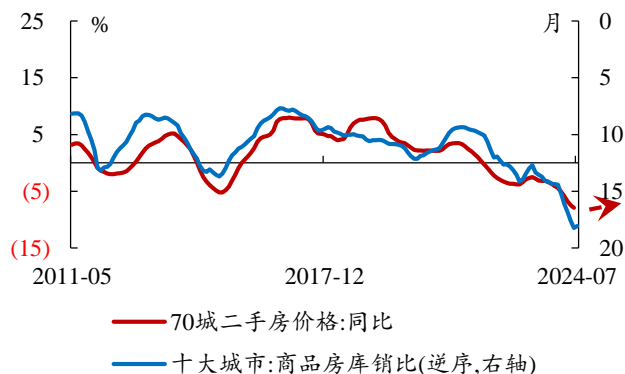
(1)地产基本面边际改善但持续性或有限。1-6月地产投资累计同比为-10.1%、持平前值，新开工、竣工、销售面积增速分别较前值变动了+0.5、-1.7、+1.3个百分点。从高频指标来看，二手房成交仍有支撑、新房成交明显转弱，符合我们在《试论地产需求政策的有效性边界》专题指出的“下一轮地产周期的先决条件可能是偿债比率修复至11%以下，需要收入政策的协同配合”。领先指标十城库销比已有企稳迹象，表明二手房价的降幅可能初步见底，但回升幅度以及何时回正仍待观察。

图10: 新开工和商品房销售小幅改善



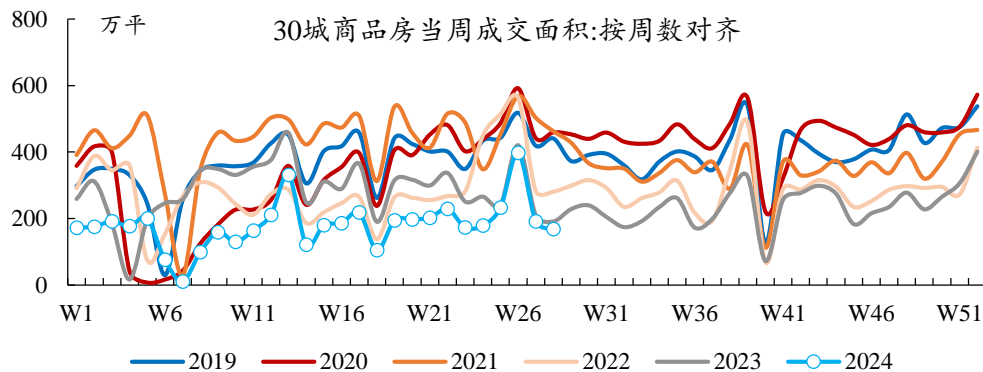
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 领先指标表明, 二手房价降幅或将见底



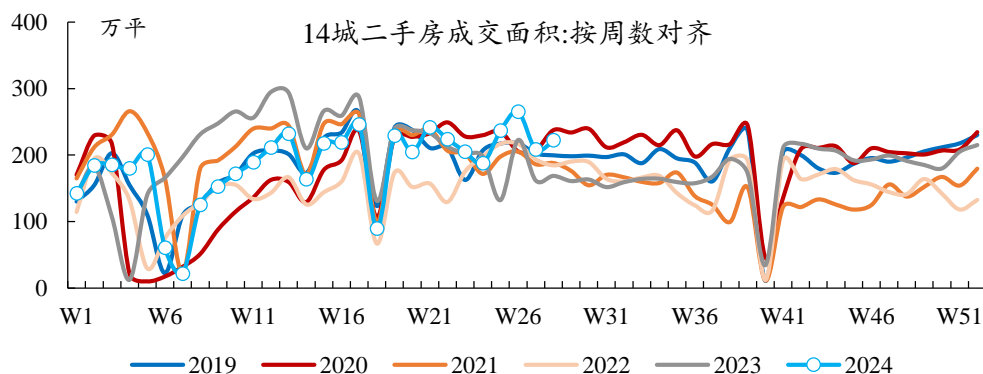
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 6月下旬以来新房成交明显转弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 二手房成交仍有支撑



数据来源: Wind、开源证券研究所

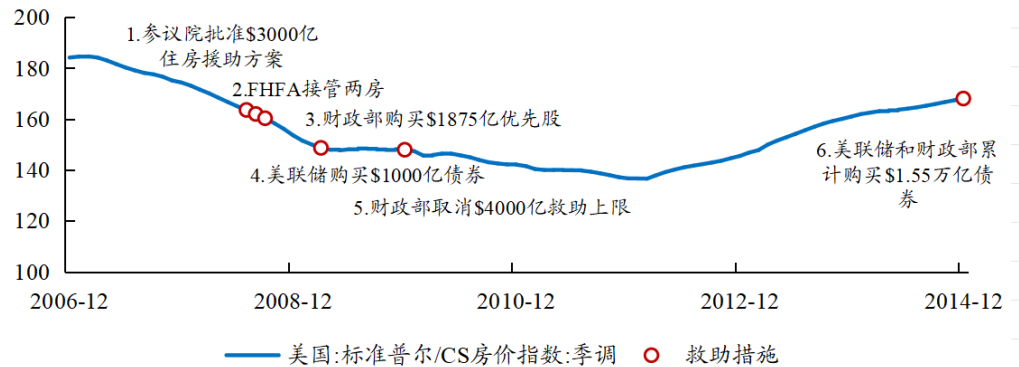
房价消化泡沫的过程中, 除了收入性政策, 各国政府对地产的援助力度可能是房价止跌的重要驱动因素。

美国：2008年7月26日，美国国会批准\$3000亿住房援助方案；FHFA接管两房后，美联储和财政部通过提高信用额度、开放贴现窗口、直接注资优先股、购买债券等方式进行大力援助。2008-2014年累计救助金额2.0万亿美元，平均每年占美国GDP的2.1%，对应房价企稳回升。

日本：1995年政府实行“修正母体行方案”解决住房专用借贷公司的不良债权问题，财政资金负担6850亿日元；1996年修改《公营住宅法》允许通过购买民间住宅筹集公营住宅房源，并逐步减少新建公营住宅。测算1996-2001年日本收储总规模2.3万亿日元，加上6850亿元合计3.0万亿日元，平均每年占GDP 0.1%，救助力度明显偏弱，仅短暂减缓了房价跌幅。

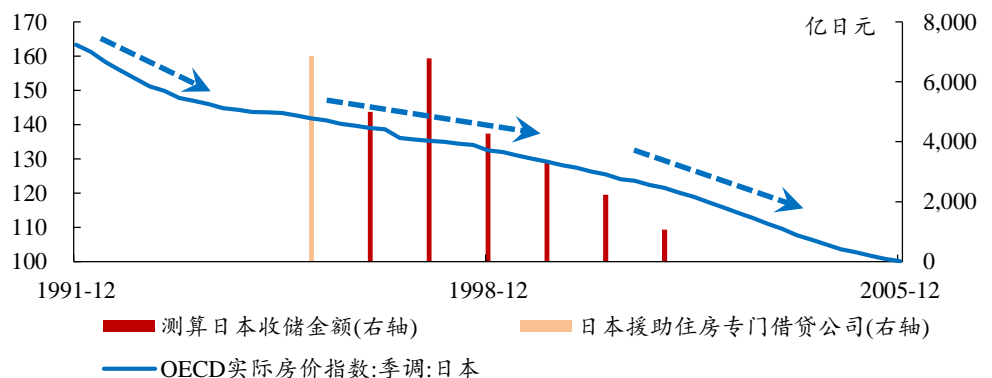
中国：首批保交楼5500亿资金已初步收尾（两批合计3500亿专项借款+2000亿再贷款计划），2024年5月央行设立3000亿保障房再贷款（含2023年试点8城1000亿额度）。2022-2024年合计援助金额约0.85万亿人民币、平均每年占GDP约0.2%，和日本相近但远低于美国的2.1%，仍有加码空间。

图14：美国政府大力救助地产，房价企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：日本政府救助地产力度不足，仅短暂减缓了房价降幅

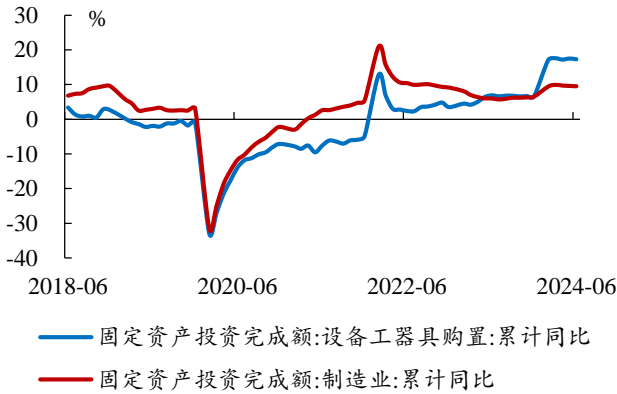


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)制造业：设备更新动能仍强。1-6月制造业累计同比9.5%、较前值小幅下行0.1个百分点；其中设备工器具购置累计同比17.3%。分行业来看，有色冶炼、纺织、

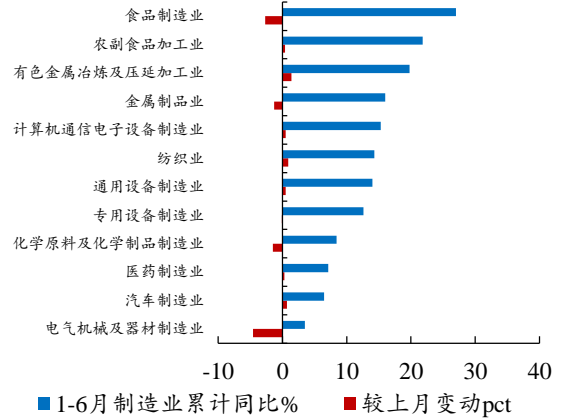
汽车制造较前值改善了 1.4、0.9、0.7 个百分点，产能过剩的电气机械明显降速。

图16：设备更新增速仍高



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

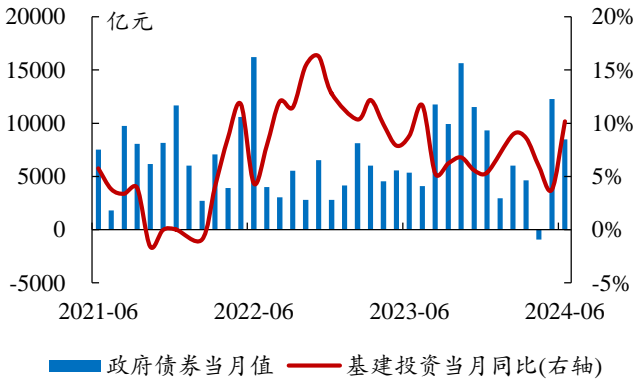
图17：有色冶炼投资增速改善较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

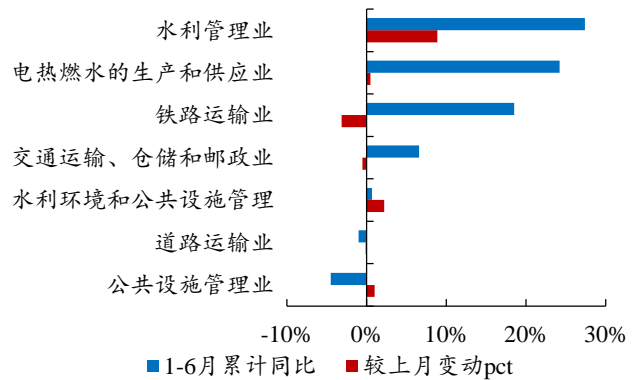
(3)专项债提振基建表现：1-6月基建累计同比改善了 1.0 个百分点至 7.7%，测算 6 月基建当月同比为 10.2%，其中水利管理投资大幅上行。5 月以来地方专项债加快发行，叠加万亿增发国债全部落地开工、已完成总投资 4800 亿元，推动基建增速见底回升，后续观察超长期特别国债形成实物工作量情况以及潜在的财政再加码。

图18：专项债提振基建增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：水利管理投资增速改善

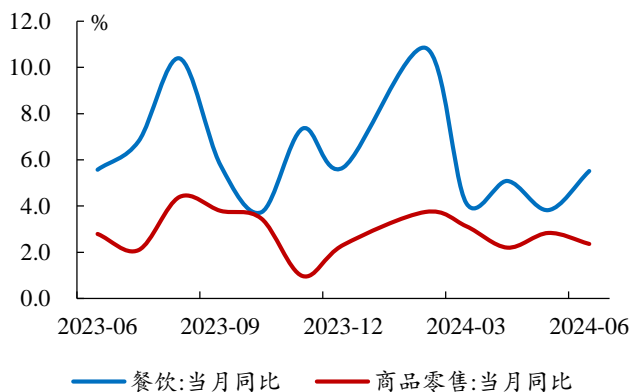


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、消费：社零下行，服务零售或迎高基数压力

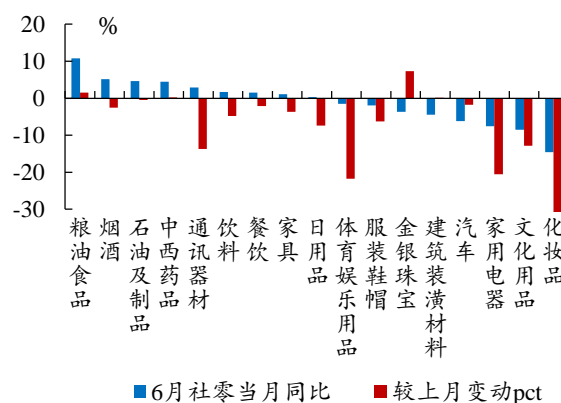
1-6月社零、服零累计同比为 3.7%、7.5%，均较前值下降了 0.4 个百分点。社零端，618 成交平淡已提前预示商品零售趋弱，分品类来看，仅金银珠宝、粮油食品改善，化妆品、体育娱乐用品、家电、通讯器材较前值下滑了 33.3、21.7、20.5、13.7 个百分点。服务零售方面，2023 年暑期文旅、出行、观影等服务消费火热，高基数将约束服务消费对 2024 年下半年 GDP 的贡献。

图20: 商品零售再度转弱



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2023 年为两年复合增速, 2024 年为三年复合增速

图21: 仅金银珠宝、粮油食品增速改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、政策加码必要性上升

在偏低的基数上 2024Q2 仅实现 4.7% 的 GDP 增速, 全年实现 5.0% 存在一定压力, 政策加码必要性上升。从分项来看, 517 新政效果转弱, 缺乏收入政策的配合地产回暖或不具备持续性; 出口面临海外政治风险和贸易冲突的不确定性; 多行业降薪和收入预期转弱约束了消费的改善前景; 目前来看下半年能明确贡献增量的仅基建一项。

政策加码工具箱, 包括增发特别国债、加强财政和货币配合 (对结构性货币政策工具贴息、增加消费品以旧换新的中央补贴、适度放松 12 省融资约束)、增加地产援助力度 (收储再贷款扩容、成立住房银行中央统一收储)、出台收入性政策等。

5、风险提示

- (1) 政策力度不及预期;
- (2) 美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn