



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：赵宏鹤

执业证号：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师：张鑫楠

执业证号：S0100524030003

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

➤ 恰逢三中全会召开，今天公布的经济数据意味深长，可能是大会定调的重要风向标。整体上，二季度 GDP 增速 4.7%，较一季度略有回落，上半年刚好持平 5% 的增长目标，考虑到去年相对偏低基数的情况下，这可能意味着大会的整体基调会是“从长计议”；从结构上看，供给端强、需求端弱的情况进一步加剧，我们有理由预判，科技、产业等供给端政策依旧会是重头戏，而需求端政策可能更要兼顾当前和长远，徐徐图之，例如此前市场热议的消费税等改革。

➤ 如何评价二季度经济增长 4.7%？

➤ 如果对标政府工作报告，刚好达成任务进度。上半年实际 GDP 增长 5.0%，刚好达成“5%左右”的全年目标增速；失业率 5.0%，低于“5.5%左右”的目标水平。

➤ 如果对标数据本身，二季度经济还存在三个重要特征。

一是环比弱于 Q1。看实际 GDP 的同比增速，在低基数的基础上，二季度的 4.7% 仍然稍低于一季度的 5.3%。从 GDP 的季调环比折年率来看，今年一季度达到 6.1%，二季度下降至 2.8%。

二是名义弱于实际。二季度名义 GDP 增速 4.0%，自去年二季度以来连续第 5 个季度低于实际 GDP 增速，需求偏弱、供给偏强、以价换量的局面还在延续。相应的，二季度季调后的工业产能利用率是 74.9%，仍然处于近年低位。

三是内需弱于外需。二季度美元出口同比增长 5.9%，相比之下二季度社零同比增长 2.7%、固投同比增长 3.6%，均低于出口增速。去年下半年以来，制造业财新 PMI 逐渐超越中采 PMI，映射的正是外需强于内需的格局。

➤ 所以，结合三个维度评价，二季度经济顺利达成了年初既定的目标进度，同时在边际动能、通胀和内需方面又有美中不足之处。

➤ 4.7%如何为政策空间留白？

➤ 要保证全年经济增速在 5% 以上，下半年 GDP 的季调环比不能低于 1.4%。假设三、四季度的 GDP 季调环比均为 1.4%，对应同比将分别为 4.9%、5.0%，全年经济增速将刚好达到 5.0%。

➤ 考虑到二季度的 GDP 季调环比仅有 0.7%，下半年的宏观政策可能存在释放的空间，以抬升经济特别是内需增长动能。

➤ 加速用好存量政策的概率高于推出大规模增量政策。当前各类宏观政策大体处于两种状态，一种存量空间尚未释放完毕，以财政为例，上半年地方专项债发行进度还不到全年额度的 40%，先要考虑如何用好足存量额度。另一种增量空间受内外因素掣肘，以货币为例，央行当前需要统筹考虑稳汇率、稳息差等因素，

相关研究

1. 美国大选点评：枪声后的大选轨迹-2024/07/14
2. 2024年6月外贸数据点评：三条线索，出口还能强多久？-2024/07/12
3. 央行动态点评：央行“临时回购”的新义与深意-2024/07/08
4. 宏观事件点评：6月非农：繁花落？降息定？-2024/07/06
5. 宏观事件点评：微妙的均衡：股市和汇率谁先破局？-2024/07/05

下调政策利率需等待美联储降息、汇率和息差压力缓解。

➤ 另外，近期欧洲议会和美国大选的天平都开始出现倾斜，考虑到外部形势的不确定性和严峻性进一步上升，**宏观政策还需要为下一阶段的不确定性留出空间。**

6月具体分项数据方面：

➤ **工业：生产动能开始弱化？**2024年6月工业增加值同比增速为5.3%（5月为5.6%），似乎再次传达出生产减速的信号。在“新质生产力”的政策号召下，工业生产整体情况受高技术产业影响颇大，**高技术产业工增同比从5月的10%降至6月的8.8%，这也是工业生产降温留下的“痕迹”**，包括电子设备和汽车两大“含科技量”较高的行业对工增同比的拉动也在减弱。

工业生产加速的两大“挡道石”。一方面，**产能出清仍为全场的“焦点”**——二季度产能利用率虽有所回升，却仍低于过去四年的产能利用率均值。产能利用率的回升说明工业产能出清取得一定成果，但产能利用率整体依旧偏低说明工业供强需弱的问题仍在发酵中，这可能会在一定程度上抑制厂商的生产动能（包括6月进一步下行的PMI生产指数也是另一力证）。另一方面，**工作日天数看似“星星之火”、实则“可以燎原”**——工业增加值增速的变化时常被工作日天数所左右，5月工作日天数与2023年持平，而6月工作日天数比2023年少了两天，工作日天数的变动导致6月工业生产动能稍显不足。

➤ **基建：比起广义基建增速，更看广义与狭义基建增速的“背道而驰”。**6月广义基建投资同比增速为10.2%（5月为3.8%），成功扭转今年以来基建投资增速持续下滑的局势。通过基建投资细项数据来看，6月广义基建投资增速的上行更多是受到来自于公用事业板块的拉动，这也解释了6月广义与狭义基建投资增速的“背道而驰”——6月剔除公用事业板块的狭义基建投资增速仅为4.6%（5月为4.9%），再续下滑态势。**广义基建的“上”说明了由中央投资主导的电、热、水供应是目前基建投资的焦点所在，但狭义基建的“下”说明了基建内生动能依旧偏弱。**

基建既是“顺风而行”、更是“逆风而上”。“顺风”因素包括超长期特别国债开启发行等；“逆风”因素包括发改委审批的固投项目金额并不及往年同期、初夏我国多地恶劣气候影响建筑施工、新增专项债发行虽步入加速通道但整体规模仍不及往年同期、城投债净融资规模降幅继续扩大等。**结合近期基建生产端的数据表现来看，可能是“逆风”吹得更猛**——譬如沥青开工率远落后于历史同期水平、挖掘机开工小时数也处于历史同期较低位。往后看，基建回升的动能主要源自地方财政的支出力度。

➤ **地产：投资延续弱势、成交改善能否持续？**6月地产投资的各项数据继续保持弱势，地产投资当月同比-10.1%，开工、施工、竣工面积的下降幅度和5月相比基本没有出现明显的改善。

有改善的可能在于5.17新政之后，居民成交意愿在6月有体现。6月的销售面积降幅收窄，资金端中居民预付款和按揭贷款占比较大的其他资金来源较5月出现了向上的变化。实际上，5.17新政对二手房的影响要好于新房，6月的二手房成交面积同比增速已经回正，因为二手房房价下跌得更多，稳地产政策出台后，对居民的吸引力度更高。进入7月，新房和二手房的成交面积都有不同程度的下滑，稳地产政策的持续性有待观察。

➤ **制造业：投资的重要支撑。**在地产弱势、基建减速的趋势下，制造业投资承

担着支撑投资的“重要角色”，6月制造业投资同比+9.3%，领先其他分项。制造业投资增速加快的子行业集中在中上游行业，包括纺织、化学原料、有色加工，但一些下游、“科技感”更重的行业增速边际反而有放缓，像运输设备、电气、计算机等。下游的产能利用率偏低可能抑制了这些行业的扩产意愿。

➤ **限额以上社零转负，消费走势波动。**6月社零同比2.0%略低于预期，主要面临两个“逆风”：一是今年“618”购物节向五月分流，且全网零售总额低于去年同期；二是居民对汽车降价促销持续观望，6月汽车零售同比降幅走阔至6.2%，也是6月限额以上社零转负的原因之一。

信心和物价的修复是下半年消费的看点。二季度末居民消费倾向继续回升，同比好于2023年但距2019年同期仍有修复空间；而通胀的温和回升也有利于支撑后续名义社零增速。

➤ **风险提示：**政策力度变化超预期；经济基本面变化超预期。

图1：本轮GDP名义低于实际增速已持续5个季度



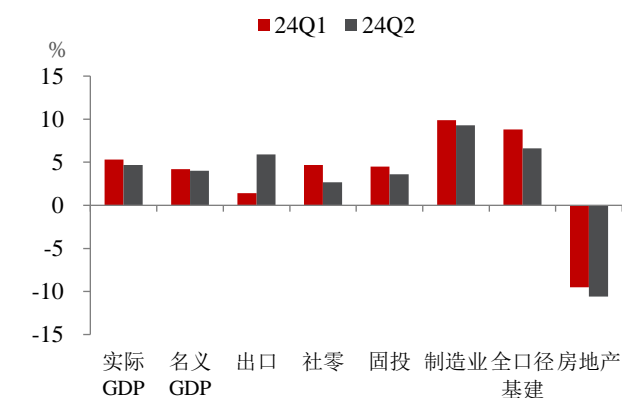
资料来源：wind，民生证券研究院（截至到2024年6月）

图2：工业产能利用率仍然处于近年低位



资料来源：wind，民生证券研究院（截至到2024年6月）

图3：GDP和主要分项的同比增速对比



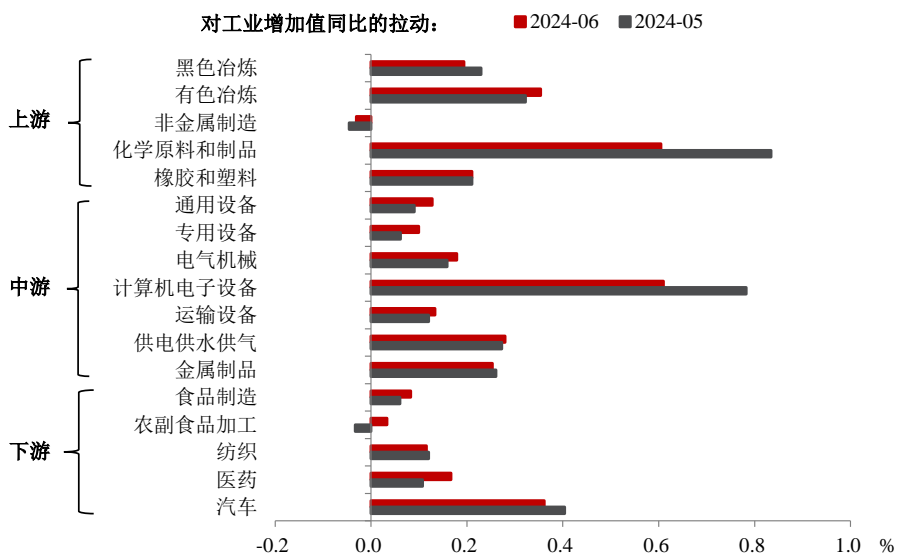
资料来源：wind，民生证券研究院（截至到2024年6月）

图4：下半年实际GDP季调环比和同比估算

	季调环比	当季同比	累计同比
24Q1	1.5	5.3	5.3
24Q2	0.7	4.7	5.1
24Q3E	1.4	4.9	5.0
24Q4E	1.4	5.0	5.0

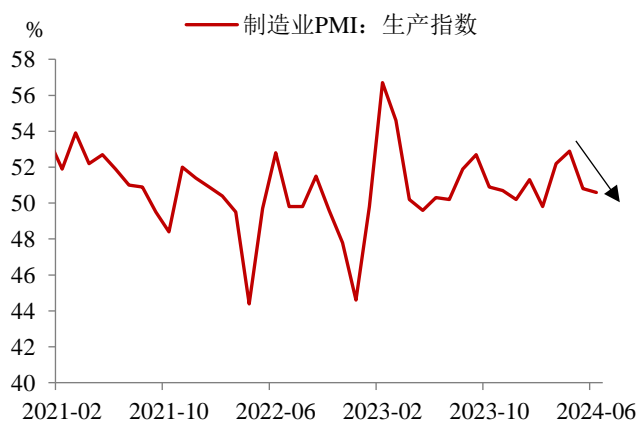
资料来源：wind，民生证券研究院（截至到2024年6月）

图5：6月部分与“含科技量”较高的行业生产在降温



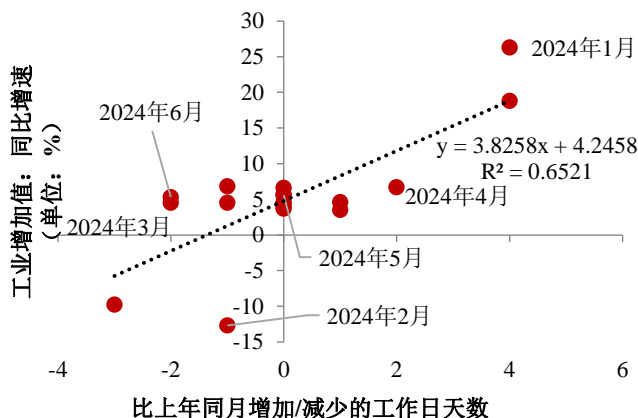
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：PMI 生产指数仍处于下行通道中



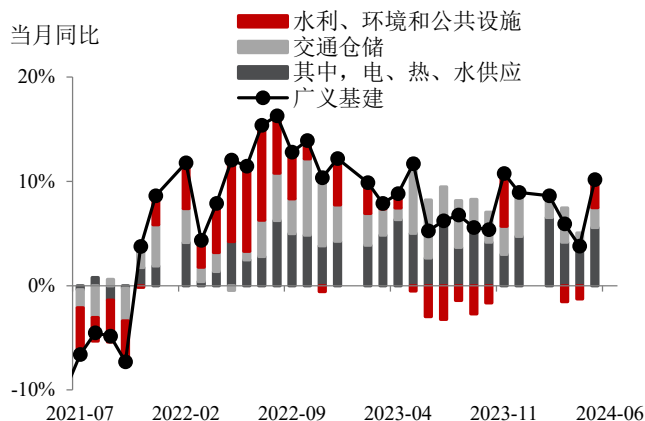
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：工作日天数减少也会抑制工增加速动能



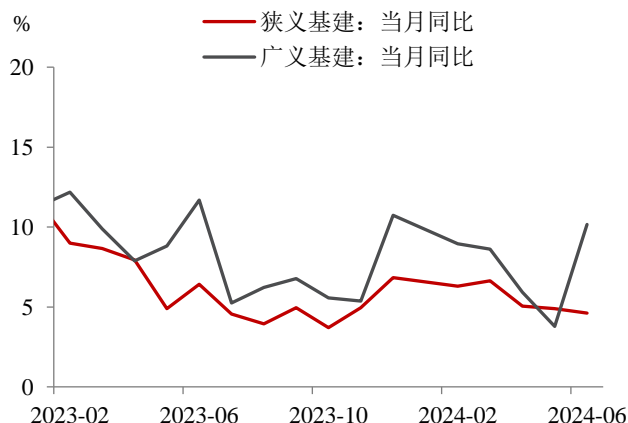
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：6月广义基建投资更多是由公用事业板块拉动



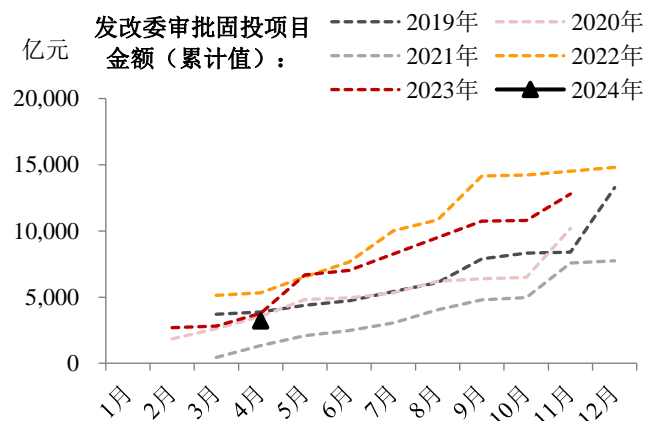
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：广义与狭义基建同比增速“背道而驰”



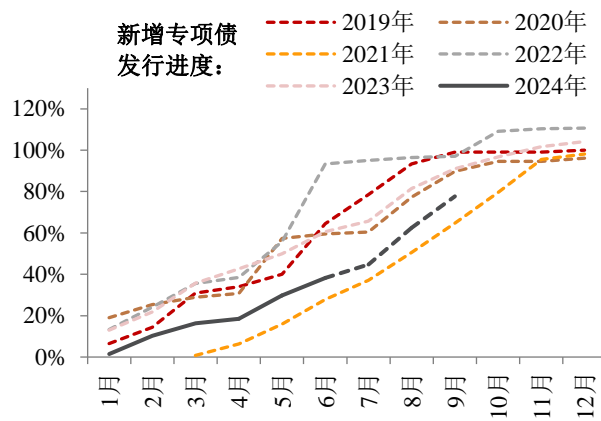
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：今年发改委审批的固投资项目金额不及往年水平



资料来源：CEIC，民生证券研究院（截至到2024年6月）

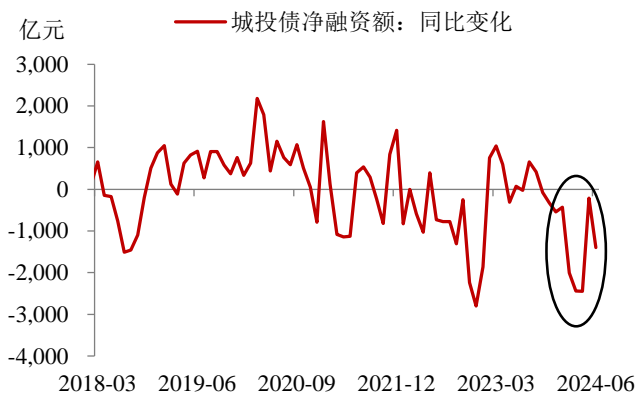
图11：专项债发行加速并未扭转整体进度偏缓的局势



资料来源：Wind，民生证券研究院

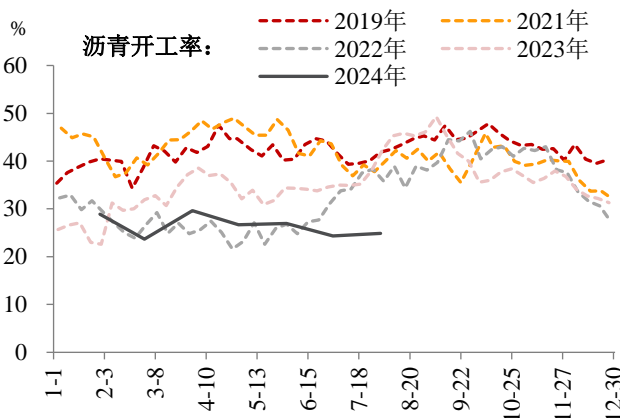
注：7-9月发行进度是根据地方发债计划估算。

图12：城投债净融资规模依旧不佳



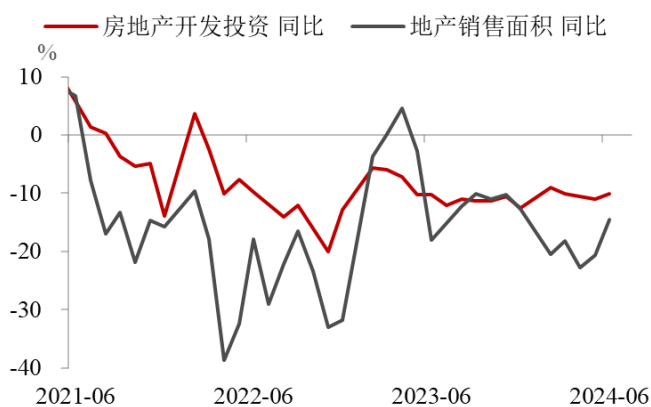
资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：沥青开工率依旧在低位徘徊



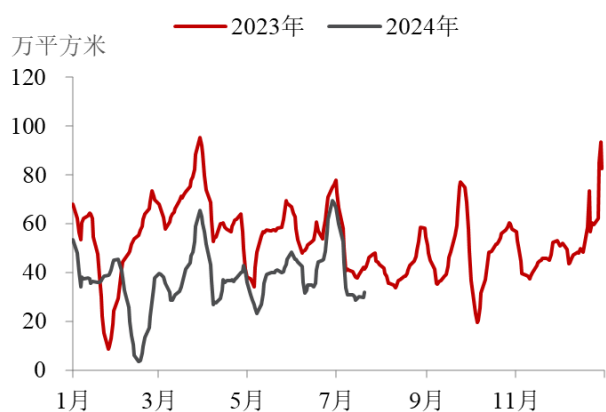
资料来源：Wind，民生证券研究院

图14: 5.17 新政后, 6月新房销售改善



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 7月第1周新房成交再度回落



资料来源: wind, 民生证券研究院 (三十大中城市新房成交)

图16: 6月二手房成交回正



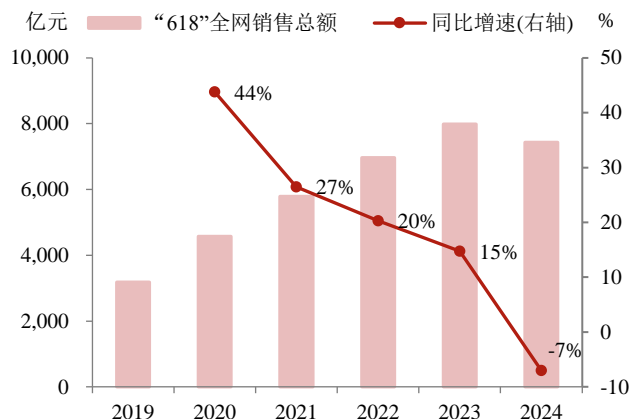
资料来源: wind, 民生证券研究院 (18城二手房成交)

图17: 6月限额以上社零同比转负



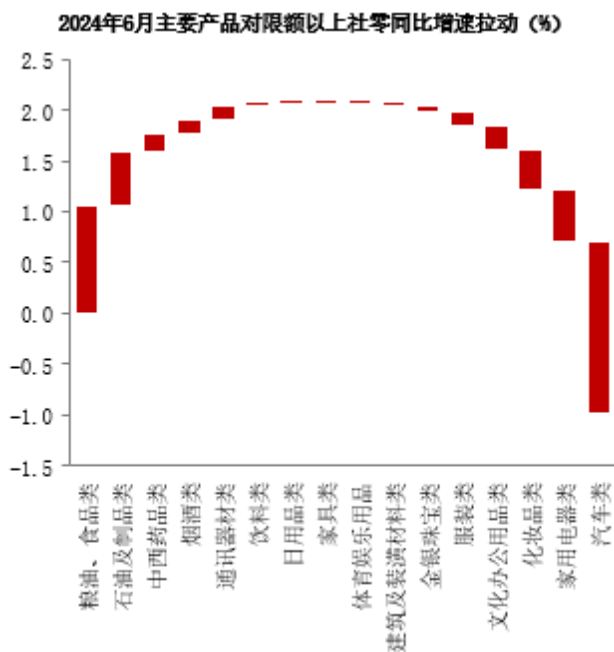
资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 今年“618”全网零售总额低于去年同期



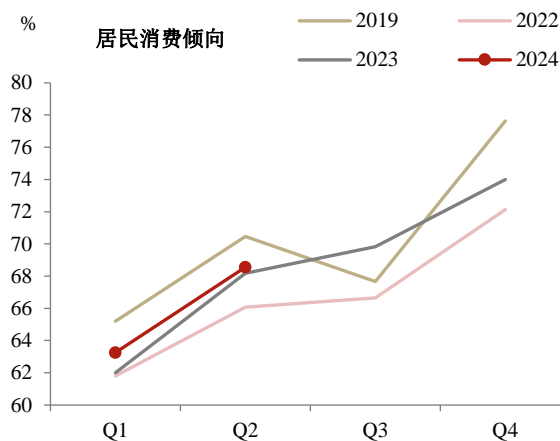
资料来源: 各电商平台, 民生证券研究院 (截至到 2024 年 6 月)

图19: 6月社零分项拉动情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 二季度居民消费倾向持续修复



资料来源: wind, 民生证券研究院 (截至到 2024 年 6 月)

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026