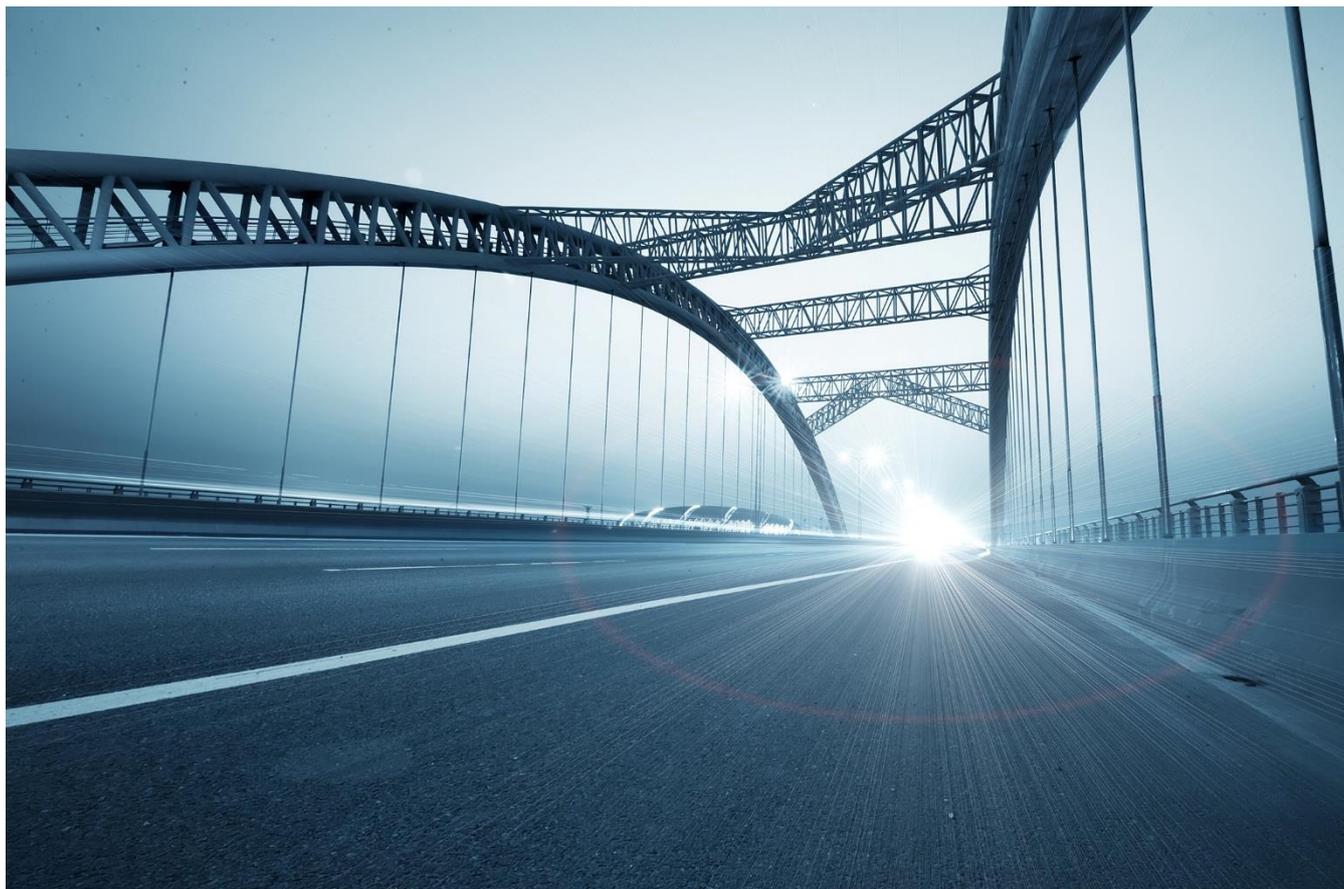


2018年第二季度中国宏观经济报告

——经济增长有所放缓，未来仍面临下行压力

2018年8月28日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

2018 年第二季度中国宏观经济报告

——经济增长有所放缓，未来仍面临下行压力

作者：王晔 胡颖 夏妍妍 刘艳

摘要

2018 年二季度（以下简称“本季度”），全球经济整体仍维持复苏态势，但复苏步伐有所放缓且呈现分化态势。美国经济复苏强劲；欧元区经济复苏步伐放缓；日本经济复苏缓慢；新兴市场国家经济整体表现有所分化。全球贸易保护主义抬头，我国面临的外部环境有所恶化，对我国未来经济增长尤其是对外贸易方面产生不利影响。

本季度，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在加强风险管控的同时促进经济的高质量发展。稳健中性货币政策为经济转型升级和高质量发展创造了适宜的货币环境。在供给侧结构性改革以及中美贸易摩擦有所加剧的背景下，我国经济展示出了较强的韧性，经济总体保持平稳增长。本季度，我国 GDP 同比实际增长 6.7%，仍保持较高增速水平；物价水平温和上涨；PPI 和 PPIRM 呈现回升态势；就业形势稳中向好。从三大产业来看，我国三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业增加值同比实际增速小幅回落，但仍保持较快增长；服务业增加值同比实际增速有所加快，仍是支撑经济增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，其中制造业投资增速有所加快，房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓；居民消费增速小幅回落，仍保持较快增长；进出口增幅有所回落，贸易顺差同比有所减少。

展望未来，在全球经济缓慢复苏以及中美贸易摩擦不断升级的背景下，我国经济增长面临的挑战和不确定性均有所增加，虽然消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，下半年经济增速或将继续小幅回落，同时维持全年经济增速在 6.5%左右的预测。

一、国际经济形势

2018 年二季度，全球经济整体仍维持复苏态势，但复苏步伐有所放缓且呈现分化态势。

美国经济复苏强劲。本季度，美国 GDP 同比实际增长 2.9%，为 2014 年三季度以来的最高增速；CPI 同比增长¹2.7%，较上季度和上年同期均有所回升；各月失业率均维持在 4.0% 以下，整体较上季度与上年同期均有所下降。本季度，美联储延续“快加息+慢缩表”，将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 1.75% 至 2.0%，为美联储今年以来第二次加息。此外，1.5 万亿美元的减税政策和大规模基建政策一定程度上拉动了家庭消费、提高了企业投资的积极性，对美国经济的提振作用有所显现。

欧元区经济复苏步伐放缓。本季度，欧元区 GDP 同比实际增长 2.1%，较上季度和上年同期均小幅回落；CPI 同比增长 1.7%，较上季度与上年同期均小幅上升；各月制造业 PMI 与非制造业 PMI 均在荣枯线以上，但均呈现回落态势；失业率平均水平为 8.3%，为 2009 年一季度以来的最低水平，劳动力市场稳步复苏。基于经济复苏步伐放缓，欧洲央行 6 月决定维持三大基准利率水平²，同时逐步减少每月资产购买数额，货币政策正常化步伐缓慢。

日本经济复苏缓慢。本季度，日本 GDP 同比实际增长为 1.0%，与上季度持平，但仍低于上年同期水平；CPI 同比增长 0.7%，较上季度明显下降，但高于上年同期水平，仍远低于设定的 2% 的通胀目标；各月制造业 PMI 与非制造业 PMI 均在荣枯线以上，但呈现稳中略降态势；失业率稳中有降，6 月降至 2.2%。

新兴市场国家经济整体表现有所分化。受益于举办世界杯对经济的促进，俄罗斯经济出现回升；印度经济增长总体稳定，6 月上调基准利率 25 个基点至 6.25%，为 2014 年 1 月以来首次上调；巴西受到罢工和政治不确定性影响，经济增速放缓。

¹ 根据算术平均求得，本文季度性 CPI、PPI、PPIRM、PMI 数据与此计算方法相同。

² 主要再融资利率在 0.0% 不变；隔夜贷款利率在 0.25% 不变；隔夜存款利率在 -0.40% 不变。

总体来看，本季度全球经济走势与各国货币政策均出现分化，全球贸易保护主义抬头，美国与中国、欧盟及俄罗斯等国家和地区均出现贸易争端，引发相关经济体采取反制措施予以回击，全球贸易环境动荡持续影响全球经济和金融市场，我国面临的外部环境有所恶化，对我国未来经济增长尤其是对外贸易方面产生不利影响。

二、我国宏观经济运行状况

（一）宏观政策

1、积极的财政政策促进经济高质量发展

本季度，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，重点保障民生领域相关支出，同时继续发挥地方政府稳增长作用，在加强风险管控的同时促进经济的高质量发展。

（1）财政收入保持较快增速，财政支出持续保障重点领域

2018 年 1-6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.00 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。收入方面，税收收入（9.2 万亿元）占全国一般公共预算收入的 87.8%，同比增幅（14.4%）较 1-3 月有所回落，但为 2012 年以来同期最快增速。税收收入保持较快增速主要基于以下几点原因：一是在宏观经济保持平稳增长的背景下，工商业和服务业景气度较高，带动国内增值税和国内消费税均保持 15%以上的较快增速；二是卷烟、成品油产销量的增长带动消费税实现 17.4%的较快增长；三是受益于居民收入的稳步增长，个人所得税同比增长 20.3%。支出方面，2018 年 1-6 月，与民生相关项目仍是重点支出领域，财政仍然主要投向社会保障和就业、教育、医疗卫生与计划生育领域，同时在扶贫、科技创新和环保领域支出力度加大，财政在保障重点领域支出的同时加大对民生关键环节的支持，有利于促进我国经济社会平稳健康发展。

(2) 继续通过定向减税降费促进经济高质量发展

本季度，有关部门密集出台措施，继续通过减税降费引导经济结构转型升级，促进经济高质量发展。一是通过下调增值税税率、减征资源税、下调增值税起征额等方式³，减轻制造业、交通运输、页岩气开发、动漫等行业企业以及小微企业税负。二是通过扩大企业抵扣应纳税所得额政策实施范围、降低企业所得税税率、降低委托境外研发费用应纳税额等税收优惠政策⁴，引导创新创业、促进技术进步。三是通过暂定税率方式降低包括抗癌药在内的所有普通药品等关税⁵，加大对民生的保障。上述政策有利于降低相关行业及小微企业负担，鼓励创新创业和技术研发，促进经济转型升级和民生保障。

(3) 进一步丰富地方政府债券品种，在发挥地方政府稳增长作用的同时防控地方政府债务风险

本季度，地方政府专项债再扩容，发行环节更趋市场化。4月，财政部等部委发布《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》，要求有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作，定向支持地方经济发展和民生保障。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》，提高地方政府债券发行的市场化程度，同时进一步丰富地方债期限品种。上述举措有助于降低地方政府融资的期限错配风险，更好发挥地方债支持地方经济建设的积极作用。此外，地方债务信息披露、防范地方政府隐性债务等方面得到进一步加强和规范⁶。

³ 涉及政策文件包括《关于调整增值税税率的通知》、《关于延续动漫产业增值税政策的通知》及《关于统一增值税小规模纳税人标准的通知》。

⁴ 涉及政策文件包括《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》、《关于将服务贸易创新发展试点地区技术先进型服务企业所得税政策推广至全国实施的通知》、《关于企业委托境外研究开发费用税前加计扣除有关政策问题的通知》。

⁵ 4月，国务院关税税则委员会发布公告，以暂定税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税降为零。

⁶ 涉及政策文件包括《2018年政务公开工作要点》、《关于完善市场约束机制，严格防范外债风险和地方债务风险的通知》。

(4) 政府和社会资本合作模式管理更加规范化，通过 PPP 模式的推进定向推动经济发展

本季度，有关部门出台多项政策⁷，推动 PPP 模式在旅游领域的发展，同时进一步规范项目管理，持续加强 PPP 风险防范，引导 PPP 向高质量发展。在政策的引导推动下，本季度，全国 PPP 综合信息平台新增管理库项目 329 个、投资额 4350.0 亿元；落地率环比增加 2.5 个百分点。截至 6 月末，累计项目数 7749 个、投资额 11.9 万亿元，较 3 月末继续增加。PPP 项目的持续推进有助于推动公共基础设施、公共服务领域的建设，对经济的稳定增长具有积极作用。

2、稳健中性货币政策为经济转型升级和高质量发展创造适宜的货币环境

本季度，央行继续实施稳健中性的货币政策，根据经济金融形势变化，加强前瞻性预调微调，市场资金面整体略有宽松，市场利率水平略有分化，M1、M2 增速继续放缓，社会融资规模增速继续下降。总体来看，稳健中性货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境。

(1) 市场资金面略有宽松

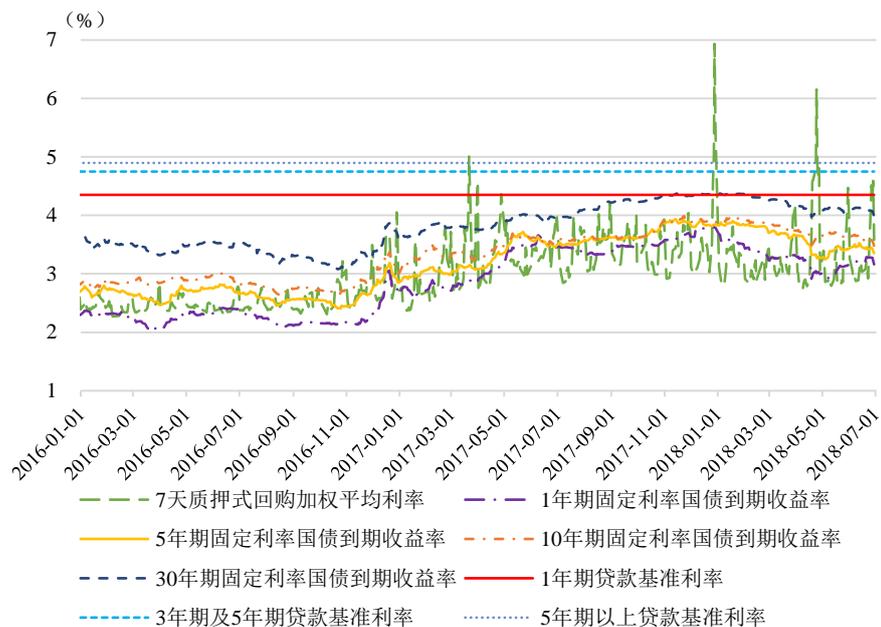
本季度，我国经济整体表现稳中向好，但在美元持续加息和对外贸易存在不确定性的影响下，经济仍面临一定的下行压力。在此背景下，央行继续实施稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，一方面，灵活进行公开市场操作。运用逆回购、常备借贷便利（SLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 3400.0 亿元、88.2 亿元和 1938.0 亿元，运用中期借贷便利（MLF）净回笼 7150.0 亿元；另一方面，通过定向降准向市场释放流动性。4 月，央行宣布定向下调国有大型商业银行等特定类型银行机构⁸人民币存款准备金率 1 个百分点置换 MLF，同时向市场释放增量资金约 4000.0 亿元。上述政策的实施共同维护了市场资金面的合理充裕，本季度市场资金面整体略有宽松。

⁷ 涉及政策文件包括《关于在旅游领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》、《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》。

⁸ 包括国有大型商业银行、股份制商业银行、非县域农村商业银行、外资银行。

(2) 市场利率水平略有分化

本季度,1 年期、3 年期及 5 年期、5 年期以上贷款基准利率继续维持在 2015 年三季度以来的 4.35%、4.75%、和 4.90%的水平。银行间 7 天质押式回购加权平均利率以及银行间 1 年期、5 年期、10 年期、30 年期固定利率国债到期收益率 2018 年以来一改上年波动上行的趋势,呈现先降后升的走势,但回升幅度有所分化。本季度,银行间 7 天质押式回购加权平均利率以及银行间 1 年期、5 年期、10 年期、30 年期固定利率国债到期收益率分别为 3.39%、3.13%、3.43%、3.64%和 4.10%,与上季度相比,除 7 天质押式回购加权平均利率有所上升外,其余期限固定利率国债到期收益率均出现不同幅度回落;与上年同期相比,本季度 7 天质押式回购加权平均利率、10 年期和 30 年期固定利率国债到期收益率均有所上升,1 年期和 5 年期固定利率国债到期收益率有所下降。



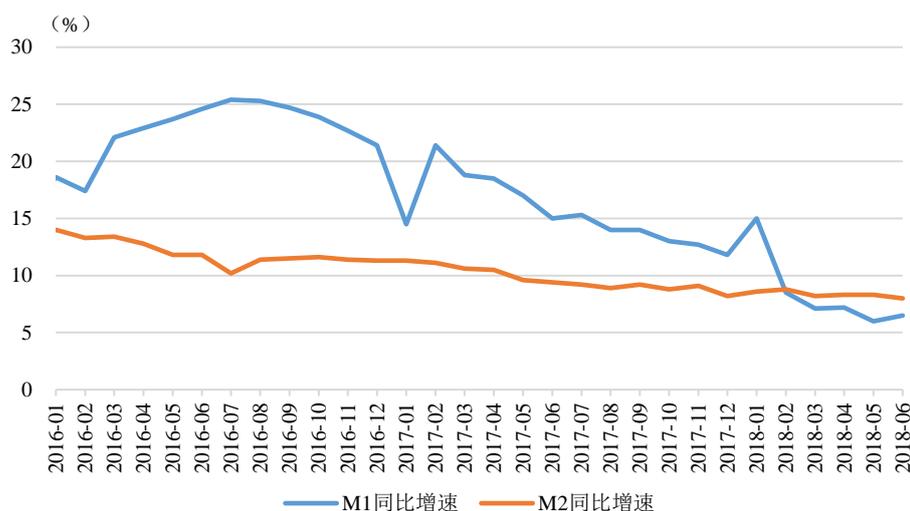
资料来源：Wind

图 1 2016 年-2018 年 6 月利率走势情况

(3) M1、M2 增速均有所回落

截至 2018 年 6 月末,我国狭义货币 (M1) 和广义货币 (M2) 余额分别为 54.4 万亿元和 177.0 万亿元,同比增速分别为 6.6%和 8.0%;M1、M2 同比增速较上季度末和上年同期均有所回落。分月来看,本季度 M1 增速呈先降后升态

势，M2 增速稳中趋缓且 6 月增速（8.0%）创历史新低。总体来看，M1、M2 增速延续了 2016 年下半年以来的放缓态势，且仍主要与经济去杠杆背景下企业活期存款减少以及表外业务规模受到压缩导致货币的派生效应受到抑制等因素有关。



资料来源：Wind

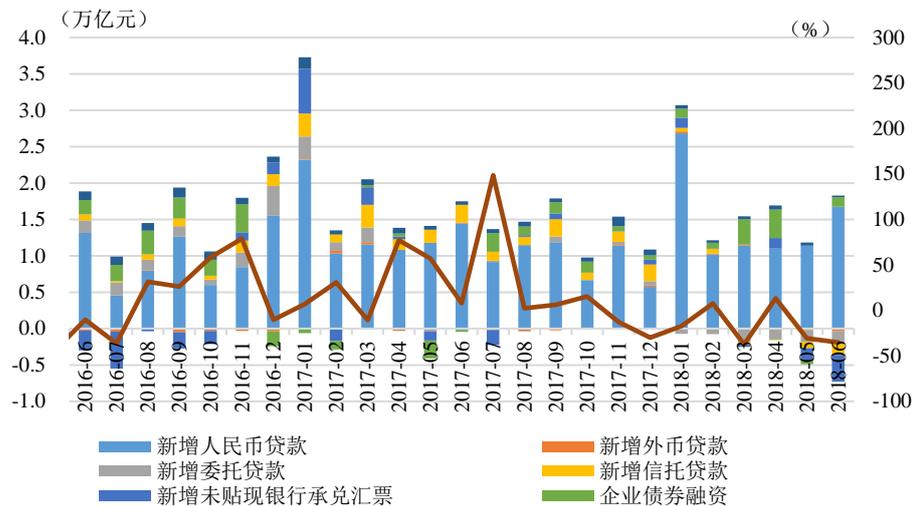
图 2 2016-2018 年 6 月 M1、M2 同比增速

（4）社会融资规模增速有所下降，新增人民币贷款占比大幅上升

截至 2018 年 6 月末，我国社会融资规模存量 186.5 万亿元，同比增速（10.5%）较 3 月末（11.0%）和上年同期（13.2%）均有所回落，主要是受表外融资规模减少的影响。

本季度，我国社会融资规模增量（3.9 万亿元）较上季度与上年同期均有所减少。其中，人民币贷款仍是主要融资方式，本季度新增人民币贷款 3.9 万亿元，较上季度有所减少，较上年同期略有增加，本季度新增人民币贷款规模占全部社会融资规模增量的比重（99.6%）较 1-3 月（84.1%）和上年同期（84.4%）均大幅增长，主要是因为金融强监管的环境下，表外融资业务持续受到挤压，融资需求转向人民币贷款等传统融资途径。新增委托贷款、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票规模均为负值，且较上季度和上年同期均大幅减少，主要原因是监管层持续治理表外业务，特别是 2017 年底以来《关于规范银信类业务的通知》、《商业银行委托贷款管理办法》等陆续颁布，导致相关渠道融资规

模下降。在融资需求向表内融资渠道回归的背景下，加上二季度债券发行成本有所下降，同时有关部门出台多项政策鼓励债券产品创新、不断完善债市体制机制，本季度企业债券融资规模（0.5 万亿元）较上年同期大幅增加，较上季度小幅下降，环比减少主要与到期量增加有关。



资料来源：Wind

图 3 2016-2018 年 6 月社会融资规模增量及增速情况

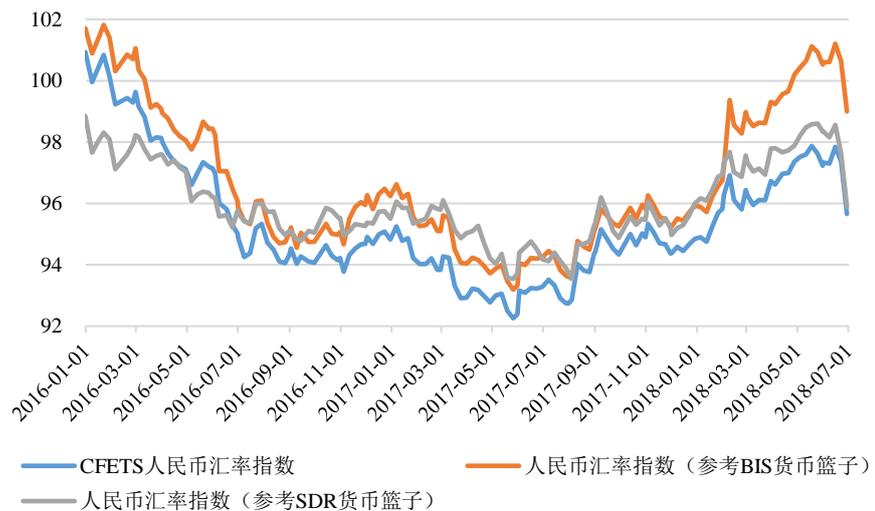
（5）人民币汇率相对稳定，外汇储备规模小幅减少

本季度，美元兑人民币汇率中间价呈现升值态势。6 月末，美元兑人民币中间价较 3 月末上升 5.2%，涨幅较为明显，主要是美国和中国经济走势和货币政策的边际分化所致。但从一篮子货币来看，CFETS 人民币汇率指数、参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子的人民币汇率指数分别较 3 月末小幅下降 1.1%、0.3% 和 1.9%，表明人民币汇率整体仍相对稳定。截至 6 月末，我国官方外汇储备 3.1 万亿美元，较 3 月末减少 306.9 亿美元。外储规模的小幅下降主要是由于非美元计价的外汇储备在折算美元计价后的估值损失，跨境资金流动总体稳定。



资料来源：Wind

图 4 2016 年-2018 年 6 月美元兑人民币汇率走势情况



资料来源：Wind

图 5 2016 年-2018 年 6 月人民币汇率指数走势情况

3、提升政务审批效率，激发市场活力

本季度，国务院相继发布《关于进一步压缩企业开办时间的意见》、《关于深入推进审批服务便民化的指导意见》及《进一步深化“互联网+政务服务”，推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案》文件，优化企业登记、审批程序，提高政务服务便捷性和政府服务效能。这将进一步降低市场交易制度成本、优化营商环境、激发市场活力，推动经济高质量发展

（二）宏观经济运行

1、经济增速有所回落

本季度，在供给侧结构性改革以及中美贸易摩擦有所加剧的背景下，我国经济展示出了较强的韧性，经济总体保持平稳增长。具体来看，本季度，我国 GDP 同比实际增长 6.7%，仍保持较高增速水平；物价水平温和上涨；PPI 和 PPIRM 呈现回升态势；就业形势稳中向好。

表 1 2018 年第二季度我国主要经济数据

项目	2017 年				2018 年	
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度
GDP (万亿元)	18.0	20.1	21.2	23.5	19.9	22.0
GDP 增速 (%)	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.8	6.9	6.3	6.2	6.4	6.6
固定资产投资完成额增速 (%)	9.2	8.3	5.5	6.5	7.5	6.0
社会消费品零售总额增速 (%)	10.0	10.8	10.3	9.9	9.9	9.0
出口增速 (%)	14.8	14.5	8.1	10.2	10.8	3.3
进口增速 (%)	31.1	21.0	16.6	10.3	12.0	11.1
CPI 增幅 (%)	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8
PPI 增幅 (%)	7.4	5.8	6.2	5.9	3.7	4.1
城镇登记失业率 (%)	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	7.9	8.2	8.3	8.3	8.0	8.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；

3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速为实际增长率，固定资产投资完成额增速、社会消费品零售总额增速、城镇居民人均可支配收入增速为名义增长率；

4. 规模以上工业增加值增速、CPI 增幅以及 PPI 增幅无分季度数据时，采用月度数据求平均值计算。

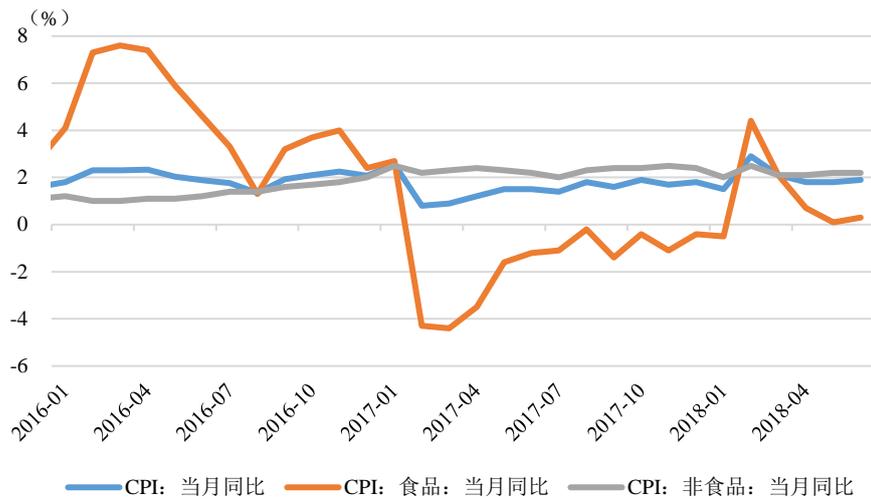
资料来源：Wind

（1）贵州 GDP 增速领跑全国，西部地区经济增长仍然较快

2018 年 1-6 月，从 GDP 总量来看，广东、江苏、山东 GDP 总量均超三万亿，位列全国前三。从 GDP 同比实际增速来看，贵州（10.0%）、云南（9.2%）、江西（9.0%）位居全国前三。总体来看，西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力，是拖累全国 GDP 增速放缓的重要原因。

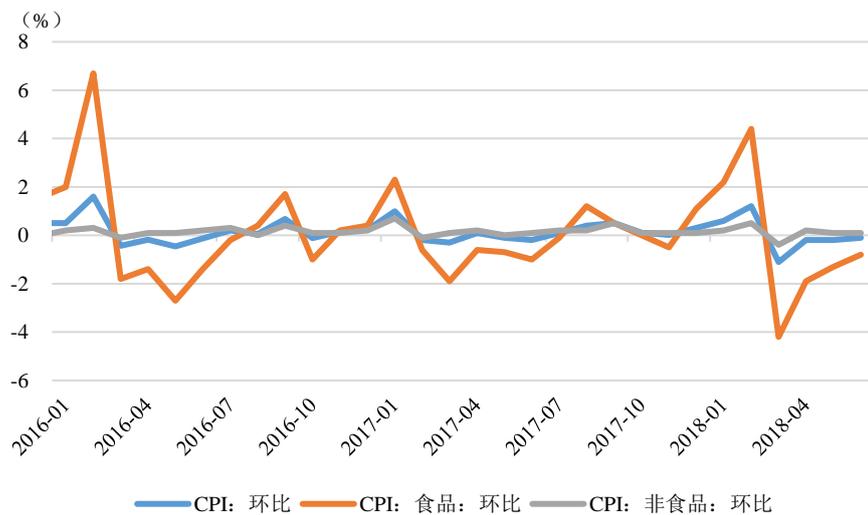
(2) CPI 涨幅整体有所回落

本季度，我国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 1.8%，较上季度（2.2%）有所下降，主要受气候转暖使得农副产品供应加大导致鲜果和蔬菜价格回落影响，较上年同期（1.4%）有所提高，各月 CPI 同比增幅走势较为平稳；环比降幅总体有所收窄。



资料来源：Wind

图 6 2016 年-2018 年 6 月 CPI 同比走势情况



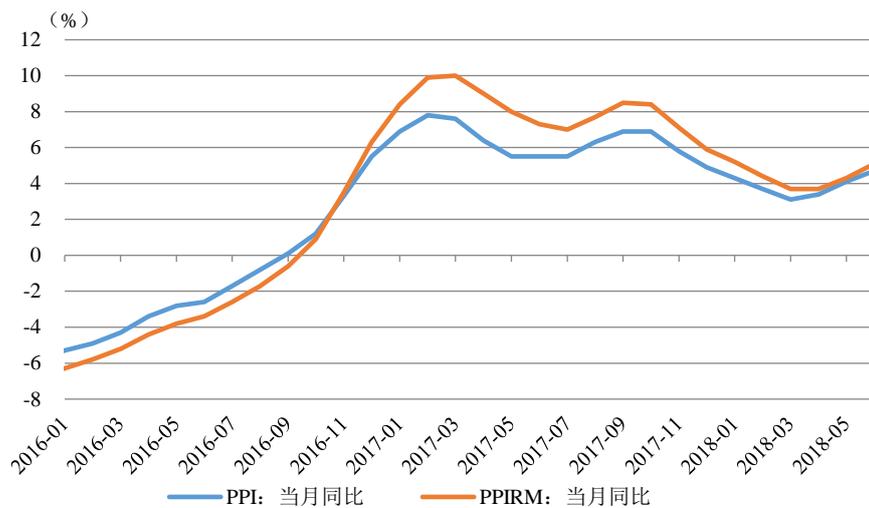
资料来源：Wind

图 7 2016 年-2018 年 6 月 CPI 环比走势情况

(3) PPI、PPIRM 指数均呈回升态势

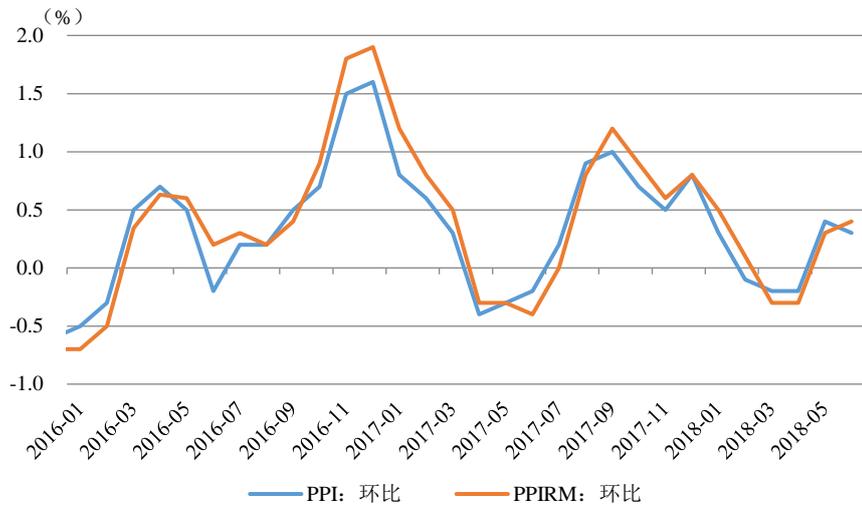
本季度，工业生产者价格指数（PPI）同比上涨 4.1%，增幅较上季度（3.7%）有所提高，较上年同期（5.8%）有所下降，季度内各月增幅呈逐月回升态势。受中东地缘政治紧张影响，国际原油价格上涨，加上国内持续深入的环保督查“回头看”行动，推升石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、煤炭、黑色金属和有色金属等行业产品价格，推动本季度 PPI 涨幅回升。而制造业投资和基础设施建设投资增速回落带来需求放缓或是本季度 PPI 同比增幅较上年同期下降的原因。

本季度，工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比增长 4.4%，增速与上季度持平，较上年同期（8.1%）有所下降，可能是本季度工业生产活动趋弱导致原材料及上游产品需求减少所致。本季度 PPIRM 呈现逐月回升态势。



资料来源：Wind

图 8 2016 年至 2018 年二季度 PPI 和 PPIRM 同比走势情况

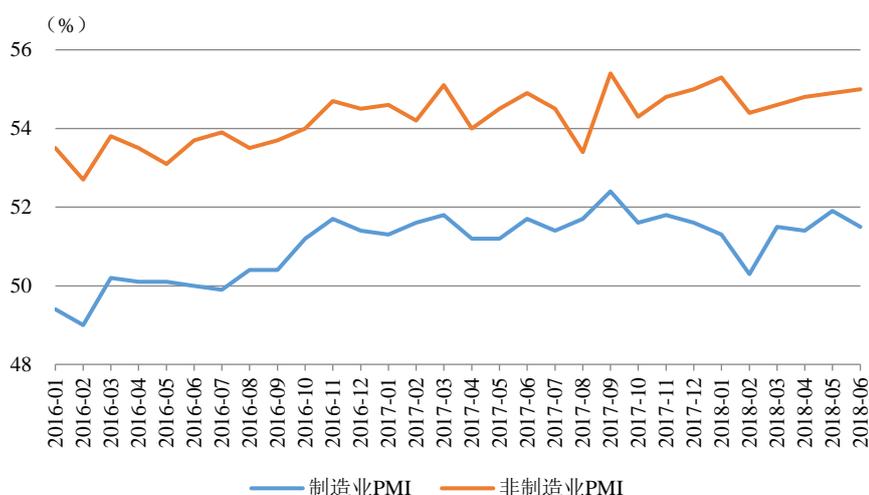


资料来源：Wind

图 9 2016 年至 2018 年二季度 PPI 和 PPIRM 环比走势情况

(4) 制造业 PMI 先升后降，非制造业 PMI 持续回升

本季度，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均位于荣枯线之上，制造业 PMI 先升后降，非制造业 PMI 自 3 月以来持续回升。制造业 PMI 中，生产指数和新订单指数在本季度先升后降态势比较明显，两项指数均在 6 月出现回落或是受到端午假期因素以及中美贸易战的不利影响。非制造业 PMI 中，新订单指数、投入品价格指数、从业人员指数以及业务活动预期指数均呈现放缓态势，业务活动预期指数仍高位运行，表明非制造业市场需求增速有所放缓，但非制造业企业对市场发展预期仍保持乐观。总体来看，制造业继续保持扩张，但扩张势头 6 月有所放缓，非制造业保持平稳向好发展势头。



资料来源：Wind

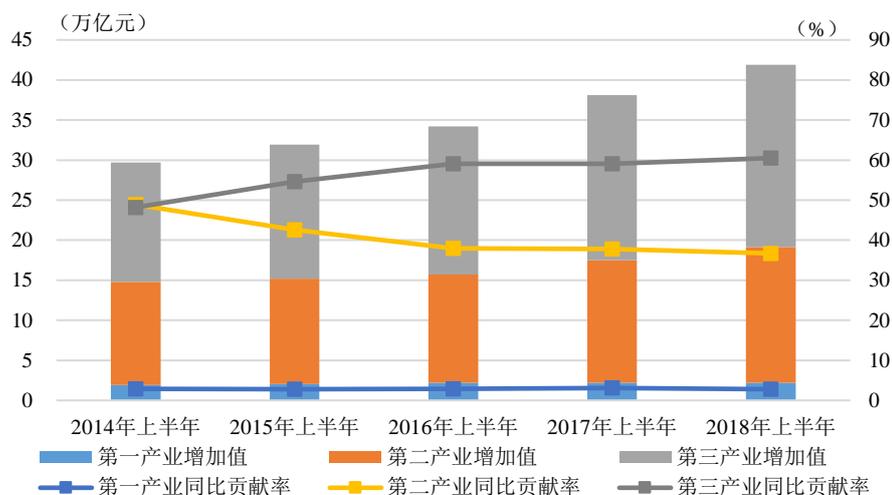
图 10 2016 年-2018 年 6 月制造业 PMI、非制造业 PMI 走势

(5) 就业形势稳中向好

本季度，全国城镇登记失业率为 3.8%，延续了自 2016 年二季度以来持续下降的态势。自今年 4 月起，国家统计局按月发布全国城镇调查失业率和 31 个大城市城镇调查失业率。本季度，城镇调查失业率、31 个大城市城镇调查失业率平均水平分别为 4.8%、4.7%，较上季度均略有下降。城镇登记失业率和城镇调查失业率均低于年初政府工作报告设定的 4.5% 和 5.5% 的目标。总体来看，就业形势稳中向好。

2、工业生产增速放缓影响 GDP 增速回落，农业和服务业增长保持稳定

本季度，我国三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业增加值同比实际增速小幅回落，但仍保持较快增长；服务业增加值同比实际增速有所加快，仍是支撑经济增长的主要力量。



资料来源：Wind

图 11 2014-2018 年各年上半年三大产业 GDP 及贡献率

（1）农业生产形势稳定

2018 年 1-6 月，我国第一产业增加值 2.2 万亿元，同比实际增长 3.2%，增速与 1-3 月持平，较上年同期（3.5%）略有回落；第一产业对 GDP 增长的贡献率为 2.8%，较 1-3 月和上年同期变动均不大。本季度，农业农村部等部门陆续发布《关于做好 2018 年农业生产发展等项目实施工作的通知》和《关于实施绿色循环优质高效特色农业促进项目的通知》，提出持续优化财政支农投入供给、通过以奖代补方式对实施绿色循环优质高效特色农业促进项目予以补助等措施，利好农业发展。总体而言，本季度农业生产形势仍比较稳定。

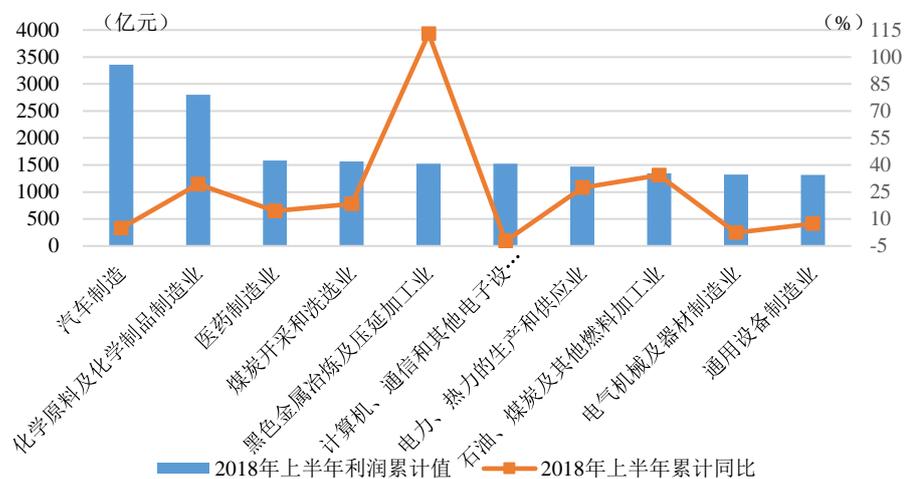
（2）工业生产增速有所回落，工业企业利润保持较快增长

2018 年 1-6 月，我国第二产业增加值 16.9 万亿元，同比实际增长 6.1%，较上年同期（6.9%）有所下降，主要受制造业生产增速回落的影响；第二产业对 GDP 增长的贡献率为 36.7%，较 1-3 月和上年同期变化均不大；1-6 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.7%，增速较 1-3 月和上年同期均变化不大。此外，本季度国有及国有控股企业工业增加值同比增速较上季度略有下降，较上年同期有所提高，“去产能”和国企改革“提质增效”效果持续显现。

制造业生产增速有所回落。从主要门类来看，2018 年 1-6 月，采矿业增加

值同比增长 1.6%，较 1-3 月和上年同期涨幅均有所升高，主要受益于去产能带来的行业集中度上升以及产品价格的回升；电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增长 10.5%，增幅较 1-3 月（10.8%）小幅回落，主要受上季度基数较高影响，增幅较上年同期（8.1%）有所升高一方面由于各地加大环保督查力度带来了较高清洁能源的需求，另一方面或与部分高能耗产业如黑色金属和有色金属冶炼及压延工业增长加快带动了相关能源需求增长有关；制造业同比增长 6.9%，较 1-3 月（7.0%）和上年同期（7.4%）增速均有所回落，主要受到部分国家和地区经济复苏进程放缓叠加中美贸易摩擦加剧的影响。

工业企业利润总额同比保持较快增长。2018 年 1-6 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 3.4 万亿元，同比增长 17.2%⁹，增速较 1-3 月（11.6%）有所回升，主要是由于在供给侧结构性改革持续推进¹⁰背景下，黑色金属冶炼和压延加工业、石油、煤炭及其他燃料加工业等行业利润总额均实现较快增长；但同比增速低于上年同期（22%），或主要受总需求放缓以及上年工业企业利润总额基数较高的影响。



资料来源：Wind

图 12 2018 年 1-6 月工业企业利润总额前十位行业及其增幅

⁹ 按可比口径计算。

¹⁰ 4 月，发改委等六部门联合发布《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》，明确提出 2018 年再压减钢铁产能 3000 万吨左右、退出煤炭产能 1.5 亿吨左右、淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组的目标任务，要求持续深入开展钢铁去产能、不断提升煤炭供给体系质量、积极稳妥化解煤电过剩产能等重点工作。

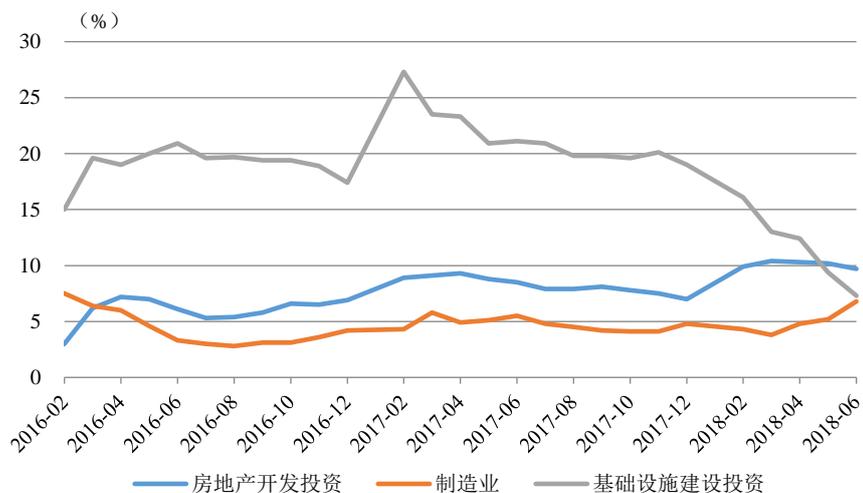
(3) 服务业保持较快增长，房地产行业增速有所回落

2018 年 1-6 月，第三产业增加值 22.8 万亿元，同比实际增长 7.6%，增速与 1-3 月和上年同期均变动不大；第三产业对 GDP 增长的贡献率（60.5%）较 1-3 月（61.6%）有所回落，较上年同期（59.1%）有所上升，仍是支撑经济增长的主要力量。受益于国家对高技术产业的鼓励支持以及互联网发展的加快，2018 年 1-6 月，信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比增速（31.7%）最快，增速较 1-3 月和上年同期均有所加快；房地产业增加值同比增长 4.2%，增速较 1-3 月和上年同期均有所回落，仍主要受到房地产行业宏观调控的不利影响。

3、固定资产投资、居民消费和进出口增速均有所回落

(1) 制造业投资增速有所加快，房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓

2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速较 1-3 月（7.5%）和上年同期（8.6%）均有所回落。其中，民间投资（18.5 万亿元）同比增长 8.4%，增速较 1-3 月（8.9%）小幅回落，较上年同期（7.2%）有所上升。民间投资保持较快增长，主要受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施。总体来看，2018 年 1-6 月，房地产投资增速小幅回落，基础设施建设投资增速持续放缓，制造业投资增速继续加快。

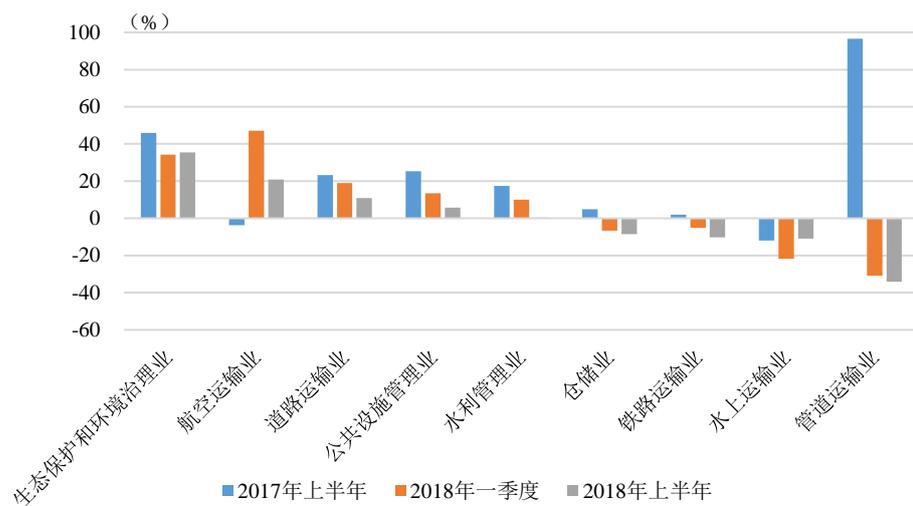


资料来源：Wind

图 13 2016-2018 年 6 月固定资产投资累计同比增速情况

房地产投资增速小幅回落。2018 年 1-6 月，全国房地产开发投资 5.6 万亿元，同比增长 9.7%，增速较 1-3 月（10.4%）有所回落，较上年同期（8.5%）有所加快。房地产投资增速仍较快主要受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响。但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，对房地产开发投资形成压力，导致 3 月以来房地产开发投资持续回落。

基础设施建设投资增速持续放缓。2018 年 1-6 月，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 7.3%，增速较 1-3 月（13.0%）和上年同期（21.1%）均有明显放缓，主要是由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，一定程度上抑制了道路运输业、铁路运输业和水利管理业投资。

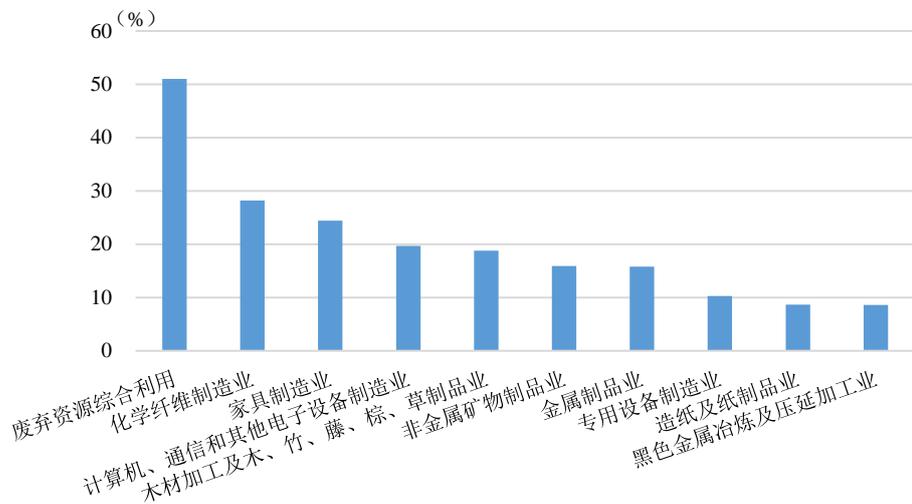


资料来源：Wind

图 14 2018 年 1-6 月基础设施投资分项增幅

制造业投资增速继续加快。2018 年 1-6 月，全国制造业投资同比增长 6.8%，增幅较 1-3 月和上年同期均有所上升。其中，废弃资源综合利用行业投资增速最快，表明在打好三大攻坚战背景下，环保相关行业投资增速明显加快；计算机、通信和其他电子设备制造业和专用设备制造业投资保持较快增速，与经济结构转型升级相关的行业成为制造业投资增长的重要支撑。总体来看，制造业投资增速继续加快主要受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造

投资增速较快的拉动，制造业投资向高新技术、技术改造等产业升级领域倾斜。



资料来源：Wind

图 15 2018 年 1-6 月制造业投资增幅前十位行业

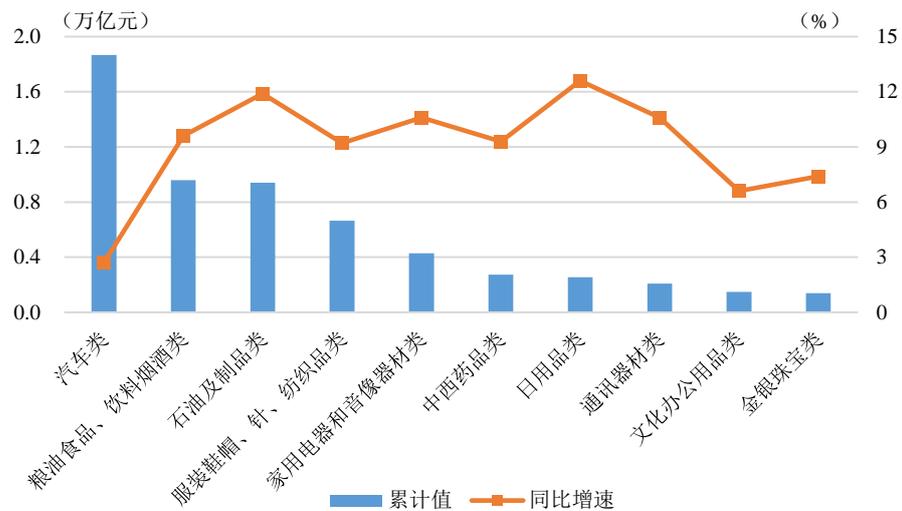
(2) 居民消费增速小幅回落，仍保持较快增长

2018 年 1-6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增长 9.4%，增速较 1-3 月（9.8%）和上年同期（10.4%）均有所回落，但仍保持较快增长。其中，限额以上单位消费品零售总额 7.0 万亿元，同比增长 7.5%，增速较 1-3 月（8.5%）和上年同期（8.7%）均有所回落，主要受到居民收入增长放缓和居民部门杠杆率不断上升的抑制作用影响。

分行业来看，2018 年 1-6 月，统计局公布的主要 15 类商品中消费增速低于 1-3 月和上年同期的均超过三分之二，其中，汽车消费增速（2.7%）较 1-3 月下降 4.7 个百分点，或受投资者观望情绪¹¹以及部分地区房地产投资热情上升抑制汽车消费所影响；建筑及装潢材料消费增速（8.1%）较上年同期下降 5.8 个百分点，主要受房地产市场宏观调控影响。但总体来看，居民消费仍保持较快增长。一是升级类消费保持较快增速，化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类均保持 10%以上增幅；二是基本生活用品消费保持较快增长，日用品类、粮

¹¹ 5 月，国务院关税税则委员会发布公告，自 2018 年 7 月 1 日起，降低汽车整车及零部件进口关税，平均降幅将达 46%。

油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类保持 10%左右的较快增速。此外，网上零售保持快速增长，2018 年 1-6 月，全国网上商品和服务零售额 4.1 万亿元，同比增长 30.1%，增幅较 1-3 月（35.4%）和上年同期（33.4%）均有所回落，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重为 17.4%，较 1-3 月和上年同期进一步上升。总体来看，我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。



资料来源：Wind

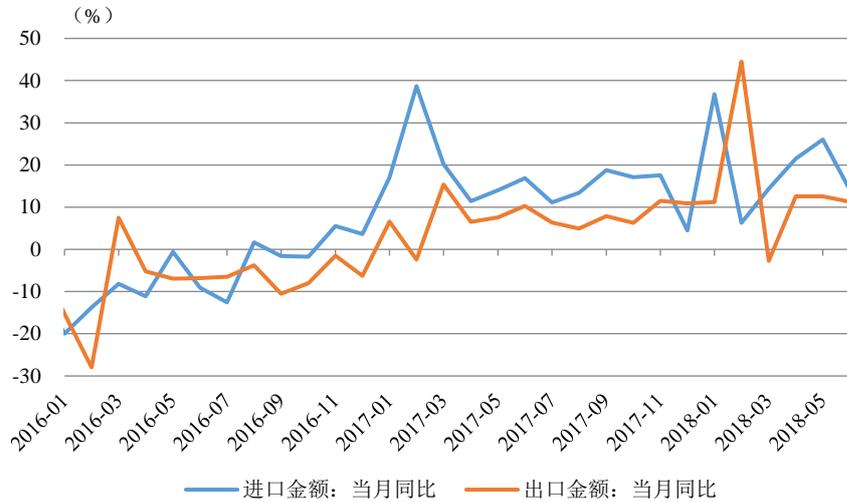
图 16 2018 年 1-6 月限额以上批发和零售额前十名行业及增幅

（3）进出口增幅有所回落，贸易顺差同比有所减少

2018 年 1-6 月，我国货物贸易进出口总值 14.1 万亿元，同比增长 7.9%，增幅较 1-3 月（9.4%）和上年同期（19.6%）均有所下降；一般贸易进出口占我国进出口总额的比重接近 60%，占比变动不大。其中，出口（7.5 万亿元）同比增长 4.9%，较 1-3 月和上年同期均有明显下降，进口（6.6 万亿元）同比增长 11.5%，增幅较 1-3 月和上年同期均有不同幅度下降。虽然国务院在 5 月出台措施¹²扩大外贸进出口、吸引外商来华投资，但受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响，导致我国对欧盟、美国等国家和地区进出

¹² 5 月，国务院印发《国务院关于做好自由贸易试验区第四批改革试点经验复制推广工作的通知》，在全国范围内复制推广服务业开放领域、投资管理领域、贸易便利化领域以及事中事后监管措施的多项改革事项以及在海关特殊监管区推广海关监管创新改革。

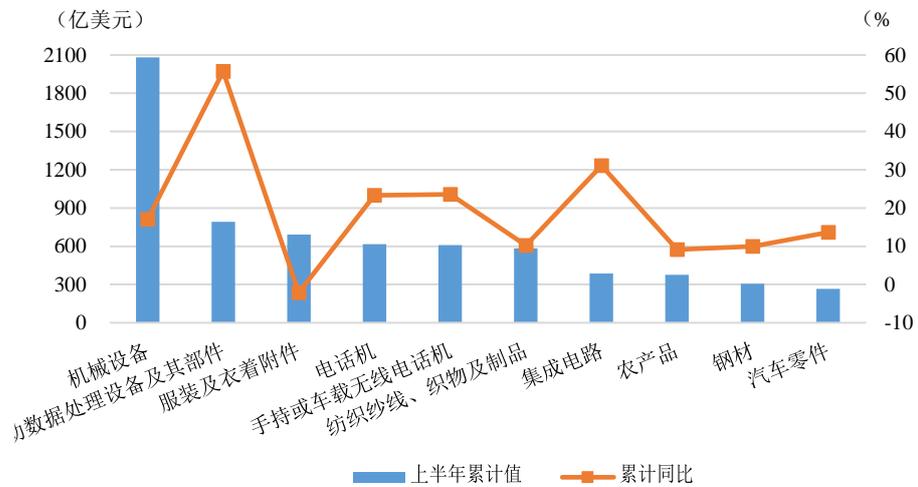
口总额同比增速较上年同期大幅下滑，是本季度我国货物贸易进出口增速回落的主要原因。



资料来源: Wind

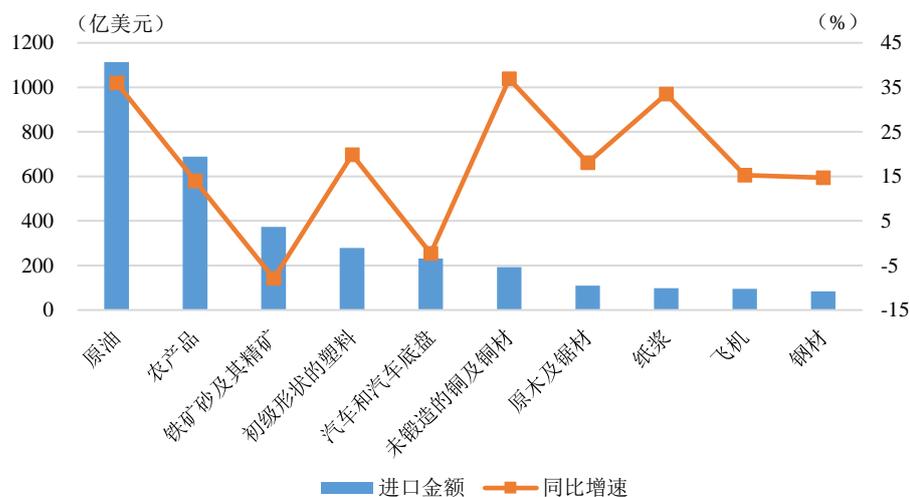
图 17 2016 年-2018 年二季度我国进、出口额单月增幅

从产品结构来看，出口方面，机电产品和劳动密集型产品在我国出口总值中占比仍较大。出口额排名前十的产品中，除服装与衣着附件类出现负增长以外，其余产品均保持 9% 以上的较快增速。进口方面，进口额排名前十位产品仍以能源、原材料为主，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36% 以上的高速增长，主要受价格涨幅较大影响。



资料来源: Wind

图 18 2018 年 1-6 月我国出口额排名前十产品及其增幅



资料来源：Wind

图 19 2018 年 1-6 月我国进口额排名前十产品及其增幅

三、宏观经济展望

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这也将对我国未来经济增长带来挑战。但受益于自身经济韧性较大、“稳杠杆+促发展”的政策导向、供给侧结构性改革持续推进、产业转型升级效果逐步显现以及对外开放力度不断加大，预计下半年我国经济仍将保持平稳增长。

继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度。财政政策方面，有望更加积极。在经济增长面临下行压力的背景下，财政政策有望进行逆周期调节，在扩大内需和结构调整方面发挥更大作用。一是通过加快地方政府专项债发行等措施加大基建投资力度；二是继续通过结构性减税、提高纳税便利程度等措施持续降低企业税费负担¹³，降低我国先进制造业、高新技术等行业领域以及小微企业的成本。**货币政策方面，稳健中性的货币政策将保持松紧**

¹³ 6 月末，财政部、税务总局发布《关于 2018 年退还部分行业增值税留抵税额有关税收政策的通知》，对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业和电网企业的增值税期末留抵税额予以退还。此外，相关部门陆续发布了《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》、《关于进一步扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》及《关于延长高新技术企业和科技型中小企业亏损结转年限的通知》，以支持小微企业与高新技术企业降低成本。

适度。在表外融资不断收缩、社会融资规模增速下降的现状下，政策逐步从“去杠杆”转向“稳杠杆”，未来货币政策将以结构性调整为主，进一步加强预调微调和预期管理，保持流动性合理充裕，未来仍有降准空间。此外，在中美经济增速和货币政策分化以及贸易摩擦等因素的背景下，预计央行将会通过阶段性提高资本跨境流动成本¹⁴等手段，维持人民币汇率以及外汇储备的相对稳定。总体来看，下半年，预计宏观政策将把促进国内经济发展放在首要位置，促进实体经济发展、稳定经济基本面。

投资或呈稳中趋缓态势。基础设施建设投资增速有望回升。下半年，在加强政府性债务风险管控的背景下¹⁵，地方专项债的发行和使用有望在基础设施建设投资领域发挥逆周期调节经济的重要作用，拉动基础设施建设投资增速有所回升。**制造业投资增速或面临小幅回落的风险。**部分国家和地区经济复苏放缓态势未改，中美贸易摩擦不断，短期内或将对我国制造业的扩张产生不利影响。但近期政策面对于智能光伏、工业互联网行业的支持¹⁶，或将成为制造业投资新的增长点。整体来看，下半年制造业投资增速仍面临小幅回落的风险。**房地产投资增速或将继续回落。**基于今年以来土地成交趋弱、棚户区项目审批趋于谨慎以及坚决遏制房价上涨目标的重申，房地产投资未来增长支撑或不足。预计下半年房地产投资仍将保持增长，但增速或将继续放缓。总体来看，在基础设施建设投资增速回升、制造业和房地产投资增速面临小幅回落风险的背景下，投资整体上或呈稳中趋缓态势。

居民消费仍将保持较快增长。我国鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政¹⁷下半年有望推出，同时部分进口车及

¹⁴ 8月3日，央行发布公告称，自8月6日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%。

¹⁵ 6月，财政部发布《政府购买服务管理办法（征求意见稿）》，通过负面清单全面、明确规定禁止政府购买服务的领域，包括工程、服务与工程打包的项目、融资行为等。

¹⁶ 6月，工信部等部门陆续发布《智能光伏产业发展行动计划（2018-2020年）》、《工业互联网发展行动计划（2018-2020年）》和《工业互联网专项工作组2018年工作计划》，支持相关企业拓展融资渠道。

¹⁷ 6月，全国人大常委会法制工作委员会公布《中华人民共和国个人所得税法修正案（草案）》并公开征求意见，除调整征税方式之外，此次个税改革拟采取提高个税起征点、税率结构优化、进一步扩大税率级距、新增专项附加扣除等一系列减税措施。

日用消费品的进口关税于 7 月 1 日起进一步降低¹⁸，有望推动居民消费（尤其是升级类消费）保持较快增速。

进出口增速或将继续放缓。进口方面，在我国扩大进口、促进对外贸易平衡发展的政策下¹⁹，民生相关、生产性服务以及技术装备等产品进口有望增加；汽车整车及零部件、日用消费品等产品进口关税的降低或将提高非美汽车²⁰和日用消费品的进口；出口方面，虽然我国提出通过进一步扩大对外开放、扩大服务出口等措施促进出口，但全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等都将对出口产生不利影响。总体来看，预计下半年我国进出口增速或将继续放缓。

综合上述分析，在全球经济缓慢复苏以及中美贸易摩擦不断升级的背景下，我国经济增长面临的挑战和不确定性均有所增加，下半年我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展，经济运行有望维持稳定。虽然我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，下半年经济增速或将继续小幅回落，同时维持全年经济增速在 6.5%左右的预测。

¹⁸ 5 月，国务院关税税则委员会发布公告，自 2018 年 7 月 1 日起，降低汽车整车及零部件进口关税、降低日用消费品进口关税，汽车整车及零部件进口关税平均降幅将达 46%。

¹⁹ 7 月，商务部等部门联合发布《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展的意见》，提出充分发挥进口对提升消费、调整结构、发展经济、扩大开放的重要作用，明确要求优化进口结构促进生产消费升级、优化国际市场布局、积极发挥多渠道促进作用、改善贸易自由化便利化条件，同时支持关系民生的产品进口，促进生产性服务进口以及技术装备等产品进口。

²⁰ 受中美贸易摩擦影响，我国对美国汽车进口关税将提升至 40%，自美国汽车进口或将明显减少。