

二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力

核心观点：二季度经济增速超预期减慢，且6月单月大部分实体经济数据同比增速放缓，经济复苏的不平衡再次体现。我们认为实现5%全年经济增速目标的难度有所上升，政策支持仍需发力。我们预计最早在月底的年中政治局经济会议，政府或再推出增量措施稳经济。我们依然维持全年4.9%的经济增速预测不变，不过我们的预测目前面临下行风险。

二季度经济增速减慢，且弱于预期。二季度中国经济同比增速减慢0.6个百分点到4.7%，低于市场预期（5.1%）。环比增速大幅放缓0.9个百分点到0.7%。分行业看，或受较高基数影响，第三产业经济同比增速下滑更为明显（二季度：4.2%，一季度：5%），第二产业经济同比增速减慢0.4个百分点到5.6%。按支出法看，消费对经济增速的贡献从一季度的3.9个百分点下滑到3%，投资贡献上升0.7个百分点到1.3%，净出口贡献变化基本不变。此外，累计城镇居民人均可支配收入增速下滑0.7个百分点到4.6%，低于上半年实际经济增速（5%），还需警惕收入下滑较快对消费的负面影响。

6月单月实体经济数据大部分增速有所放缓（图表2），不过房地产相关数据有所改善：

6月社会消费品零售同比增速超预期放缓，部分受618电商促销提前影响。社会消费品零售总额同比增速从5月的3.7%显著下跌到6月的2%，远低于市场预期的3.4%。两年复合平均增速更是显著下跌至2.6%（5月为8.1%）。细分来看，服务零售对整体零售的贡献继续减弱，服务零售累计同比增速6月再下滑0.4个百分点到7.5%。不过餐饮零售同比增速改善0.4个百分点到5.4%。商品零售大幅下滑2.1个百分点到1.5%，是整体零售数据不及预期的主要原因。受618电商促销提前的影响，化妆品、通信器材和家用电器销售增速下滑最为显著。虽然汽车以旧换新政策补贴幅度大于预期，但是汽车类销售同比跌幅仍继续扩大（6月：-6.2%，5月：-4.4%），政策成效仍有待观察（图表1）。

固定资产投资累计同比增速6月再下跌0.1个百分点到3.9%，与市场预期相一致。其中基建和制造业投资增速小幅下滑，房地产投资跌幅维持稳定（图表3）。具体地说：

1. 房地产相关数据受5月中政策提振有所改善。其中，房地产开发投资累计同比跌幅6月持平在-10.1%，好于市场预期的-10.5%。新开工面积累计同比跌幅再收窄0.5个百分点到-23.7%。受益于5月中出台一系列政策支持，商品房销售不论是从销售额（6月：-25%，5月：-27.9%）还是销售面积（6月：-19%，5月：-20.3%）来看跌幅均有所收窄（图表4）。与此同时，70大中城市新建商品房价格环比跌幅6月略微收窄，得益于一线和三线城市房价跌幅收窄（图表5）。然而，高频数据显示30大中城市房产销售在7月起又有萎靡之势（图表6），房产新政对销售改善的可持续性仍有不确定性。

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2024年7月15日

浦銀國際

数据点评

二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力



扫码关注浦银国际研究

2. 基建投资增速6月再下滑0.3个百分点到5.4%。我们此前认为随着地方政府专项债发行的加快和超长期国债发行工作的启动，基建投资增速有望小幅回升，年底预计在6.2%。然而，新发专项债被允许化解存量债务的做法导致这一预测面临更多下行风险。此外，城投债净融资亦持续低迷，影响基建资金来源。

3. 制造业投资增速再下滑0.1个百分点到9.5%。我们依然相信[大规模设备更新](#)可以帮忙抬高制造业投资。不过政府近期开始对产能过剩问题关注增加，银行对制造业贷款的窗口指导支持也有所减弱，或部分抵消设备更新方案对制造业投资的积极影响。

工业生产总值同比增速继续下跌，但好于预期。工业生产总值同比增速下跌0.3个百分点到5.3%，但高于市场预期的5%。在内需仍较为疲软的情况下，工业生产或受到好于预期的出口表现提振。

失业率6月继续维持在5%不变，符合预期。31大城市失业率也没有变动，维持在4.9%。

受疲软内需影响，5%全年经济增速目标实现难度或有所上升。在二季度经济增速不及市场预期之后，上半年累计经济增速亦下滑至5%。也就是说，如果类似于二季度的经济动能持续疲软，那么今年经济增速存在不能达成5%全年经济增速目标的风险。此外，6月单月经济数据再次体现经济复苏的不平衡性：从需求端看，虽然6月零售数据或受到618电商促销前移影响，但是消费的持续低迷是不争的事实。此外，尽管房产销售在6月受政策提振改善，但在7月又显颓势，新一轮房地产政策成效亦仍有待观察。在可支配收入增速放缓的情况下，政策如何发力改善消费或仍是稳定下半年经济增速的重要议题。与此同时，基建投资的持续放缓也值得关注，我们认为还需警惕地方政府去杠杆对基建投资的负面影响。从供给端看，工业生产的改善或继续得益于强劲的外需，制造业投资增速的下滑意味着内需的疲软或正逐渐传导至供给端。在今日（7月15日）上午实体经济数据发布之后，沪深300指数早盘跌0.2%。

基于今天发布的数据，我们认为政策支持仍需继续以实现经济增速目标。最早在月底的年中政治局经济会议，政府或再推出增量措施稳经济。我们依然维持全年4.9%的经济增速预测不变，不过我们的预测目前面临更多下行风险。具体地说：

- **在房地产方面，还需加紧落实房企去库存，并实时监测此前政策解绑对房产销售的成效，以便有需要时政策再度加码。**在5月17日政府明确设立3000亿元保障性住房再贷款用于收购企业已建成未售商品房之后，近两个月内已经有贵阳、惠州、广州增城区、杭州临安区等地发布“国企收储未售新房”政策公告。之后预计会有更多城市跟进。我们依然认为政府帮助房企去库存将是扭转房地产下行周期的关键因素。政府消化库存无论是支持资金规模还是支持方式均有扩展空间。供给端支持政策、例如白名单、融资协商机制和保交楼也可进一步推进。需求端可继续放松一线城市购房政策，向购房者提供税费优惠和补贴。

- **财政政策上促消费增量措施值得期待。**在5月地方专项债发行明显加快之后，6月发行节奏又慢了下来（图表7）。在地方政府去杠杆的大背景下，专项债可投资的具备优良盈利能力的基建项目储备似乎有所不足。对投资项目要求的提高或影响财政政策对基建投资的支持作用，稳基建或还需中央政策进一步确认。在消费方面，设备更新和汽车以旧换新已逐渐开始铺开，但是其他耐用品消费（例如家电）的全国性支持政策仍未浮出水面。如果消费复苏慢于预期，那么我们预计最早在月底的政治局经济会议上，政府会推出其他耐用品消费的补贴政策。
- **我们相信货币政策的取向仍是谨慎宽松，但需留心近期货币政策调整对经济和金融市场的影响。**继[陆家嘴论坛](#)预告之后，央行自7月初起动作频频：7月5日，央行宣称已与几家主要金融机构签署协议，借入数千亿元的国债，潜在的国债卖出操作或帮助拉升长期国债收益率。今年以来长期国债收益率一路走低（图表8），与目前经济稳中向好的趋势相背离。较低的收益率或引发银行资金错配和利率风险，尤其是小银行，或触发类似于去年美国SVB银行的危机。此外，较低的国债收益率或提高中美息差，导致汇率压力。

不过，相对于此前市场判断央行进入国债二级交易市场是要买入国债，进行中国版QE的想法，目前卖出国债的做法似乎会导致流动性紧张，且影响市场信心。为此，央行在7月8日清晨宣布将视情况开展临时正回购/逆回购操作，以熨平卖出国债对银行流动性的负面影响。此外，央行宣布临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天逆回购操作利率减点20bp或加点50bp。此前在陆家嘴论坛上，央行已经表示打算将7天期逆回购操作利率作为主要政策利率，并提到需要配合适度收窄利率走廊的宽度（此前的利率走廊上限为上廊是常备借贷便利（SLF）利率，下廊是超额存款准备金利率，宽度高达245bp）。此次提出加减法的方式或是将利率走廊做了调整，新的上下限宽度收窄至70bp，以更好的控制短端利率（图表10）。在降息受到诸多制约的情况下，央行似乎更倾向于利率改革改善利率传导机制以帮助稳定经济。其他期限货币政策工具接下来或亦有改革空间（SLF和中期借贷便利）。在基准情形下，我们依然认为今年央行不会降低政策利率。

除了健全市场化的利率调控机制之外，我们预计央行接下来还是会积极使用结构性工具以达到定向宽松的作用。我们仍预计接下来有25-50个基点的降息，不过可能性基于央行淡化数量指标（M2和TSF等）的说法有所降低。短期内由于金融挤水分和防空转等操作，信贷数据或持续低迷（图表9），观察短期利率指标或更能反映央行货币政策操作方向。

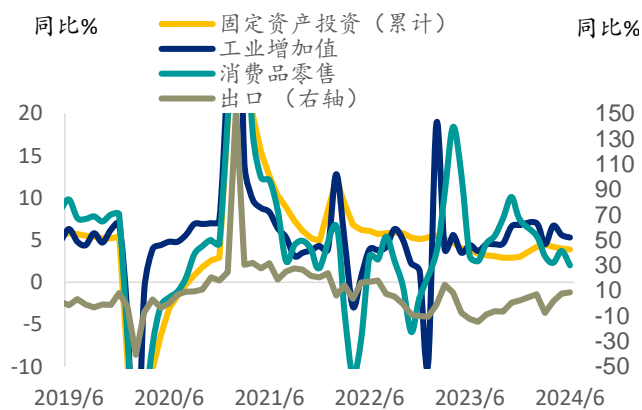
投资风险：金融监管增强导致货币政策支持不足、地方政府去杠杆影响基建投资、房地产行业迟迟不能企稳、中美贸易冲突再升级。

图表 1: 消费品零售总额增速有所改善

	24年6月		上月		两年平均/19年同期 (%)
	6月同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	上月同比增速 (%)	19年同期 (%)	
社会消费品零售总额	2.0	2.5	3.7	9.8	20.4
服务零售 (累计)	7.9		8.4		
餐饮	5.4	10.6	5.0	9.5	56.8
商品零售	1.5	1.6	3.6	9.9	15.2
必需品					
日用品类	0.3	-1.0	7.7	12.3	2.4
能源类	4.6	1.1	5.1	3.5	131.4
自选消费					
服装鞋帽针纺织品类	-1.9	2.4	4.4	5.2	-36.5
化妆品类	-14.6	-5.4	18.7	22.5	-64.9
金银珠宝类	-3.7	1.9	-11.0	7.8	-47.4
通讯器材类	2.9	4.7	16.6	5.9	49.2
汽车类	-6.2	-3.7	-4.4	17.2	-36.0
住房相关					
家用电器和音像器材类	-7.6	-1.7	12.9	7.7	-98.7
家具类	1.1	1.1	4.8	8.3	13.3
建筑及装潢材料类	-4.4	-5.6	-4.5	1.1	-400.0

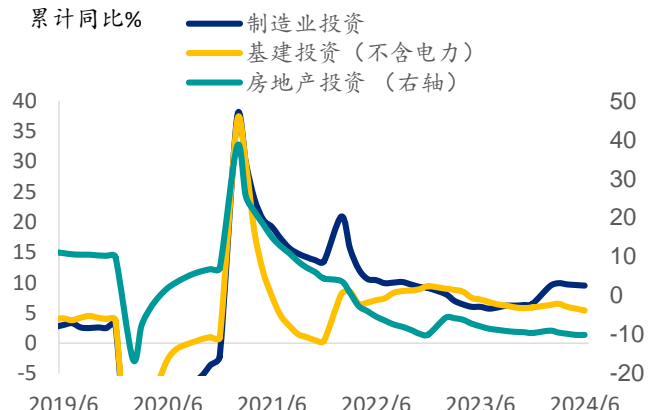
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 2: 6月除出口外, 其余实体经济指标均下滑



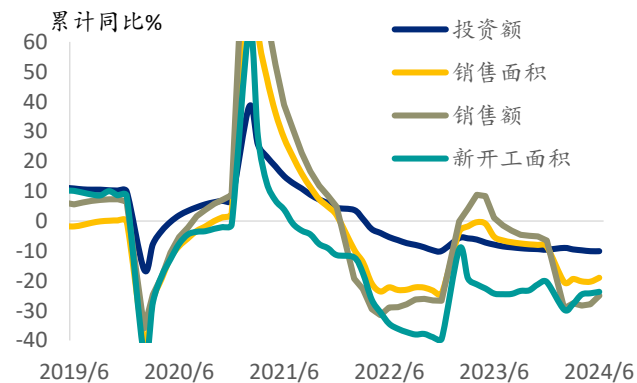
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 3: 固定资产投资里制造业和基建投资增速下滑, 房地产投资增速高于预期且跌幅维持不变



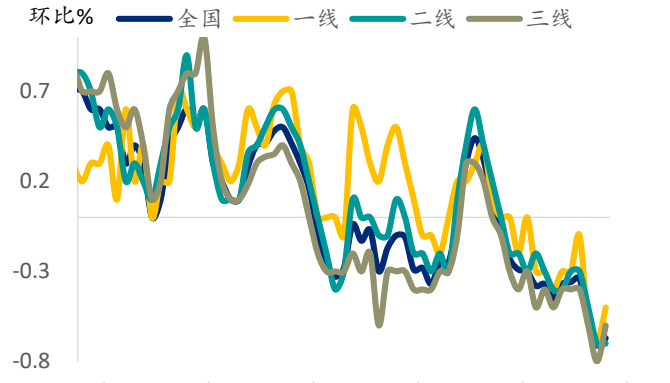
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 4: 房地产相关数据受 5 月中政策提振有所改善



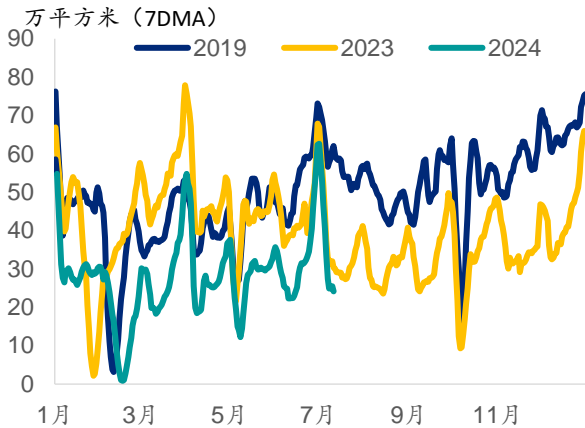
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 5: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 6 月略微收窄, 得益于一线和三线城市房价跌幅收窄



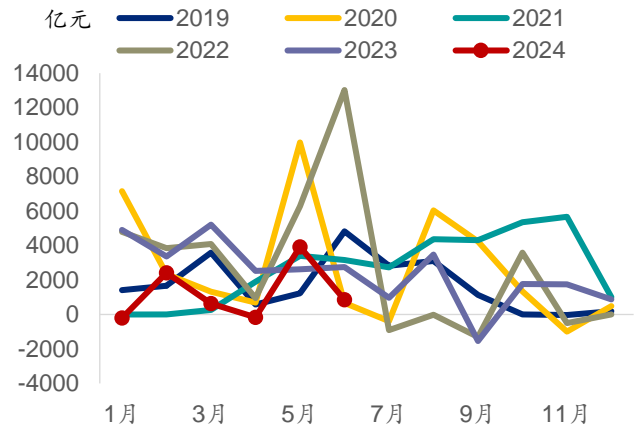
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 6: 6 月房地产销售受 5 月中旬新政提振之后, 7 月 30 大中城市房产销售又有转弱趋势



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 7: 在 5 月地方专项债发行明显加快之后, 6 月发行节奏又慢了下来



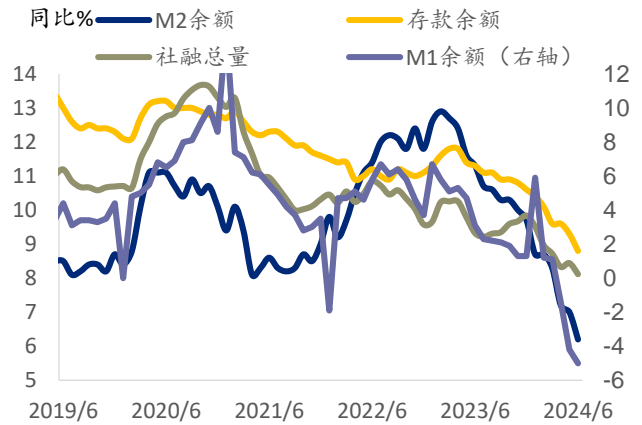
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 8: 长端国债收益率今年以来显著下行, 在央行宣布借入国债拟卖出有所上行



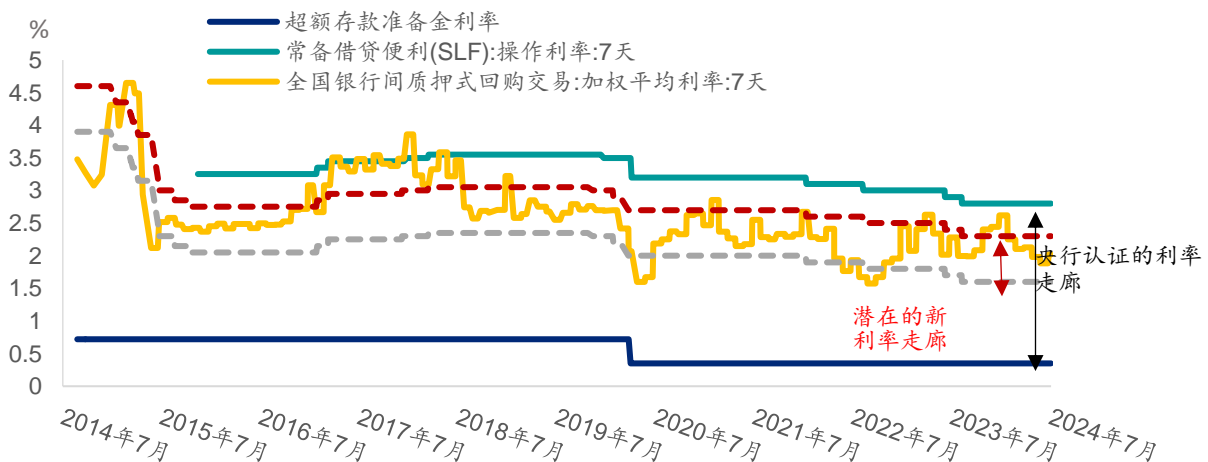
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 9: 短期内由于金融挤水分和防空转等操作, 信贷数据或持续低迷



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 10: 短期政策利率和潜在利率走廊调整



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 11：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年6月20日	月度中国宏观观察：促内需仍是关键，对7月两大会议有何期待？
2024年6月17日	5月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024年5月30日	2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024年5月17日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024年5月17日	4月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024年4月30日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024年4月22日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性
2024年3月20日	月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏
2024年3月18日	1-2月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续
2024年3月14日	大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？
2024年2月1日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024年1月24日	央行宣布降准50个基点，预示货币政策将继续维持宽松
2024年1月17日	四季度经济增速略弱于预期，但12月数据初显政策成效
2024年1月5日	月度宏观洞察：静候佳音
2023年12月15日	11月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱
2023年12月13日	中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激
2023年12月1日	2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023年11月15日	10月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑
2023年11月7日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023年10月6日	国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏
2023年9月26日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023年9月15日	央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？
2023年9月13日	城中村改造对经济的影响有多大？
2023年9月1日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023年9月1日	央行三箭齐发稳地产，影响几何？
2023年8月9日	7月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力
2023年8月2日	央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？
2023年7月31日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023年7月25日	7月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置
2023年7月20日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023年7月19日	促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持
2023年7月11日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？
2023年7月7日	汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值
2023年6月28日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

