

宏观经济宏观季报

二季度中国延续转型升级，但消费不足拖累经济增长

核心观点

2024年7月15-17日国家统计局发布二季度GDP相关数据:

- 1、二季度，国内现价GDP约为32.1万亿元，不变价GDP同比增长4.7%，较一季度回落0.6个百分点；
- 2、二季度，第一、第二、第三产业现价GDP分别约为1.9、12.7、17.5万亿元，不变价同比分别增长3.6%、5.6%、4.2%；
- 3、二季度最终消费、资本形成总额、货物和服务净出口对GDP当季同比的拉动分别为2.2、1.9、0.6个百分点，对GDP同比的贡献率分别为46.5%、40.1%、13.3%。

二季度中国延续转型升级，但消费不足拖累经济增长。

二季度中国工业GDP增速仍维持6.0%左右的高位，但建筑业GDP增速却继续明显下行。由此可见，二季度中国经济的增长动力主要来自与技术相关的经济部门，而与基建和房地产相关的传统产业仍在调整过程中，即二季度中国经济延续转型升级进程。

从需求角度看，二季度资本形成总额对GDP当季同比的拉动较一季度明显反弹，最终消费的拉动明显回落，货物和服务净出口的拉动小幅回落。

二季度固定资产投资完成额当季同比约为3.6%，较一季度回落约0.9个百分点，在此背景下为何资本形成总额对GDP的拉动幅度却明显上升呢？一个合理的解释是二季度国内无形资本的形成明显加速，特别是从海外引进的技术可能明显增加。这也可以解释为何二季度中国货物出口增速明显上升但净出口对GDP的拉动幅度却小幅回落——很可能是服务（技术）进口增加带动净出口减少。

消费在经济运行过程中属于偏滞后的指标，因此二季度中国消费不足是经济走弱的结果而非前置原因。从月度经济指标的走势来看，二季度中国经济走弱的前置原因在于：（1）海外加征关税的负面冲击（对应国内高技术制造业和装备制造业PMI明显下行）；（2）基建、房地产投资增速下行的拖累。

拖累经济下行的负面因素在6月逆转，下半年经济企稳回升可期。

6月国内高技术制造业和装备制造业PMI、基建和房地产投资同比增速均出现明显回升，即二季度拖累国内经济走弱的负面因素在6月出现了逆转，预计后续国内经济增速进一步下坠的概率不大，下半年国内经济增速企稳回升可期。

预计2024年三、四季度中国实际GDP同比增速分别为4.8%、5.1%，下半年中国实际GDP同比也将顺利完成5.0%的增速目标值。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观月报

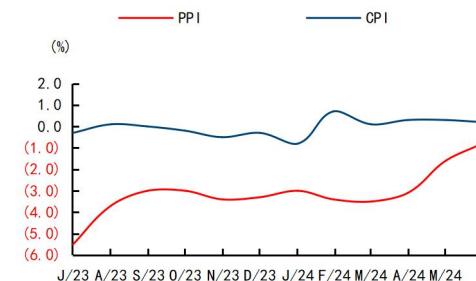
证券分析师：李智能 0755-22940456
lizn@guosen.com.cn S0980516060001

证券分析师：董德志 021-60933158
dongdz@guosen.com.cn S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	3.90
社零总额当月同比	2.00
出口当月同比	8.60
M2	6.20

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-拖累经济下行的负面因素在6月逆转，经济企稳回升可期》——2024-07-15
- 《宏观经济宏观月报-5月经济延续平稳增长，物价上升将给经济带来积极影响》——2024-06-17
- 《宏观经济宏观月报-4月经济平稳增长，失业率下降或带动消费进一步回暖》——2024-05-19
- 《宏观经济宏观季报-消费和出口推动一季度中国经济顺利实现开门红》——2024-04-18
- 《宏观经济宏观月报-3月国内消费、出口环比表现并不弱，经济延续稳中向好格局》——2024-04-16

内容目录

二季度中国延续转型升级，但消费不足拖累经济增长	4
二季度中国延续转型升级，但消费不足拖累经济增长	4
拖累经济下行的负面因素在 6 月逆转，后续经济企稳回升可期	6
6 月中国央企和国企投资的稳增长功能明显增强	7
二季度 CPI 同比继续上升，消费品是主要向上拉动力量	8
二季度 PPI 同比继续上升，偏下游的加工工业价格同比上升幅度仍偏缓	9
下半年随着内需回暖，国内实际 GDP 同比有望企稳回升	9
风险提示	10

图表目录

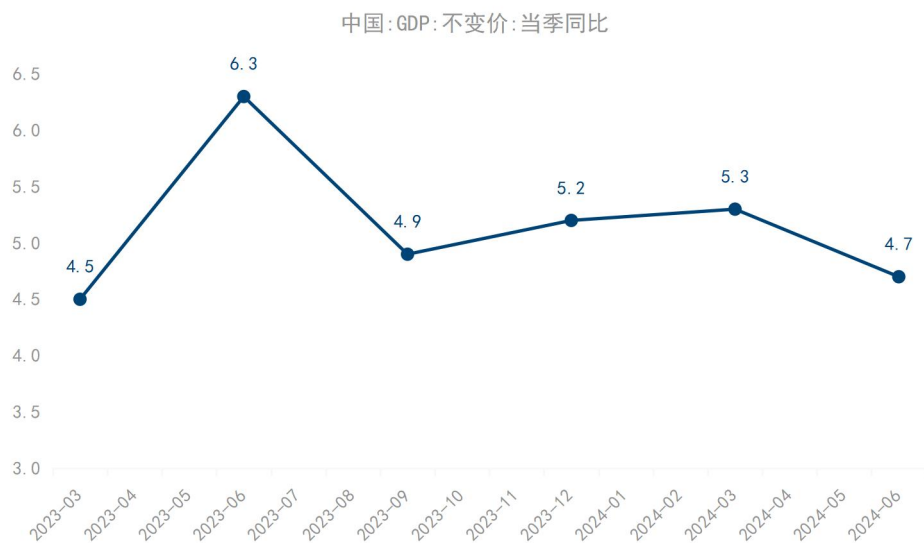
图 1: 中国整体 GDP 不变价同比一览	4
图 2: 中国三大产业实际 GDP 当季同比一览	5
图 3: 中国第二产业中不同分项实际 GDP 当季同比一览	5
图 4: 中国支出法 GDP 中最终消费对 GDP 当季同比的拉动幅度一览	6
图 5: 中国资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动幅度一览	6
图 6: 中国货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动幅度一览	6
图 7: 中国实际 GDP 月度同比增速测算一览	7
图 8: 中国高技术和装备制造业 PMI 走势一览	7
图 9: 中国固定资产投资各分项当月同比走势一览	7
图 10: 中国基建投资当月同比一览	8
图 11: 中国 CPI、核心 CPI 月度同比当季平均值一览	8
图 12: 中国消费品 CPI、服务品 CPI 月度同比当季平均值一览	8
图 13: 中国 PPI 当月同比走势一览	9
图 14: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格同比一览	9
图 15: 中国 PPI 生产资料各分项同比一览	9
图 16: 中国 2024 年下半年 GDP 季度预测一览	10
图 17: 中国 2024 年下半年 CPI 增速预测一览	10

二季度中国延续转型升级，但消费不足拖累经济增长

二季度中国延续转型升级，但消费不足拖累经济增长

2024 年上半年中国实际 GDP 同比为 5.0%，持平全年 GDP 增速目标值，经济运行总体平稳。其中一季度中国实际 GDP 同比增长 5.3%，较 2023 年四季度继续上升 0.1 个百分点，略高于全年经济增速目标值；二季度实际 GDP 同比增长 4.7%，较一季度回落 0.6 个百分点，略低于全年经济增速目标值，二季度经济有所走弱但幅度有限。

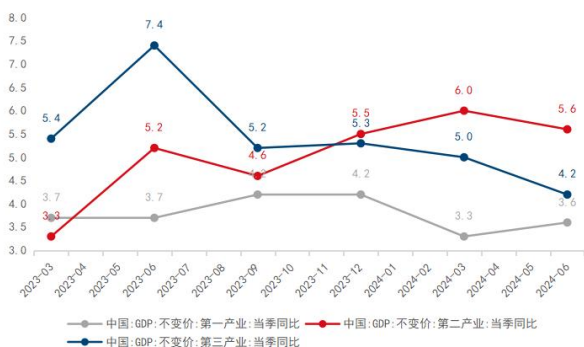
图1：中国整体 GDP 不变价同比一览



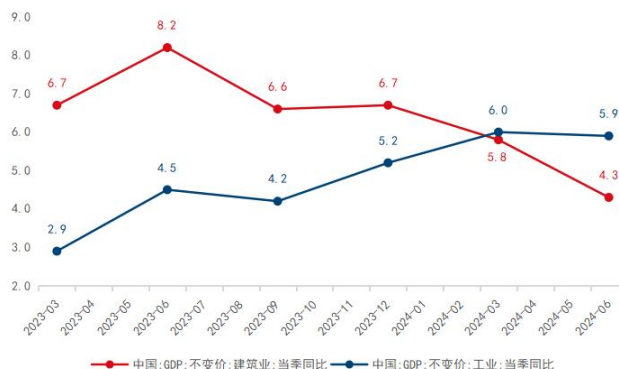
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

从三大产业的 GDP 增速来看，2024 年二季度中国第二产业和第三产业 GDP 增速均下行，其中第三产业下行幅度较大。

第二产业中，二季度中国工业 GDP 增速仍维持 6.0%左右的高位，但建筑业 GDP 增速却继续明显下行。由此可见，二季度中国经济的增长动力主要来自与技术 and 创新相关的经济部门，而与基建和房地产相关的传统产业仍在调整过程中，即二季度中国经济延续转型升级进程。

图2：中国三大产业实际 GDP 当季同比一览


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图3：中国第二产业中不同分项实际 GDP 当季同比一览


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

从需求角度来看，2024 年二季度资本形成总额明显向上拉动经济增速，最终消费构成主要拖累。二季度最终消费对 GDP 当季同比的拉动幅度约为 2.2 个百分点，较一季度明显回落 1.7 个百分点；二季度资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动幅度约为 1.9 个百分点，较一季度明显回升 1.3 个百分点；二季度货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动幅度约为 0.6 个百分点，较一季度小幅回落 0.2 个百分点。

二季度固定资产投资完成额当季同比约为 3.6%，较一季度回落约 0.9 个百分点，在此背景下为何二季度资本形成总额对 GDP 的拉动幅度却明显上升呢？一个合理的解释是二季度国内无形资本的形成明显加速，特别是从海外引进的技术可能明显增加。这也可以解释为何二季度中国货物出口增速明显上升但净出口对 GDP 的拉动幅度却小幅回落——很可能是服务（技术）进口增加带动净出口减少。

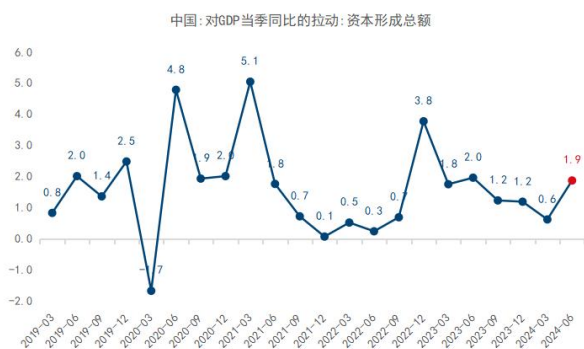
消费在经济运行过程中属于偏滞后的指标，因此二季度中国消费不足是经济走弱的结果而非前置原因。从月度经济指标的走势来看，二季度中国经济走弱的前置原因在于：（1）海外加征关税的负面冲击（对应国内高技术制造业和装备制造业 PMI 明显下行）；（2）基建、房地产投资增速下行的拖累。

图4：中国支出法 GDP 中最终消费对 GDP 当季同比的拉动幅度一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图5：中国资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动幅度一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6：中国货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动幅度一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

拖累经济下行的负面因素在 6 月逆转，后续经济企稳回升可期

第二季度的三个分月中，4、5 月中国经济增速持续下行，6 月经济增速较 5 月反弹，其中出口和投资构成向上拉动力，消费构成拖累。根据测算，2024 年 6 月国内实际 GDP 同比约为 4.9%，较 5 月反弹 0.3 个百分点。

图7：中国实际 GDP 月度同比增速测算一览

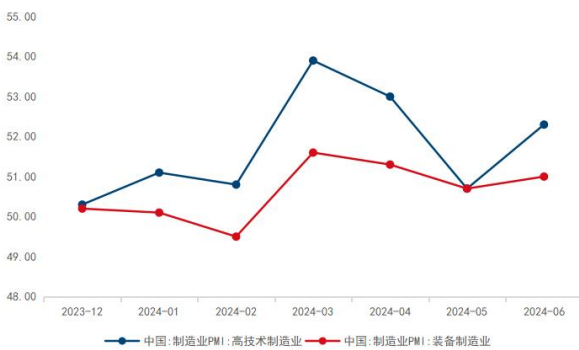


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

4、5 月国内经济增速下行，主要原因在于：（1）海外加征关税的负面冲击（对应国内高技术制造业和装备制造业 PMI 明显下行）；（2）基建、房地产投资增速下行的拖累。

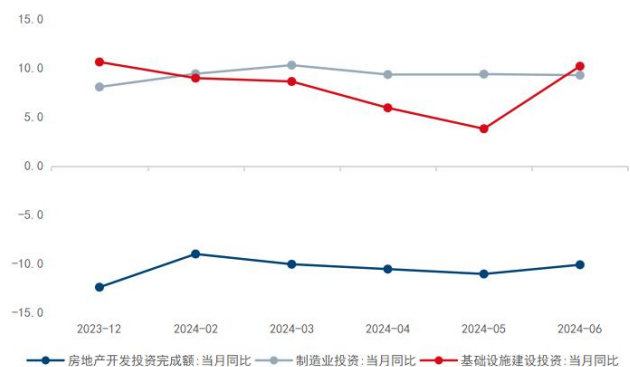
6 月国内高技术制造业和装备制造业 PMI、基建和房地产投资同比增速均出现明显回升，即 4、5 月拖累国内经济走弱的负面因素在 6 月出现了逆转，预计后续国内经济增速进一步下坠的概率不大，下半年国内经济增速企稳回升可期。

图8：中国高技术和装备制造业 PMI 走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图9：中国固定资产投资各分项当月同比走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

6 月中国央企和国企投资的稳增长功能明显增强

6 月中国经济增速反弹，其中最大的驱动力量来自基建投资。6 月中国整体基建投资当月同比增速大幅反弹 6.4 个百分点至 10.2%，但不含电力的基建投资当月同比增速却继续回落。由此可见 6 月中国基建投资增速得以大幅反弹的主要原因是电力投资增速明显上升。

考虑到不含电力的基建投资或更多与地方政府支出相关，电力投资或更多与企业

支出相关，因此 6 月不含电力的基建投资增速继续回落或反映 6 月地方政府支出能力仍然受限，6 月电力投资增速明显上升或反映央企和国企投资的稳增长功能明显增强，这或与二季度国内 GDP 增速低于全年增速目标值导致政府稳增长的意愿明显增加有关。

图10: 中国基建投资当月同比一览



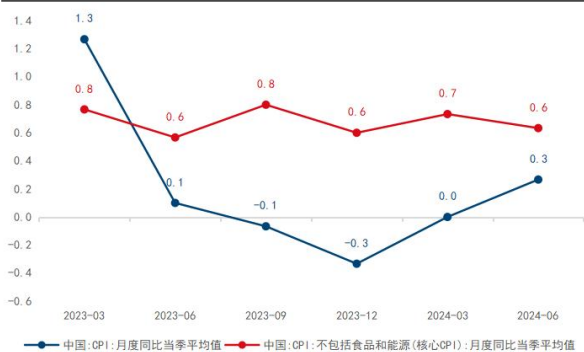
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算

二季度 CPI 同比继续上升，消费品是主要向上拉动力量

二季度国内 CPI 同比较一季度继续上升，其中消费品 CPI 是主要的向上拉动力量，服务品 CPI 构成拖累。

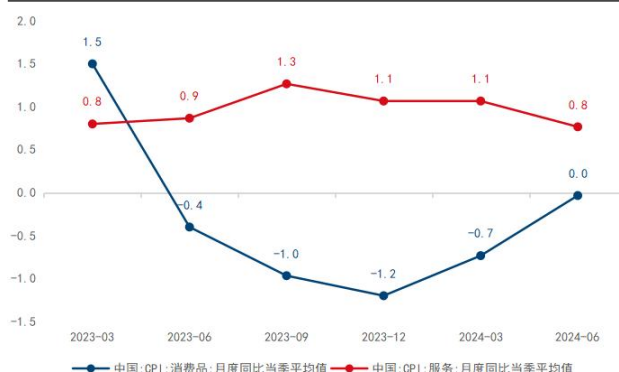
二季度国内核心 CPI 同比较一季度小幅回落，考虑到二季度服务品 CPI 同比回落幅度较大，由此可见二季度核心商品 CPI 同比很可能维持稳定或有所上升。

图11: 中国 CPI、核心 CPI 月度同比当季平均值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图12: 中国消费品 CPI、服务品 CPI 月度同比当季平均值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

二季度 PPI 同比继续上升，偏下游的加工工业价格同比上升幅度仍偏缓

二季度中国 PPI 同比上升幅度明显扩大，其中偏上游的采掘、原材料工业是主要推动力，偏下游的加工工业价格同比上升幅度仍偏缓。

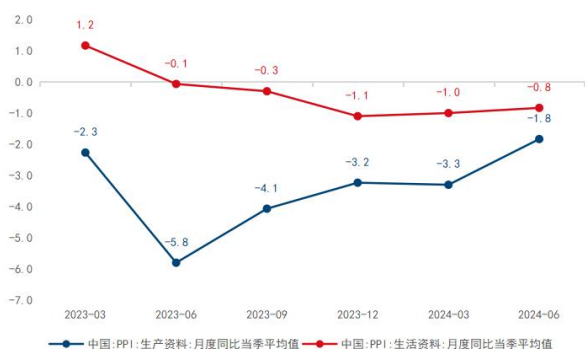
在全球商品需求回暖的背景下，上游工业品价格的上涨或持续向中下游传导，预计后续偏下游的加工工业价格同比上升幅度有望加大，推动整体 PPI 同比转正。

图13: 中国 PPI 当月同比走势一览



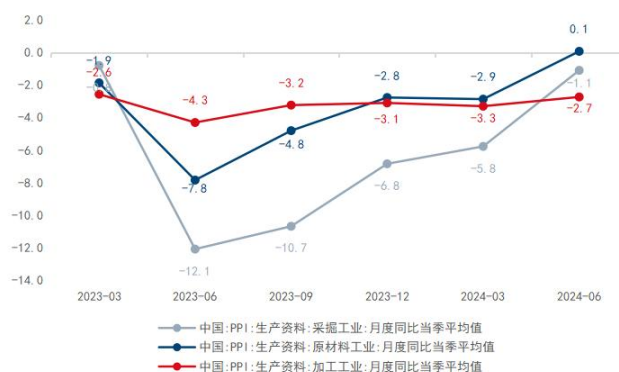
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图14: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图15: 中国 PPI 生产资料各分项同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

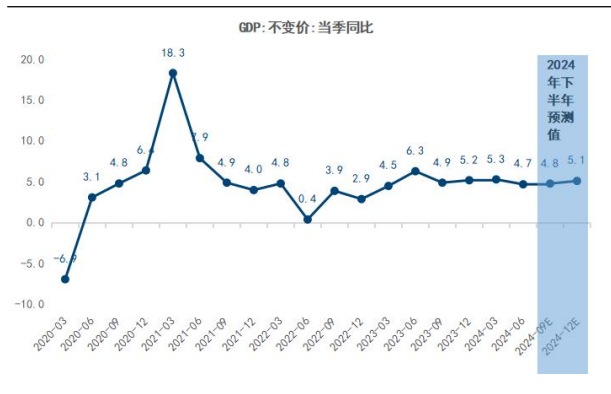
下半年随着内需回暖，国内实际 GDP 同比有望企稳回升

整体来看，2024 年上半年中国经济运行总体平稳，产业升级转型取得进一步的进展。其中一季度中国经济表现强劲，实现了开门红，二季度经济有所走弱，但二季度拖累经济走弱的负面影响因素在 6 月已经得以逆转。

6月中国基建投资和房地产开发投资增速的反弹或意味着内需开始企稳回升，这与二季度国内GDP增速低于全年增速目标值导致政府稳增长意愿明显增强有关。

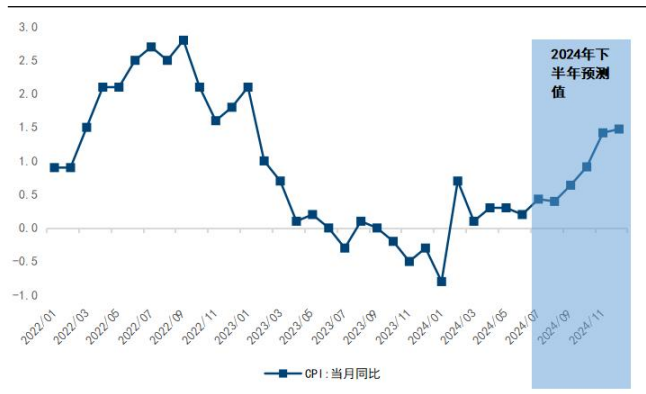
随着内需回暖，下半年国内实际GDP同比有望企稳回升。预计2024年三、四季度中国实际GDP同比增速分别为4.8%、5.1%，下半年中国实际GDP同比也将顺利完成5.0%的增速目标值。

图16: 中国2024年下半年GDP季度预测一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

图17: 中国2024年下半年CPI增速预测一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032