



宏观研究

【粤开宏观】如何看待二季度经济增速及下半年稳增长政策？

2024年07月15日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】金融数据背后的变与不变——6月金融数据点评》2024-07-14

《【粤开宏观】历届三中全会回顾：改革的逻辑与主线》2024-07-11

《【粤开宏观】地方化债的举措、成效及新问题：新一轮化债周年回顾》2024-07-09

《【粤开宏观】公用事业涨价：定价机制、原因及对通胀的影响》2024-07-07

《央行卖债渐近——如何理解央行借入国债的政策意图？》2024-07-01

摘要

上半年 GDP 同比增长 5%，总体延续回升向好态势。其中，一季度经济超预期开门红，同比增长 5.3%；二季度增速回落，同比增长 4.7%。从上述数据看，当前经济运行的节奏延续了过去几年“一季度开门红，二季度下行压力加大”的基本特征，未来有可能进一步延续“三季度出台稳增长举措从而经济回升，四季度延续回升态势但略有回落”。之所以会出现这样的节奏特征，主要源于：一季度各地方和政府提前开工和发力，但总需求不足、预期不振的问题仍然存在，经济回升的基础并不牢固，从而其后回落。

从经济动能看，上半年主要是出口超预期、制造业投资增速较高、中央财政支出带动相应基建投资增速较高，但是房地产仍未企稳、地方财政紧平衡导致地方基建受限。**从微观主体看**，地方政府、居民、企业家等微观主体的积极性有待进一步提高。上半年名义 GDP 同比增速为 4.1%，低于实际增速的 5%，物价的低迷直接影响居民收入、企业收入和财政收入。

对于下半年，要充分肯定前期部分政策的效果并延续，也要进一步采取更大力度的政策。

财政政策方面，今年受限于土地出让收入和一般公共预算收入不及预期从而财政支出不及预期，可以考虑研究追加赤字增发国债，增发的国债可以用于三个用途：一是转贷压力较大的部分地方政府以缓解流动性风险，推动地方政府从应急状态回归常态。二是给近年来毕业的尚未就业和失业的大学毕业生以及城乡中低收入人群发放部分补贴，提高其抗风险能力和消费能力，维护社会稳定，不必担心养懒人的现象，因为该部分未就业的大学生与近年来疫情冲击有较大关系，是客观导致而非主观原因。发放补贴是应急举措，而非常态化举措，是有退出周期的，是为改革赢得更加稳定的经济社会发展环境；方式上可以采取试点的形式。三是投向提前储备“十五五”规划的重大项目，同时给予充分的项目储备时间，避免临时找项目引发的项目包装、资金使用效率低的现象。

货币政策方面，虽然受到内外部息差收窄和汇率的掣肘，但降准降息仍是政策的可选项。

房地产政策方面，继续优化房地产政策并尽快扭转房地产价格下行预期，放松限购、增加一线城市购房指标，从优化存量到释放增量需求；加大政府收储力度并由中央解决部分地方资金问题；增加核心地段高品质商品房供给。

一、上半年成绩来之不易，部分政策效果有所体现，但还要采取更大的政策力度来扩大总需求和提振信心

一是物价水平温和回升，CPI 和 PPI 同比分别从 1 月的-0.8%和-2.5%回升至 6



月的0.2%和-0.8%。

二是出口持续回暖，全球制造业 PMI 连续 6 个月处于扩张区间，中国出口同比从一季度的 1.4%持续升至 6 月的 8.6%。

三是产能利用率上升，二季度工业产能利用率为 74.9%，高于一季度和去年同期的 73.6%和 74.5%。

四是产业转型升级加快，上半年高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重达 15.8%，比一季度提高 0.6 个百分点。

五是稳增长政策效果逐步显现，设备更新投资、消费品以旧换新、中央基建投资等均受到不同程度的提振。

二、如何理解二季度经济增速回落？

当前外部环境错综复杂，国内有效需求依然不足，经济回升向好基础仍需巩固，体现为**二季度增速回落**。二季度 GDP 同比增长 4.7%，较一季度回落 0.6 个百分点，且低于市场预期的 5.1%。

一方面，二季度经济增速受到极端天气、数据“挤水分”等暂时性因素的影响。一是南涝北旱等极端天气的扰动。4 月以来，南方地区洪涝和地质灾害多发，北方则出现局部高温干旱，影响当地正常生产生活秩序。二是**金融数据“挤水分”，金融业增加值“去虚胖”**。但 4 月以来，金融监管部门禁止银行“手工补息”，统计部门优化调整金融业增加值核算方式，资金空转套利行为和冲高存贷款的压力明显减少，贷款增速持续下滑，压低金融业增加值增速。

另一方面，国内有效需求不足是经济增速回落的主要原因。一是居民消费、购房呈现节俭化、避险化倾向，上半年社零消费同比增长 3.7%，低于一季度的 4.7%，6 月房地产销售面积当月同比仍处于-14.5%的低位；二是**企业投资信心仍有待提振**，制造业投资累计同比从 1-3 月的 9.9%持续回落至 1-6 月的 9.5%；三是**地方财政紧平衡制约地方基建投资**，上半年公共设施管理业和道路运输业投资累计同比分别为-4.5%和-1%。

三、下半年稳增长压力或进一步加大，有必要考虑追加财政赤字进一步提高财政支出增速、降准降息、增加一线城市的增量房地产需求

要完成全年“5%左右”的经济增速目标，下半年 GDP 同比仍要保持在 5%左右。考虑到二季度经济增速放缓，下半年同期基数较二季度抬升，下半年稳增长责任或进一步加大。

预计二十届三中全会将进一步扩大改革开放，激发居民、企业、地方政府等微观主体的积极性和活力，促进新质生产力发展，提高经济潜在增速；**7月底的政治局会议**或将出台力度更大、节奏更快、目标更明确的一揽子稳增长政策扩大总需求，加快经济恢复步伐。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、上半年成绩来之不易，部分政策效果有所体现.....	4
二、如何理解二季度经济增速回落？.....	6
三、下半年稳增长压力或进一步加大，有必要考虑追加财政赤字进一步提高财政支出增速、降准降息、增加一线城市的增量房地产需求.....	8

图表目录

图表 1： 今年一季度 GDP 同比回升，二季度同比回落.....	4
图表 2： CPI 和 PPI 同比温和回升.....	5
图表 3： 二季度工业产能利用率回升.....	6
图表 4： 贷款余额同比增速与金融业增加值同比增速.....	7
图表 5： 地方基建投资同比负增长.....	8



一、上半年成绩来之不易，部分政策效果有所体现

今年以来，中国经济总体延续回升向好态势，上半年同比增长 5%。节奏来看，一季度经济超预期开门红，二季度增速回落。一季度 GDP 同比增长 5.3%，高于市场预期的 4.9%和去年四季度的 5.2%；二季度增速回落，同比增长 4.7%。

经济增长主要依靠四股力量：服务消费继续恢复、海外补库存带动出口回暖、新一轮大规模设备更新政策支撑制造业投资高增、去年增发国债今年使用拉动基建投资较快增长。但是，**房地产拖累和地方财政紧平衡**这两大核心问题始终未能得到根本解决，房地产投资和地方基建投资累计同比持续回落。

图表1：今年一季度 GDP 同比回升，二季度同比回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

经济恢复的积极因素仍在逐步积累：

其一，物价水平温和回升。CPI 和 PPI 同比分别从 1 月的-0.8%和-2.5%回升至 6 月的 0.2%和-0.8%，GDP 平减指数从一季度的-1.1%回升至二季度的-0.7%，有助于加快经济名义增速、居民收入和企业盈利回暖步伐，增强微观主体获得感。

其二，出口持续回暖。全球制造业库存回补带动国际贸易活动活跃，全球制造业 PMI 连续 6 个月处于扩张区间，6 月韩国、越南、中国台湾出口同比分别达 5.1%、12.9%和 23.5%。中国出口同比也从一季度的 1.4%持续升至 6 月的 8.6%，对工业生产和经济恢复形成有力拉动。

其三，产能利用率上升。二季度工业产能利用率为 74.9%，高于一季度和去年同期的 73.6%和 74.5%。供需失衡问题相对突出的汽车制造业、电气机械和器材制造业，产能利用率也分别从一季度的 64.9%和 72.7%回升至二季度的 73%和 74.7%。供需矛盾改善将促进物价回升、企业盈利向好。

其四，产业转型升级加快。上半年装备制造业增加值增长 7.8%，高技术制造业增加值增长 8.7%，增速分别快于全部规模以上工业 1.8 和 2.7 个百分点；高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重达 15.8%，比一季度提高 0.6 个百分点。上半年高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 10.1%、11.7%，显著高于整体固定资产投资增速的

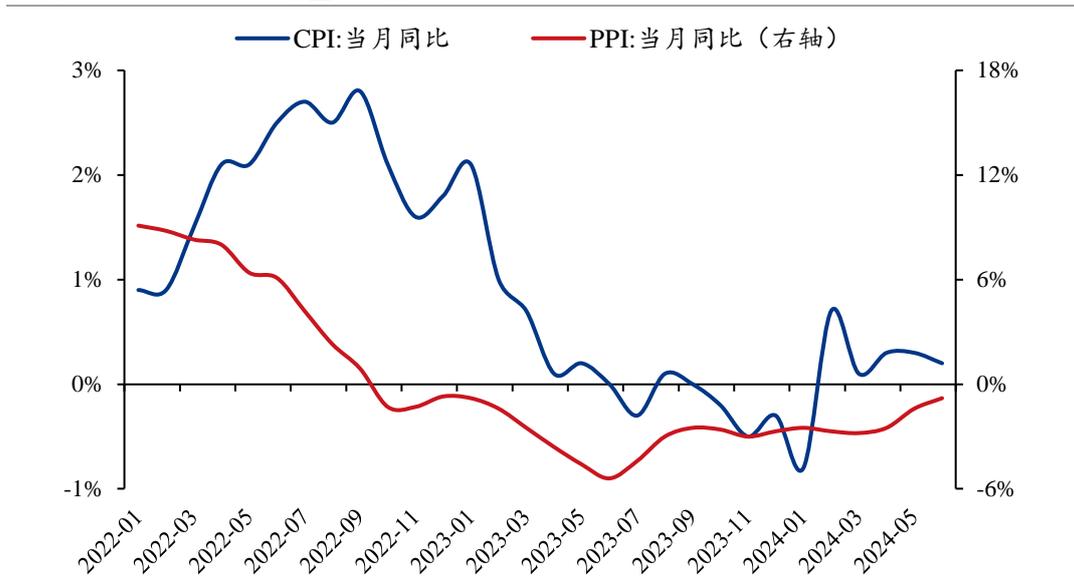


3.9%。高技术产业生产、投资高增，一定程度上对冲了房地产等传统产业持续低迷对经济的拖累。

其五，稳增长政策效果逐步显现。一是新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新政策刺激下，上半年设备工器具购置投资同比增长 17.3%，拉动固定资产投资增长 2.1 个百分点，贡献率达 54.8%；制造业技术改造投资增长 10.0%，高于制造业投资 0.5 个百分点；截至 6 月 25 日 12 时，商务部汽车以旧换新信息平台已收到汽车报废更新补贴申请约 11.3 万份。二是“517 地产新政”作用下，6 月房地产销售面积、房地产投资同比分别为-14.5%和-10.1%，降幅分别较 5 月收窄 6.2 和 0.9 个百分点；上半年保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”拉动房地产开发投资 0.9 个百分点。三是去年增发国债为基建投资提供项目和资金保障，2023 年增发国债 1.5 万个项目已经全部开工建设，上半年铁路运输业投资增长 18.5%，水利管理业投资增长 27.4%。

同时也要看到，当前外部环境错综复杂，国内有效需求依然不足，经济回升向好基础仍需巩固，体现为二季度增速回落。二季度供需数据走弱，制造业 PMI 回落至荣枯线以下，社零消费、固定资产投资累计同比分别从一季度的 4.7%和 4.5%降至上半年的 3.7%和 3.9%。

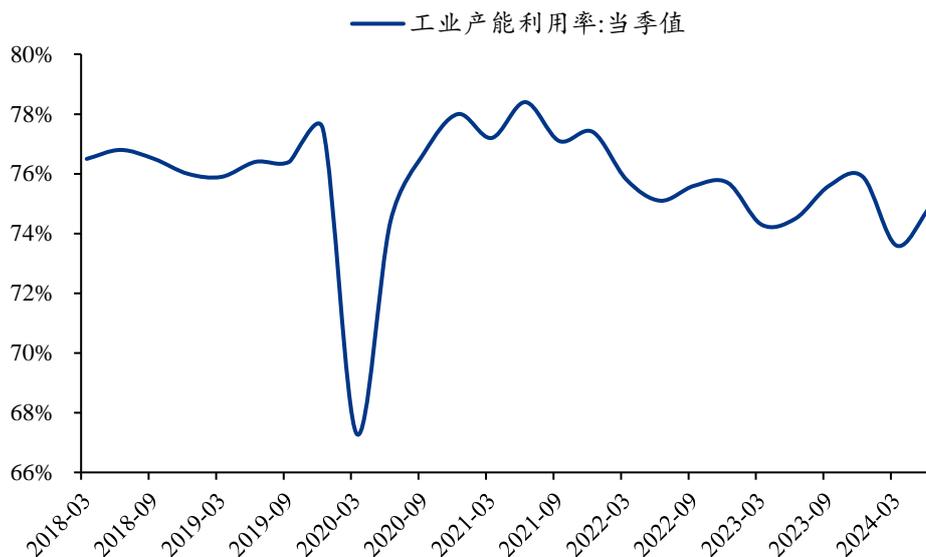
图表2: CPI 和 PPI 同比温和回升



资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表3：二季度工业产能利用率回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、如何理解二季度经济增速回落？

二季度 GDP 同比增长 4.7%，较一季度的 5.3% 回落 0.6 个百分点，且低于市场预期的 5.1%。

一方面，二季度经济增速受到极端天气、数据“挤水分”等暂时性因素的影响。

一是南涝北旱等极端天气的扰动。4 月以来，南方地区洪涝和地质灾害多发，北方则出现局部高温干旱，影响当地正常生产生活秩序。

二是金融数据“挤水分”，金融业增加值“去虚胖”。此前地方存在存贷款规模冲量、虚增金融业增加值的冲动；但 4 月以来，金融监管部门禁止银行“手工补息”，统计部门优化调整金融业增加值核算方式，资金空转套利的行为和冲高存贷款的压力明显减少，贷款增速持续下滑，压低金融业增加值增速。央行官媒《金融时报》发文表示：“核算方法优化在今年 4 月被各方所了解和熟悉，预计对货币信贷增长的扰动可能集中体现在二季度，且会在下半年持续产生影响。”



图表4：贷款余额同比增速与金融业增加值同比增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

另一方面，国内有效需求不足是经济增速回落的主要原因。

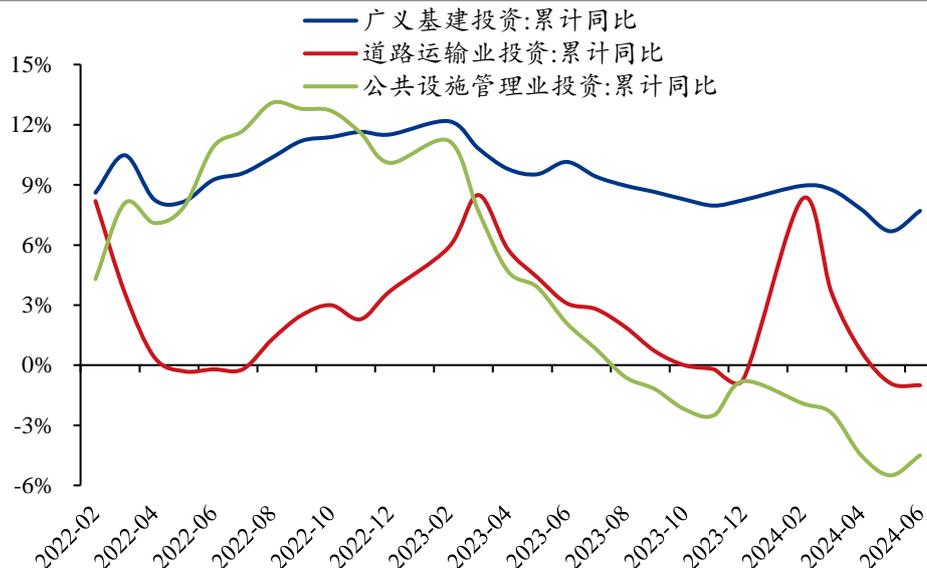
一是居民消费、购房呈现节俭化、避险化倾向。总量上，二季度居民人均消费支出占人均可支配收入的比重为 68.5%，仍低于 2019 年同期的 70.5%；上半年社零消费同比增长 3.7%，低于一季度的 4.7%。结构上，居民压缩不必要的商品消费，增加旅游、演出等即时满足的服务消费，类似“口红效应”，6 月餐饮收入和商品零售额同比分别为 5.4% 和 1.5%。尽管 6 月房地产市场在“517 地产新政下”有所提振，但房地产销售面积当月同比仍处于-14.5%的低位。

二是企业投资信心仍有待提振。出口回升和设备更新投资高增只起到托底作用，不足以完全对冲其他方面的需求不振；PPI 同比仍是负增长，企业营收和利润增速偏低；部分行业面临供需失衡问题，投资增速放缓。制造业投资累计同比从 1-3 月的 9.9%持续回落至 1-6 月的 9.5%。

三是地方财政紧平衡制约地方基建投资。受经济名义增速偏低、房地产市场低迷、政府减税降费、地方化债等因素影响，较为依赖地方财政的公共设施管理业和道路运输业投资低迷，上半年累计同比分别为-4.5%和-1%。



图表5：地方基建投资同比负增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、下半年稳增长压力或进一步加大，有必要考虑追加财政赤字进一步提高财政支出增速、降准降息、增加一线城市的增量房地产需求

年初制定的全年经济增速目标为“5%左右”，上半年 GDP 同比为 5%，下半年 GDP 权重更大（53.4%），因此同比增速仍要保持在 5% 左右。考虑到二季度经济增速回落、下半年同期基数较二季度抬升（2023 年二三四季度 GDP 较 2019 年同期分别增长 19.2%、20.2% 和 20.1%），下半年稳增长责任或进一步加大。

下半年经济形势的不确定性主要在四个方面，关键是房地产和地方财政：其一，**房地产方面**，稳地产政策持续发力和较长时间的调整后，房地产市场能否企稳回升以及企稳的程度；其二，**地方财政和基建投资方面**，地方专项债和超长期特别国债发行进度加快，能否顺利形成实物工作量，以及土地财政下行等导致的地方财政紧平衡能否推动相应投资回升；其三，**外需方面**，贸易摩擦和地缘政治风险显现，是否会对出口造成不利影响；其四，**市场主体和预期方面**，下阶段宏观政策和改革措施加码，能否有效提振居民和企业信心。

预计二十届三中全会将进一步扩大改革开放，激发居民、企业、地方政府等微观主体的积极性和活力，促进新质生产力发展，提高经济潜在增速；7 月底的政治局会议或将出台力度更大、节奏更快、目标更明确的一揽子稳增长政策扩大总需求，加快经济恢复步伐。

短期来看，加大逆周期调节力度，扩大总需求。财政政策加大力度，靠前发力，增发国债，确保必要支出力度，优化“化债”政策推动地方从应急状态回归常态。货币政策腾挪空间，加大对实体经济支持力度，打击银行违规高息揽储行为、支持中小银行补充资本金、适当增加人民币汇率弹性遏制套息交易，进一步降低存量房贷利率等。继续优化房地产政策并尽快扭转房地产价格下行预期，放松限购、增加一线城市购房指标，从优化存量到释放增量需求；加大政府收储力度并由中央解决部分地方资金问题；增加



核心地段高品质商品房供给。

中长期来看，推动体制机制改革，调动地方政府、企业家、居民和科学家四大主体的积极性。一是推动新一轮财税体制改革，从根本上解决当前财政运行紧平衡和地方债务问题，激发地方政府积极性和活力。二是构建高水平社会主义市场经济体制，从政策稳定性、制度完备性、法治落实和理论突破四个层面提振企业家信心。三是推动收入分配、户籍制度等方面的改革，提高医疗教育和养老等水平，化解居民消费率偏低的长期问题，调动居民积极性。四是推动科技创新体制改革，实施股权激励、推动产学研一体化，更大程度上提高人力资本参与收入分配的比重，调动科学家的积极性。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。投资者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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com