

平减指数转负，预期改善仍需时间—— 上半年国内宏观观点评

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

7月17日国家统计局公布数据显示，初步核算，上半年GDP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；但是二季度GDP平减指数出现了-0.9%的回落。

核心观点

■ 实体：二季度经济仍存压力

投资端：实际利率高位，投资活动放缓。上半年固定资产投资同比增长3.8%，其中第一产业+0.1%，第二产业+8.9%，第三产业+1.6%；房地产投资继续放缓-7.9%，新开工降幅扩大至-24.3%，施工放缓至-6.6%，销售回落至-5.3%。

生产端：库存周期低位，生产活动稳定。上半年规模以上工业企业增加值同比增长3.8%，其中制造业+4.2%；上游产量增速钢材回升至5.4%，有色回升至6.1%，但水泥-1.5%、乙烯-0.8%均出现回落；下游汽车产量回落至0.8%，发电量小幅放缓至2.8%。

消费端：就业展望预期不佳，消费回落。上半年可支配收入名义增长6.5%，收入信心二季度放缓，6月整体社零消费放缓至8.2%，汽车、建筑装饰、家居消费均出现回落。

出口端：出口继续放缓，顺差暂保持稳定。6月出口同比放缓至-13.0%，进口回落至-6.9%，整体内外需均有压力；6月贸易顺差706亿美元，小幅回落。

■ 金融：货币剪刀差扩大，实体表现谨慎

负债端：6月M1同比增速回落至3.1%，驱动M2-M1剪刀差扩大至8.2%，显示出实体经济扩张谨慎的特征。

资产端：6月居民和企业信贷扩张相对积极，政府债券上半年前置拖累社融，整体信贷结构保持一定的积极特征。

■ 价格：通缩压力未消，关注稳预期政策

尽管6月CPI同比增速保持稳定，但非食品CPI出现了-0.6%的同比回落，显示出实体经济缺乏动力的特征。在经济回落压力下，二季度GDP平减指数同比降至-0.9%，第一产业回落0.1%，第二产业回落4.7%，第三产业在疫后流动性改善下维持2.1%的增长。

■ 风险

经济数据短期波动风险，宏观政策调整超预期风险

目录

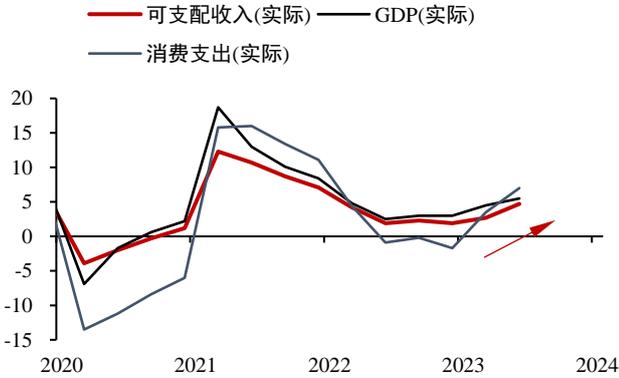
策略摘要	1
核心观点	1
相关图表	3

图表

图 1: 二季度实际经济增速 单位: %.....	3
图 2: 二季度存在“通缩”压力 单位: %.....	3
图 3: 6月经济 PMI 景气度继续放缓 单位: %MOM.....	3
图 4: 央行调查显示金融实体感受分化 单位: %MOM.....	3
图 5: 央行调查环比指标 单位: %MOM.....	3
图 6: 央行调查同比处理继续改善 单位: %YOY.....	3
图 7: 二季度收入和就业预期强度回落 单位: %.....	4
图 8: 6月失业率低位, 强度增加 单位: 小时, %.....	4
图 9: 6月 PPI 驱动实际利率高位 单位: %.....	4
图 10: 6月 CPI 非食品项再次转负 单位: %.....	4
图 11: 银行间市场流动性稳定 单位: 万亿元.....	4
图 12: 但 6月货币活化度走弱 单位: %.....	4
图 13: 6月固定资产投资继续回落 单位: %YOY.....	5
图 14: 6月地产投资维持低位 单位: %.....	5
图 15: 6月销售带来的地产资金回落 单位: %.....	5
图 16: 6月地产链活动继续放缓 单位: %.....	5
图 17: 截止 7月初房地产被动去库存 单位: %, 月.....	5
图 18: 上半年财政支出保持谨慎 单位: %.....	5
图 19: 截止 5月财政冲量继续放缓 单位: 千亿元.....	6
图 20: 6月信贷脉冲保持在低位 单位: 千亿元.....	6
图 21: 地产视角的经济预计底部区间 单位: %.....	6
图 22: 6月投资生产差值还未改善 单位: %.....	6
图 23: 6月上游生产活动相对稳定 单位: %.....	6
图 24: 但 6月下游生产活动走弱 单位: %.....	6
图 25: 6月消费出现回落 单位: %.....	7
图 26: 6月耐用品消费较大回落 单位: %.....	7
图 27: 6月出口回落但顺差维持高位 单位: %.....	7
图 28: 国内流动性格局分化未变 单位: %.....	7
图 29: 6月保税出口回落, 一般出口企稳 单位: %.....	7
图 30: 6月高新技术出口继续回落 单位: %.....	7

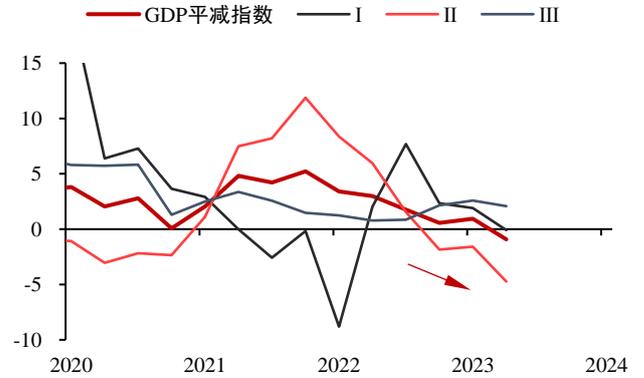
相关图表

图 1: 二季度实际经济增速 | 单位: %



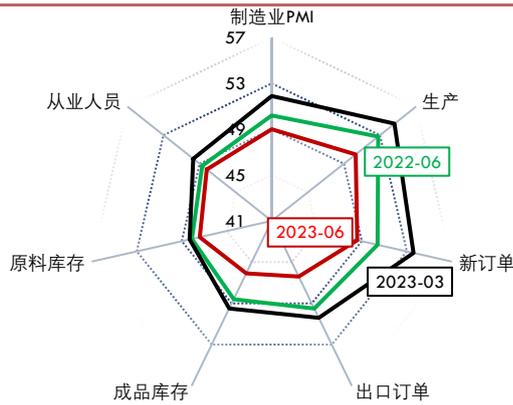
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 二季度存在“通缩”压力 | 单位: %



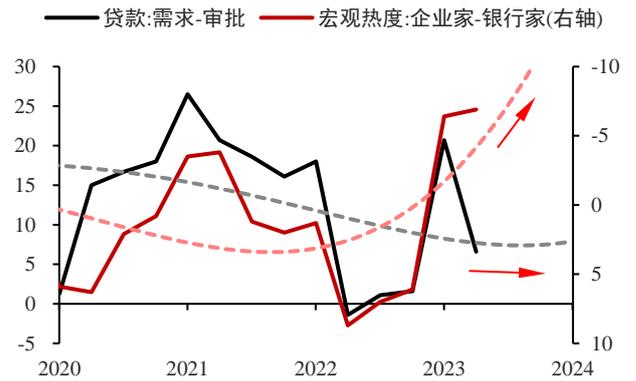
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 6 月经济 PMI 景气度继续放缓 | 单位: %MOM



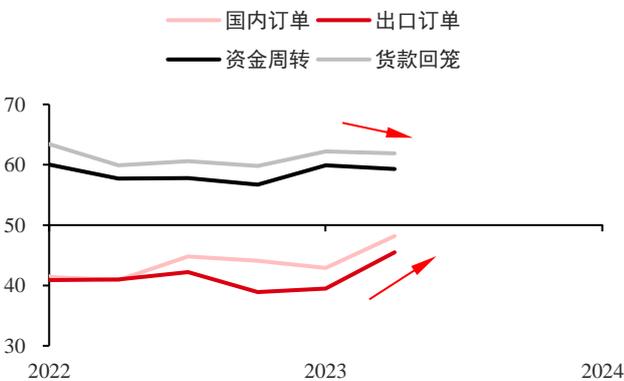
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 央行调查显示金融实体感受分化 | 单位: %MOM



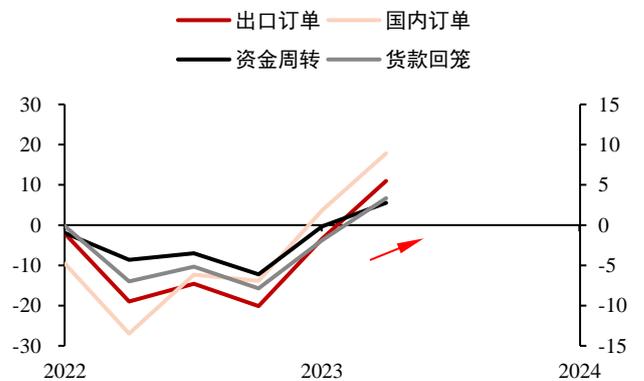
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 央行调查环比指标 | 单位: %MOM



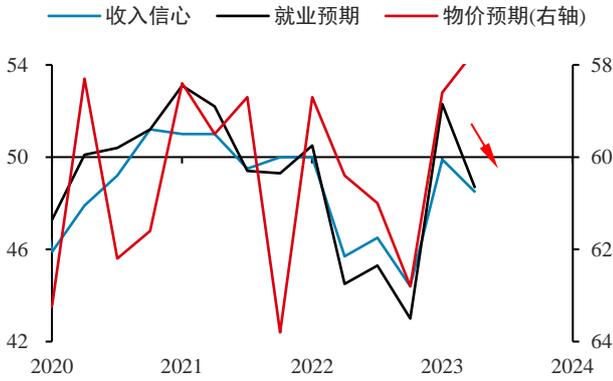
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 央行调查同比处理继续改善 | 单位: %YOY



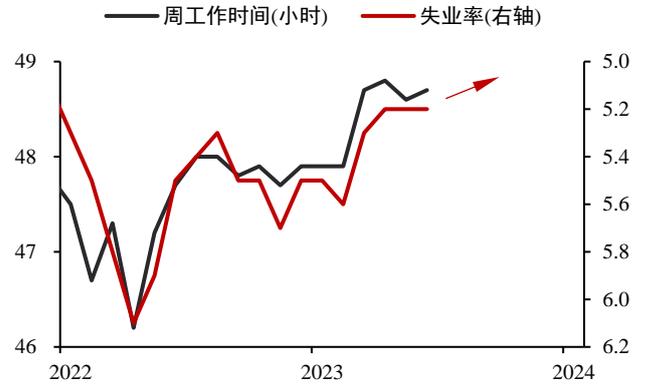
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7：二季度收入和就业预期强度回落 | 单位：%



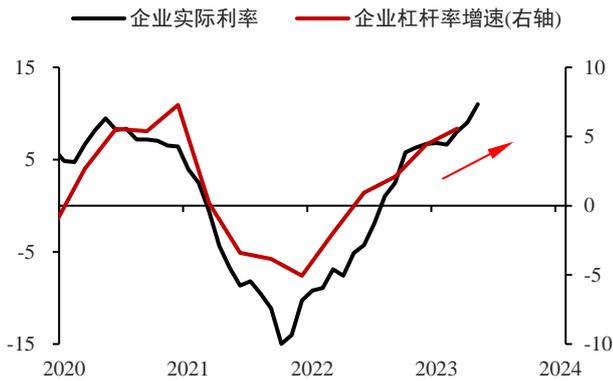
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：6 月失业率低位，强度增加 | 单位：小时，%



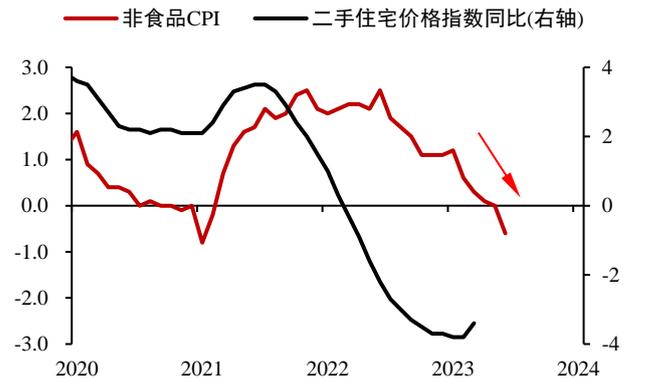
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：6 月 PPI 驱动实际利率高位 | 单位：%



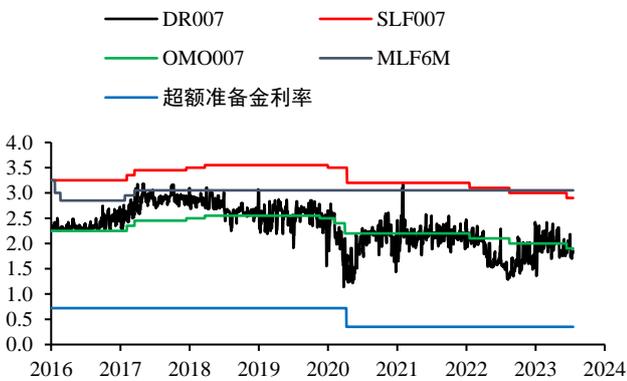
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：6 月 CPI 非食品项再次转负 | 单位：%



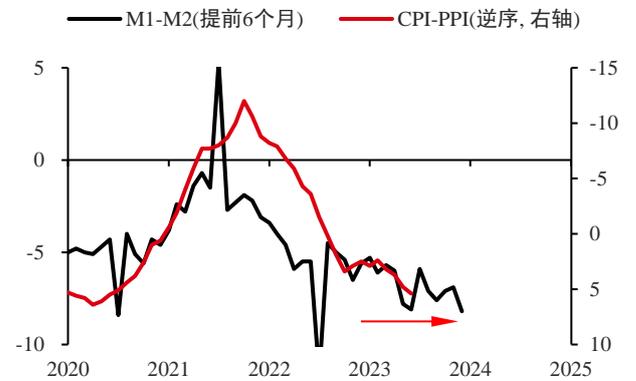
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：银行间市场流动性稳定 | 单位：万亿元



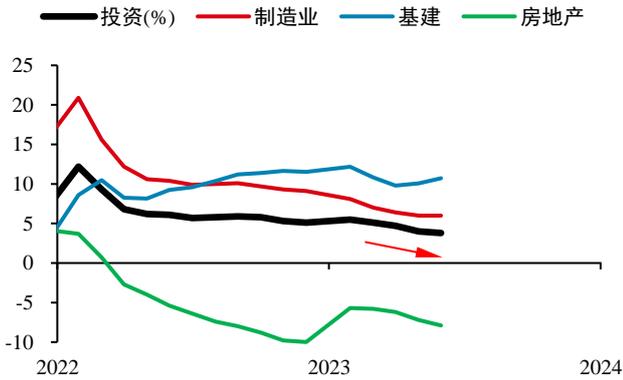
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：但 6 月货币活化度走弱 | 单位：%



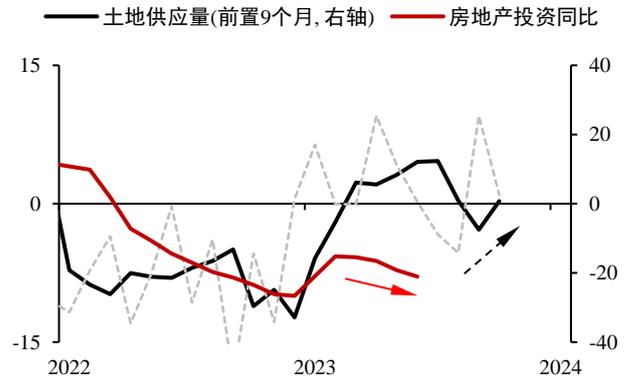
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13: 6 月固定资产投资继续回落 | 单位: %YOY



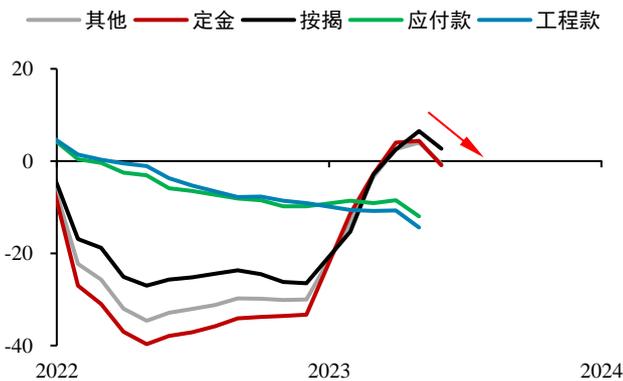
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 6 月地产投资维持低位 | 单位: %



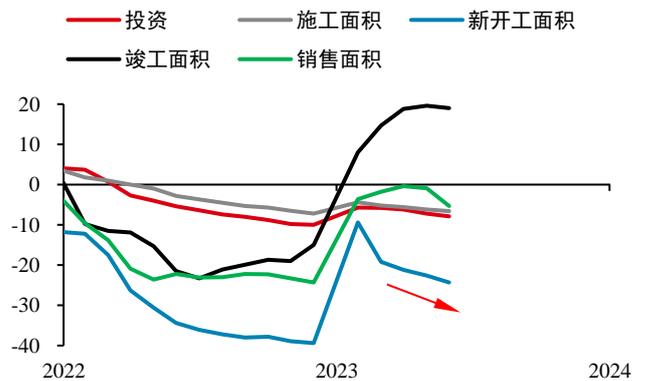
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 6 月销售带来的地产资金回落 | 单位: %



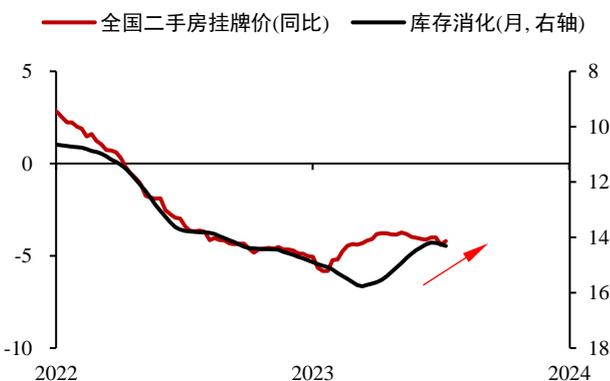
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 6 月地产链活动继续放缓 | 单位: %



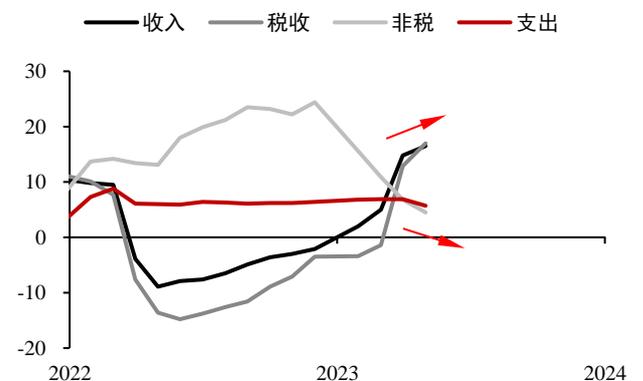
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 截止 7 月初房地产被动去库存 | 单位: %, 月



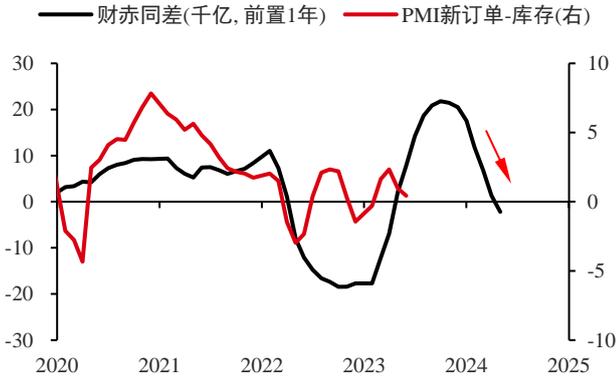
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 上半年财政支出保持谨慎 | 单位: %



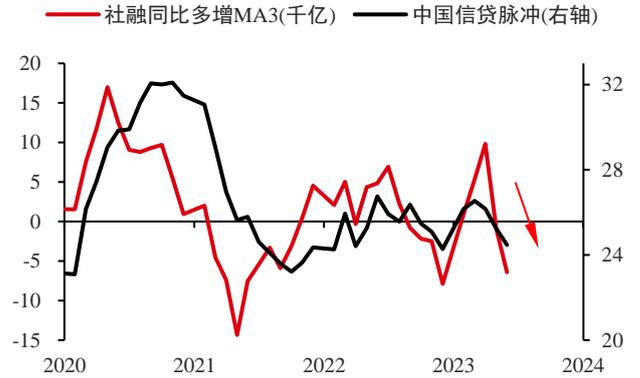
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 截止 5 月财政冲量继续放缓 | 单位: 千亿元



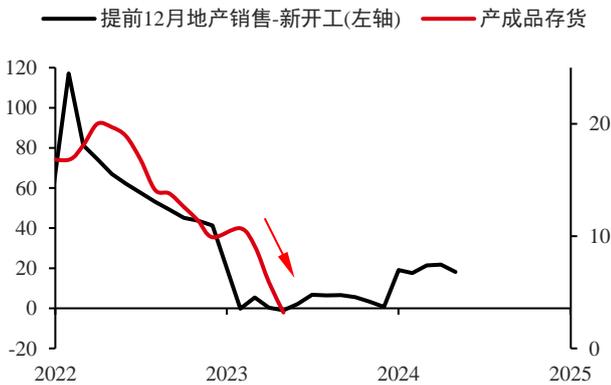
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 6 月信贷脉冲保持在低位 | 单位: 千亿元



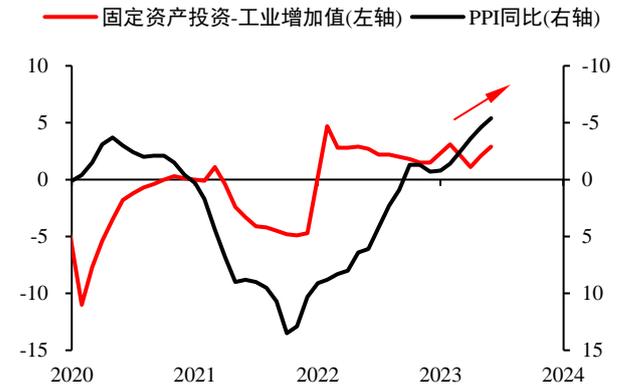
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 地产视角的经济预计底部区间 | 单位: %



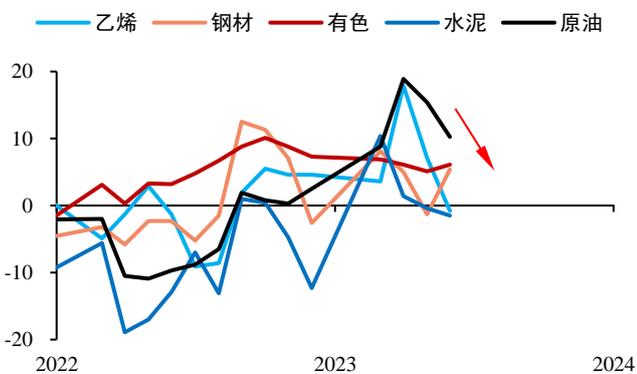
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 6 月投资生产差值还未改善 | 单位: %



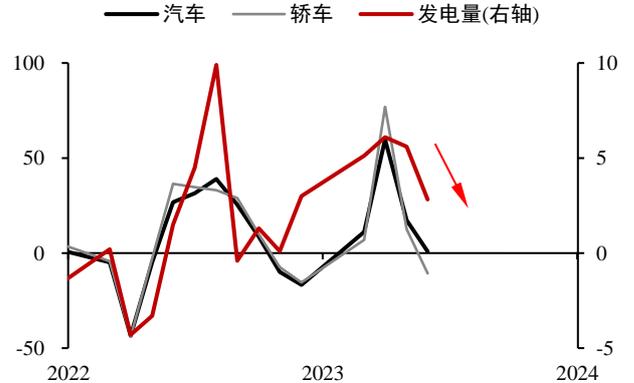
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 6 月上游生产活动相对稳定 | 单位: %



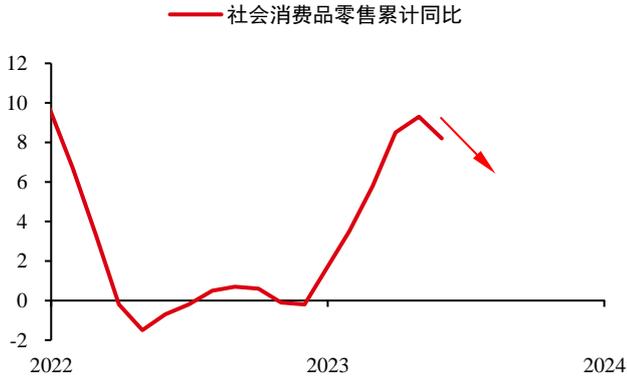
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 但 6 月下游生产活动走弱 | 单位: %



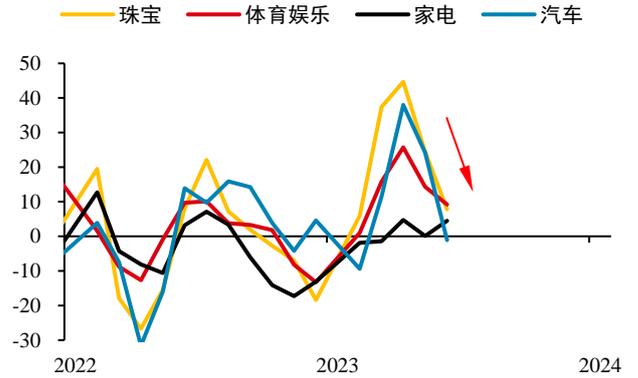
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25：6 月消费出现回落 | 单位：%



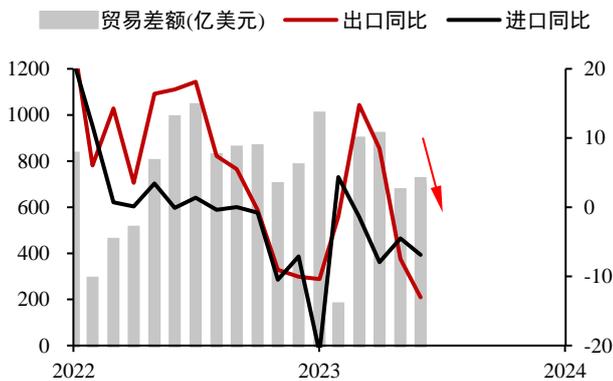
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26：6 月耐用品消费较大回落 | 单位：%



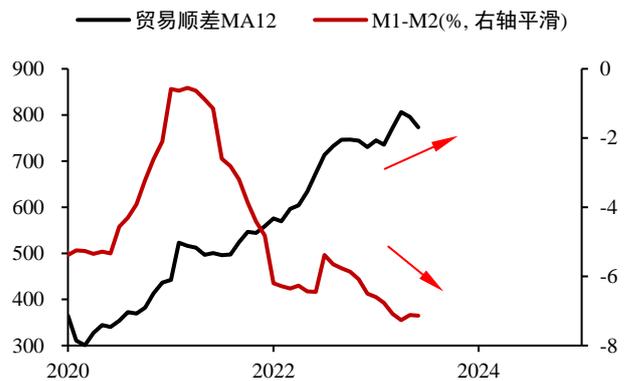
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27：6 月出口回落但顺差维持高位 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 28：国内流动性格局分化未变 | 单位：%



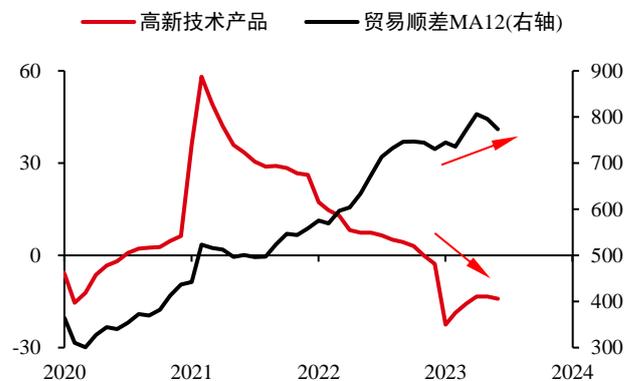
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 29：6 月保税出口回落，一般出口企稳 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 30：6 月高新技术出口继续回落 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com