

# 供求双双企稳、货币仍需宽松

## 二季度经济数据点评

### 相关研究报告

《美债利率或开始“磨顶”》20221030  
 《美债“抢跑”》20221113  
 《利率出现“重置式”调整》20221120  
 《实体经济需求限制利率高度》20221127  
 《利率上行趋势放缓》20221204  
 《“网上网下”看消费修复前景》20221211  
 《外部增长放缓态势难改》20221225  
 《房贷利率弹性增加》20230108  
 《2023年债市流动性展望》20230119  
 《美债短期震荡、难改中长趋势》20230219  
 《美欧市场恐慌，国内通胀温和》20230312  
 《美欧银行业风波继续演化》20230326  
 《美债与美国自然利率》20230402  
 《美国就业市场降温、核心通胀可能放缓》20230409  
 《通胀温和或有利于银行修复息差——3月通胀数据点评》20230411  
 《产出修复理想，内需尚有空间——1季度经济数据点评》20230419  
 《美联储和市场的预期差》20230423  
 《债务上限之争重来》20230430  
 《加息已到尾声，危机尚未蔓延》20230504  
 《“可控收缩”是基准情景》20230507  
 《信贷扩张可能迎来拐点》20230514  
 《加息尾声的美元反弹》20230521  
 《美债准备迎接流动性冲击》20230528  
 《加息尾声与金融市场》20230602  
 《国内降息预期转强》20230611  
 《降息之后看社融》20230618  
 《地产政策引发热议》20230625  
 《汇率或处于超调状态》20230702  
 《美国经济“虚火”难降》20230709  
 《利率拐点与货币增速剪刀差》20230716

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

### 固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang\_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

生产及内需端数据均不同程度企稳，但为确保全年增长 5%左右目标，货币环境仍需保持相对宽松，长期利率或未到反弹拐点。

- 6月生产及内需数据均有不同程度企稳，经济修复压力最显著的阶段或已渡过。6月，工业增加值和服务业生产指数的两年同比复合平均增速分别反弹至 4.1% 和 4.0%。同样从两年同比复合平均增速来看，6月社会零售消费增速约 3.1%，较 5月提高约 0.6 个百分点。另外，上半年累计固定资产投资完成额所隐含的当月同比增速也出现反弹，包括下滑最为明显的房地产投资也出现一定的企稳迹象。
- 但也应看到，在剔除基数效应影响后 2 季度 GDP 增速反弹的势头整体较 1 季度放缓。由于去年 1 季度 GDP 基数较高，今年 1 季度 GDP 同比增长 4.5%，对应的两年同比增速（相对于 2021 年同期）约为 9.5%。而今年 2 季度 GDP 同比增长 6.3%，对应的两年同比增速约为 6.7%。1 季度 GDP 增长接近两年同比增长 9.5% 基线，上半年 GDP 累计增长接近两年同比增长 8.1% 基线，而今年 GDP 增长 5% 左右对应的两年同比增长也约为 8.1%。因此，要确保完成全年 GDP 增长 5% 左右的政府工作目标，经济增长需保持当前势头。
- 考虑到去年下半年的 GDP 基数有所抬升，宏观政策仍需对实体经济保持支持力度，包括货币环境也应保持相对宽松。而当前的通胀环境也支持流动性保持合理充裕。
- 如此前报告提出的，截至今年 6 月的 M1 同比增速仍在偏低水平，与 M2 同比增速的剪刀差尚在寻顶过程中。这反映微观主体支出意愿偏弱、而储蓄意愿偏强，或仍需长端利率保持低位以提振 M1 增速。
- 风险提示：**国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

## 事件：

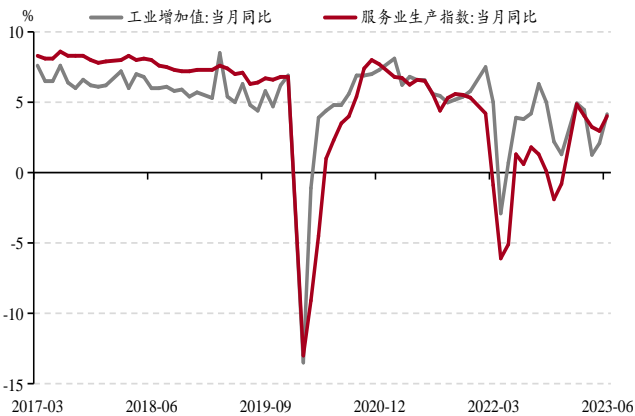
国家统计局7月17日发布2023年6月以及上半年经济数据。初步核算，上半年国内生产总值593034亿元，按不变价格计算，同比增长5.5%，比一季度加快1.0个百分点。分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%。

上半年，规模以上工业增加值同比增长3.8%；6月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.4%。上半年，社会消费品零售总额227588亿元，同比增长8.2%；其中，除汽车以外的消费品零售额205178亿元，增长8.3%。6月份，社会消费品零售总额39951亿元，同比增长3.1%。上半年，全国固定资产投资（不含农户）243113亿元，同比增长3.8%。

## 点评：

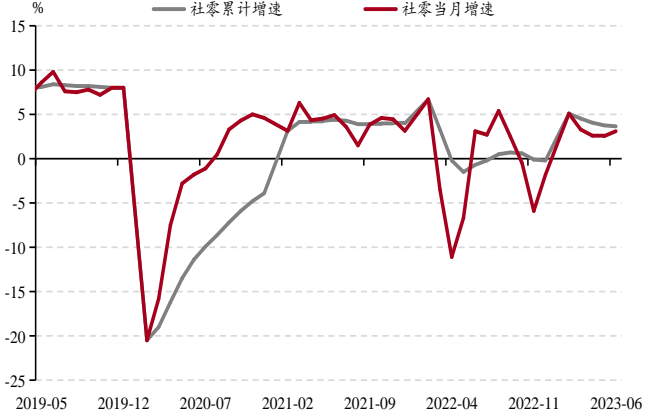
**6月生产及内需数据均有不同程度企稳，经济修复压力最显著的阶段或已渡过。**为剔除去年由疫情冲击所造成的基数效应显著变化，我们使用两年同比复合平均增速来描述6月工业增加值和服务业生产指数的增长。6月工业增加值相对于2021年同期的两年复合平均增速约为4.1%，较前月提高约2个百分点；服务业生产指数的两年同比复合平均增速约为4.0%，较前月提高约1个百分点。

图表 1. 工业增加值和服务业生产增速企稳



资料来源：Wind，中银证券。注：为剔除基数大幅变动影响，2021年和2023年的增速分别使用2020-2021和2022-2023的两年复合平均增速。

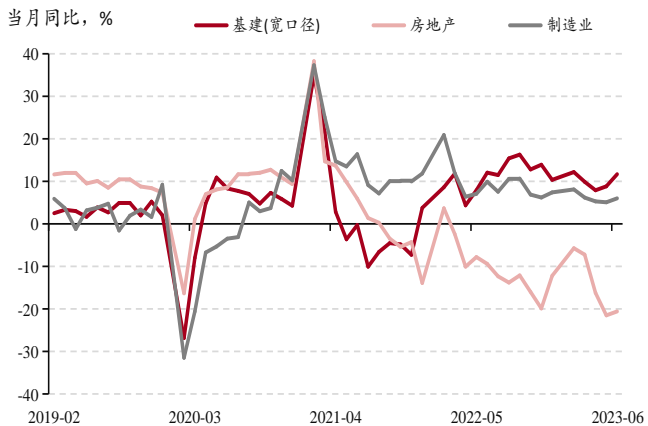
图表 2. 两年同比看 6 月社零增速有所反弹



资料来源：Wind，中银证券。注：为剔除基数大幅变动影响，2021年和2023年的增速分别使用2020-2021和2022-2023的两年复合平均增速。

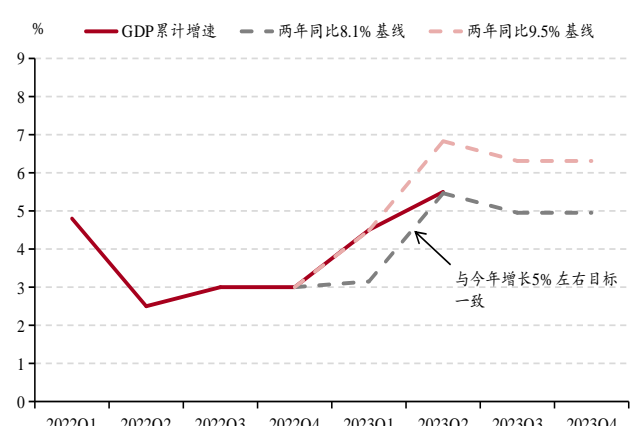
与生产端情况相似，从两年同比复合平均增速看，6月社会零售消费增速约3.1%，较5月提高约0.6个百分点。另外，上半年累计固定资产投资完成额所隐含的6月当月投资同比增速也有所反弹。其中，基建投资和制造业投资继续保持在近年较高增速水平；下滑最为明显的房地产投资也出现一定的企稳迹象。

图表 3. 三大类投资当月增速不同程度企稳



资料来源：Wind，中银证券

图表 4. GDP 累计增速-两年同比基线



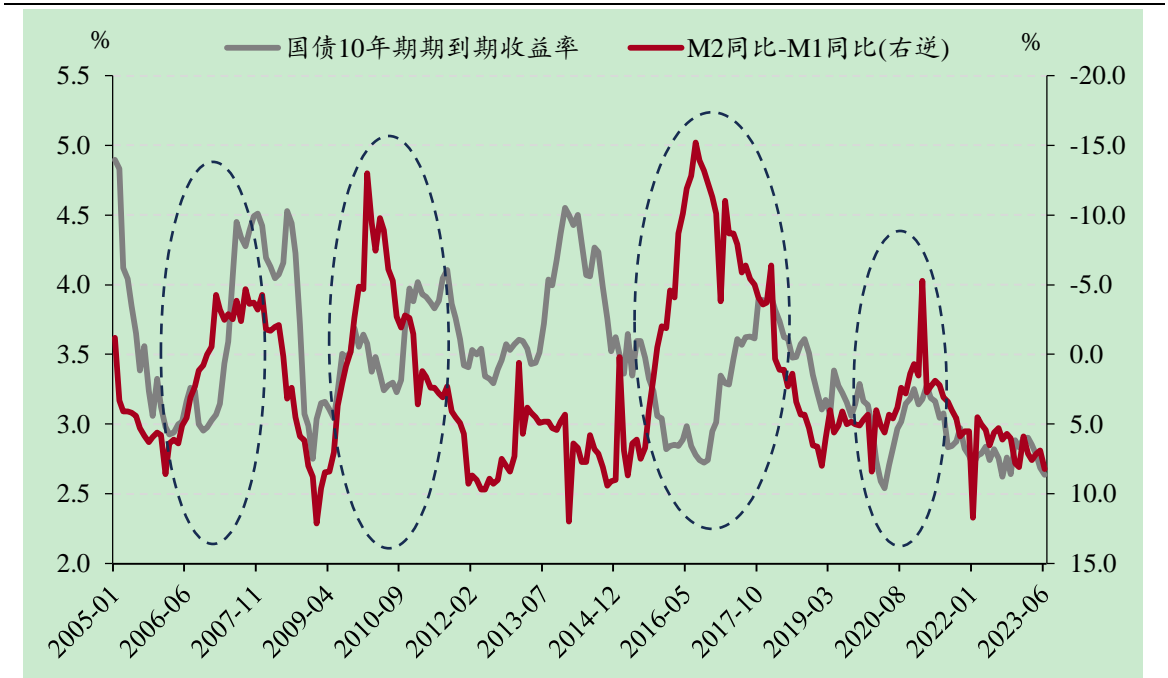
资料来源：Wind，中银证券

但也应该看到，在剔除基数效应影响后 2 季度 GDP 增速反弹的势头整体较 1 季度有所放缓。由于去年 1 季度 GDP 基数较高，今年 1 季度 GDP 同比增长 4.5%，对应的两年同比增速（相对于 2021 年同期）约为 9.5%。而今年 2 季度 GDP 同比增长 6.3%，对应的两年同比增速约为 6.7%。1 季度 GDP 增长接近两年同比增长 9.5% 基线，上半年 GDP 累计增长接近两年同比增长 8.1% 基线（图表 4）。而今年 GDP 增长 5% 左右的目标对应的两年同比增长也约为 8.1%。因此，要确保完成全年 GDP 增长 5% 左右的政府工作目标，经济增长需保持当前势头。

考虑到去年下半年 GDP 基数有所抬升（去年上半年 GDP 同比增长 2.5%、全年增长 3.0%），宏观政策仍需对实体经济保持支持力度，包括货币环境也应保持相对宽松。而当前国内的低通胀环境也支持流动性保持合理充裕。

如我们在上周的高频数据周报中提到的，截至今年 6 月的 M1 同比增速仅为 3.1%，仍在偏低水平；M2 与 M1 的同比增速差再度扩大至 8.2%，显示二者剪刀差尚在寻顶过程中，或仍需长端利率保持低位以提振 M1 增速。M1 作为狭义货币，是微观主体用于消费、投资的主要支付手段。M1 增速低于 M2 形成的剪刀差或集中反映微观主体支出意愿偏弱、而储蓄意愿偏强。通常当利率下行对储蓄意愿形成抑制、或者微观主体预期改善，使 M2 与 M1 增速的剪刀差收敛以后，长端利率才会反弹。

图表 5. M2 与 M1 剪刀差收敛通常领先长债收益率趋势性反弹



资料来源：Wind，中银证券

**风险提示：** 国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371