

## 内需走弱压力未减，下半年“保五”仍待政策发力

## ——二季度宏观数据点评



联系人

作者:

中诚信国际 研究院

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

张林 010-66428877-271

lzhang01@ccxi.com.cn

张文字 010-66428877-452

wyzhang@ccxi.com.cn

燕翔 010-66428877-451

xyan@ccxi.com.cn



上半年经济运行前快后慢，二季度GDP增长不及预期，主要经济指标大多边际走弱。上半年GDP增长前快后慢，一季度同比增长5.3%，二季度同比增长4.7%，低于市场预期的5.1%。当季名义GDP同比增长4.06%，延续低于实际增速，季调后环比增长0.7%，环比增速较一季度边际走低。从复合增速来看，上半年的GDP两年复合增速为5.24%、三年复合增速为4.1%，二季度的两年复合增速为5.4%、三年复合增速为2.3%。从主要宏观经济指标来看，除出口显著边际改善之外，其余指标皆边际走弱或延续低位运行，其中工业增加值、服务业生产指数、固定资产投资、社会消费品零售总额的累计同比较前值分别走低0.2、0.1、0.1以及0.4个百分点。从月度走势来看，社会消费品零售总额的同比增速下行幅度较大，6月相较5月下行1.7个百分点至2%，如果剔除掉2020年至2022年之间的非常态扰动，这一增速触及了有统计以来的历史新低。总体上来看，二季度经济呈现出显著的边际走弱特征，这也印证了此前我们对于经济运行的担忧正在显现，即终端消费的增速走低将对生产和投资带来压力，这也是二季度GDP增长不及预期的重要原因。展望三、四季度，宏观经济政策能否在稳投资、扩消费，特别是在稳地产领域能否取得实质性进展将变得尤为重要，实现5%的增速目标仍需努力。

工业与服务业生产边际走弱，但高技术制造业与现代服务业生产依然保持较快增长。二季度工业增加值累计同比增长6%，低于一季度的6.1%，6月工业增加值同比增长5.3%，较上月回落0.3个百分点，工业增加值同比边际走弱。其中，高技术制造业增加值累计同比增长8.7%，显著高于上年同期和上年底7个百分点和6个百分点，仍处于较高增速水平。从具体行业看，计算机、通信



相关报告

外需走强但内需仍偏弱，房地产新政效果  
仍需观察，2024年5月宏观数据点评

GDP增速超出预期，工业生产是推动增长  
的主因，2024年一季度宏观数据点评

经济开局起步平稳，生产端指标改善幅度  
更大，2024年1-2月宏观数据点评

2024年中国经济：稳与进、破与立中寻求  
再平衡——2023年宏观经济及大类资产配置  
分析与2024年展望

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

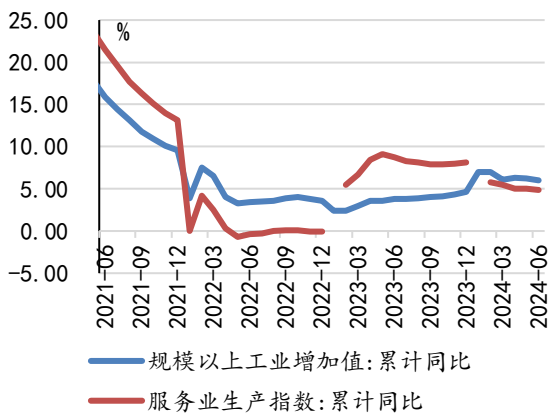
赵耿 010-66428731

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

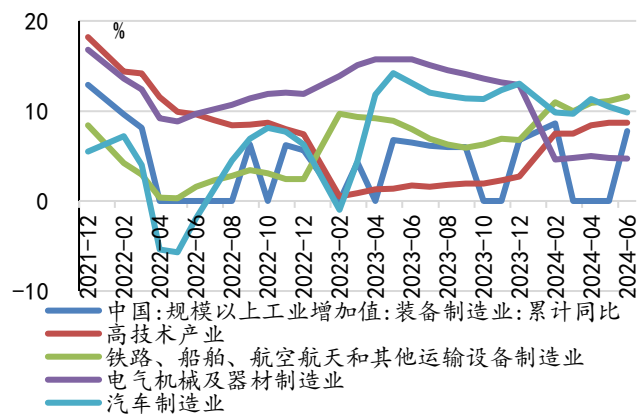
和其他电子设备及铁路、船舶航空航天和其他运输设备工业增加值累计同比分别为 13.3%和 11.6%，显著高于工业增加值整体。服务业生产指数未能延续上月升势，6 月当月同比增长 4.7%，低于前值 0.1 个百分点，上半年同比增长 4.9%，低于上年同期 3.8 个百分点。其中，现代服务业增长较快，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业增加值同比分别增长 11.9%和 9.8%，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业生产指数同比分别增长 13.5%和 9.7%。从产能利用率来看，工业产能利用率边际走高至 74.9%，比上年同期上升 0.4 个百分点，比一季度上升 1.3 个百分点，或与大规模设备更新等政策提振相关行业生产有关。但其中汽车、电器机械、非金属矿物行业产能利用率仍处于低位，且呈现边际走低态势，需要警惕相关行业供给偏强、需求偏弱的失衡情况进一步加剧。

图 1：工业增加值同比增速高于服务业生产指数同比



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：装备制造业与高技术制造业生产加快

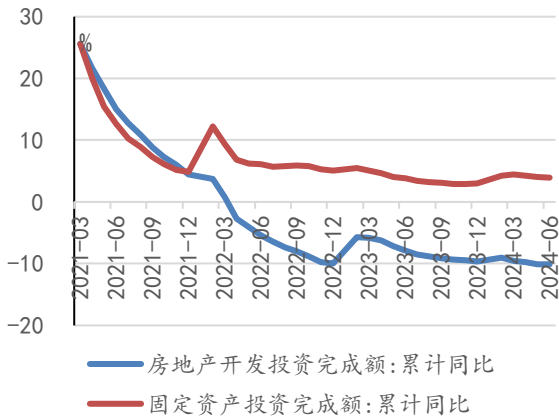


数据来源：Choice, 中诚信国际整理

房地产投资依然大幅下滑，拖累固定资产投资边际下行，房地产新政的政策效果相对有限。上半年房地产开发投资同比下降 10.1%，与前值持平，拖累固定资产投资下行至 3.9%，较前值回落 0.1 个百分点。从新开工来看，6 月房屋新开工面积累计同比下降 23.7%，已经连续 14 个月位于-20%以下的低位区间。从销售来看，商品房销售面积与商品房销售额累计同比分别下降 19%与 25%，降幅较前值分别收窄 1.3 个百分点和 2.9 个百分点。从价格来看，大中城市新建商品住宅及二手住宅销售价格跌幅延续扩大，6 月当月同比分别为-4.9%与-7.9%，较 5 月分别回落个百分点和 0.6 个百分点和 0.4 个百分点。从库存情况来看，6 月末商品房待售面积 73894 万平方米，较 5 月末减少 362 万平方米，但仍位于历史较高水平，房地产去库存进程仍需待时日。从部分高频数据来看，5.17 稳房地产政策出台以来，二手房出售挂牌量指

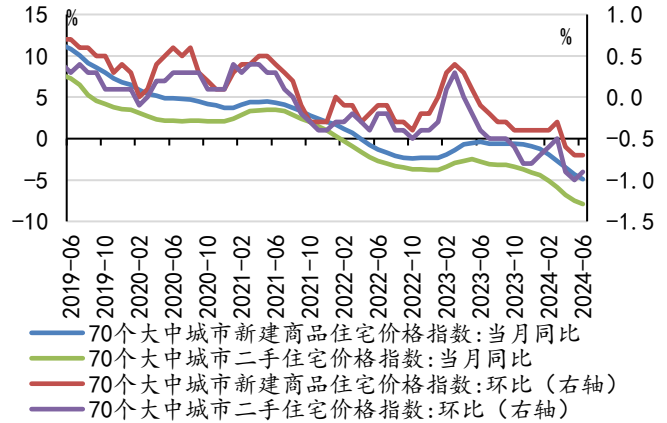
数波动回升，但二手房出售挂牌价指数仍延续回落，二手房挂牌交易存在量升价低的情况。此外，7月以来30大中城市商品房成交面积和100大中城市成交土地占地面积均未能延续6月份的升势，在7月前两周均边际回落，当前来看房地产新政的政策效果并不显著。

图 5：房地产投资仍处于深度收缩区间



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 6：房地产价格持续低迷

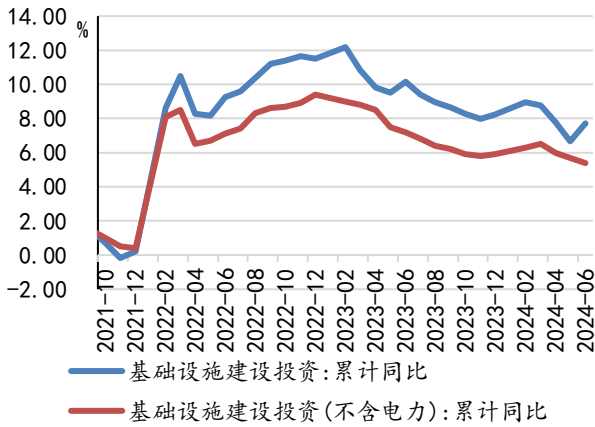


数据来源：Choice, 中诚信国际整理

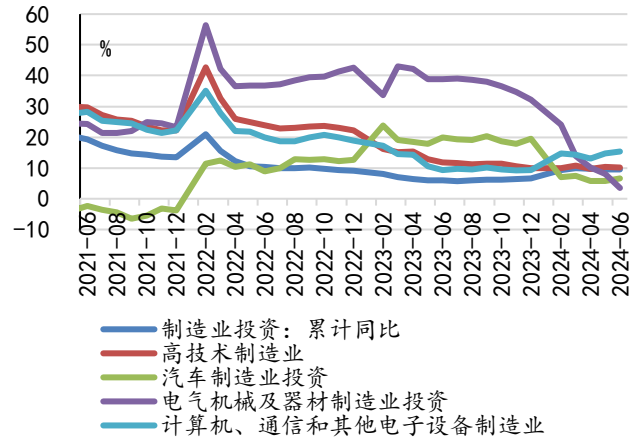
受制于项目储备不足等原因，专项债与特别国债发行节奏偏慢，基础设施建设投资增速边际走低。二季度基础设施建设投资（不含电力）同比增长 5.4%，较上月下降 0.3 个百分点，为 2022 年初以来的新低；包含电力的基础设施建设投资同比增长 7.7%，较上月提升 1 个百分点。从广义基建投资和狭义基建投资的背离可以看出，以电力消耗为主的新能源、新基建等领域投资增速有所提升，为当前基建投资提供重要支撑。今年以来受地方债发行较慢、化债重点省份政府投资受限，以及二季度南方多地极端天气拖累施工进度影响，狭义基建投资增长边际走弱。其中上半年，地方债累计发行 3.49 万亿，同比下降 20.06%，净融资额同比下降 31.52%，1-5 月地方财政支出同比增长 2.4%，较去年末下降 2.7 个百分点；地方政府性基金支出同比下降 19.9%，较去年末下降 11.7 个百分点，均对基建投资增长形成掣肘。后续看，6 月专项债发行提速叠加超长期特别国债的陆续发行，项目资金加速到位并形成实际工作量，预计狭义基建在三、四季度将有所回升。但是，从近期的石油沥青开工率、水泥产量等高频数据来看，新发特别国债和已发专项债对基建实物工作量的带动作用依然有所欠缺，基建投资回升的幅度仍需要观察。

图 5：狭义基建投资增速放缓

图 6：制造业投资保持较高增速水平



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

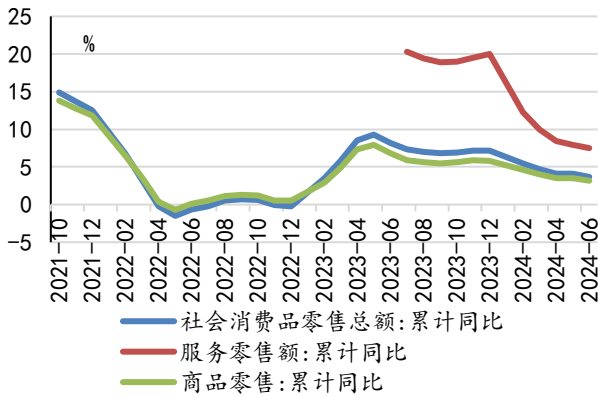


数据来源：Choice, 中诚信国际整理

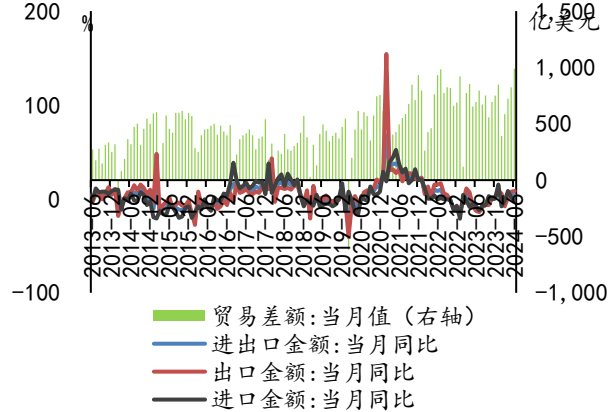
消费走弱的压力加快凸显，社会消费品零售总额环比为负、服务零售增速持续下行。1-6月，社会消费品零售总额（后简称“社零额”）同比增长3.7%，较上月下降0.4个百分点，6月社零额同比增长2%，为2023年以来的最低水平，消费走弱的压力持续加大。从消费结构来看，服务消费依然好于商品消费，但二者的增速均边际放缓，1-6月商品零售额和服务零售额分别同比增长3.2%和7.5%，均较前值下降0.4个百分点。商品消费中，汽车、家电等大宗消费增长回落明显，根据乘联会数据，6月广义乘用车零售177.9万辆，同比下降6.9%。6月家电零售额同比增速由正转负，从上月的增长12.9%降至-7.6%。服务消费则延续今年以来持续放缓的势头，增速连续6个月回落，其中上半年餐饮业零售额增速仅为7.9%，较去年末大幅下降12.5个百分点。从居民收入增长来看，二季度居民人均可支配收入累计同比增长5.3%，较一季度调降0.9个百分点，其中在房租下降、利息收入减少的背景下，居民财产净收入增速进一步下行至2.1%。从金融数据来看，今年上半年新增居民短期贷款2764亿元，同比大幅少增10536亿元，也从侧面印证了终端消费的低迷。当前国内需求的持续低迷与外需的持续改善形成鲜明对比，6月以美元计价出口金额同比增长8.6%，进口金额由正转负，同比增长-2.3%。后续来看，中央财政和地方财政仍需进一步加大对耐用消费品“以旧换新”的政策支持力度，提振消费者信心，加快居民消费的修复。

图7：服务消费边际走弱

图8：6月进口增速由正转负



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

总体来看，二季度经济体现出内需走弱的压力正在持续加大，全年“保五”仍需要付出努力，期待政策效应在三、四季度能够加快释放。从上半年来看，经济得以平稳运行的主要支撑因素是出口的拉动，以及包括设备更新在内的政策效应的撬动，但是内需相关的主要宏观指标边际走弱，其中消费增速边际走低以及房地产市场的持续大幅收缩是主要拖累，终端消费的不足对于制造业生产与投资的制约或有所显现。展望下半年，拖累经济下行的因素可能在短期内难以趋势反转，而6月的PMI新订单指数显示出口可能也有一定边际走弱的可能，在内生增长动能不足的背景下，经济政策的宽松力度需要进一步强化。同时，为了打破宽货币向宽信用传导存在的阻滞，货币政策的降息力度或应有所加大；为了减少项目储备不足等原因带来的财政支出进度偏慢，需要重新把握化债与发展之间的平衡，关注并缓解地方的投资压力，并建议特别国债能够在消费补贴、兜底民生领域发挥更大的作用。同时，期待三中全会深化改革能够为经济运行注入新的信心与活力，政策效应能够在下半年加快释放，实现全年5%的增速目标仍需努力。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼  
邮编：100020  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT  
RATINGCO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,  
No.2Nanzhuganhutong, Chaoyangmennei Avenue,  
Dongchengdistrict, Beijing, 100020  
TEL: (86010) 66428877  
FAX: (86010) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>