

负产出缺口再度扩大

——2024年二季度及6月经济数据点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

事件：

7月15日，国家统计局公布二季度及6月经济数据。受到阶段性因素扰动，二季度经济环比增速放缓（+0.7%，前值+1.5%），经济的负产出缺口再度扩大，其中第三产业增速的放缓是主要拖累项。同时，居民消费的修复有所放缓，可能与居民风险偏好下降有关。但6月经济数据也传递了一些积极的信号，包括制造业投资环比加速上行，基建投资明显回升。展望未来，我们仍维持中国宏观经济新周期可能正在启动，经济有望温和复苏的观点。

事件点评

➤ 二季度负产出缺口有所扩大

二季度实际GDP同比增长4.7%，低于Wind一致预测（5.1%）。从季节性调整后的数据来看，二季度GDP的环比增速为0.7%，较一季度（环比+1.5%）有所回落，也弱于潜在经济增速（1.2%-1.3%），这意味着二季度负产出缺口再度扩大——与近期核心CPI在季调之后的走弱保持一致。从结构上看，二季度第一产业增加值增速有所回升，第二、三产业都有所回落，其中第三产业是主要拖累项。同时，二季度居民收入与消费的修复都有一定放缓。

➤ 6月需求端：投资继续回升、消费有所放缓

6月需求端出现了一定分化。季节性调整后，6月固定资产投资总体进一步环比回升（环比+1.5%，前值+0.5%），其中制造业投资继续环比正增长（环比+5.3%），基建投资受益于财政支出加快而明显回升（含电力的广义基建环比+17.8%，不含电力的狭义基建环比+0.9%），地产投资则继续下滑；社零环比稍有下降（-0.3%，前值+0.7%），其中商品消费有所回落（环比-0.4%），餐饮消费出现反弹（环比+0.8%）；地产销售仍有待提振。

➤ 6月生产端：工业增加值进一步回升

与需求端固定投资的进一步回升相对应，6月生产端也有一定改善。剔除季节性因素的影响后，6月工业增加值进一步回升，环比增长0.5%（前值+0.3%）；发电量也有所回升，环比增长0.5%（前值-0.2%）；工业企业出口交货值则有所回落（环比-0.9%，前值-0.1%），这可能与航运价格在6月继续上涨，导致一些轻工商品推迟出运在工厂积压，影响后续生产有关。在外需景气扩张以及补库存需求的支撑下，后续出口交货值有望迎来回升。

➤ 后续经济有望温和复苏

二季度GDP环比增速放缓，除在投资方面受到阶段性因素的扰动外，居民消费修复的放缓可能与居民风险偏好的下降有关：二季度居民消费的放缓幅度比收入更为明显，同时二季度可选消费环比回落的幅度大于必选消费。但6月经济数据也传递了一些积极的信号，包括制造业投资保持韧性，基建投资受益于财政支出加快而明显回升。展望未来，我们整体而言仍维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动，经济有望温和复苏的观点。

风险提示：经济、政策与预期不一致，地产出现超预期的信用风险事件，海外地缘政治事件超预期。

相关报告

- 1、《通胀再降温，降息或可期待：——美国6月CPI数据点评》2024.07.13
- 2、《供需如期回升：——5月经济数据点评》2024.06.19

正文目录

1. 二季度负产出缺口有所扩大.....	3
1.1 二季度 GDP 有所回落	3
1.2 第三产业回落拖累 GDP 增速	4
1.3 居民收入与消费增速放缓	5
2. 6月需求端：投资继续回升、消费有所放缓	6
2.1 社会消费品零售数据相对低迷	6
2.2 地产销售继续回落	8
2.3 固定资产投资进一步回升	9
3. 6月生产端：工业增加值进一步回升	12
3.1 工业增加值继续回升	12
3.2 发电量有所回升，出口交货值回落	12
4. 就业形势保持平稳	14
4.1 城镇调查失业率保持平稳	14
4.2 大中城市调查失业率与上月持平	14
5. 未来经济与政策展望.....	15
5.1 二季度经济有所放缓，但6月数据包含积极因素.....	15
5.2 新周期下，后续经济有望温和复苏	16
6. 风险提示	16

图表目录

图表 1： 实际 GDP 同比增速与市场预期增速	3
图表 2： 中国 GDP 潜在水平与实际水平（4Q19=100）	4
图表 3： 一二三产业增加值复合同比	4
图表 4： 一二三产业对 GDP 的拉动	5
图表 5： 居民人均可支配收入（季调）	5
图表 6： 居民人均消费支出（季调）	5
图表 7： 社会消费品零售规模（季调）	6
图表 8： 社会消费品零售同比增速	6
图表 9： 社零中的餐饮与商品消费规模（季调）	7
图表 10： 各商品板块消费季调环比	8
图表 11： 汽车与地产后周期消费（季调）	8
图表 12： 其他板块的商品消费（季调）	8
图表 13： 商品房及住宅销售面积（季调）	9
图表 14： 固定资产投资环比增速（季调）	9
图表 15： 固定资产投资（季调）	10
图表 16： 基建与制造业投资（季调）	10
图表 17： 房地产开发投资（季调）	11
图表 18： 中国住房库存规模（季调）	11
图表 19： 工业增加值（季调）	12
图表 20： 发电量（季调）	13
图表 21： 出口交货值（季调）	13
图表 22： 调查失业率（季调）	14
图表 23： 调查失业率（季调）	14
图表 24： 二手房挂牌价格指数	15

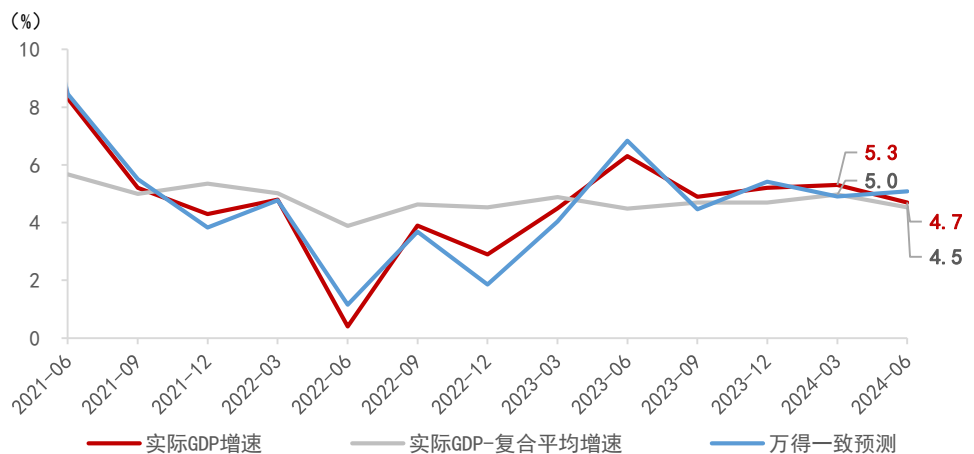
1. 二季度负产出缺口有所扩大

继一季度经济负产出缺口有所收敛后，受到一些阶段性因素的扰动，二季度我国 GDP 环比增速略低于潜在产出增速，导致负产出缺口再度扩大。从结构上看，二季度第一产业增加值增速有所回升，第二、三产业都有所回落，其中第三产业是主要拖累项。同时，居民收入与消费的修复都有一定放缓。

1.1 二季度 GDP 有所回落

国家统计局 7 月 15 日公布 2024 年二季度经济数据。二季度实际 GDP 同比增长 4.7%（前值 5.3%），低于 Wind 一致预测（5.1%）。从以 2019 年为基期的复合同比增速来看，二季度实际产出增速为 4.5%，也较一季度（5.0%）有所回落。

图表1：实际 GDP 同比增速与市场预期增速

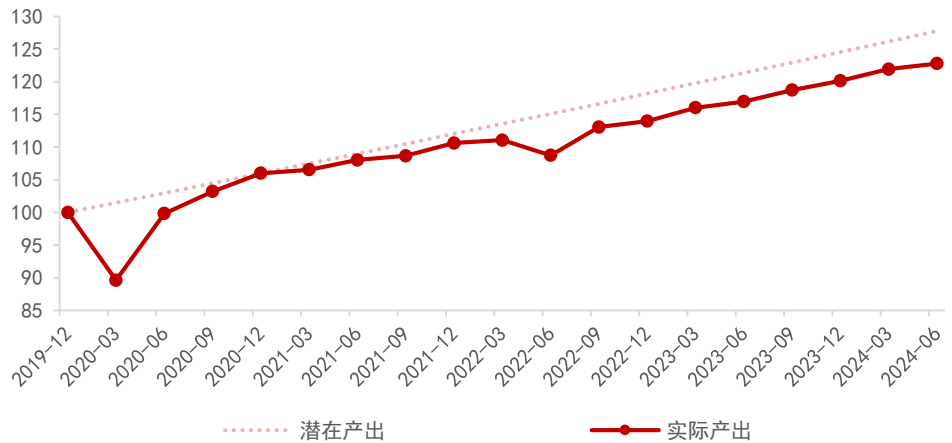


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合平均增速以 2019 年为基期

从季节性调整后的数据来看，二季度 GDP 的环比增速为 0.7%（前值 1.5%），较一季度有所回落，符合我们此前作出的判断：受到一些阶段性因素的扰动（包括财政支出速度暂时偏慢，地产投资进一步下行、南方部分地区洪涝灾害等），二季度经济环比增速或较一季度有所放缓（《制造业产出或保持平稳——对 6 月 PMI 和高频数据的思考及未来经济展望》）。

同时，二季度的 GDP 环比也弱于潜在经济增速（1.2%-1.3%），这意味着二季度负产出缺口再度扩大——与近期核心 CPI 季调之后走弱保持一致。

图表2：中国 GDP 潜在水平与实际水平（4Q19=100）



资料来源：Wind，国联证券研究所

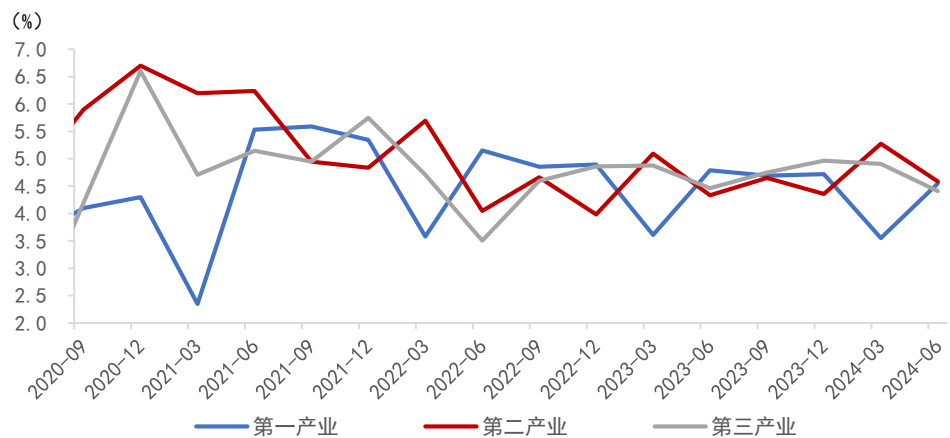
1.2 第三产业回落拖累 GDP 增速

从结构上看，二季度第一产业增加值增速有所回升，第二、三产业都有所回落。

从以 2019 年为基期的复合同比增速来看，第一产业增加值增速为 4.5%（前值 3.5%），较上季度有所回升；第二产业增速为 4.6%（前值 5.3%），在上季度的大幅回升后有所回落；第三产业增速为 4.4%（前值 4.9%），也较上季度有一定放缓。

这与季节性调整后的环比数据相一致。二季度第一产业增加值环比增长 1.4%，较一季度有所上行（+0.6%）；第二、三产业的增加值分别环比增长 1.3%、0.7%（前值+1.6%、+1.1%），分别较一季度放缓 0.3、0.4 个百分点。

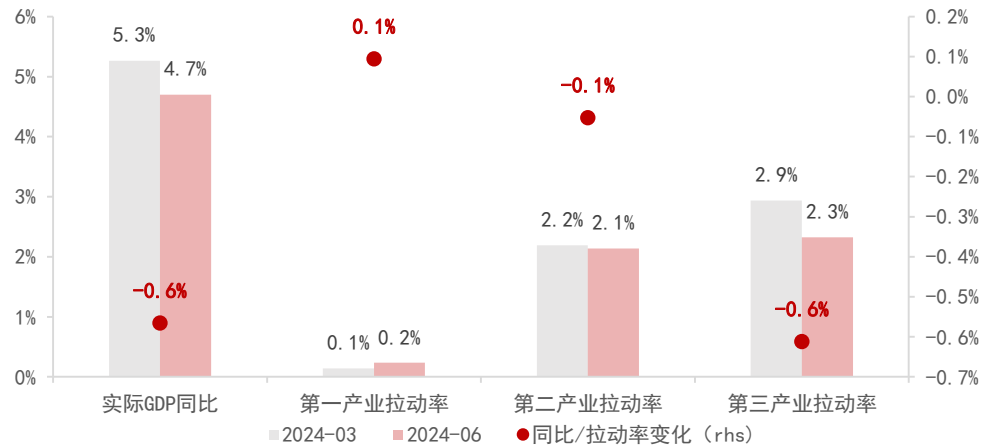
图表3：一二三产业增加值复合同比



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合平均增速以 2019 年为基期

从对实际 GDP 同比的拉动率来看，第三产业增速的回落是二季度 GDP 增速放缓的主要原因，第二产业的回落也有部分贡献。

图表4：一二三产业对 GDP 的拉动

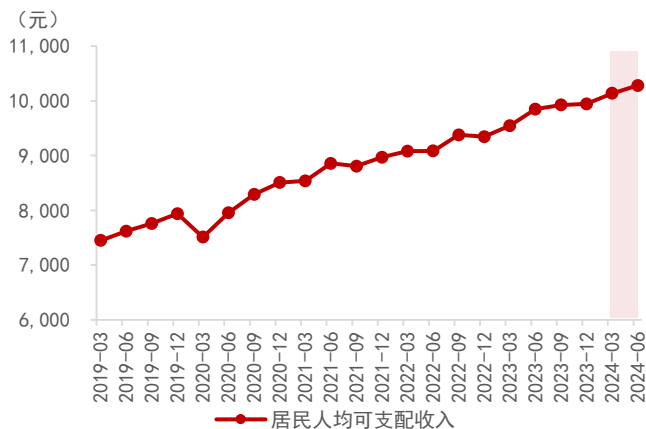


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 居民收入与消费增速放缓

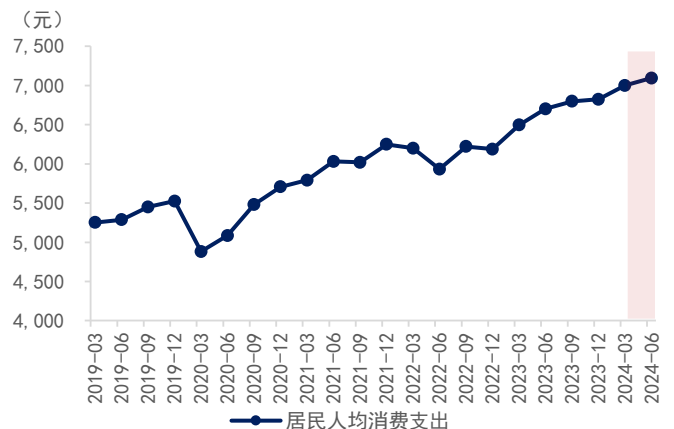
二季度居民人均可支配收入与人均消费支出的环比增速都有一定放缓。季节性调整后，二季度居民人均可支配收入环比增长 1.4%，较一季度增速下降(前值+2.0%)；与收入增速的放缓相对应，二季度人均消费支出环比增速也有所下滑(环比+1.3%，前值+2.6%)

图表5：居民人均可支配收入（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：居民人均消费支出（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

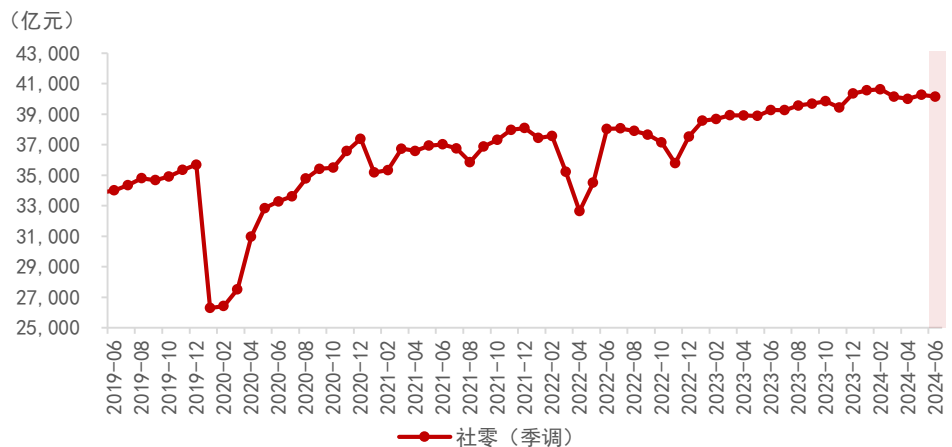
2. 6月需求端：投资继续回升、消费有所放缓

6月需求端出现了一定分化。季节性调整后，6月社零环比有所下降，其中商品消费有所回落，餐饮消费出现反弹；地产销售继续回落；固定资产投资环比进一步回升，其中制造业投资继续环比正增长，基建投资受益于财政支出加快而明显回升，地产投资则继续下滑。

2.1 社会消费品零售数据相对低迷

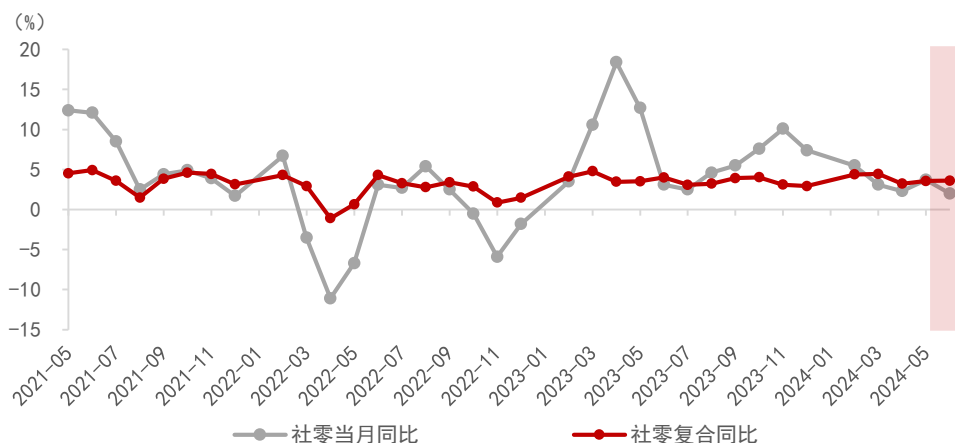
总体而言，季调后，6月社会消费品零售名义规模较上月有所下滑，出现了负增长。6月社零环比下降0.3%（前值+0.7%）。其中商品消费有所回落，餐饮消费出现反弹。

图表7：社会消费品零售规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：社会消费品零售同比增速

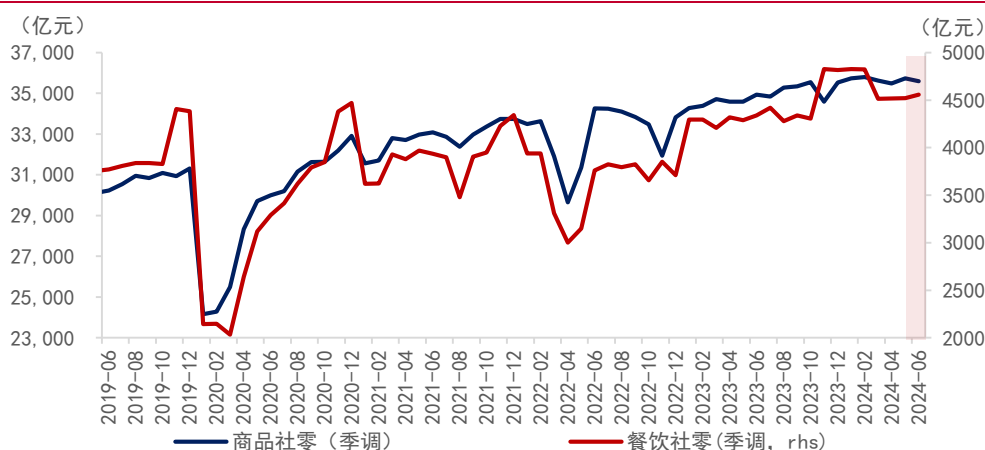


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比增速以2019年为基期

分消费类别而言，6月商品消费有所回落，餐饮消费出现反弹。

季节性调整后，6月商品消费环比下降0.4%（前值：+0.7%），餐饮消费环比增长0.8%（前值+0.1%）。

图表9：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）



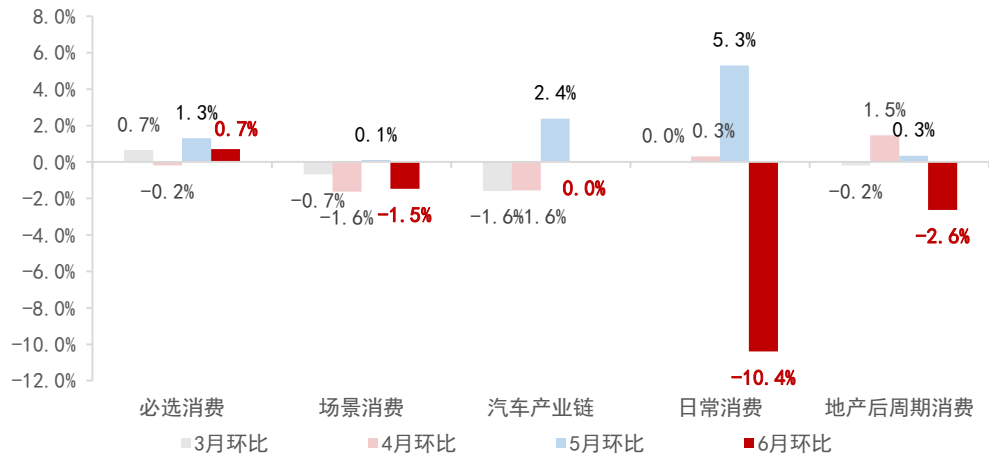
资料来源：Wind，国联证券研究所

分板块来看，6月不同商品板块消费出现分化，其中必选消费继续回升，汽车消费保持平稳，但日常商品、外出相关商品与地产后周期商品的消费都有所回落。

具体而言，从限额以上的商品销售观察：

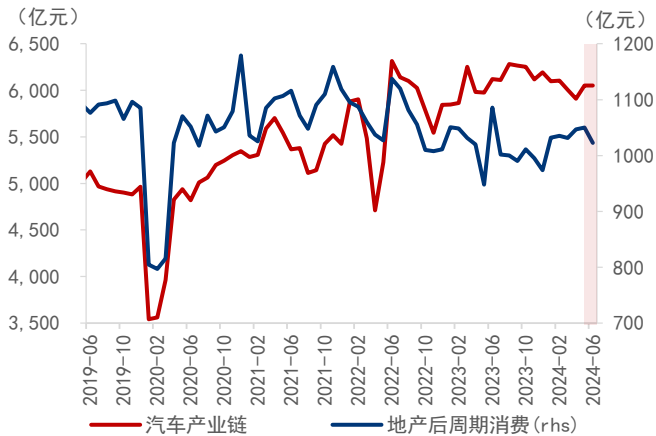
- 粮油、食饮及药品等必选消费继续回升。季节性调整后，其6月环比增长0.7%（前值+1.3%）。
- 汽车消费保持平稳。季节性调整后，6月汽车消费与上月持平（环比0%，前值+2.4%）。
- 但日常商品消费（烟酒、日用品、体育文娱用品等）在上个月的大幅回升后，在6月明显回落。季节性调整后，6月日常商品消费规模环比下降10.4%（前值：+5.3%）。
- 鞋帽服装、化妆品等与外出相关商品消费有所回落。季节性调整后，外出相关消费在6月环比下降1.5%（前值：+0.1%）。
- 家具家电等地产后周期商品消费也出现回落。季节性调整后，地产后周期商品消费在6月环比下降2.6%（前值+0.3%）。

图表10: 各商品板块消费季调环比



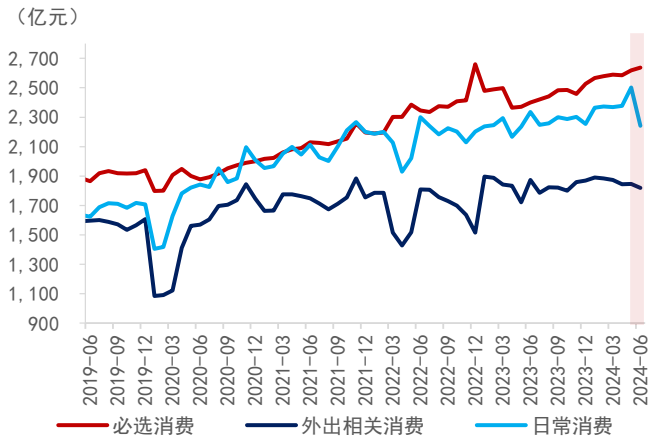
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表11: 汽车与地产后周期消费 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 其他板块的商品消费 (季调)

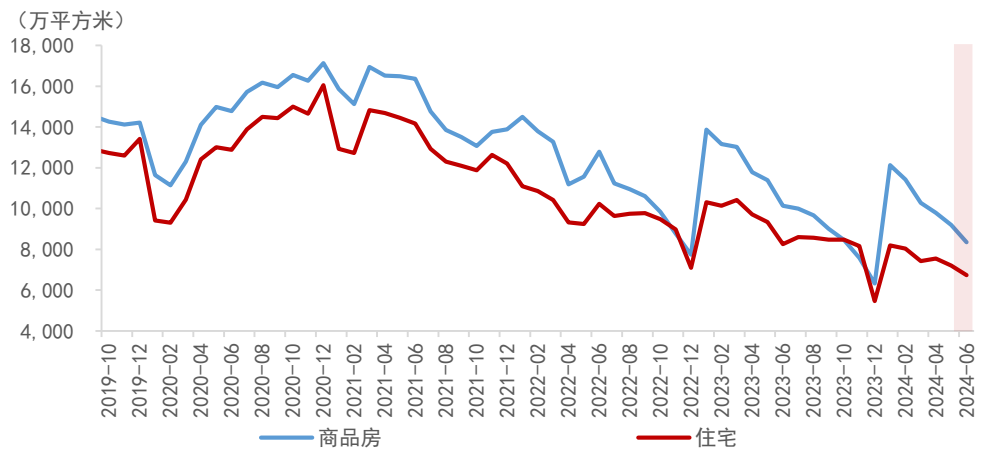


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 地产销售继续回落

6月地产销售规模继续环比下滑。从经过季节性调整的数据来看，6月商品房销售规模环比下降9.3%(前值-6.0%)，其中住宅销售面积环比下降6.7%(前值-4.5%)。

图表13: 商品房及住宅销售面积 (季调)



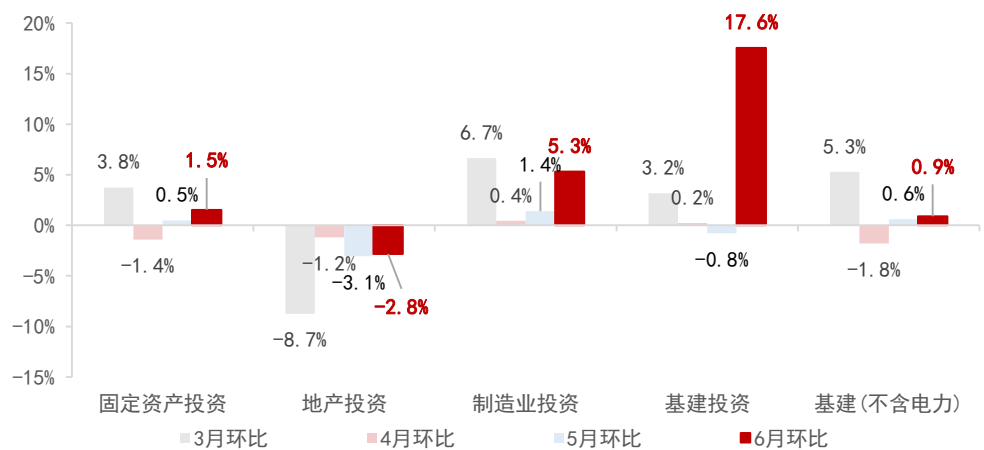
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.3 固定资产投资进一步回升

6月固定资产投资在季节性调整后整体进一步环比回升。其中,制造业投资继续环比正增长,基建投资明显回升,地产投资则继续下滑。

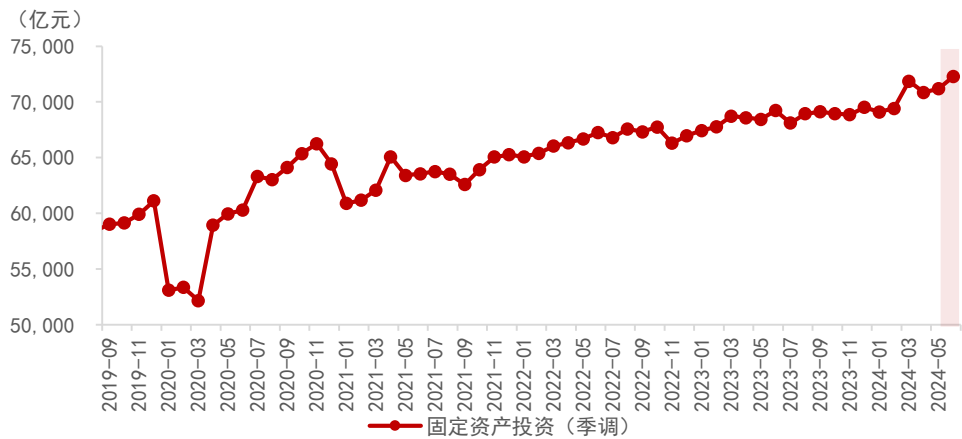
从经过季节性调整后的数据来看,6月固定资产投资规模环比增长1.5%(前值+0.5%),说明6月固定资产投资规模整体进一步回升。

图表14: 固定资产投资环比增速 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 固定资产投资 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

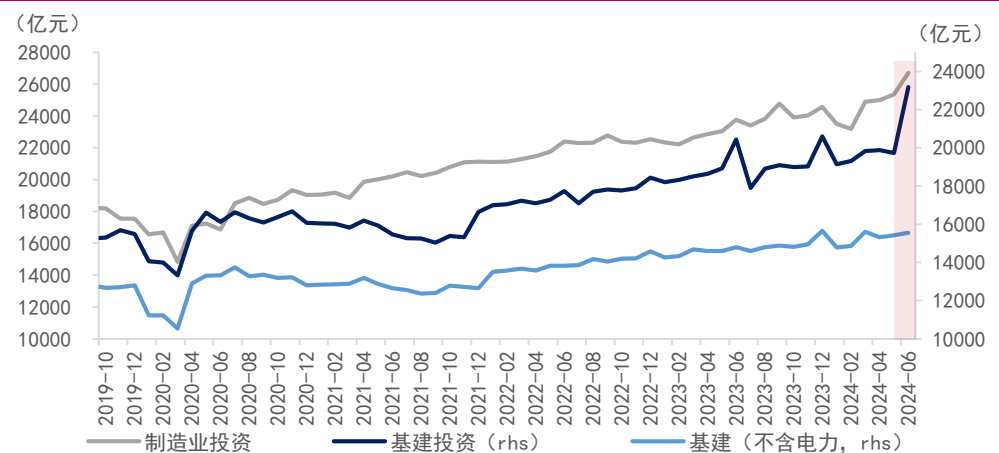
从结构上来看:

制造业投资继续回升。季节性调整后,6月制造业投资延续了3月以来的环比增长趋势,其环比增速为+5.3%(前值:+1.4%),绝对值再创历史新高。

电力相关的基建投资明显回升。季节性调整后,6月广义的基建投资(包含电力)环比增长17.6%(前值-0.8%)。其中,不包含电力的狭义基建投资环比增速为+0.9%(前值+0.6%),这意味着可能主要是电力相关领域的投资带动了基建投资的反弹。

基建投资的回升可能与财政发力节奏加快有关。自从四月政治局会议¹提出,“要及早发行并用好超长期特别国债,加快专项债发行使用进度”后,超长期特别国债与专项债发行使用节奏都有所加快,拉动基建投资回升。

图表16: 基建与制造业投资 (季调)

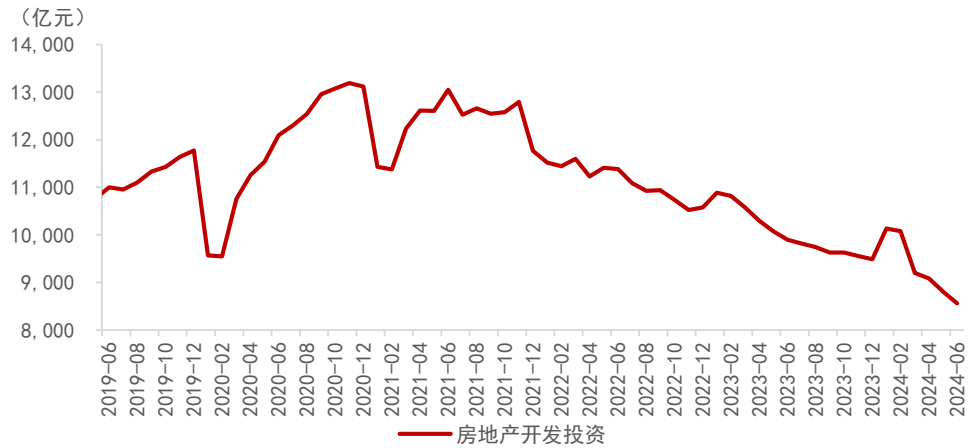


资料来源: Wind, 国联证券研究所

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content_6948449.htm

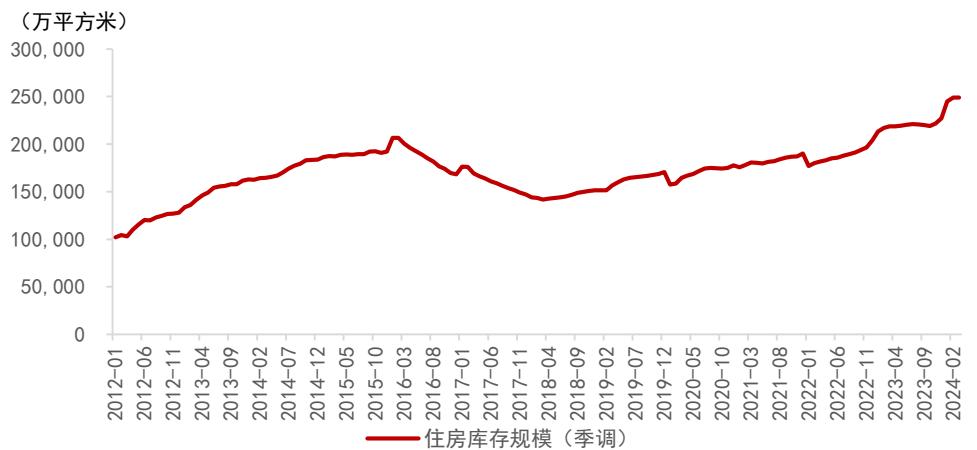
地产投资继续环比回落。季节性调整后，6月地产投资规模环比回落2.8%（前值-3.1%）。由于居民部门以及地产企业都具有较高的地产库存，给地产投资带来了下行压力，相应“去库存”措施也在研究落实中。

图表17：房地产开发投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18：中国住房库存规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

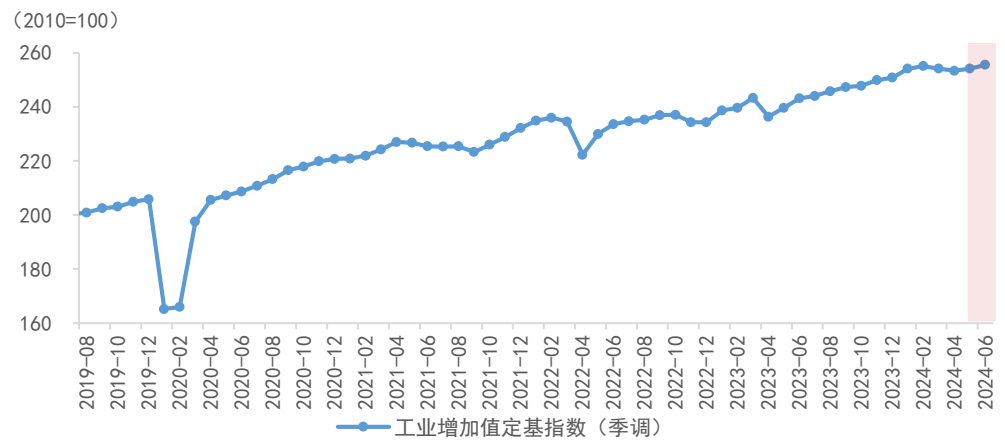
3. 6月生产端：工业增加值进一步回升

与需求端固定投资的进一步回升相对应，6月生产端也有一定改善。剔除季节性因素的影响后，6月工业增加值和发电量都有所回升；工业企业出口交货值则有所回落，这可能主要是受到航运价格继续上涨与集装箱紧张导致部分货物积压的影响。

3.1 工业增加值继续回升

6月工业增加值同比增长5.3%（前值5.6%）。季节性调整后，6月工业增加值环比增长0.5%（前值：+0.3%）。

图表19：工业增加值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 发电量有所回升，出口交货值回落

从季节性调整后的数据来看，6月发电量有所回升。季节性调整后，6月发电量环比增长0.5%（前值：-0.2%）。

图表20: 发电量 (季调)

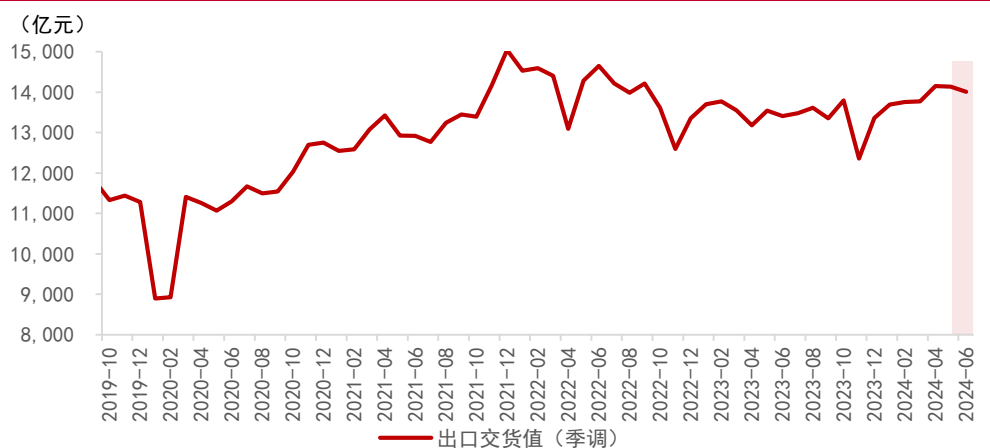


资料来源: Wind, 国联证券研究所

与此同时, 6月出口交货值则有所回落。季节性调整后, 6月工业企业出口交货值环比下降 0.9% (前值: -0.1%)。我们认为, 这可能与航运价格在 6月继续上涨, 导致一些轻工商品推迟出运在工厂积压, 影响后续生产有关。

从 6月出口整体保持平稳以及大企业订单仍处于高位判断, 出口交货值的回落可能只是阶段性现象。在外需景气扩张以及补库存需求的支撑下, 后续出口交货值有望迎来回升。

图表21: 出口交货值 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

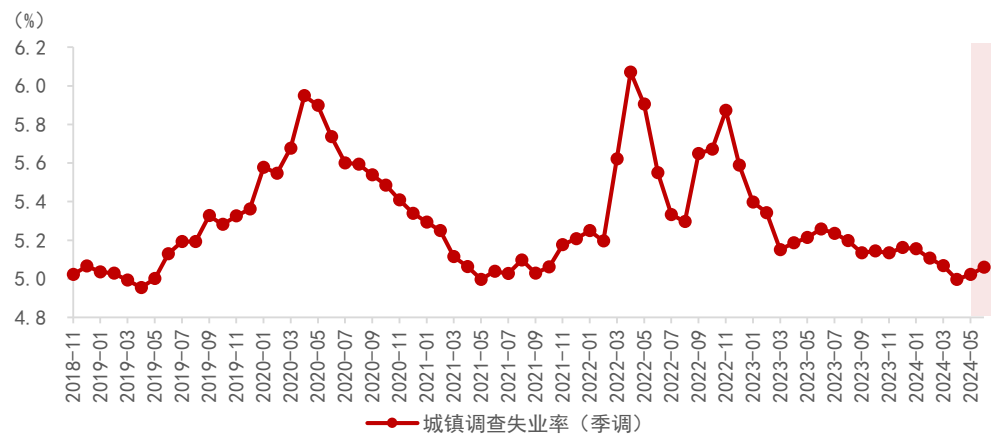
4. 就业形势保持平稳

季节性调整后，6月城镇调查失业率基本保持平稳。同时，31大中城市的调查失业率也与上月持平。

4.1 城镇调查失业率保持平稳

6月城镇调查失业率为5.0%，与5月（5.0%）持平。季节性调整后，5月城镇调查失业率为5.1%（前值5.0%），基本保持平稳。

图表22：调查失业率（季调）

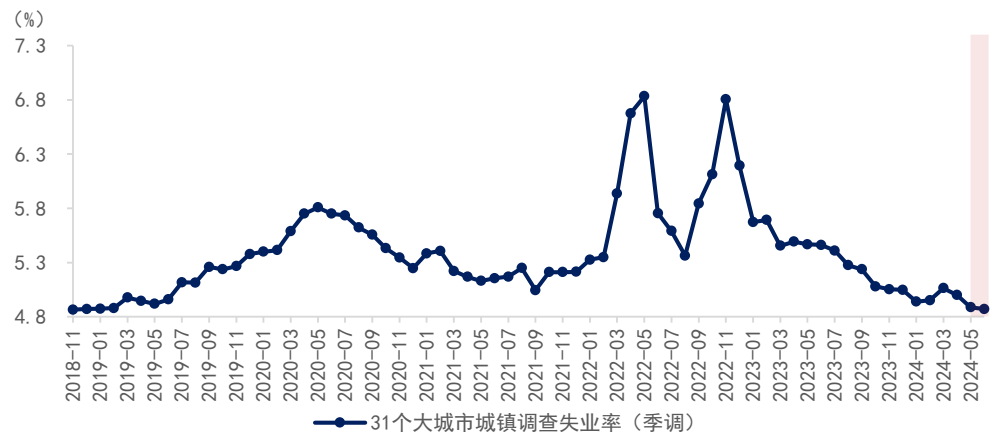


资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 大中城市调查失业率与上月持平

31大中城市调查失业率在6月为4.9%（前值4.9%）。季节性调整后，6月31大中城市调查失业率为4.9%，也与上月持平。这意味着，大中城市的就业形势可能也保持了较为平稳的状态。

图表23：调查失业率（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

5. 未来经济与政策展望

受到阶段性因素的扰动，二季度经济环比增速放缓，但6月经济数据也传递了一些积极的信号。综合而言，尽管经济短期出现波动，我们整体仍继续维持中国经济的新周期可能推动经济复苏的判断。

5.1 二季度经济有所放缓，但6月数据包含积极因素

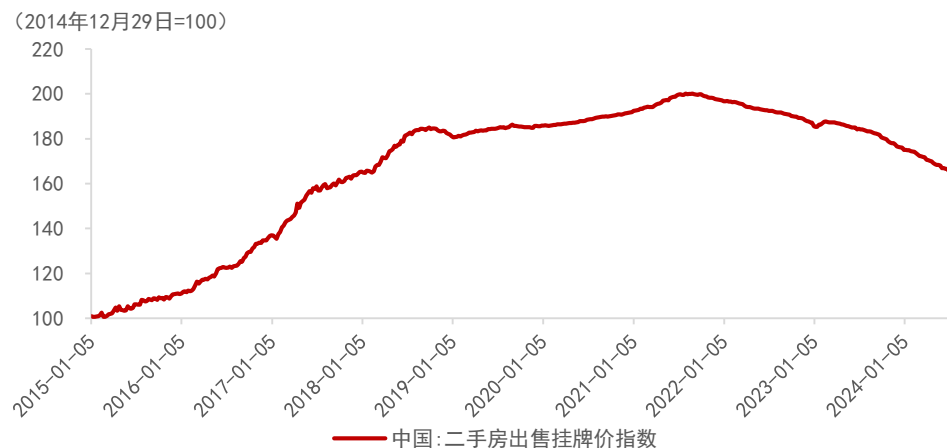
总体而言，继一季度经济负产出缺口有所收敛后，二季度我国GDP环比增速较一季度有所放缓，且低于潜在产出增速，导致负产出缺口再度扩大。

从结构上来看，需求端，二季度的居民收入与消费支出的增速都有所放缓（环比增速分别较一季度回落0.6、1.3个百分点），固定资产投资增速也略有放缓，这也与二季度产出端的结构分化相对应：第一产业增加值增速有所回升，但第二、三产业都出现了回落，其中第三产业是主要拖累项。

我们认为，一些阶段性因素的扰动可能是投资放缓的主要原因，包括财政支出速度偏慢、南方部分地区洪涝灾害等影响施工进度等（《短期因素对经济复苏构成扰动——4月经济数据及地产最新政策的点评》）。

而居民消费的增速放缓可能与居民风险偏好的下降有关。一方面，二季度居民消费的放缓幅度比收入更为明显。另一方面，社零的数据也显示，二季度可选消费环比回落的幅度大于必选消费（鞋服等外出相关消费、体育文娱用品等日常消费、地产后周期消费、必选消费在二季度的环比分别较一季度下行4.6、3.6、3.3、2.2个百分点）。

图表24：二手房挂牌价格指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

居民风险偏好的下降可能部分与地产价格的调整幅度在二季度加大有关。二季度二手房挂牌价指数环比下降 5.2% (前值-4.5%)。当然地产价格的调整可能也受到风险偏好收缩的影响。此外,可能还有一些其他因素对居民的风险偏好产生了影响,具体情况还有待进一步研究。

但是,从二季度经济的关键指标上看,4-6月的制造业投资的持续扩张,还在继续验证了我们关于宏观经济新周期可能正在启动的观点。这意味着,二季度经济修复的放缓可能只是阶段性现象,随着扰动因素过去,经济有望重新回到复苏轨道。

从最新的数据来看,6月数据也传递了一些积极信号。季节性调整后,6月固定资产投资总体进一步环比回升(环比+1.5%,前值+0.5%),其中制造业投资保持环比正增长,基建投资受益于财政支出加快而明显回升。

5.2 新周期下,后续经济有望温和复苏

展望未来,我们整体而言仍维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动,经济有望温和复苏的观点。

除了资本开支增长继续得到最新的数据验证外,相关稳增长措施的持续推出与落地,也有望对需求的修复构成支撑。近期,部分核心一些城市进一步优化调整房地产政策,降低首付比例²;财政支出也有望在下半年追赶进度,5-6月基建投资已经出现明显的回升迹象。这一系列稳增长措施的落地或将对下半年经济增长起到支撑作用。

此外,正在举行的三中全会也值得密切关注。我们期待会议进一步深化改革,推出更多市场化、法治化的新举措。这也将有利于提振消费者与企业家风险偏好,推动经济更快复苏。

6. 风险提示

经济、政策与预期不一致,地产出现超预期的信用风险事件,海外地缘政治事件超预期。

² https://www.beijing.gov.cn/zhengce/zcid/202406/t20240627_3729888.html

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼