

中国宏观经济月报

2024/7/16

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

内需疲弱继续制约经济发展动能

事件：

7月15日，国家统计局公布2024年6月及上半年主要经济数据：

1. 上半年GDP录得61.7万亿元，实际同比增长5.0%。其中，一产增加值3.1万亿元，实际同比增长3.5%；二产增加值23.7万亿元，增长5.8%；三产增加值35.0万亿元，增长4.6%。分季度看，Q1同比增长5.3%，Q2同比增长4.7%。

2. 6月社会消费品零售总额同比增长2%（前值为3.7%），环比增长-0.12%，低于历史同期平均水平。

3. 6月工业增加值同比增长5.3%（前值为5.6%），环比增长0.42%，略低于历史同期平均水平。

4. 上半年固定资产投资同比增长3.9%，其中，制造业投资同比增长9.5%（前值为9.6%），基建投资同比增长5.4%（前值为5.7%），房地产开发投资同比-9.5%（前值为-9.4%）。

经济数据呈现以下特点：

- 二季度经济增长动能趋弱，实现全年5%的增长目标压力较大

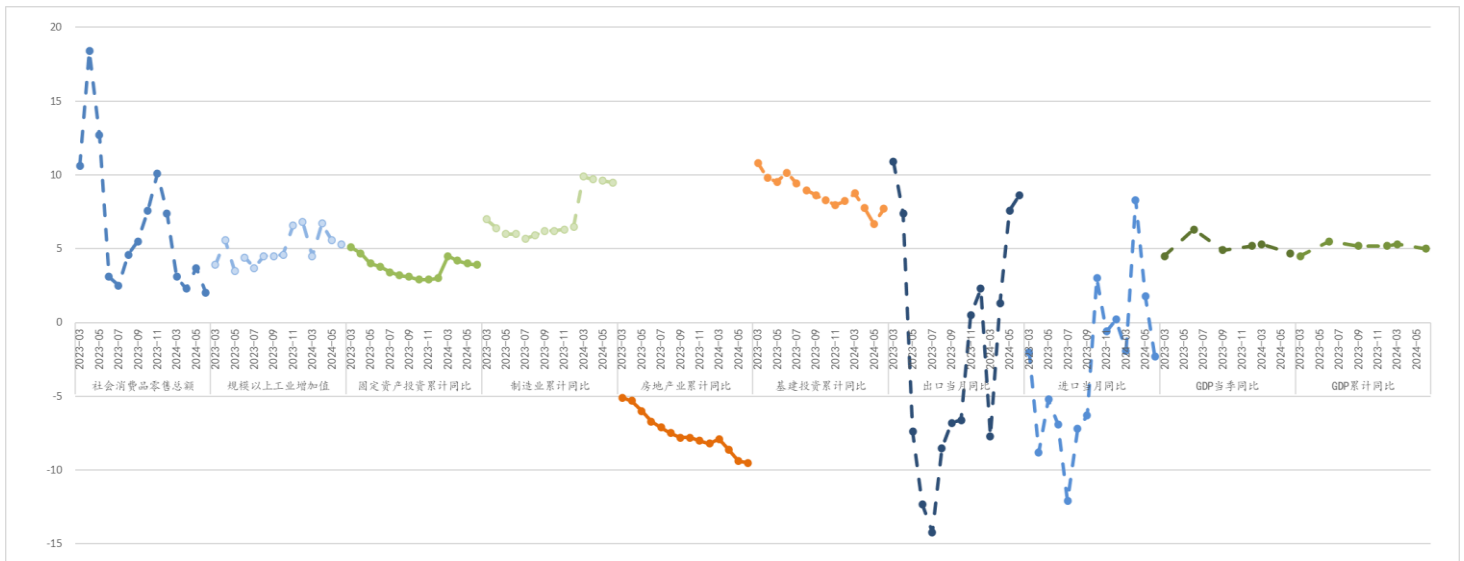
Q2 GDP实际同比增速4.7%，较Q1回落0.6个百分点。国家统计局对二季度经济形势的定位为“形有波动、势仍向好”。

从同比增速看，Q2增速是在上年低基数的基础上录得的；从环比增速看，Q2环比增速为0.7%，较Q1低0.9个百分点；二者均指向Q2增长动能趋弱。

上半年GDP同比增长5%，要实现全年5%的增长目标，下半年增速需要达到5%以上。如果政府

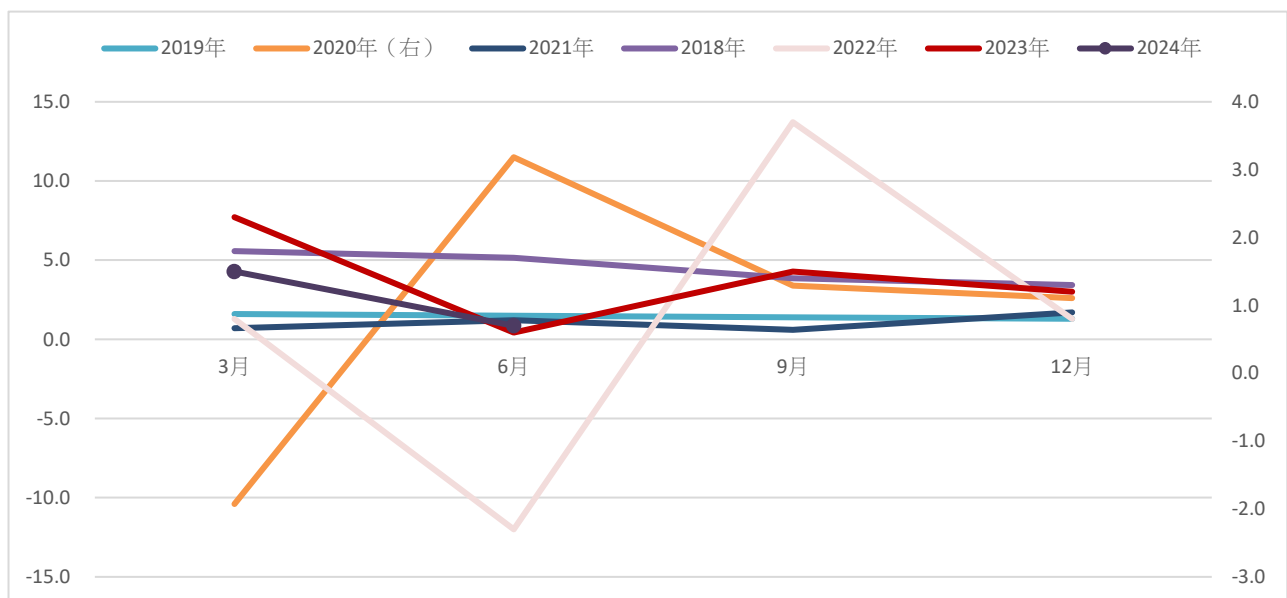
不推出有力的政策举措，按当前趋势发展下去，下半年实现这一增速目标的压力较大。

图表 1：主要经济指标走势



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 2：GDP 环比增速回落



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 3: 主要经济指标热力图

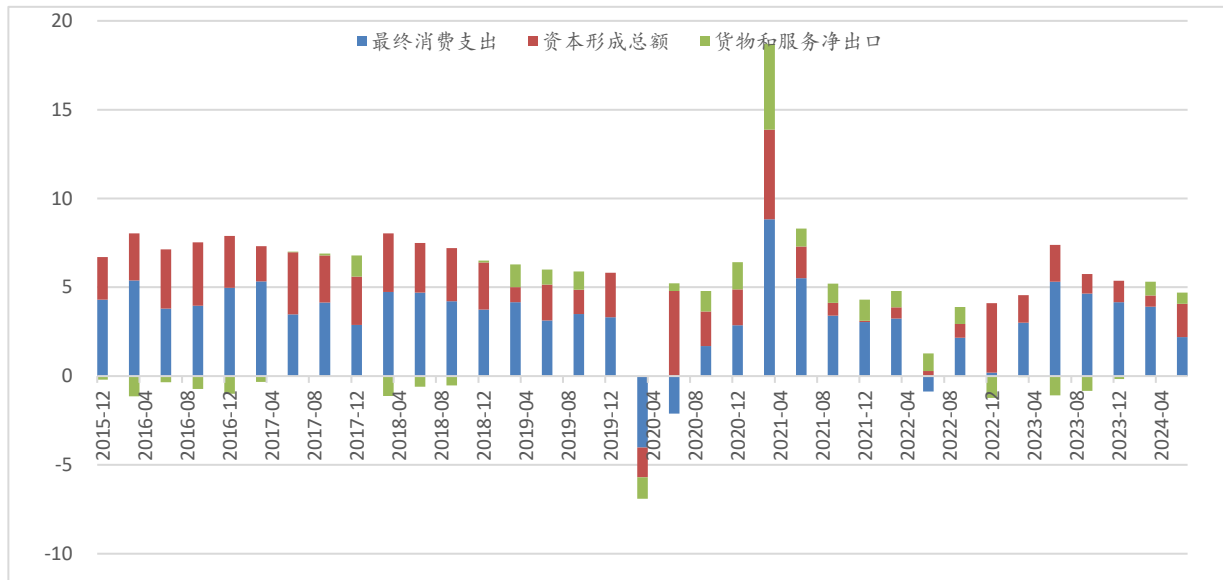
	GDP		景气度 (PMI指数)		就业			需求				物价		金融					
	当季同比	两年平均	制造业	非制造业	失业率	消费品零售	工业增加值	固定资产投资	制造业	房地产业	基建	出口	进口	CPI	PPI	社融	M0	M1	M2
2021-01			51.3	52.4	5.4						10.0	6.0	(0.3)	0.3	13.0	(3.9)	14.7	9.4	
2021-02			50.6	51.4	5.5			1.0	(3.0)	5.8	(0.7)	23.0	13.1	(0.2)	1.7	13.3	4.2	7.4	10.1
2021-03	18.3	5.1	51.9	56.3	5.3	6.3	6.2	2.7	(1.5)	6.3	3.0	10.2	17.1	0.4	4.4	12.3	4.2	7.1	9.4
2021-04			51.1	54.9	5.1	4.3	6.8	3.7	0.3	7.6	3.3	16.7	11.0	0.9	6.8	11.7	5.3	6.2	8.1
2021-05			51.0	55.2	5.0	4.5	6.6	4.0	1.3	7.8	3.3	11.0	12.9	1.3	9.0	11.0	5.6	6.1	8.3
2021-06	7.9	5.7	50.9	53.5	5.0	4.9	6.5	4.5	2.6	7.4	3.5	15.0	19.0	1.1	8.8	11.0	6.2	5.5	8.6
2021-07			50.4	53.3	5.1	3.6	5.6	4.2	2.6	7.2	2.7	12.8	12.8	1.0	9.0	10.7	6.1	4.9	8.3
2021-08			50.1	47.5	5.1	1.5	5.4	4.2	3.1	6.8	2.3	17.0	14.3	0.8	9.5	10.3	6.3	4.2	8.2
2021-09	4.9	5.0	49.6	53.2	4.9	3.8	5.0	4.0	3.6	6.3	2.0	18.3	15.3	0.7	10.7	10.0	5.5	3.7	8.3
2021-10			49.2	52.4	4.9	4.6	5.2	3.9	4.0	6.0	1.9	18.6	12.3	1.5	13.5	10.0	6.2	2.8	8.7
2021-11			50.1	52.3	5.0	4.4	5.4	3.9	4.7	5.6	1.6	21.1	17.2	2.3	12.9	10.1	7.2	3.0	8.5
2021-12	4.0	5.3	50.3	52.7	5.1	3.1	5.8	3.9	5.4	5.0	1.8	19.5	13.4	1.5	10.3	10.3	7.7	3.5	9.0
2022-01			50.1	51.1	5.3							24.2	19.9	0.9	9.1	10.5	18.5	(1.9)	9.8
2022-02			50.2	51.6	5.5			12.2	20.9	4.7	8.6	6.3	10.5	0.9	8.8	10.2	5.8	4.7	9.2
2022-03	4.8	11.5	49.5	48.4	5.8	(3.5)	5.0	9.3	15.6	1.8	10.5	14.3	0.7	1.5	8.3	10.5	10.0	4.7	9.7
2022-04			47.4	41.9	6.1	(11.1)	(2.9)	6.8	12.2	(1.9)	8.3	3.5	0.2	2.1	8.0	10.2	11.5	5.1	10.5
2022-05			49.6	47.8	5.9	(6.7)	0.7	6.2	10.6	(3.2)	8.2	16.2	3.5	2.1	6.4	10.5	13.5	4.6	11.1
2022-06	0.4	4.3	50.2	54.7	5.5	3.1	3.9	6.1	10.4	(4.2)	9.2	17.1	0.1	2.5	6.1	10.8	13.9	5.8	11.4
2022-07			49.0	53.8	5.4	2.7	3.8	5.7	9.9	(5.2)	9.6	18.2	1.8	2.7	4.2	10.7	13.9	6.7	12.0
2022-08			49.4	52.6	5.3	5.4	4.2	5.8	10.0	(6.2)	10.4	7.5	0.1	2.5	2.3	10.5	14.3	6.1	12.2
2022-09	3.9	4.5	50.1	50.6	5.5	2.5	6.3	5.9	10.1	(6.6)	11.2	5.5	0.1	2.8	0.9	10.6	13.6	6.4	12.1
2022-10			49.2	48.7	5.5	(0.5)	5.0	5.8	9.7	(7.3)	11.4	(0.4)	(0.7)	2.1	(1.3)	10.3	14.4	5.8	11.8
2022-11			48.0	46.7	5.7	(5.9)	2.2	5.3	9.3	(8.3)	11.6	(9.0)	(10.6)	1.6	(1.3)	10.0	14.1	4.6	12.4
2022-12	2.9	3.6	47.0	41.6	5.5	(1.8)	1.3	5.1	9.1	(8.4)	11.5	(10.0)	(7.4)	1.8	(0.7)	9.6	15.3	3.7	11.8
2023-01			50.1	54.4	5.5							(10.5)	(21.3)	2.1	(0.8)	9.4	7.9	6.7	12.6
2023-02			52.6	56.3	5.6			5.5	8.1	(5.1)	12.2	(1.3)	4.2	1.0	(1.4)	9.9	10.6	5.8	12.9
2023-03	4.5	4.6	51.9	58.2	5.3	10.6	3.9	5.1	7.0	(5.1)	10.8	14.8	(1.4)	0.7	(2.5)	10.0	11.0	5.1	12.7
2023-04			49.2	56.4	5.2	18.4	5.6	4.7	6.4	(5.3)	9.8	8.5	(7.9)	0.1	(3.6)	10.0	10.7	5.3	12.4
2023-05			48.8	54.5	5.2	12.7	3.5	4.0	6.0	(6.0)	9.5	(7.5)	(4.5)	0.2	(4.6)	9.5	9.6	4.7	11.6
2023-06	6.3	3.3	49.0	53.2	5.2	3.1	4.4	3.8	6.0	(6.7)	10.1	(12.3)	(6.8)	0.0	(5.4)	9.0	9.8	3.1	11.3
2023-07			49.3	51.5	5.3	2.5	3.7	3.4	5.7	(7.1)	9.4	(14.3)	(12.2)	(0.3)	(4.4)	8.9	9.9	2.3	10.7
2023-08			49.7	51.0	5.2	4.6	4.5	3.2	5.9	(7.5)	9.0	(8.7)	(7.3)	0.1	(3.0)	9.0	9.5	2.2	10.6
2023-09	4.9	4.4	50.2	51.7	5.0	5.5	4.5	3.1	6.2	(7.8)	8.6	(6.8)	(6.3)	0.0	(2.5)	9.0	10.7	2.1	10.3
2023-10			49.5	50.6	5.0	7.6	4.6	2.9	6.2	(7.8)	8.3	(6.6)	3.0	(0.2)	(2.6)	9.3	10.2	1.9	10.3
2023-11			49.4	50.2	5.0	10.1	6.6	2.9	6.3	(8.0)	8.0	0.5	(0.6)	(0.5)	(3.0)	9.4	10.4	1.3	10.0
2023-12	5.2	5.2	49.0	50.4	5.1	7.4	6.8	3.0	6.5	(8.1)	8.2	2.1	0.3	(0.3)	(2.7)	9.5	8.3	1.3	9.7
2024-01			49.2	50.7	5.2							7.9	15.4	(0.8)	(2.5)	9.5	5.9	5.9	8.7
2024-02			49.1	51.4	5.3			4.2	9.4	(7.5)	9.0	5.4	(8.1)	0.7	(2.7)	9.0	12.5	1.2	8.7
2024-03	5.3	4.9	50.8	53.0	5.2	3.1	4.5	4.5	9.9	(7.9)	8.8	(7.6)	(1.9)	0.1	(2.8)	8.7	11.0	1.1	8.3
2024-04			50.4	51.2	5.0	2.3	6.7	4.2	9.7	(8.6)	7.8	1.4	8.3	0.3	(2.5)	8.3	10.8	(1.4)	7.2
2024-05			49.5	51.1	5.0	3.7	5.6	4.0	9.6	(9.4)	6.7	7.6	1.8	0.3	(1.4)	8.4	11.7	(4.2)	7.0
2024-06	4.7	5.5	49.5	50.5	5.0	2.0	5.3	3.9	9.5	(9.5)	7.7	8.6	(2.3)	0.2	(0.8)	8.1	11.7	(5.0)	6.2

资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

- 三驾马车中，消费对经济增长的拉动下降，资本形成的拉动增强，净出口的拉动继续为正。

Q2 最终消费支出对 GDP 增长的拉动为 2.2%，资本形成的拉动为 1.9%，货物和服务净出口的拉动为 0.6%，分别较 Q1 增加-1.7 个、1.3 个、-0.1 个百分点。资本形成的拉动显著增强，主要是外需韧性强和设备更新等因素共同作用的结果。Q2 国内消费需求走弱，外需韧性较强，资本形成提升最为显著。

图表 4：三大需求对 GDP 当季同比增长的拉动



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

• 消费走弱

商品消费继续弱于服务消费。6月社零同比增长2.0%，较上月低1.7个百分点；环比提升0.9个百分点。其中，商品零售同比增长1.5%，较前值低2.1个百分点；餐饮收入同比增长5.4%，较前值高0.4个百分点。

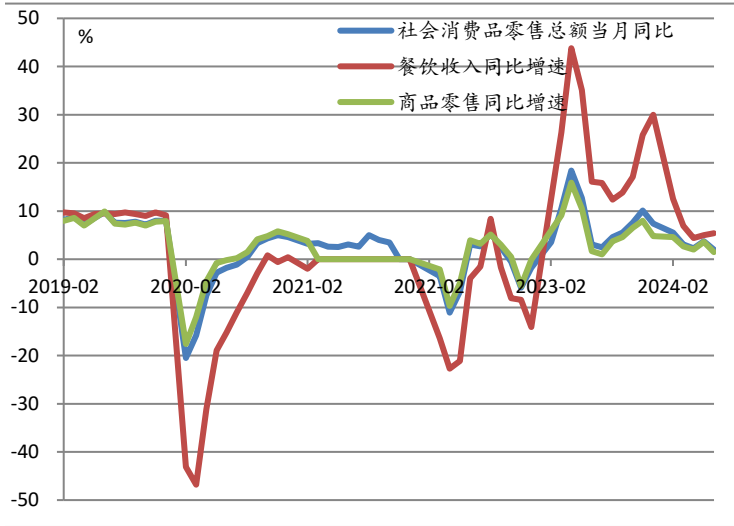
商品消费中，各类商品的销售收入普遍较上月回落。回落幅度较大的有化妆品、家电、通讯器材、汽车等，均为非必需品。这些商品销售增速回落的原因在于618促销活动开始期提前和居民消费能力及意愿较弱等。

消费继续维持以下特点：

- 一、近一年来消费增速震荡回落，服务消费增速略高于商品消费。
- 二、在居民消费倾向转变和消费降级等的带动下，必需品类消费持续优于耐用品消费。
- 三、受房地产业低迷的影响，建筑装潢、家电、家具等房地产相关商品销售持续疲弱。
- 四、汽车消费增速在高基数影响下回落，石油制品消费在油价和需求等因素的作用下维持较强韧性。
- 五、疫情发生以来，消费增速显著下台阶，从疫情前的8%左右降至疫情后的4%左右。在收入增速下降和房产、股票等资产的负财富效应等因素的共同作用下，消费能力和消费意愿不强，消费增速

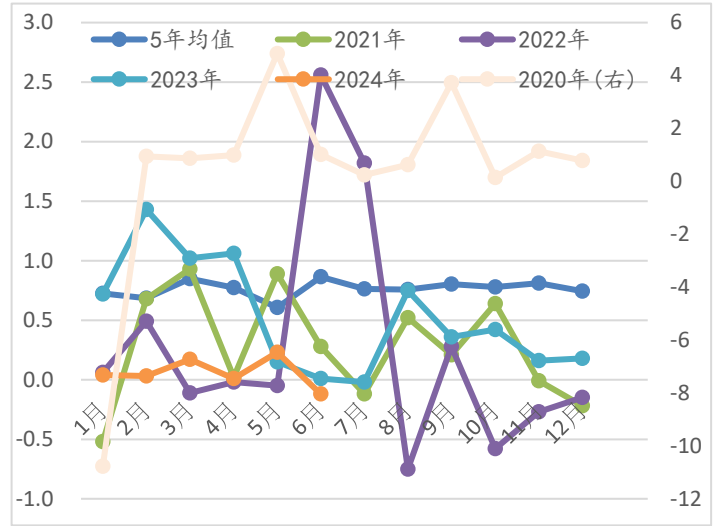
中枢难以显著抬升。

图表 5: 社会消费品零售总额增速



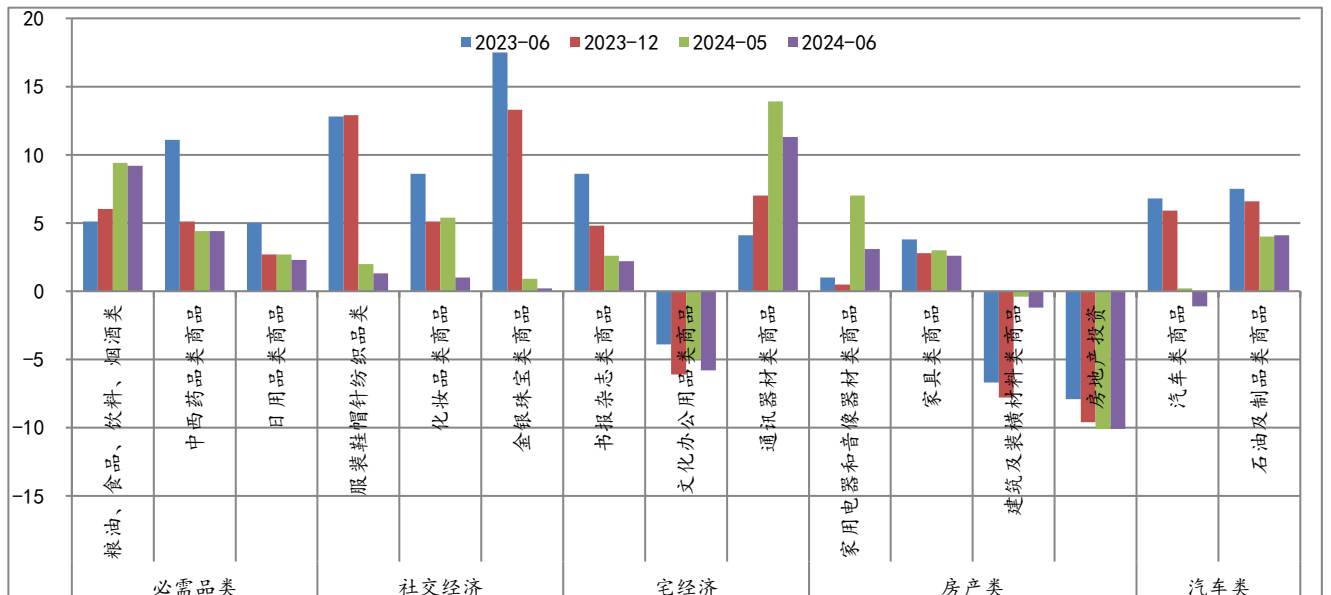
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 6: 消费环比增速



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 7: 各类商品销售增速



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

• 制造业投资和基建投资继续支撑总投资增速，房地产投资依然低迷

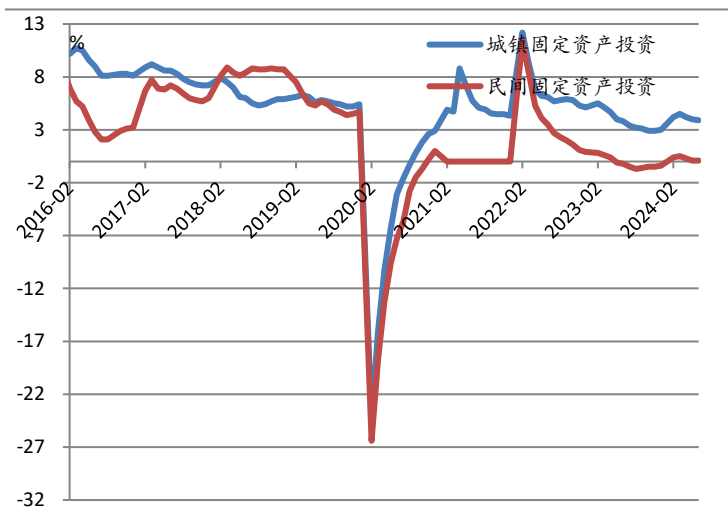
前6个月城镇固定资产投资同比增长3.9%，较前值低0.1个百分点。

国企是投资增速的主要贡献者。民间投资机会及意向均较低，民间投资增速继续在0值附近。

宽口径基建投资增速提升

不含公用事业的基建投资（窄口径基建投资）同比增长5.4%，较前5个月低0.3个百分点；含公用事业的基建投资（宽口径基建投资）同比增长7.7%，较前值高1.0个百分点。在5月和6月政府债券增发的带动下，电力热力燃气及水的生产和供应业投资增速提升0.5个百分点至24.2%，带动宽口径基建投资增速提升。

图表 8：全国固定资产投资同比增速



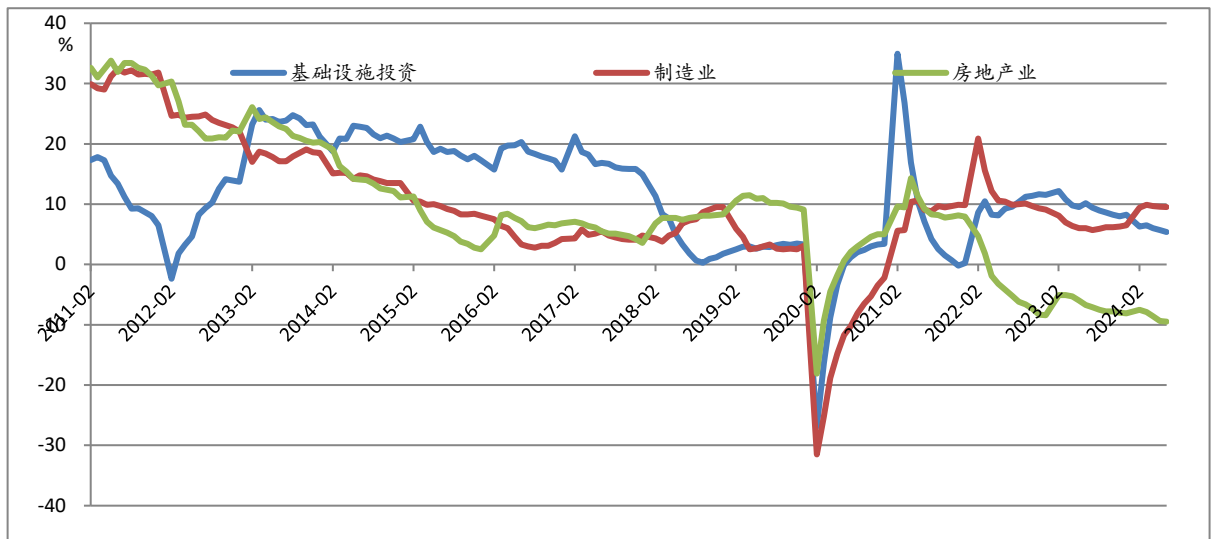
图表 9：分三大产业固定资产投资增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 10：基建和制造业投资对固定资产投资形成较强支撑



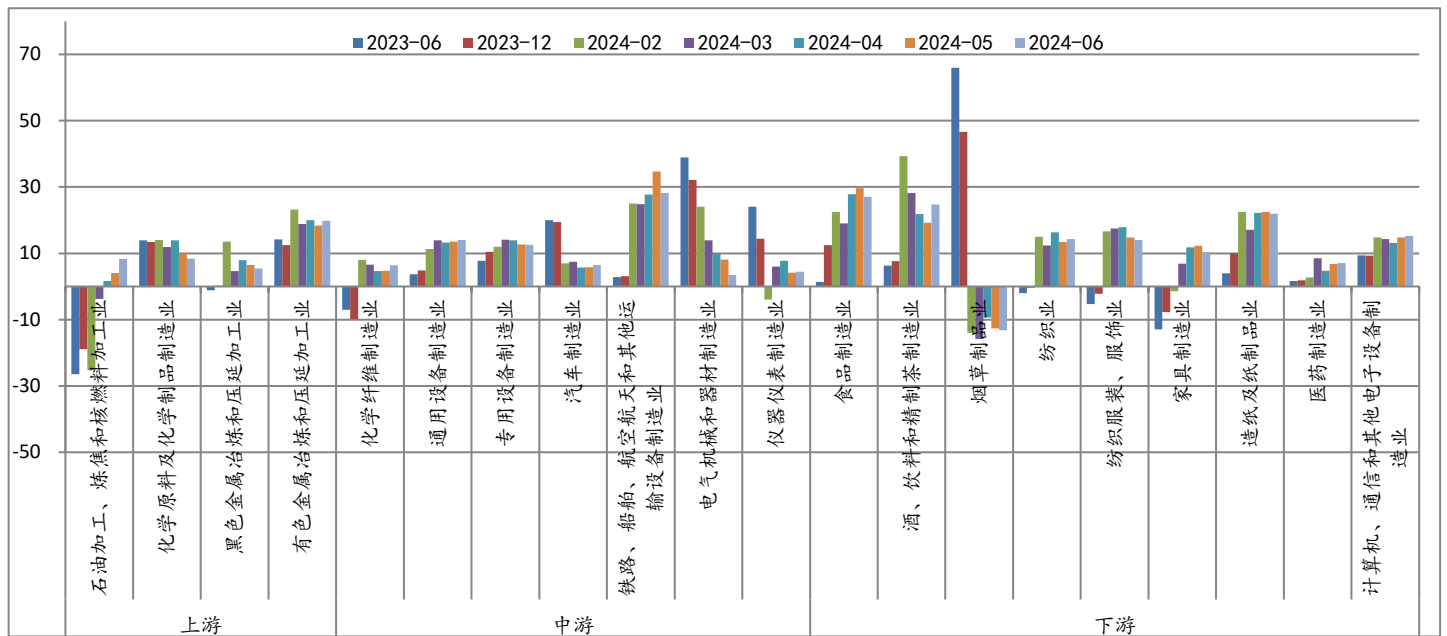
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

制造业投资继续维持高增速

制造业同比增长 9.5%，较前值低 0.1 个百分点。今年制造业投资持续维持较高增速的原因有：

- 一、先进制造业快速发展。高技术制造业投资同比增长 10.1%，其中，航空航天器及设备制造业投资增长 38.3%，计算机及办公设备制造业投资增长 12.1%，电子及通信设备制造业投资增长 9.9%。
- 二、大规模设备更新政策推动设备工具购置投资较快增长。前 6 个月设备工具购置投资同比增长 17.3%，对全体投资增长贡献率高达 54.8%。
- 三、重大项目建设带动力增强。前 6 个月计划总投资亿元及以上项目投资同比增长 8.4%，拉动全部投资增长 4.5 个百分点。

图表 11：各行业投资增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

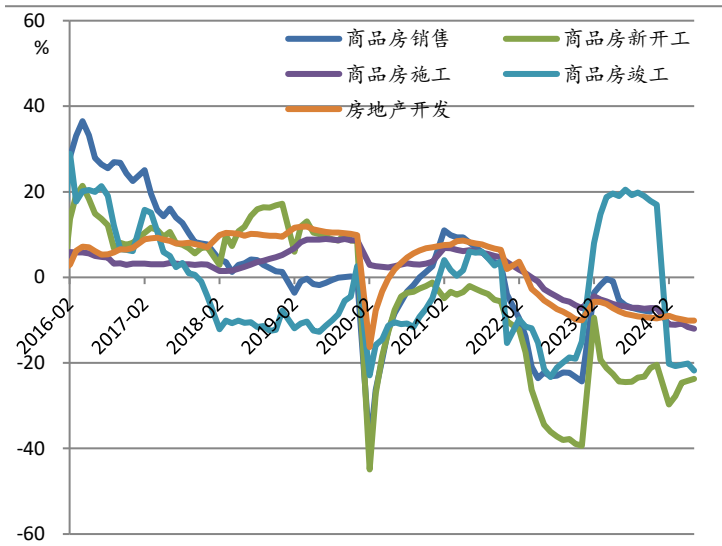
房地产依然低迷，库存继续维持高位

前6个月房地产开发投资同比增速为-10.1%，与前值持平。销售增速-19.0%，降幅较前值收窄1.3个百分点。新开工增速-23.7%，施工增速-12.0%，竣工增速-21.8%；各项增速降幅均较大，显示房地产投资依然低迷。

商品房待售面积虽略有下降，但依然维持在高位。6月末绝对数值为7.39亿平方米，较2月的最高点7.6亿平方米减少了2100万平方米。

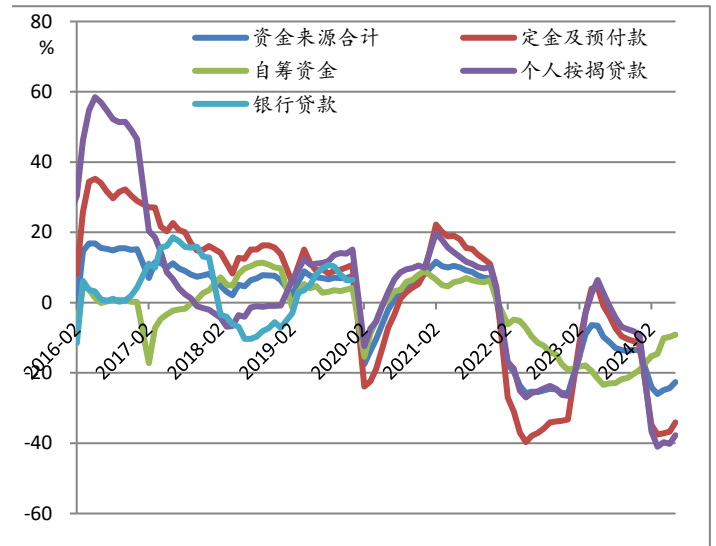
5.17新政后，二手房成交量有所提升，但这主要限于北上广深几个特大城市和部分大城市，中小城市未有改善，而且这些城市的二手房成交量提升也并未带动新房成交量的提升。我们认为，在人口结构和房地产供求关系发生转变的大环境下，目前各种短期的支持性政策也难以扭转房地产业的周期性回落走势。

图表 12: 房地产活动情况



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 13: 房地产开发资金来源增速



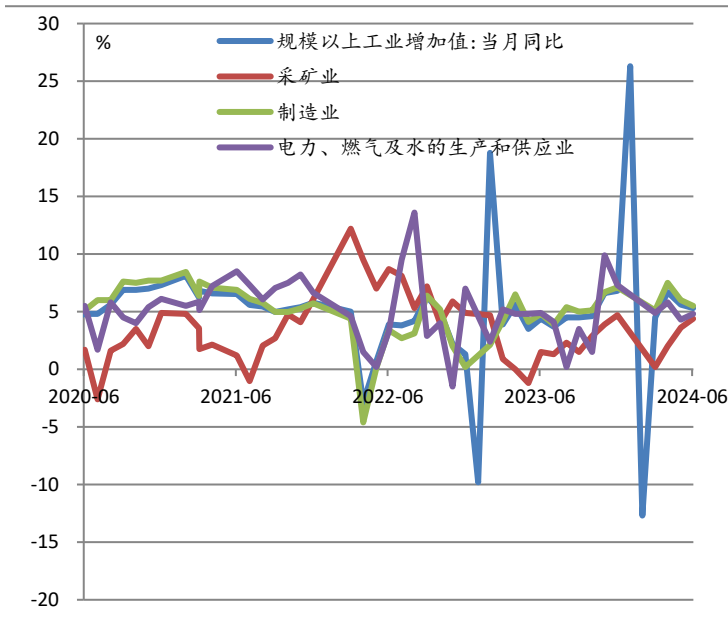
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

• 工业增加值有所回落

6月规模以上工业增加值同比增长5.3%，较上月回落0.3个百分点。环比增长0.42%，较前值高0.16个百分点。其中，采矿业同比增长4.4%，制造业同比增长5.5%，公用事业同比增长4.8%。

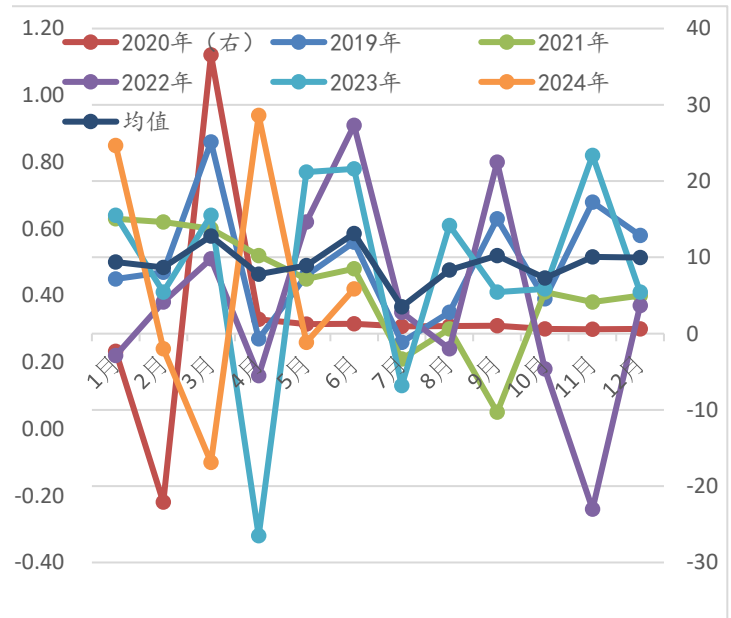
6月规模以上工业企业产品销售率为94.5%，同比下降1.3个百分点；实现出口交货值同比增长3.8%。显示出工业生产和增加值的增长主要源自外部需求增长的带动，内部需求较为疲弱。

图表 14: 工业增加值增速



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 15: 工业增加值环比增速



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

• 小结

- Q2 经济增长动能边际减弱，如果政府不推出有力的政策举措，按当前趋势发展下去，全年实现 5% 增速目标压力较大。
- 外需韧性强和设备更新等因素共同推动资本形成对 Q2 经济增长的拉动显著提升，国内消费需求走弱，外需韧性较强。
- 消费短期在促销活动等的影响下有所波动，中长期受收入增速下降和房产、股票等金融资产的负财富效应等因素的共同影响，消费能力和消费意愿不强，消费增速的增长中枢难以显著抬升。
- 基建投资和制造业投资支撑投资增速，房地产负向拉动依然较强，商品房库存继续维持在高位。在人口结构和房地产供求关系发生转变的大环境下，各种支持性政策也难以扭转房地产业的周期性回落走势。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的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。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和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司 香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	香港致富证券有限公司北京代表处 北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555831	香港致富证券有限公司上海代表处 上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	香港致富证券有限公司深圳代表处 深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665