



● 主要结论

我国上半年宏观经济增长为前高后低，一季度表现较好，二季度有所放缓。随着二季度逐渐显现出的经济恢复不佳，对于政策端，货币、财政、产业、消费、外贸、房地产等各领域相关政策均受到较高关注。

7月24日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作，会议传递出六大重要信号，分别是：（1）经济总体向好，仍面临困难挑战；（2）坚持稳中求进工作总基调，加大宏观调控；（3）活跃资本市场，提振投资者信心；（4）积极扩大国内需求，带动有效供给；（5）加快地方债发行，促进民间投资；（6）适应房地产市场新形势，适时调整优化政策。

货币政策方面。在“加大宏观政策调控力度”的背景下，由于中国人民银行6月已经调降了LPR，货币政策或将在降准或定向降准方面进行操作。

财政政策方面。中共中央政治局会议要求“加快地方债发行”，由于今年6月专项债发行并未像往年一样有所发力，当前强调专项债发行节奏，或将提升专项债在三季度发行水平，从而提升基建投资。

房地产政策方面。随着《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》的发布，或将带来增量项目和投资。更重要的是，7月24日中共中央政治局会议明确要求“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。7月25日国家税务总局发布《支持协调发展税费优惠政策指引》，有关购房环节税费优惠多达19条。7月28日，根据《中国建设报》报道，近日住房城乡建设部倪虹部长召开企业座谈会时表示，“要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款‘认房不用认贷’等政策措施。”这是7月24日中共中央政治局会议后，有关房地产销售政策的实质性地放松，尤其是对一、二线城市来说。应该说，可以预见，后期对房地产新发展模式的探索或将更加积极。

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
投资咨询号：Z0003021
电话：0755-23510053
邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰
从业资格号：F03115138
电话：021-55007766-6636
邮箱：15721@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、7月重要会议和政策

表：7月重要会议和政策

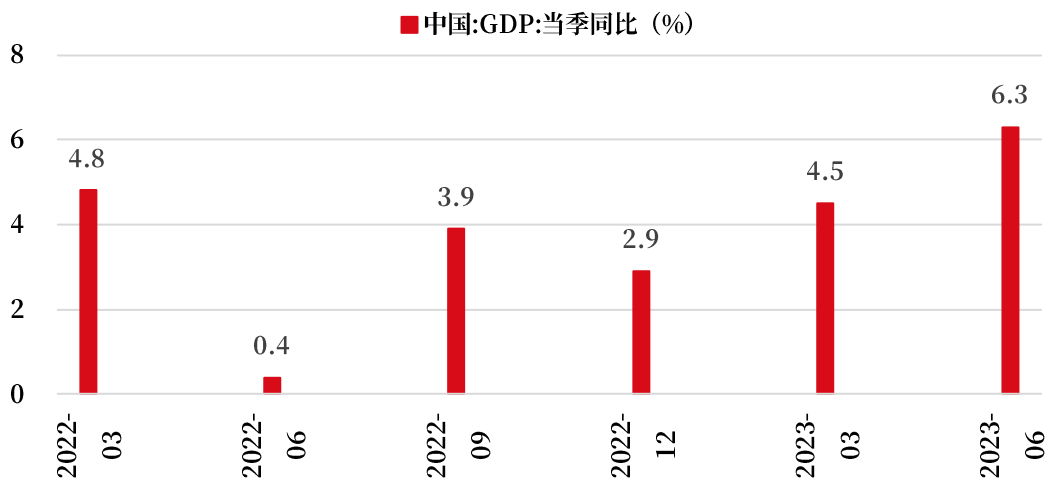
时间	重要会议和政策
7月17日	国家统计局公布上半年宏观经济数据。上半年GDP同比增长5.5%，一季度同比增长4.5%，二季度同比增长6.3%。
7月19日	财政部发布《2023年上半年财政收支情况》。
7月19日	《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布。
7月20日	中国人民银行、国家外汇局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5，于2023年7月20日实施。
7月21日	国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。
7月24日	中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作。
7月24日	《国家发展改革委关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》发布。
7月27日	美联储上调联邦基金目标利率的区间为5.25%至5.50%，即加息25个基点。

数据来源：中国政府网、国家发展改革委、国家统计局、中国人民银行、美联储、国信期货

二、经济基本面

二季度GDP实际平均增速放缓。上半年国内生产总值（GDP）59.30万亿元，同比增长5.5%（GDP增速均为剔除价格因素的实际增速）。分产业看，第一产业同比增长3.7%，第二产业增长4.3%，第三产业增长6.4%。分季度看，一季度GDP同比增长4.5%，二季度同比增长6.3%，略低于市场预期的6.8%（wind）。由于2022年二季度增速较低（0.4%），因此，将2023年和2022年两年在一、二季度的实际增速进行平均（几何平均）。与2021年相比，按可比价计算，2023年一季度的两年平均增长率为4.7%，二季度的两年平均增长率为3.3%，二季度实际平均增速放缓。

图1：GDP

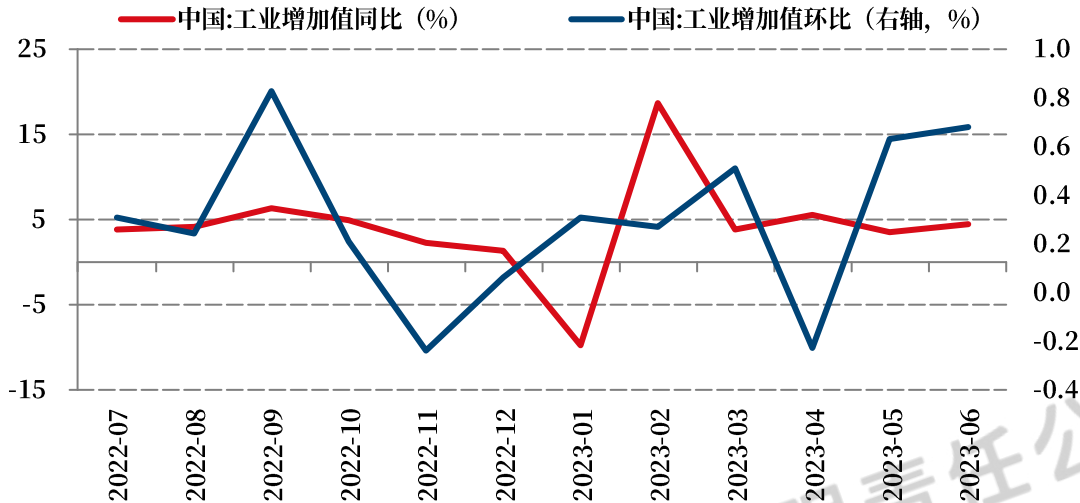


数据来源：wind 国信期货



工业增加值继续改善。6月规模以上工业增加值同比增长4.4%，较5月有所改善。从行业来看，电气机械和器材制造业同比增长15.4%，汽车制造业同比增长8.8%，继续保持高速增长。值得注意的是，6月，化学原料和化学制品制造业同比增长9.9%，有色金属冶炼和压延加工业同比9.1%，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长7.8%，继续向好，有望带动工业企业库存的改善。

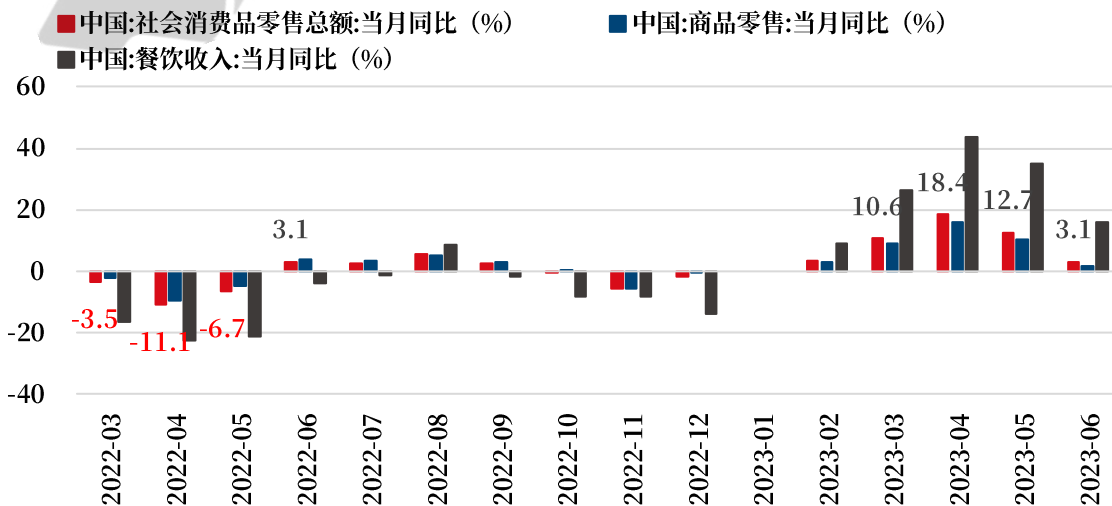
图2：工业增加值



数据来源：wind 国信期货

消费恢复仍有压力。6月份，社会消费品零售（简称“社零”）总额4.00万亿元，同比增长3.1%。从月度来看，由于去年3-5月社零总额基数较低，今年3-5月同比增幅较大。至6月，社零总额同比增幅3.1%为年内最低（除1月和2月为累计同比，增长3.5%），消费的下行压力仍在。今年经济复苏节奏仍然需要留意观察消费的动向。

图3：社会消费品零售



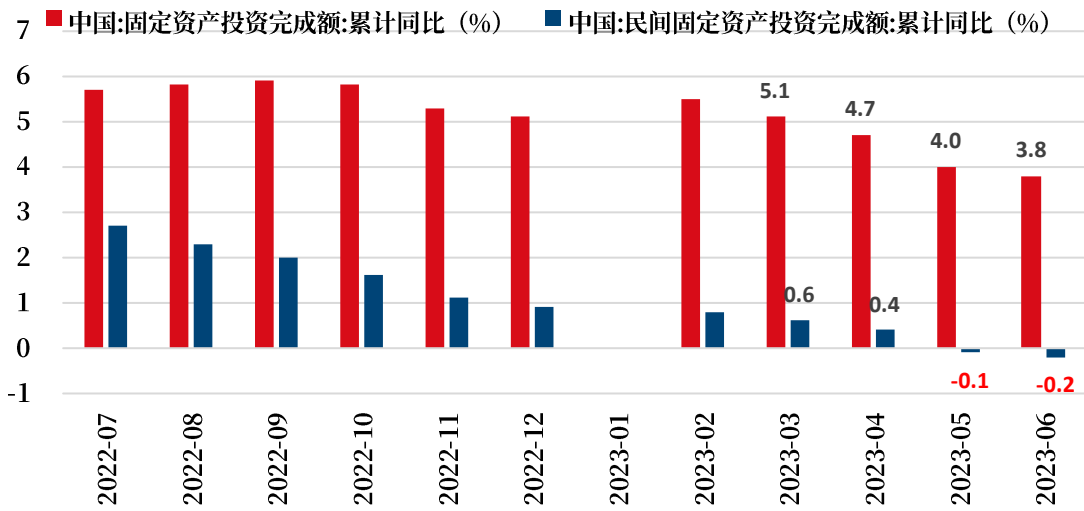
数据来源：wind 国信期货

民间投资依然不佳。1-6月固定资产投资完成额（简称“固投”）累计同比增长3.8%，其中民间固定资产投资（简称“民间投资”）完成额累计同比下跌0.2%。可以看出1-6月固投累计同比涨幅较1-5月继续



收窄；1-6月民间投资累计同比较前值跌幅继续扩大。总体显示出投资水平的不佳，尤其是民间投资。

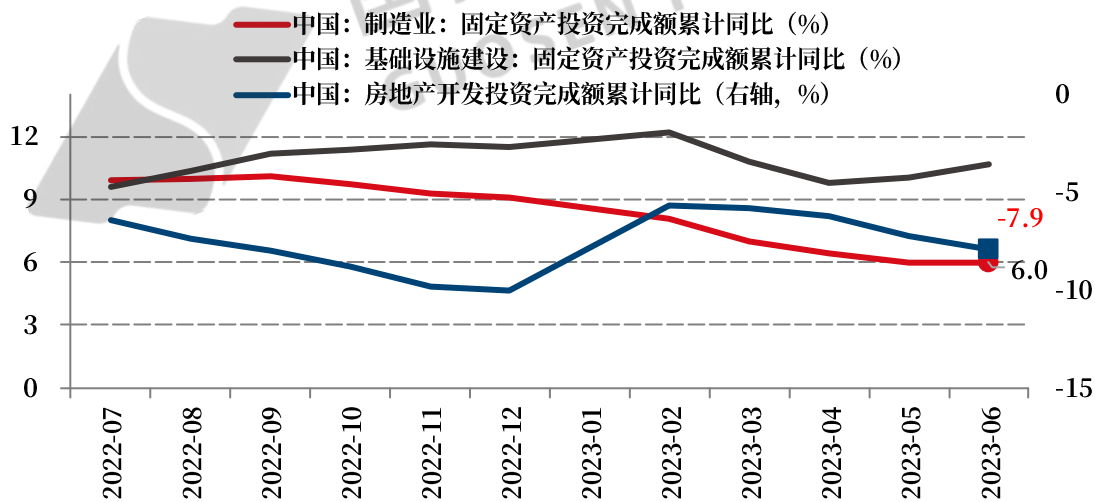
图4：固定资产投资



数据来源：wind 国信期货

房地产拖累固投水平。分行业来看，1-6月，制造业固投同比累计增长6.0%，保持相对稳定，但水平仍然不高；房地产累计同比下跌7.9%，较去年下半年的跌幅有所收窄，但是趋势仍然不佳；基础设施建设投资累计同比增长10.7%，保持稳定。房地产仍然是拖累固投的主要原因。

图5：分行业固定资产投资

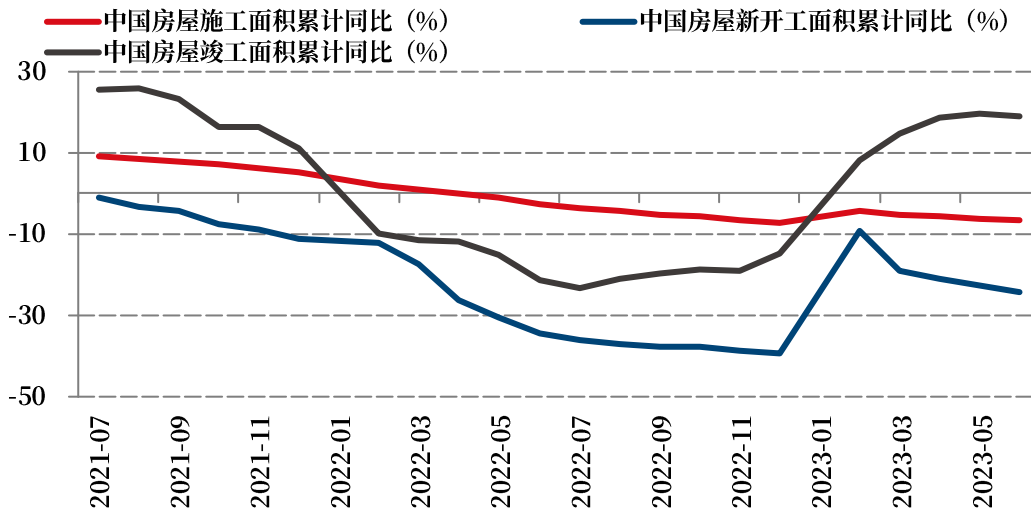


数据来源：wind 国信期货

房地产开工和竣工分化显著。1-6月，全国房地产开发投资5.86万亿元，同比下降7.9%。房地产开发企业房屋施工面积同比下降6.6%；房屋新开工面积同比下降24.3%；房屋竣工面积同比增长19.0%。可以看出，在央行保交楼政策的支持下，竣工面积表现较好，出现近20%的增长。但是，施工和开工数据均不佳。虽然，上半年房地产投资跌幅小于去年下半年；值得注意的是，1-6月的跌幅较1-5月有所扩大。



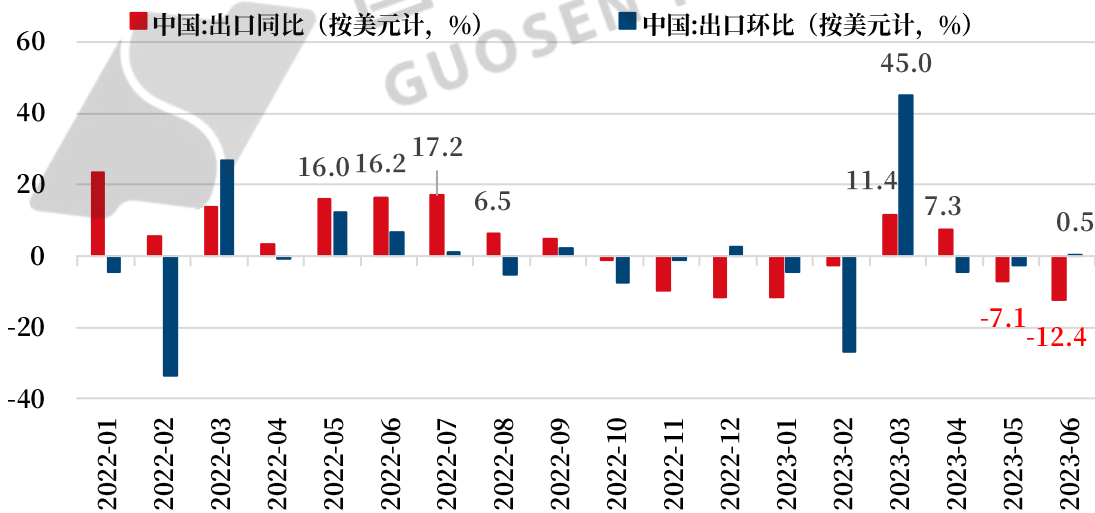
图 6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源: wind 国信期货

出口短期压力较大。按美元计，6月出口总值同比下跌12.4%，环比上涨0.5%。其中，6月对俄罗斯出口208.31亿美元，同比增长90.93%；对新加坡出口71.53亿美元，同比增长8.6%；对巴西出口56.76亿美元，同比下跌3.85%；反映出中国与“一带一路”沿线国家和新兴经济体的贸易规模恢复较好。6月出口总值的同比不佳，与去年5-7月同比高基数有一定关联；月度环比来看，6月情况略有恢复，但是短期内压力仍在。

图 7：出口



数据来源: wind 国信期货

三、其他核心指标

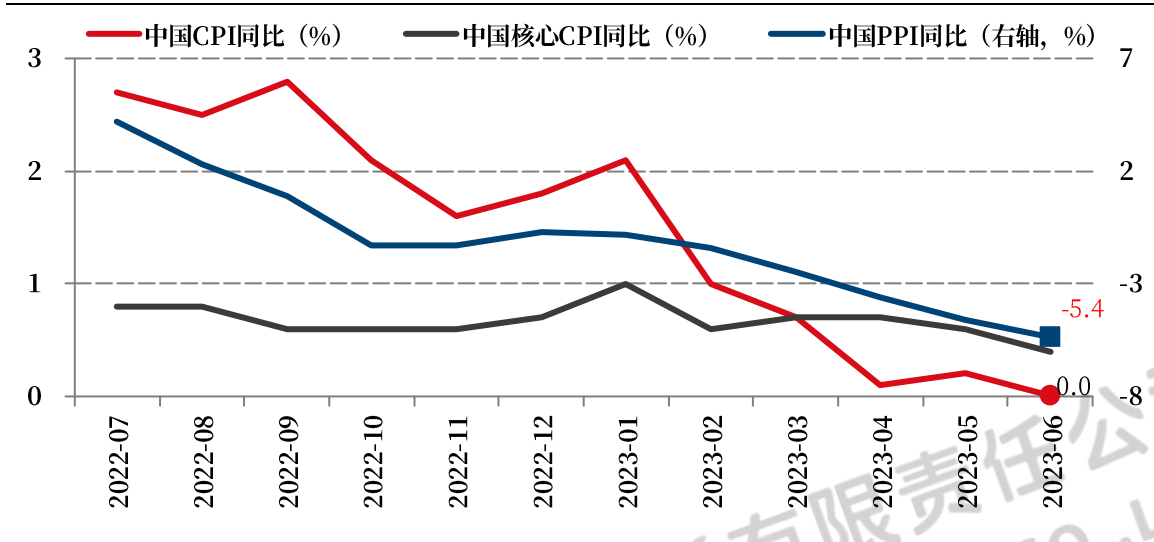
(一) 物价水平

物价整体低迷。2023年6月CPI同比0.0%，较5月下滑0.2个百分点。分大类来看，交通通信下降幅



度较大，达到下降 6.5%。6 月 PPI 同比下降 5.4%，跌幅较 5 月扩大 0.8 个百分点。PPI 跌幅扩大主要受去年 PPI 高基数影响（2022 年 6 月 PPI 同比上涨 6.1%），同时受石油和煤炭等大宗商品价格同比回落拖累。目前 CPI 维持稳定，对居民生活水平影响不大；PPI 正在寻求底部。从 CPI 与 PPI 的关系来看，由于中间品和产成品的关系，以及指数构成的原因，两者有一定相互影响，短期看我国通缩风险不高，但是仍然需要警惕 CPI 转负的可能。

图 8：物价水平

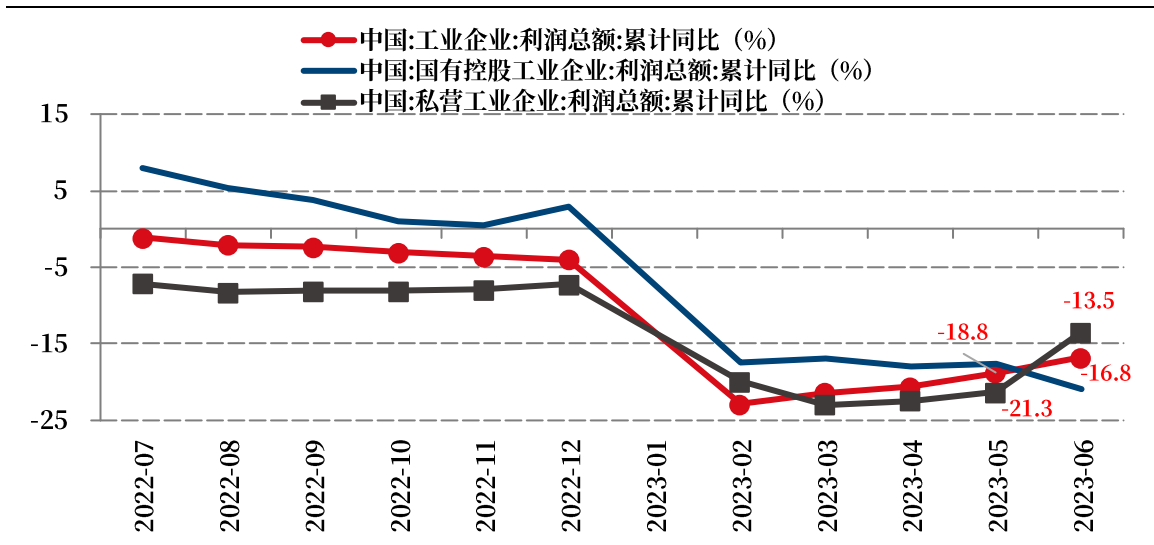


数据来源：wind 国信期货

（二）库存周期

生产端延续去库存。1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 3.39 万亿元，同比下降 16.8%，降幅比 1-5 月份收窄 2.0 个百分点。分企业类型来看，私营企业利润有所恢复。具体来说，1-6 月份，国有控股企业实现利润总额同比下降 21.0%，跌幅扩大 3.3 个百分点；外商及港澳台商投资企业实现利润总额同比下降 12.8%，跌幅收窄 0.8 个百分点；私营企业实现利润总额同比下降 13.5%，跌幅收窄 7.8 个百分点。

图 9：工业企业利润

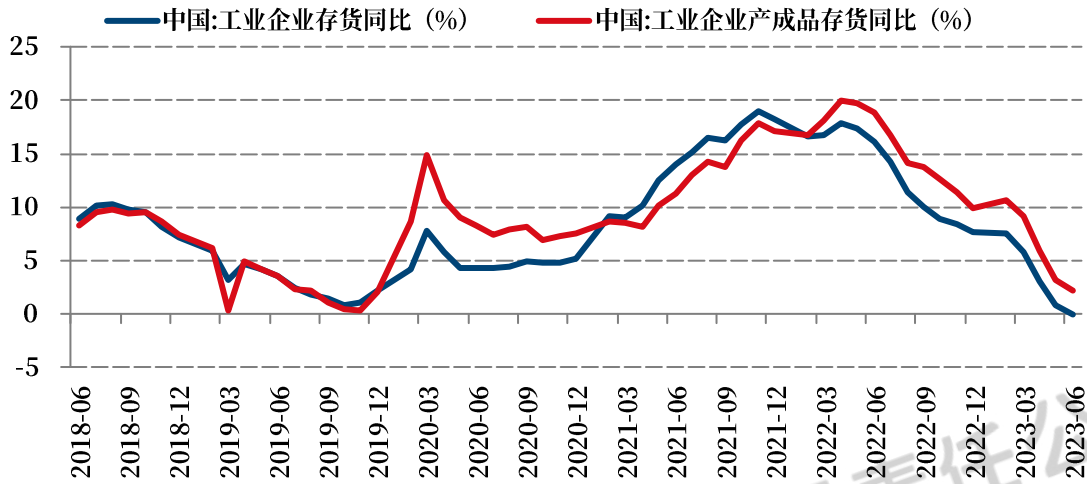


数据来源：wind 国信期货



工业企业利润指标一般与库存指标相结合分析，从而判断当前库存周期的情况。其中，存货为会计科目所反映的库存指标，观察存货同比情况来判断库存周期。6月工业企业产成品存货同比增长2.2%，增幅较5月缩小1个百分点。从工业企业产成品存货的同比来看，库存由2022年4月的增长20.0%逐渐收窄至今年6月的增长2.2%。

图 10：工业企业存货和产成品存货

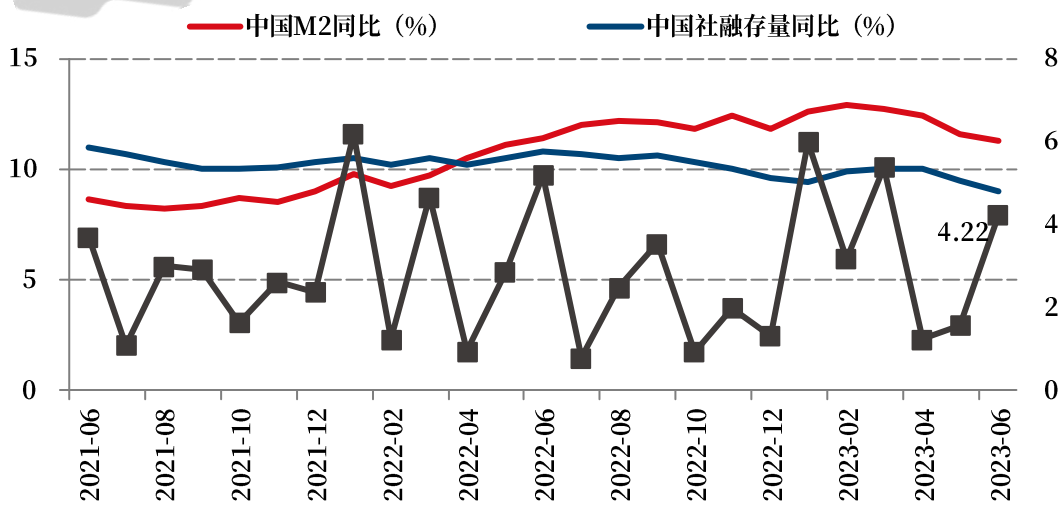


数据来源：wind 国信期货

综合来说，当前工业企业产成品库存同比增速仍在继续回落，且企业利润总体水平仍没有全面好转，因此，企业去库存周期仍将继续。当然，随着利润的改善，部分行业或将从主动去库存到被动去库存，以及开展主动补库存的行动。

(三) 货币供给

图 11：M2 和社融



数据来源：wind 国信期货

宽信用超预期修复。2023年6月末，广义货币(M2)余额同比增长11.3%，社会融资规模(简称“社融”)

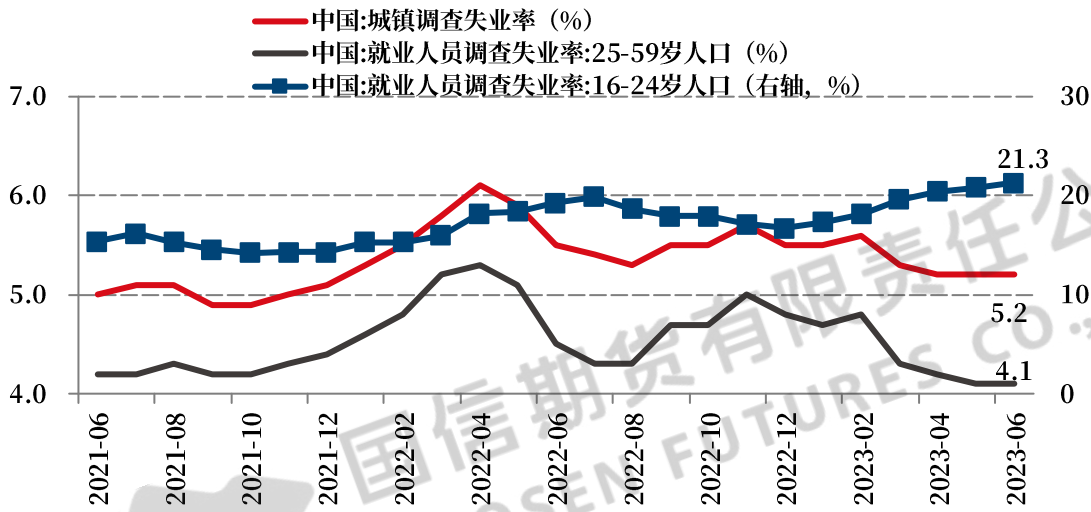


存量同比增长9.0%，货币供给相对充足。6月份，社融增量为4.22万亿元，高于市场预期的3.2万亿元(wind)。一是，由于社融的季节性恢复；二是，央行6月降息操作降低了融资成本。同时，6月政府债券新增0.54万亿元，与4月和5月基本持平，但远低于去年同期的1.62万亿元。6月融资水平总体改善，后期政府债或将有所提前发力，有望进一步带动整体融资水平的修复。

(四) 就业市场

年轻群体失业率较高。6月份，全国城镇调查失业率为5.2%，与上月持平。分年龄段来看，25-59岁6月失业率4.1%，与5月持平；16-24岁6月失业率21.3%，比5月扩大0.5个百分点，为2018年设立调查失业率以来的最高值。

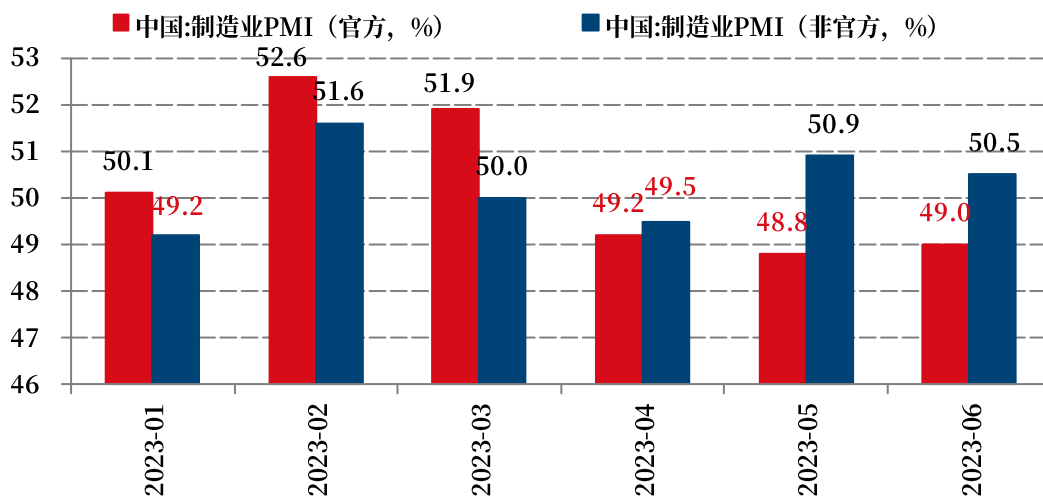
图 12：失业率



数据来源: wind 国信期货

(五) 景气指数

图 13：制造业 PMI



数据来源: wind 国信期货



制造业 PMI 处荣枯线之下。根据国家统计局数据，6 月制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月的 48.8% 回升 0.2 个百分点，景气水平小幅改善，但仍处于荣枯线以下。一季度的 1-3 月，制造业 PMI 均保持 50% 以上的扩张水平，二季度制造业景气整体不佳。从分类指数来看，6 月，生产指数为 50.3%，新订单指数为 48.6%（新出口订单 46.4%），原材料库存指数为 47.4%，从业人员指数为 48.2%，供应商配送时间指数为 50.4%。

四、总结

综合来说，我国上半年宏观经济增长为前高后低，一季度表现较好，二季度有所放缓。随着二季度逐渐显现出的经济恢复不佳，对于政策端，货币、财政、产业、消费、外贸、房地产等各领域相关政策均受到较高关注。

7 月 24 日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作，会议传递出六大重要信号，分别是：（1）经济总体向好，仍面临困难挑战；（2）坚持稳中求进工作总基调，加大宏观调控；（3）活跃资本市场，提振投资者信心；（4）积极扩大国内需求，带动有效供给；（5）加快地方债发行，促进民间投资；（6）适应房地产市场新形势，适时调整优化政策。

货币政策方面。在“加大宏观政策调控力度”的背景下，由于中国人民银行 6 月已经调降了 LPR，货币政策或将在降准或定向降准方面进行操作。

财政政策方面。中共中央政治局会议要求“加快地方债发行”，由于今年 6 月专项债发行并未像往年一样有所发力，当前强调专项债发行节奏，或将提升专项债在三季度发行水平，从而提升基建投资。

房地产政策方面。随着《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》的发布，虽然在规模和模式与 2012 年至 2015 年的“棚户区改造”有所区别，但是仍将带来增量项目和投资。更重要的是，7 月 24 日中共中央政治局会议明确要求“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。7 月 25 日国家税务总局发布《支持协调发展税费优惠政策指引》，有关购房环节税费优惠多达 19 条。7 月 28 日，根据《中国建设报》报道，近日住房城乡建设部倪虹部长召开企业座谈会时表示，“要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款‘认房不用认贷’等政策措施。”这是 7 月 24 日中共中央政治局会议后，有关房地产销售政策的实质性地放松，尤其是对一、二线城市来说。应该说，可以预见，后期对房地产新发展模式的探索或将更加积极。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.