



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

生产稳定消费偏弱 政策仍需加快落地

—6月及二季度经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2024年7月16日

内容提要:

二季度 GDP 同比增长 4.7%，预期增长 5.1%，前值增长 5.3%；6 月工业增加值同比增长 5.3%，预期增长 5.0%，前值增长 5.6%；1-6 月固定资产投资累计同比增长 3.9%，预期增长 3.9%，前值增长 4.0%；6 月社会消费品零售总额同比增长 2.0%，预期增长 4.0%，前值增长 3.7%。

从短期看，二季度经济增速回落有极端天气、雨涝灾害多发等短期因素的影响，也反映出当前经济运行中的困难挑战有所增多，特别是国内有效需求不足的问题比较突出，国内大循环不够顺畅等。亮点则在于工业生产相对稳定，出口有韧性，部分服务业保持较好发展态势。

生产端保持较快增长。从正向看，出口保持韧性、制造业一定范围内的补库存有利于工业生产的稳定。从反向看，国内有效需求不足、PPI 持续为负不断向生产端传导。后续如果需求修复在政策提振下有所加速，叠加补库存与 PPI 回升，工业生产有望继续保持较快增长。

消费复苏温和放缓。亮点在于服务零售保持较快增长，出行类和数字服务消费需求不断释放等。6 月当月多数商品销售增速较 5 月回落，部分可能受 618 电商促销活动提前等因素的扰动。

固定资产投资增速符合预期。其中，基建投资有所发力，房地产投资低位反弹，商品房销售略有改善但持续性有待观察，制造业投资保持韧性。

综合来看，二季度 GDP 弱于预期，供给强于需求在 6 月延续，上半年 GDP 增长 5%，对于全年实现 5%左右增长目标而言压力有所上升。当前影响复苏的主因还是在于有效需求不足，社会预期偏弱，未来政策仍需加快落地。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

GDP



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《一季度取得开门红 全年 5%目标可期—3 月及一季度经济数据点评》
- 《经济延续温和复苏 等待政策加快落地—5 月经济数据点评》

事件:国家统计局7月15日公布的数据显示,二季度GDP同比增长4.7%,预期增长5.1%(预期值来源为Wind,下同),前值增长5.3%;6月工业增加值同比增长5.3%,预期增长5.0%,前值增长5.6%;1-6月固定资产投资累计同比增长3.9%,预期增长3.9%,前值增长4.0%;6月社会消费品零售总额同比增长2.0%,预期增长4.0%,前值增长3.7%。

点评:二季度GDP弱于市场预期,供给强于需求在6月延续,上半年GDP增长5%,对于全年实现5%左右增长目标而言压力有所上升。当前影响复苏的主因还是在于有效需求不足,社会预期偏弱,而产需差较大一定程度上亦拖累供给端,未来政策仍需加快落地。

一、二季度GDP低于预期

GDP弱于市场预期。二季度GDP同比增长4.7%,弱于市场预期(5.1%)及一季度(5.3%);上半年GDP同比增长5%。从PMI看,5-6月制造业PMI连续2个月在50%之下,6月非制造业PMI回落至50.5%,亦提前反映出经济复苏在波动中有所放缓。国家统计局表示,二季度增速比一季度有所回落,既要看到短期波动之“形”,更要看到长期发展之“势”。从短期来看,二季度经济增速回落有极端天气、雨涝灾害多发等短期因素的影响,也反映出当前经济运行中的困难挑战有所增多,特别是国内有效需求不足的问题比较突出,国内大循环不够顺畅等等。但从基本面看、从中长期看,经济稳定运行、长期向好的基本面没有改变,高质量发展的大势没有改变。

二季度经济亮点在于工业生产相对稳定,出口有韧性,部分服务业保持较好发展态势。一季度工业增加值增长6.1%,对GDP增长的贡献率为37.3%,拉动近2个百分点的GDP增长,在需求有所回落的情况下,二季度增加值(5.9%)仍然保持了近6%的增长,拉动经济增长1.8个百分点。出口方面,一季度同比增长1.4%,二季度进一步提升至5.7%,虽然有低基数因素的贡献,但外需仍有韧性以及国内商品竞争力增强也是很重要的原因。此外,虽然第三产业增加值同比增速(4.2%)较一季度回落(5.0%)较多,但部分服务业发展态势良好,上半年信息传输、软件和信息技术服务业以及租赁和商务服务业累计同比增速分别为11.9%、9.8%,继续保持较快增长。

有效需求不足,政策有所滞后发力,是二季度经济修复放缓的主要原因。从需求端看,在制造业PMI受访企业中,5月反映市场需求不足的比重为60.6%,较4月上升1.2个百分点,6月则进一步升至62.4%。从政策

端看，今年一季度基建投资较 2023 年四季度反弹，一个重要的原因在于四季度增发的万亿国债逐步落地。截至今年 2 月末，国家发改委完成了全部三批共 1 万亿元增发国债项目清单下达工作，将增发国债资金已经落实到约 1.5 万个具体项目。但二季度以来，政府工作报告所提的万亿超长期特别国债以及地方债发行进度较为滞后，一定程度上拖累了基建投资增速。今年前 5 个月，专项债累计发行 1.94 万亿元，同比下降 17.1%。价格偏弱持续拖累名义 GDP 增速。上半年 GDP 平减指数为 -0.9%，较一季度 (-1.1%) 有所收敛，名义 GDP 同比增长 4.1%，较一季度 (4.2%) 小幅回落。

综合来看，上半年 GDP 增长 5%，对于全年实现 5% 左右增长目标而言压力有所上升。当前影响复苏的主因还是在于有效需求不足，社会预期偏弱，而产需差持续较大一定程度上拖累供给端，未来政策仍需加快落地。

二、生产端保持较快增长

生产端保持较快增长。6 月规模以上工业增加值同比增长 5.3%，好于市场预期 (5.0%)，较 5 月 (5.6%) 小幅回落；但两年/四年平均增速均较 5 月加速。从环比看，6 月工业增加值增长 0.42%，亦较 5 月 (0.26%) 小幅提速。

从正向看，出口保持韧性、制造业一定范围内的补库存有利于工业生产的稳定。上半年全国规模以上工业企业出口交货值同比增长 3.3%，增速较 1-5 月加快 0.3 个百分点，累计增速年内逐月加快。分季度看，二季度规模以上工业企业出口交货值同比增长 5.2%，增速较一季度加快 4.4 个百分点，自 2023 年二季度以来连续 5 个季度保持回升态势。从反向看，国内有效需求不足、PPI 持续为负不断向生产端传导。二季度制造业 PMI 新订单指数-生产指数均值为 -1.4 个百分点，6 月生产指数 (50.6%) 较 4 月快速回落 2.3 个百分点，同时反映订单不足的企业占比连续 2 个月在 60% 之上。后续如果需求修复在政策提振下有所加速，叠加补库存与 PPI 回升，工业生产有望继续保持较快增长。

分三大门类看，6 月采矿业增加值同比增长 4.4% (5 月为 3.6%，下同)，制造业增长 5.5% (6.0%)，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8% (4.3%)。

产能过剩的问题有所缓解。二季度全国规上工业产能利用率为 74.9%，较一季度回升 1.3 个百分点，后者为 2020 年二季度以来最低。不过，即便二季度有所回升，但仍低于 2020-2022 年季度均值 (75.7%) 0.8 个百

分点。

近期部分行业开工率有所回升但分化依然明显。7月前半个月，在我们重点跟踪的行业中，全国高炉开工率（82.6%）周均值环比回升0.3个百分点，同比下降1.8个百分点；PTA开工率（80.9%）环比、同比分别上行1.1、0.5个百分点；石油沥青装置开工率（29.6%）环比上行0.6个百分点，同比则下降10.9个百分点；汽车半钢胎开工率（79.3%）环比、同比分别上行0.7、8.1个百分点。

三、消费复苏温和放缓

消费复苏有所放缓。6月社会消费品零售总额同比增长2.0%，低于市场预期（4.0%）以及5月（3.7%）。从环比值（-0.12%）看，为2023年7月以来最低，而有数据以来仅是在疫情三年内出现过负值（2023年7月为-0.02%，近似为0）。

服务零售保持较快增长，出行类和数字服务消费需求不断释放。上半年，餐饮收入同比增长7.9%，交通出行服务类、旅游咨询租赁服务类零售额增长较快。文化和旅游部数据显示，继春节长假出行消费大幅增长后，“五一”和端午假期国内旅游出游人次同比分别增长7.6%和6.3%，出游总花费分别增长12.7%和8.1%。数字服务消费增势稳健，通讯信息服务类零售额保持两位数增长。工信部数据显示，1-5月按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长11.9%。

从6月当月看，多数商品销售增速较5月回落，可能受618电商促销活动提前等因素的扰动。从同比看，粮油食品类（同比增长10.8%，下同）、石油及其制品类（4.6%）、通讯器材类（2.9%）等增幅居前；化妆品类（-14.6%）、文化办公用品类（-8.5%）、家用电器和音像器材类（-7.6%）、体育娱乐用品类（-1.5%）等较5月回落较多；家具类（1.1%）、建筑及装潢材料类（-4.4%）等地产链条类消费增速低位徘徊；汽车类（-6.2%）连续第4个月负增。

就业总体保持稳定。6月全国城镇调查失业率（5.0%）持平5月，较2023年5月回落0.2个百分点。上半年全国城镇调查失业率平均值为5.1%，较一季度、2023年同期分别下降0.1、0.2个百分点。

四、固定资产投资增速符合预期

1-6月固定资产投资（不含农户）同比增长3.9%，与市场预期一致，较1-5月回落0.1个百分点。从环比看，1-6月固定资产投资（不含农户）为0.21%，弱于2015-2019年同期均值（0.61%）。

基建投资有所发力。1-6月广义、狭义基建投资同比分别增长7.7%、5.4%，较1-5月分别上升1个百分点、回落0.3个百分点。根据我们的测算，6月当月广义基建投资同比增长10.2%，较5月大幅上行6.4个百分点，部分可能和去年增发国债项目加速落地相关（据新华社7月11日新闻，2023年增发国债1.5万个项目目前已全部开工建设）。近期多地公布三季度发行计划，其中新增专项债计划发行较二季度大幅增加。未来随着超长期国债以及专项债加速落地，下半年基建增速有望企稳。

房地产投资低位反弹，商品房销售略有改善但持续性有待观察。1-6月房地产开发投资同比下降10.1%，持平于1-5月；两年平均增速为-9.0%，较1-5月回落0.3个百分点。根据我们的测算，6月当月房地产投资同比下降10.1%，降幅较5月收窄1个百分点。从工程进展看，1-6月新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-23.7%、-12.0%、-21.8%，仅新开工有所改善；从两年平均增速角度看，上述三者分别为-24.0%、-9.3%、-3.5%，均较1-5月回落。商品房销售方面，1-6月销售面积同比下降19.0%，较1-5月（-20.3%）小幅改善。从高频的30个大中城市商品房成交情况看，7月前半个月成交面积分别相当于2019年、2021年同期的42.0%、36.8%（近期主要是一线城市发力），均较6月有所回落，新房销售改善的持续性还有待观察。从房地产开发资金到位情况看，1-6月累计增速（-22.6%）较1-5月（-24.3%）有所改善。分项数据中，除了国内贷款项（-6.6%）小幅回落外，其他项累计降幅均有所改善。

制造业投资保持韧性。1-6月制造业投资同比增长9.5%，较1-5月回落0.1个百分点；两年平均增长7.7%，亦较1-5月回落0.1个百分点。重点领域投资加力，新质生产力培育壮大。1-6月高技术制造业投资和高技术服务业投资分别同比增长10.1%和11.7%，高于全部固定资产投资增速6.2和7.8个百分点，推动高技术产业不断发展。其中，库存回补以及设备更新改造投入加大为制造业投资保持韧性提供支撑。在大规模设备更新政策带动下，1-6月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。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层