

二季度经济动能放缓，稳内需政策必要性再次凸显

——2024年Q2及6月经济数据点评

核心观点

今年Q2GDP不变价同比+4.7%，低于市场预期的+5.1%。在去年Q2基数较低的情况下，今年Q2GDP同比较Q1低0.6PCTS，反映出经济动能在二季度出现边际走弱。具体行业角度，实际增速低于GDP总体增速的行业有第二产业中的建筑业，第三产业中的金融业和房地产业，其中：房地产业增加值Q2为-4.6%，是2024年二季度以生产法计诸多行业中唯一负增长的行业；受房地产行业不景气的拖累以及财政支出推进速度不及去年影响，Q2建筑业增加值录得+4.3%，低于GDP总体增速；Q2金融业增加值录得+4.3%，不及总体GDP增速，主要与监管层对银行贷款提质增效、不惟数量论的监管思路调增以及股市不景气相关。

支出法角度：二季度表现最好的是出口，增速一路向上，较一季度有所改善；表现最差的仍然是房地产投资，依然录得较大跌幅，与一季度相比改善不大；制造业投资和工业增加值因基数原因较一季度增速有所放缓，总体相对平稳；消费总体走弱，反映出居民消费意愿仍需进一步修复；基建投资增速缓降，主要因为今年财政扩张速度相比去年偏慢。

综合来看，2024年Q2我国经济总体表现平稳的同时，动能有所走弱，刨除外需的支撑后，内需不足的问题更加凸显，后续稳内需政策仍是重中之重。此外值得注意的是，由于价格弱势的因素，我国二季度GDP名义增速为+4.1%，依然低于实际增速，这意味着对经济主体和居民来说，体感的增速相比实际增速要低，对企业的投资和居民的消费同样形成抑制。展望Q3，自然修复叠加政策推动，有望共同令通胀回升，届时通胀走弱对消费和投资的限制有望减轻：

(1) 6月消费边际走弱

2024年6月，社零同比录得+2.0%，较5月-1.7PCTS，低于市场预期的+4.0%。6月消费数据低于市场预期，增速较5月下行，部分原因是受到今年“618”购物活动多在5月提前启动下对消费透支的影响，这一点从6月社零环比2012年以来同月首次录得负值以及家用电器类（4到6月增速分别-2.7%、+18.7%、-14.6%）、化妆品类（4到6月增速分别+4.5%、+12.9%、-7.6%）、通讯器材类（4到6月增速分别+13.3%、+16.6%、+2.9%）这几类在网上销量较大的商品在5月的增速形成了“凸”点有所体现。除消费透支效应这一短期影响因素外，6月消费的弱势仍然受到居民实际收入增速下降、通胀低位下居民“体感”收入增速受限有关。考虑到消费作为经济组成部分中相对“后周期”的部分，后续消费的修复或难以一蹴而就，需要整个经济的企稳向上作为先决条件。

(2) 6月固投表现平稳，基建开始发力，房地产仍然拖累大

主要数据

上证指数	2976.3043
沪深300	3498.2827
深证成指	8877.0177

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S06401220900025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

6月通胀和金融数据延续弱势，稳内需重要性凸显—2024-07-15
金融市场分析周报—2024-07-13
6月CPI同比略微走弱，PPI降幅继续缩窄—2024-07-12

股市有风险 入市需谨慎

2024年6月，固投同比+3.6%，虽然超过5月的+3.4%，但低于1-5月累计值的+4.0%，带动上半年固投累计同比录得+3.9%，较1-5月略降，整体表现相对平稳。其中：制造业投资+9.3%，与上月的9.4%相当，带动上半年制造业投资录得+9.5%，较1-5月-0.1PCTS，走势平稳；基建投资+10.2%，明显高于5月的+3.8%，也高于1-5月的+6.7%，带动上半年基建投资录得+7.7%，较前5月+1.0PCTS；房地产投资-10.1%，低于5月的-11.0%，与前5月的-10.1%持平。

2024年6月，制造业投资录得+9.3%的较高增速，高于市场预期。6月制造业投资增速保持平稳，仍然维持相对高增速，延续了年初以来的趋势，是当前固投的主要支撑项。总体来看，制造业投资年初以来的持续韧性，主要得益于3个因素：一是大规模设备更新改造政策的支撑；二是我国大规模产业升级之下，高技术制造业投资对整体制造业投资的拉动作用；三是上半年内需的企稳和外需的扩张使得制造业企业预期边际改善，投资的意愿有所恢复。

往后看，预计制造业投资仍将保持韧性，全年录得+8.5%左右增速。支撑的力量主要在于：外需的持续向好与内需的持续修复对制造业的支撑；设备更新政策的持续发力。制约的因素主要在于：内需修复进程未来仍存在一定不确定性；Q2制造业产能利用率仍处低位，后续可能对制造业投资产生一定制约。

2024年6月，房地产投资增速为-10.1%，较5月跌幅略微缩窄。总体来看，6月房地产投资改善程度仍然有限，仍然录得较大跌幅。6月一二手房成交面积有所改善，一手房成交面积和金额跌幅仍然较大，但较5月有所缩窄，后续稳商品房销售政策下，二手房销售的回暖能否向一手房顺畅传导，进而改善整个房地产价值链预期，仍需进一步观察。库存角度，根据我们的统计，截止6月，我国商品房商品房去化周期已达34.3个月，去化周期较前5月继续上升，显示整个房地产行业目前仍受困于居民购房意愿低位，存在去库存的同时去化周期仍在上升的现象。预计全年房地产投资录得9%左右降幅。

今年6月，基建投资同比+10.2%，累计同比+7.7%，明显超市场预期，排在近60个月月度同比增速的第12位（2021年为两年复合增速）。尽管5月和6月政府债券发行已经有所提速，但截止6月，今年上半年财政发力的进度仍明显落后于去年。今年上半年新增专项债发行为1.48万亿元，完成了全年进度的38.3%，而去年上半年发行规模和完成进度分别为2.30万亿元和61%。展望下半年，预计在更加充裕的资金支撑下，叠加“三大工程”等项目的持续推进，基建投资将继续保持一定强度，全年有望实现7.0%以上增速。

(3) 工业生产保持韧性，6月当月略放缓

2024年6月规模以上工业增加值同比+5.3%，较5月-0.3PCTS。2024年上半年规模以上工业增加值累计同比增长6.0%，较去年全年+1.4PCTS，显示今年工业生产总体较去年有所扩张。但另一方面，2024年6月规模以上工业增加值同比+5.3%，较5月-0.3PCTS。同时，6月工业增加值环比仅为+0.42%，为近5年同月最低，显示当前工业生产的基本情况是增速较去年上行，但也面临越来越大的下行压力。

展望后续，在稳增长政策发力之下，下半年工业生产大概率保持韧性，但也面临着几个潜在的拖累因素：一是内需的修复进程存在一定不确定性，或拖累工业进

一步修复。当前时点，房地产行业仍无起色，居民消费受限于收入增速放缓和未来经济环境不确定性增加而难以释放，整个工业的需求受限于内需修复的进程，难以进入扩张的快车道；二是南方地区水灾频繁，或会一定程度制约 Q3 工业生产。

风险提示：海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

一、Q2 经济增速不及预期，稳内需仍是核心

GDP 增速方面，今年 Q2GDP 不变价同比+4.7%，低于市场预期的+5.1%。生产法角度，Q2 第二和第三产业 GDP 分别实现+5.6%和+4.2%的同比增速，第二产业增速明显高于 GDP 同比，同时第二产业中占主体的制造业增速达到+6.2%。在去年 Q2 基数较低的情况下，今年 Q2GDP 同比较 Q1 低 0.6PCTS，反映出经济动能在二季度出现边际走弱。具体行业角度，实际增速低于 GDP 总体增速的行业有第二产业中的建筑业，第三产业中的金融业和房地产业，其中：房地产业增加值 Q2 为-4.6%，是 2024 年二季度以生产法计诸多行业中唯一负增长的行业；受房地产行业不景气的拖累以及财政支出推进速度不及去年影响，Q2 建筑业增加值录得+4.3%，低于 GDP 总体增速；Q2 金融业增加值录得+4.3%，不及总体 GDP 增速，主要与监管层对银行贷款提质增效、不惟数量论的监管思路调增以及股市不景气相关。

支出法角度：二季度表现最好的是出口，4 月到 6 月出口增速分别录得+1.4%、+7.6%和+8.6%，增速一路向上，较一季度有所改善，反映出外需的复苏和我国工业产品的国际竞争力仍然强大；表现最差的仍然是房地产投资，4 月到 6 月增速分别录得-10.5%、-11.0%和-10.1%，与一季度相比改善不大；制造业投资和工业增加值因基数原因较一季度增速有所放缓，总体相对平稳，反映出工业的韧性，但考虑到二季度外需较强的支撑作用，后续工业投资和生产的持续复苏仍需内需的持续修复来支撑；消费总体走弱，4 月到 6 月分别录得+2.3%、+3.7%和+2.0%，反映出居民消费意愿仍需进一步修复；基建投资增速缓降，主要因为今年财政扩张速度相比去年偏慢。

综合来看，2024 年 Q2 我国经济总体表现平稳的同时，动能有所走弱，刨除外需的支撑后，内需不足的问题更加凸显，后续稳内需政策仍是重中之重。此外值得注意的是，由于价格弱势的因素，我国二季度 GDP 名义增速为+4.1%，依然低于实际增速，这意味着对经济主体和居民来说，体感的增速相比实际增速要低，对企业的投资和居民的消费同样形成抑制。展望 Q3，自然修复叠加政策推动，有望共同令通胀回升，届时通胀走弱对消费和投资的限制有望减轻。

图1 2020年Q2以来GDP生产法计各项目各季度实际增速(%)

	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06
GDP	4.70	5.30	5.20	4.90	6.30	4.50	2.90	3.90	0.40	4.80	4.80	5.20	8.30	18.70	6.40	4.80	3.10
第一产业	3.60	3.30	4.20	4.20	3.70	3.70	4.00	3.90	4.40	6.10	6.40	7.10	7.60	8.10	4.80	4.10	3.50
第二产业	5.60	6.00	5.50	4.60	5.20	3.30	2.30	4.10	-0.20	4.70	3.00	4.00	7.90	24.90	6.70	5.90	4.60
工业	5.90	6.00	5.20	4.20	4.50	2.90	1.80	3.80	-0.40	5.60	4.60	5.60	9.60	25.20	6.80	5.50	4.10
制造业	6.20	6.40	5.60	4.50	4.90	2.80	1.10	2.80	-1.50	4.80	4.60	6.10	10.60	28.40	7.40	6.30	4.60
建筑业	4.80	5.30	6.70	6.60	8.20	6.70	4.50	5.80	1.10	-1.20	-3.20	-2.80	0.70	21.70	5.80	7.30	7.00
第三产业	4.20	5.00	5.80	5.20	7.40	5.40	3.10	3.90	0.30	4.70	4.90	5.70	8.60	15.90	6.60	4.20	1.80
批发和零售业	5.80	6.00	6.60	5.10	7.30	5.50	1.90	3.20	-0.20	5.50	5.70	7.80	9.30	26.30	6.80	3.60	1.60
交通运输、仓储和邮政业	6.50	7.30	9.40	8.50	8.80	4.80	-2.50	4.10	-2.10	3.60	6.60	8.90	15.50	36.10	8.00	4.80	2.00
住宿和餐饮业	5.90	7.30	14.80	12.70	17.50	13.60	-4.40	2.20	-3.80	-0.80	5.80	6.80	18.30	45.10	-0.80	-3.70	-2.70
金融业	4.80	5.20	6.00	6.40	7.70	6.90	3.40	3.80	3.40	2.50	4.70	3.20	3.30	4.60	5.90	6.80	6.00
房地产业	-4.60	-3.40	-2.70	-2.70	-1.20	1.30	-3.90	-3.00	-3.80	-0.70	-4.50	-3.10	5.40	19.50	4.90	4.60	2.40
信息传输、软件和信息技术服务业	10.20	13.70	11.20	10.80	14.60	11.20	13.00	11.80	10.60	13.90	11.70	16.80	19.80	21.40	21.00	20.10	17.30
租赁和商务服务业	8.70	10.80	8.60	8.50	14.70	6.00	6.40	6.20	-2.50	6.00	10.40	10.70	10.80	13.10	4.80	-4.20	-3.30
其他行业	3.10	3.30	2.70	3.90	6.20	4.00	6.50	5.20	0.60	5.70	5.50	5.80	6.80	9.40	4.40	2.10	-1.10

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 月度经济数据情况

	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024前2月	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
社零(当月同比)	2.0%	3.7%	2.3%	3.1%	5.5%	7.4%	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%
社零: 商品零售(当月同比)	1.5%	3.6%	2.0%	2.7%	4.6%	4.8%	8.0%	6.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%
社零: 餐饮(当月同比)	5.4%	5.0%	4.4%	6.9%	12.5%	30.0%	25.8%	17.1%	13.8%	12.4%	15.8%	16.1%
固投(累计同比)	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%	4.2%	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%
制造业投资(累计同比)	9.5%	9.6%	9.7%	9.9%	9.4%	6.5%	6.3%	6.2%	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%
基建投资(累计同比)	7.7%	6.7%	7.8%	8.8%	9.0%	8.2%	8.0%	8.3%	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%
房地产开发投资(累计同比)	-10.1%	-10.1%	-9.8%	-9.5%	-9.0%	-9.6%	-9.4%	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%
固投(当月同比)	3.6%	3.4%	3.5%	4.8%	4.2%	4.1%	2.9%	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%
制造业投资(当月同比)	9.3%	9.4%	9.3%	10.3%	9.4%	8.2%	7.1%	6.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%
基建投资(当月同比)	10.2%	3.8%	5.9%	8.6%	9.0%	10.7%	5.4%	5.6%	6.8%	6.2%	5.3%	12.3%
房地产开发投资(当月同比)	-10.1%	-11.0%	-10.5%	-10.1%	-9.0%	-12.5%	-10.6%	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%
出口金额(美元, 当月同比)	8.6%	7.6%	1.4%	7.6%	7.1%	2.3%	0.5%	-6.4%	-6.2%	-8.8%	-14.5%	-12.4%
进口金额(美元, 当月同比)	2.3%	1.8%	8.3%	1.9%	3.5%	0.2%	-0.6%	3.0%	-6.3%	-7.3%	-12.4%	-6.8%
工业增加值(当月同比)	5.3%	5.6%	6.7%	4.5%	7.0%	6.8%	6.6%	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.4%
服务业生产指数(当月同比)	4.7%	4.8%	3.5%	5.0%	5.8%	8.5%	9.3%	7.7%	6.9%	6.8%	5.7%	6.8%

资料来源: wind, 中航证券研究所

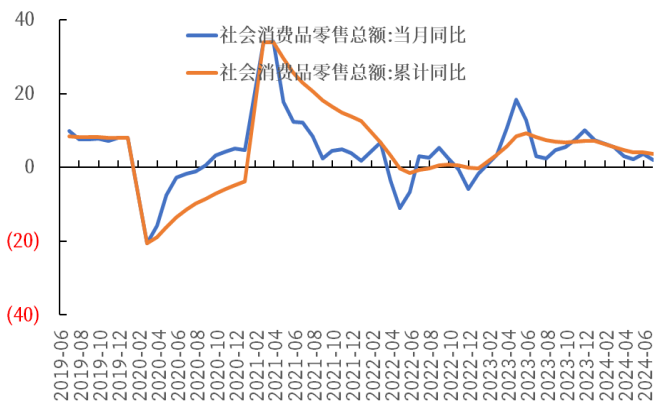
二、6月消费边际走弱

2024年6月，社零同比录得+2.0%，较5月-1.7PCTS,低于市场预期的+4.0%，其中，商品零售和餐饮收入同比分别为+1.5%和+5.4%，分别较上月-2.1PCTS和+0.4PCTS。

从限额以上具体商品类别零售额两年复合增速角度，2024年6月，各类别商品增速出现分化，7类商品消费增速为负的同时，7类商品的消费增速为正。在增速下滑的商品中，化妆品类和文化办公用品类商品销售额增速下滑最明显，6月同比增速分别为-14.5%和-8.5%，与5月相比均为由正转负。

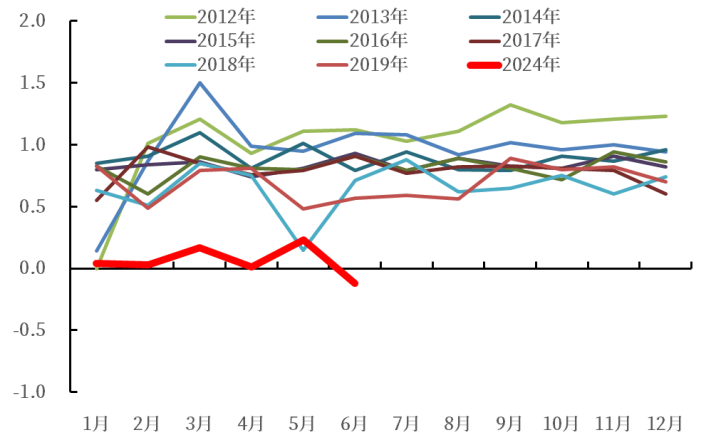
6月消费数据低于市场预期，增速较5月下行，部分原因是受到今年“618”购物活动多在5月提前启动下对消费透支的影响，这一点从6月社零环比2012年以来同月首次录得负值以及家用电器类（4到6月增速分别-2.7%、+18.7%、-14.6%）、化妆品类（4到6月增速分别+4.5%、+12.9%、-7.6%）、通讯器材类（4到6月增速分别+13.3%、+16.6%、+2.9%）这几类在网上销量较大的商品在5月的增速形成了“凸”点有所体现。除消费透支效应这一短期影响因素外，6月消费的弱势仍然受到居民实际收入增速下降、通胀低位下居民“体感”收入增速受限有关。考虑到消费作为经济组成部分中相对“后周期”的部分，后续消费的修复或难以一蹴而就，需要整个经济的企稳向上作为先决条件。

图3 社零同比走势 (%)

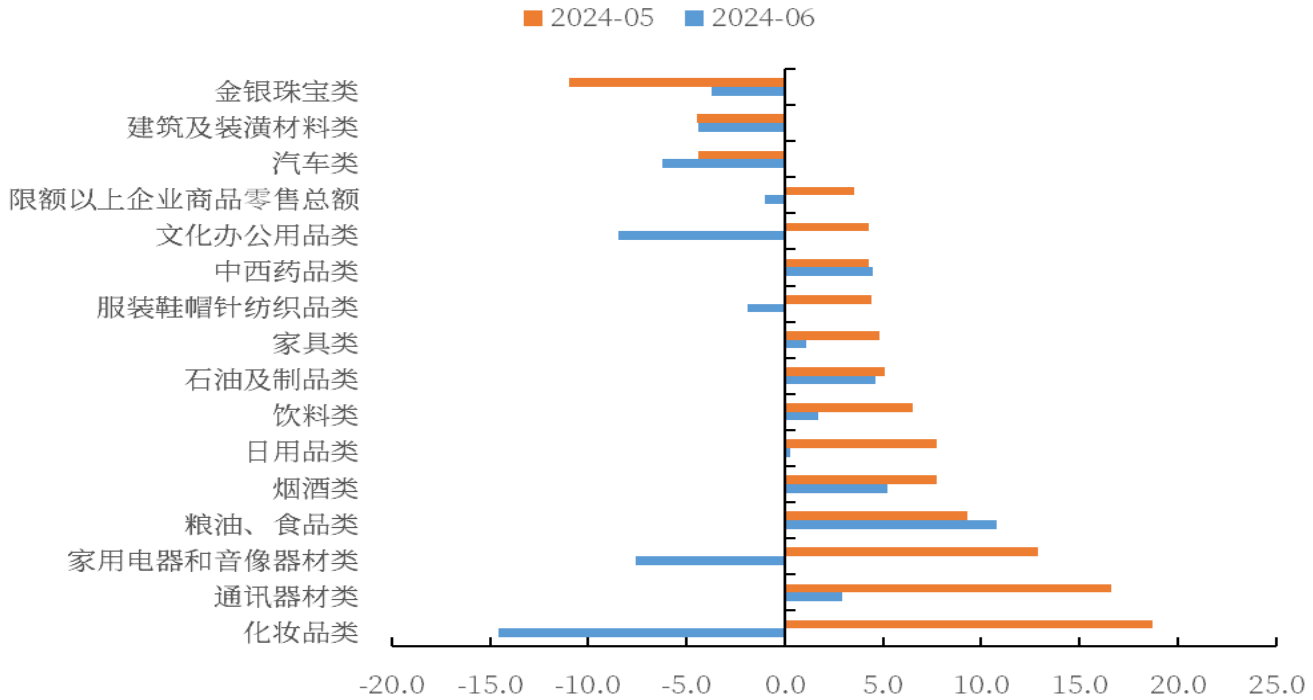


资料来源: wind, 中航证券研究所

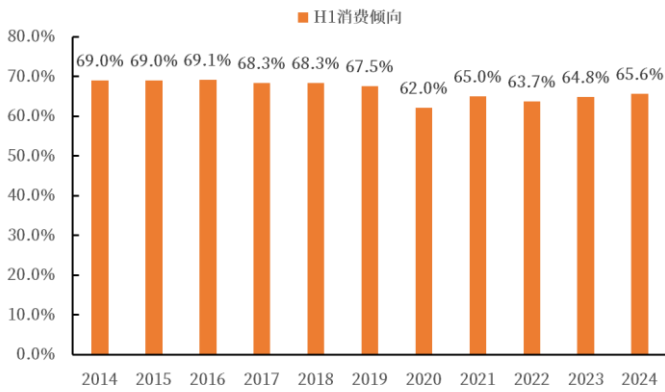
图4 历年各月社零环比 (%)



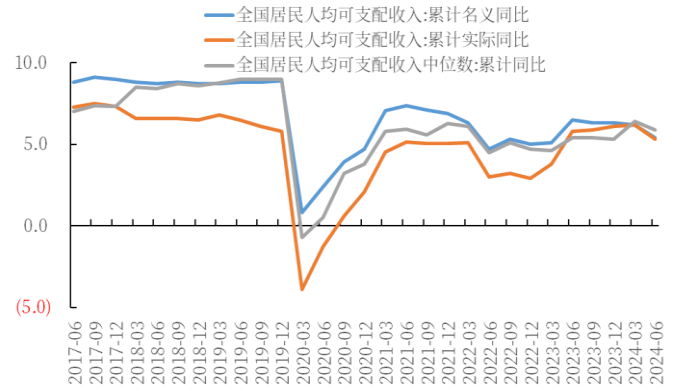
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 各商品类别零售额当月同比增速 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 历年 Q2 消费倾向


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 消费倾向=人均支出/人均收入)

图7 收入增速 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

三、6月固投表现平稳，基建开始发力，房地产仍然拖累大

2024年6月，固投同比+3.6%，虽然超过5月的+3.4%，但低于1-5月累计值的+4.0%，带动上半年固投累计同比录得+3.9%，较1-5月略降，整体表现相对平稳。其中：制造业投资+9.3%，与上月的9.4%相当，带动上半年制造业投资录得+9.5%，较1-5月-0.1PCTS，走势平稳；基建投资+10.2%，明显高于5月的+3.8%，也高于1-5月的+6.7%，带动上半年基建投资录得+7.7%，较前5月+1.0PCTS；房地产投资-10.1%，低于5月的-11.0%，与前5月的-10.1%持平。

(1) 制造业投资增速超市场预期

2024年6月，制造业投资录得+9.3%的较高增速，高于市场预期。从具体的行业看，已公布投资数据的所有制造业子行业上半年累计投资增速均为正，其中7个行业增速较前5月抬升，6个制造业子行业增速较前5月下陷。有色、纺织和汽车制造业为3个上半年同比增速较前5月抬升幅度最大的行业。

6月制造业投资增速保持平稳，仍然维持相对高增速，延续了年初以来的趋势，是当前固投的主要支撑项。

总体来看，制造业投资年初以来的持续韧性，主要得益于3个因素：一是大规模设备更新改造政策的支撑，这一点从上半年设备工器具购置投资增速录得+17.3%，已达2022年以来高位有所体现；二是我国大规模产业升级之下，高技术制造业投资对整体制造业投资的拉动作用。上半年高技术制造业投资增速为+10.1%，高于制造业投资总体增速；三是上半年内需的企稳和外需的扩张使得制造业企业预期边际改善，投资的意愿有所恢复。

往后看，预计制造业投资仍将保持韧性，全年录得+8.5%左右增速。支撑的力量主要在于：外需的持续向好与内需的持续修复对制造业的支撑；设备更新政策的持续发力。制约的因素主要在于：内需虽然持续修复，但当前时点来看，修复的力度仍然偏弱，未来仍存在一定不确定性；Q2制造业产能利用率为75.2%，处在2018年以来的相对低位，排在后20%，后续可能对制造业投资产生一定制约。

(2) 6月房地产投资改善有限

2024年6月，房地产投资增速为-10.1%，较5月跌幅略微缩窄，但改善十分有限。6月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-9.7%、-7.4%和-16.5%。

房屋销售方面，今年6月商品房销售额和销售面积同比分别为-14.3%和-14.5%，分别较5月+12.1PCTS和+6.2PCTS。房地产施工方面，6月房屋施工面积同比-36.8%，其中新开工面积同比-21.7%、竣工面积同比-29.6%。

房地产开发资金方面，6月房企开发到位资金同比-14.6%（较5月+6.4PCTS），其中国内贷款同比-7.8%（较5月-26.8PCTS）、自筹资金同比-5.8%（较5月+1.0PCTS）、定金及预收款同比-22.3%（较5月+12.4PCTS）、个人按揭贷款同比-24.9%（较5月+17.0%）。

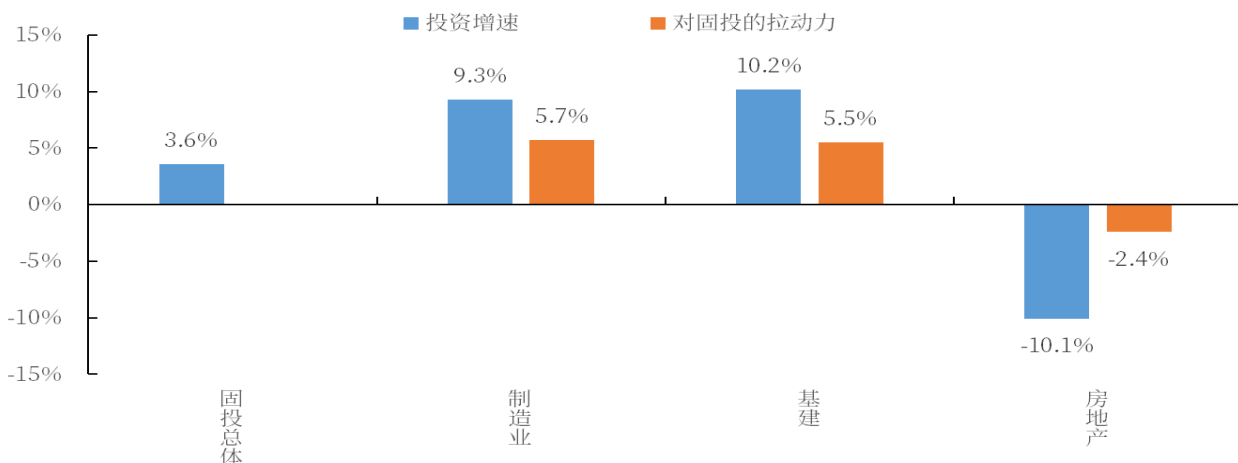
总体来看，6月房地产投资改善程度仍然有限，仍然录得较大跌幅。6月一二手房成交面积有所改善，一手房成交面积和金额跌幅仍然较大，但较5月有所缩窄，后续稳商品房销售政策下，二手房销售的回暖能否向一手房顺畅传导，进而改善整个房地产价值链条预期，仍需进一步观察。库存角度，根据我们的统计，截止6月，我国商品房商品房去化周期已达34.3个月，去化周期较前5月继续上升，显示整个房地产行业目前仍受困于居民购房意愿低位，存在去库存的同时去化周期仍在上升的现象。预计全年房地产投资录得9%左右降幅。

(3) 6月基建投资发力

今年6月，基建投资同比+10.2%，累计同比+7.7%，明显超市场预期，排在近60个月月度同比增速的第12位（2021年为两年复合增速）。分三大基建类别看，上半年电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+24.2%，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+6.6%，水利环境和公共设施管理投资同比录得+0.7%。

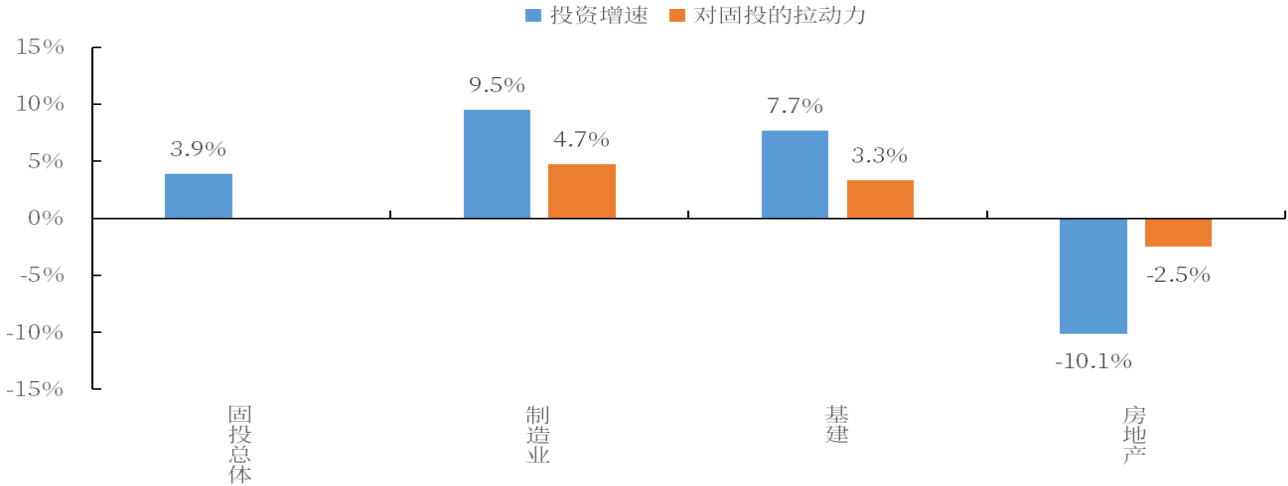
尽管5月和6月政府债券发行已经有所提速，但截止6月，今年上半年财政发力的进度仍明显落后于去年。今年上半年新增专项债发行为1.48万亿元，完成了全年进度的38.3%，而今年上半年发行规模和完成进度分别为2.30万亿元和61%。展望下半年，预计在更加充裕的资金支撑下，叠加“三大工程”等项目的持续推进，基建投资将继续保持一定强度，全年有望实现7.0%以上增速。

图8 2024年6月固投及主要分项投资增速及拉动力



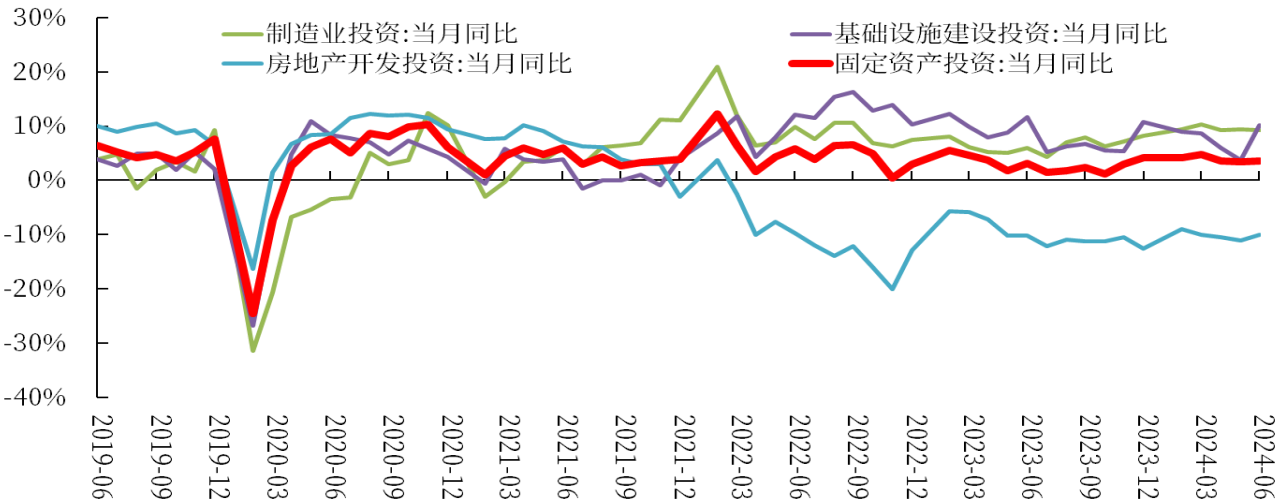
资料来源：wind，中航证券研究所

图9 2024年上半年固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

图10 固投及主要分项当月同比走势



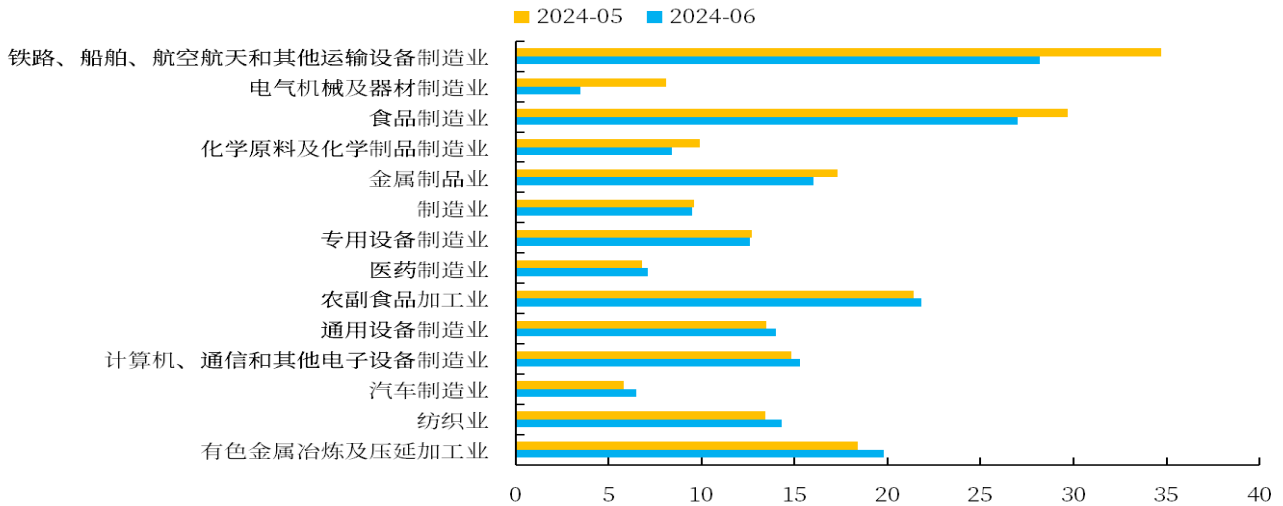
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图11 制造业产能利用率（%）

	2018年Q1以来分位数	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06
制造业	19.2%	75.20	73.76	76.00	75.80	74.80	74.50	75.80	75.90	75.40
食品制造业	7.7%	68.80	69.07	71.25	71.10	68.10	70.70	71.90	72.00	71.30
纺织业	69.2%	79.10	78.01	76.15	76.90	76.90	75.50	76.20	76.70	77.80
化学原料及化学制品制造业	65.4%	76.40	76.40	76.68	74.60	74.30	75.50	76.00	75.30	77.70
医药制造业	30.8%	75.30	75.97	75.36	72.70	76.20	75.20	77.60	74.80	75.10
化学纤维制造业	76.9%	85.00	85.64	85.69	85.10	84.10	82.10	79.20	82.00	83.80
非金属矿物制品业	11.5%	64.20	61.97	64.68	65.00	65.10	63.90	67.20	68.20	66.70
黑色金属冶炼及压延加工业	73.1%	79.70	77.33	76.41	79.10	79.00	78.10	73.50	74.90	79.20
有色金属冶炼及压延加工业	38.5%	79.10	78.21	79.64	80.20	80.30	77.80	79.40	79.60	79.00
通用设备制造业	61.5%	79.40	78.16	79.24	78.70	79.70	79.10	79.30	79.70	78.50
专用设备制造业	3.8%	76.50	77.01	77.52	77.50	78.10	77.00	77.50	77.60	77.50
汽车制造业	23.1%	73.00	64.87	76.90	75.60	73.30	72.00	73.20	75.70	69.10
电气机械和器材制造业	7.7%	74.70	72.74	77.12	77.80	77.10	75.80	79.00	76.70	76.00
计算机、通信和其他电子设备制造业	15.4%	76.20	74.72	77.63	76.50	74.60	73.70	78.50	78.10	77.50

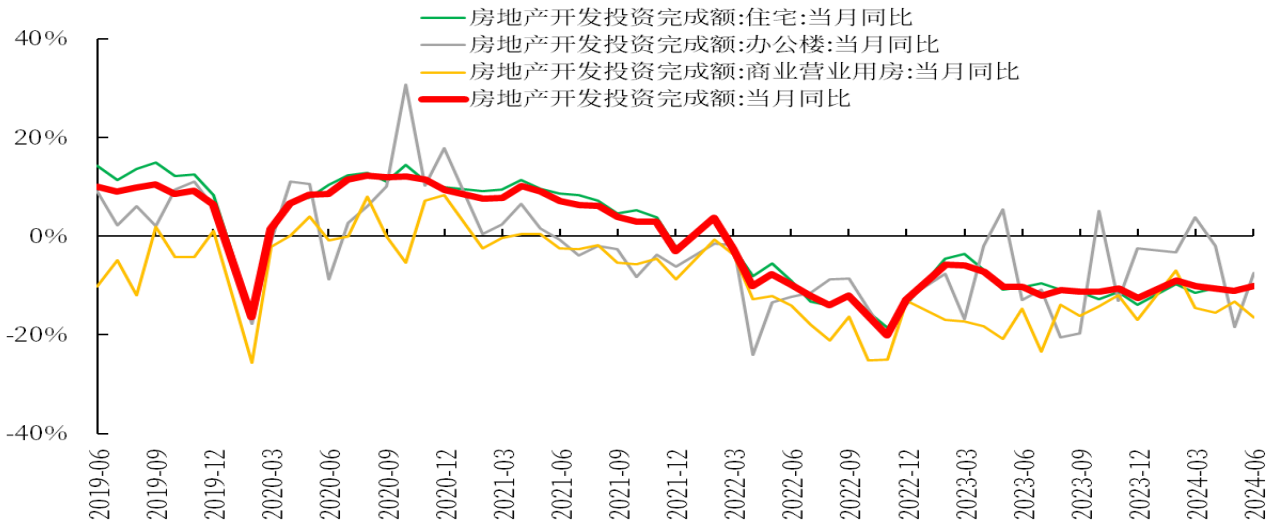
资料来源：wind，中航证券研究所

图12 制造业分行业累计投资增速 (%)



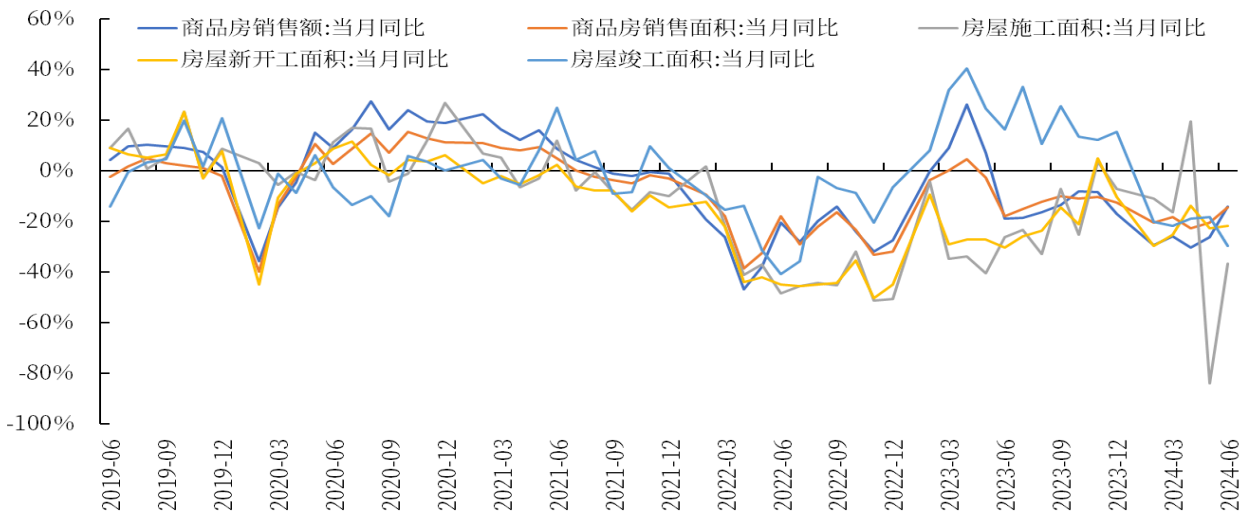
资料来源: wind, 中航证券研究所

图13 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图14 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图15 商品房去化周期走势

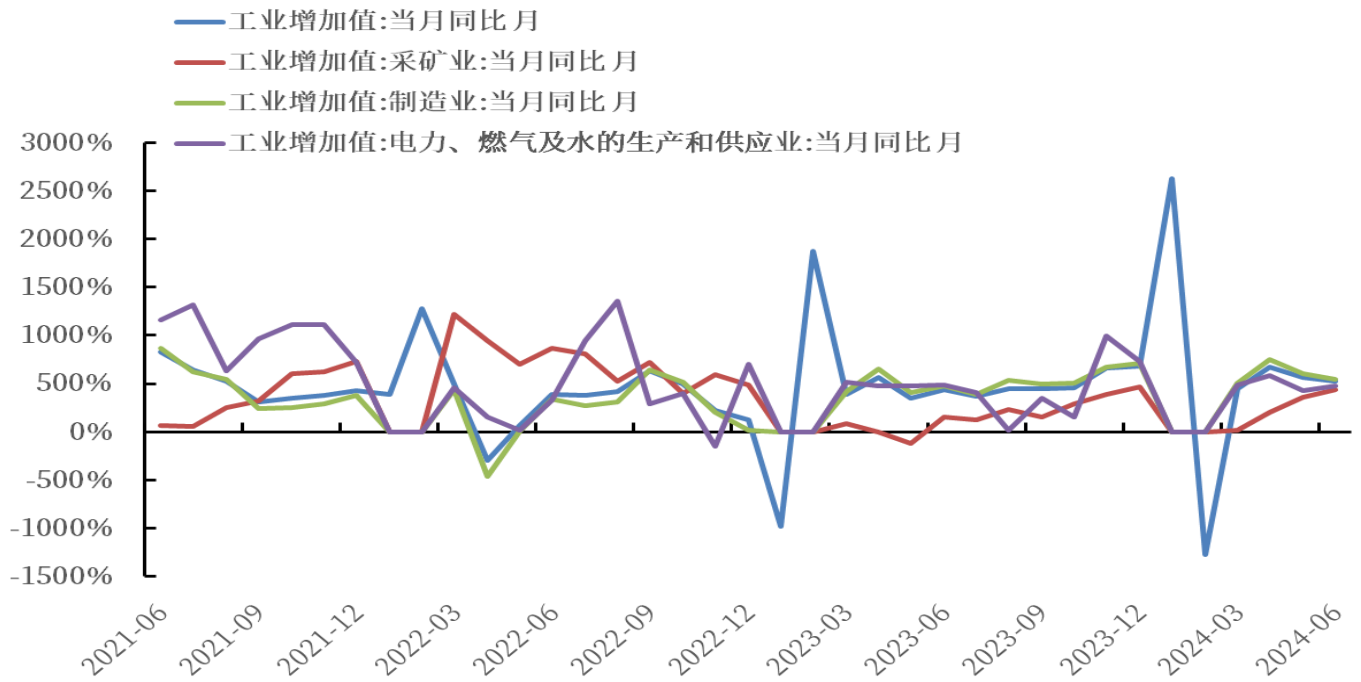

资料来源：wind，中航证券研究所（注：去化周期=当前商品房库存面积/过去12个月月均商品房销售面积，其中，当前商品房库存包括已建成和在建的商品房）

四、工业生产保持韧性，6月当月略放缓

2024年6月规模以上工业增加值同比+5.3%，较5月-0.3PCTS。2024年上半年规模以上工业增加值累计同比增长6.0%，较去年全年+1.4PCTS，显示今年工业生产总体较去年有所扩张。但另一方面，2024年6月规模以上工业增加值同比+5.3%，较5月-0.3PCTS。同时，6月工业增加值环比仅为+0.42%，为近5年同月最低，显示当前工业生产的基本情况是增速较去年上行，但也面临越来越大的下行压力。分三大门类看，6月采矿业增加值同比+4.4%（较上月+0.8PCTS），主因去年同期的低基数与近期原材料价格上行，公用事业同比+4.8%（较上月+0.5PCTS），或与夏天用电高峰有关，制造业+5.5%（较上月-0.5PCTS），是6月当月工业生产增速降低的主要拖累项。从子行业角度，6月增加值增速高于总体工业增加值增速的行业主要是计算机、通信、医药等高新制造业以及化学原料、有色等近期价格相对强势的上游原材料行业，而非金属矿物、黑色金属、农副食品加工以及通用设备制造业等近期价格弱势的上游原材料行业以及传统制造业则增速较低。

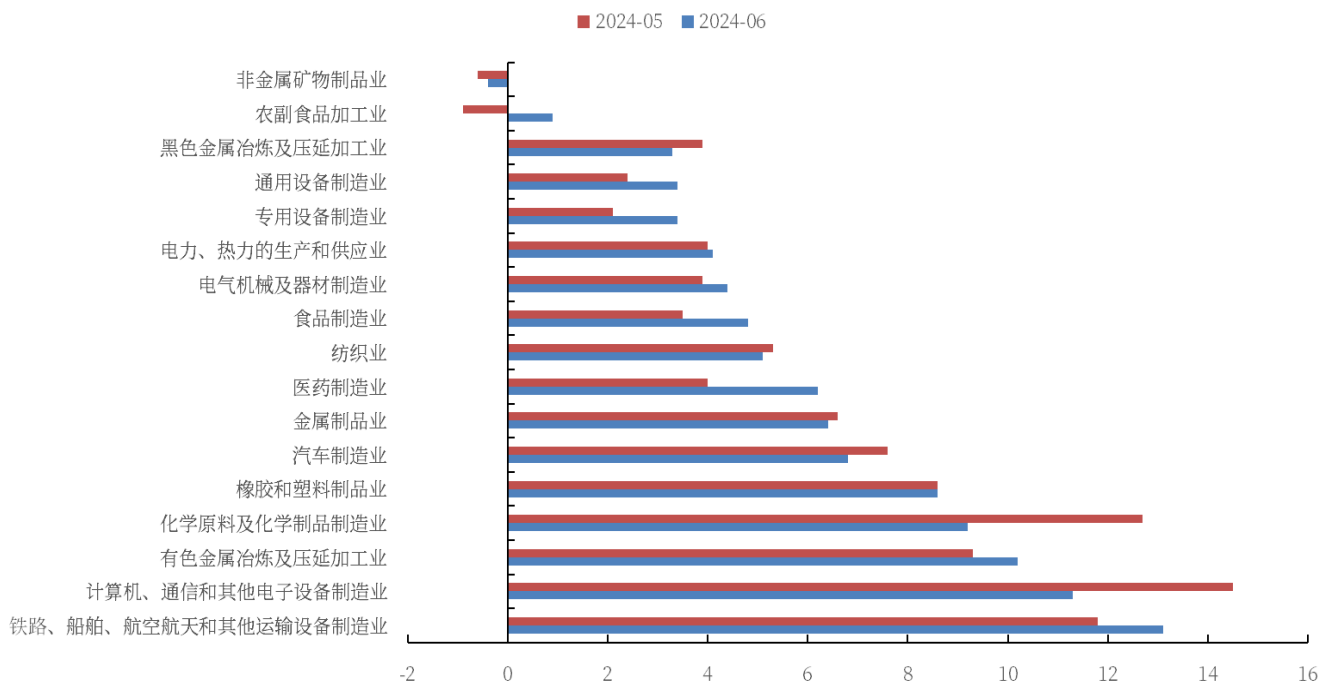
展望后续，在稳增长政策发力之下，下半年工业生产大概率保持韧性，但也面临着几个潜在的拖累因素：一是内需的修复进程存在一定不确定性，或拖累工业进一步修复。当前时点，房地产行业仍无起色，居民消费受限于收入增速放缓和未来经济环境不确定性增加而难以释放，整个工业的需求受限于内需修复的进程，难以进入扩张的快车道；二是南方地区水灾频繁，或会一定程度制约Q3工业生产。据央视焦点访谈报道，六月份进入主汛期以来，我国南方经历了五轮强降雨过程。截至6月26日，全国共有26个省区市遭受洪涝灾害，受灾人口1374万人次。预计全年工业增加值有望录得+5.4%左右。

图16 工业增加值分行业累计同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图17 工业子行业增加值累计增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637