

宏观周报

2023年07月23日

四组负增长变量：通胀率、民间投资、房地产、进出口

——热点与高频 20230723

核心内容：

1. 二季度中国经济数据中有四项负值需要重点关注。一是二季度 GDP 平减指数降至-1.5%(Q2 实际 GDP 增长 6.3%，名义 GDP 增长 4.8%)，CPI 从 1 月的 2.1% 降至 6 月的 0.0%，PPI 连续第 9 个月负增长，6 月降至-5.4%。二是民间投资 1-6 月累计同比-0.2%（1-5 月累计同比-0.1%），已转为负值，民间投资占固定资产投资的比重降至 53%（去年同期 56.4%，历史最高是 2015 年的 65%）。三是房地产销售面积，1-6 月累计同比-2.8%（1-5 月累计同比+2.3%），6 月 70 城二手住宅价格指数同比增速降至-2.8%（前值-2.5%），其中一二三线分别为-0.4%（前值+0.4%）、-2.4%（前值-2.1%）、-3.4%（前值-3.3%），一线首次转负。房地产开发投资同比跌幅则加深至-7.9%，自 2022 年 4 月以来持续负值。没有房地产周期的库存周期可能缺乏上行动力。四是美元计价，出口 1-6 月累计同比-3.2%，进口 1-6 月累计同比-6.7%，进出口增速均为负值，反应中国经济面临外需和内需双重压力。

2. 国内资产：普遍小幅下行。截止 7 月 21 日，上证总指本周小幅下行 1.3% 至 3167.75，沪深 300 同方向下滑 1.98% 至 3821.91；十年期国债收益下行 286bp 至 2.62%；伴随美元指数回升，USDCNY 从上周的 7.13 涨至 7.18；螺纹钢价格本周上行 1.3%；纯碱涨 7.34%；水泥价格下跌 1.93%。

3. 海外资产：美元指数回到 100 以上，道指上行，纳指小幅回撤。截止 21 日，美元指数收 101.09；美债收益保持 3.8% 水平，本周收于 3.84%；道指本周上涨 2.08% 至 35227.69，本月累计涨幅 2.35%；纳指本周小幅下跌 0.57% 至 14032.81。LEM 铜价回调至 8400 美元区间，本周下跌 2.56% 收于 8422 美元/吨。布油震荡收于 80.48 美元/桶；黄金小幅上涨至 1960.60 美元/盎司；BDI 下行 10.28% 至 978 点。

4. 重要事件：7 月 17 日，俄罗斯宣布停止参与黑海粮食出口协议，该协议下乌克兰过去一年出口了 3300 万吨谷物，19 日 CBOT 小麦价格应声上涨 11% 至 725.5 美分/蒲式耳，21 日收于 696.5 美分/蒲式耳；7 月 18 日美国总统气候特使克里访华，总理李强、国家副主席韩正、中共中央政治局委员、中央外办主任王毅会见；19 日美国前国务卿基辛格访华，先后与习主席，国防部长李尚福和王毅会见。值得注意的是，此前美国防长奥斯汀数次寻求同我防长对话，均未得到回应，仅在香格里拉对话会晚宴握手；自从美方无端制裁我国防部长以及佩洛西防台后，中美军方交流一直为中断状态。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

风险提示：

1. 持续通缩的风险
2. 政策时滞的风险
3. 海外衰退的风险

宏观日历

日期	事件或数据
7月23日(周日)	-
7月24日(周一)	-
7月25日(周二)	-
7月26日(周三)	1. 美国6月新屋销售总数
7月27日(周四)	1. 美联储利率决议 2. 欧央行再融资利率 3. 美国二季度实际GDP初值、核心PCE初值
7月28日(周五)	1. 美国6月核心PCE年率 2. 美国7月消费者信心指数
7月29日(周六)	-
7月30日(周日)	-
7月31日(周一)	1. 中国7月官方制造业PMI 2. 欧元区7月CPI、GDP
8月1日(周二)	1. 中国财新制造业PMI 2. 欧元区7月制造业PMI终值 3. 美国7月Markit、ISM制造业PMI
8月2日(周三)	1. 美国7月ADP就业人数
8月3日(周四)	1. 美国7月Markit服务业PMI、ISM非制造业PMI
8月4日(周五)	1. 美国7月失业率、季调后非农就业人口
8月5日(周六)	-
8月6日(周日)	-

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

一、市场热点

二季度中国经济数据之中有四组负值需要去重点关注。如果出现改善，市场会重新定价。

一是二季度 GDP 平减指数降为-1.5%。对应名义 GDP 增长 4.8%，实际 GDP 增长 6.3%。从价格指数来看，CPI 已从 1 月的 2.1% 下降至 6 月的 0.0%，特别是 CPI 非食品项已从 1 月的 1.2% 降至 6 月的 -0.6%；预计下半年 CPI 将逐步恢复至 0.5% 左右的水平。PPI 则是在 2022 年 10 月降至负值，2023 年 6 月加深至 -5.4%，已连续 9 个月为负，目前尽管库存周期已经见底，但总需求仍然不足，尤其是房地产投资与出口尚未见底，预计 PPI 还要 2 至 3 个季度才能转正。综合来看，GDP 平减指数可能在未来 2 至 3 个季度持续为负，名义 GDP 增速可能持续运行在 5% 左右的低位水平

二是民间投资。1-6 月累计同比 -0.2%（1-5 月累计同比 -0.1%，转为负值），民间投资占固定资产投资比重已降至 53%（去年同期为 56.4%，历史最高水平是 2015 年的 65%）。7 月 14 日中共中央、国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》，就是针对这一问题。

三是房地产销售面积。1-6 月累计同比 -2.8%（1-5 月累计同比 +2.3%），6 月 70 大中城市二手住宅价格指数同比增速降至 -2.8%（前值 -2.5%），其中一二三线分别为 -0.4%（前值 +0.4%）、-2.4%（前值 -2.1%）、-3.4%（前值 -3.3%），一线城市房价增速也是首次转负。特别要注意，没有房地产周期的库存周期可能缺乏上行动力。

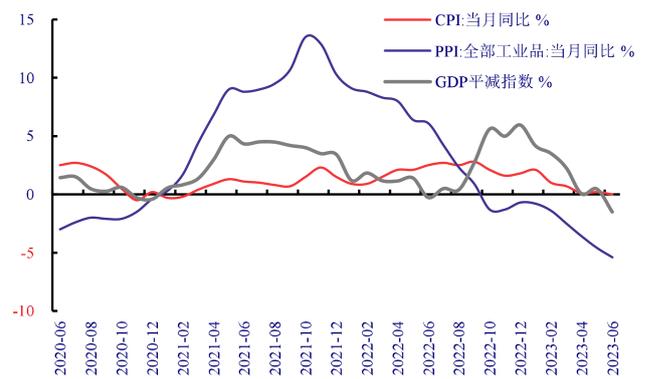
四是 1-6 月出口（美元值）累计同比 -3.2%，进口（美元值）累计同比 -6.7%。反应中国经济面临外需和内需双重压力。外需层面，目前美联储与欧央行的加息周期进入尾声，但降息可能要到 2024 年二季度才会出现，这意味着中国出口的显著好转还要等待 2 至 3 个季度。

图 1: 中国二季度实际 GDP 增长 6.3%，但名义 GDP 增长 4.8%，导致平减指数降至 -1.5%



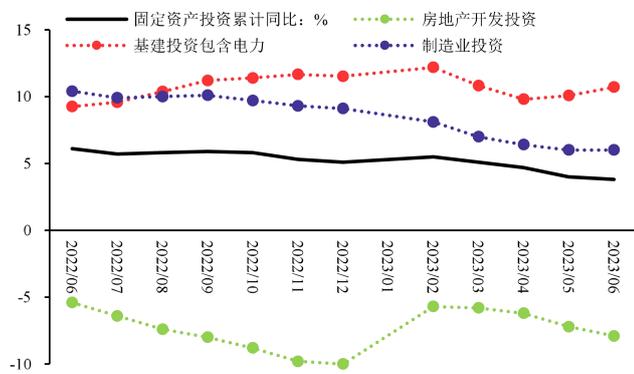
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: PPI 下行趋势始于 2021Q4，转负已经达到 3 个季度，GDP 平减指数与 CPI 下行趋势始于 2022Q3



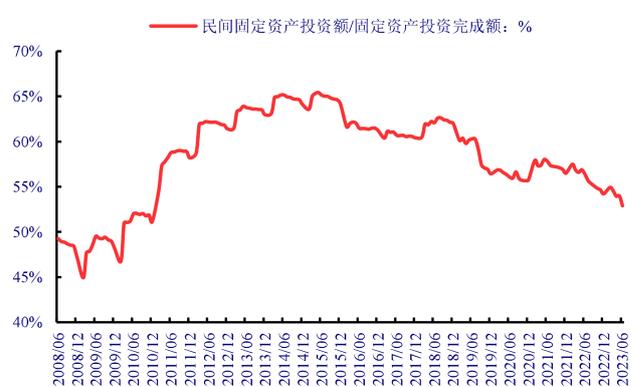
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3：基建投资保持高速，制造业投资边际降速，房地产投资降幅扩大



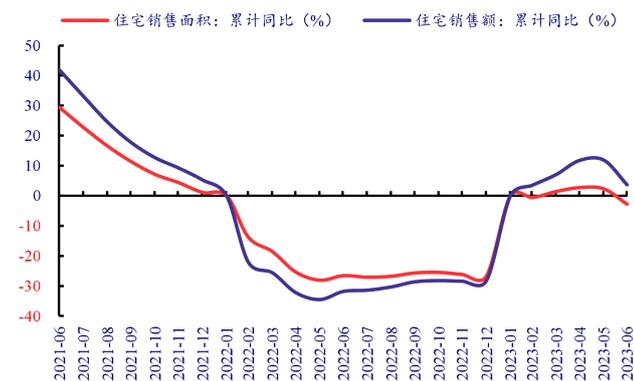
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：民间投资占固定资产投资比重降至 53%



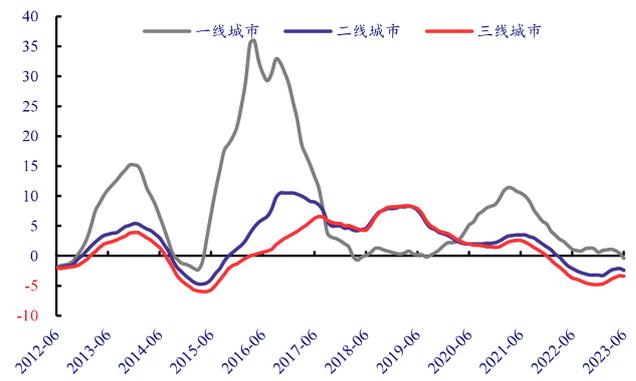
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：全国商品房（住宅）销售面积增速再次降至负值



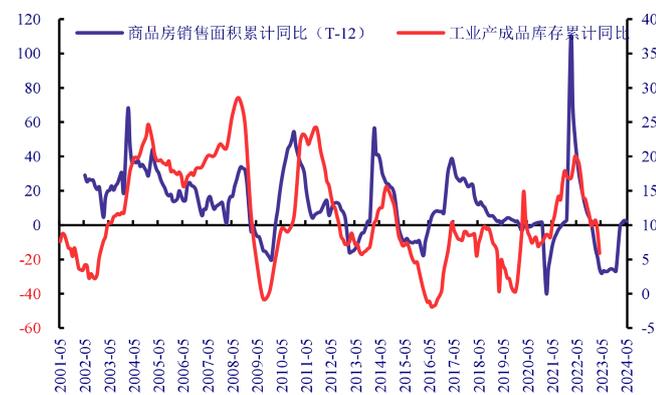
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：70 个大中城市二手住宅价格指数降至负值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：没有房地产周期的库存周期可能缺乏上行动力



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

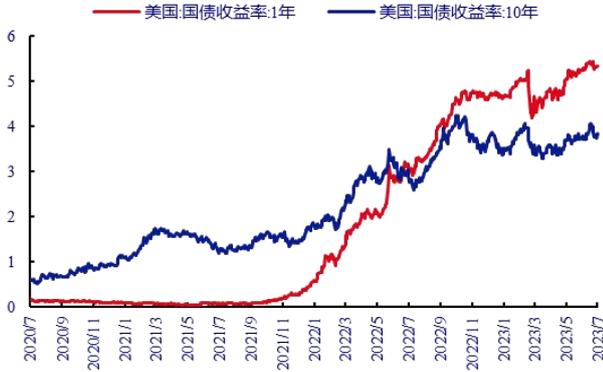
图 8：2023 年 1-6 月出口、进口累计同比增速都为负值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、高频数据

图 9：美国 10 年期、1 年期国债收益率



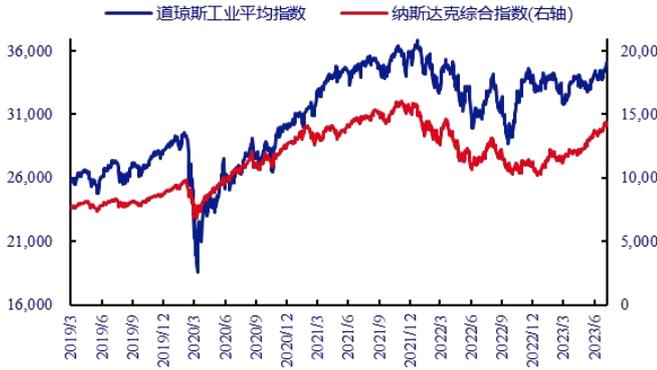
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：美股道指、纳指



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：美股标普指数的波动率指数 (VIX)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13：中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14：美元指数与 USDCNY



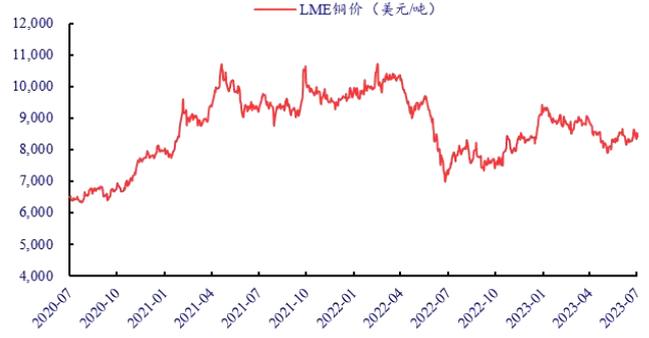
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: LME 铜价 (美元/吨)



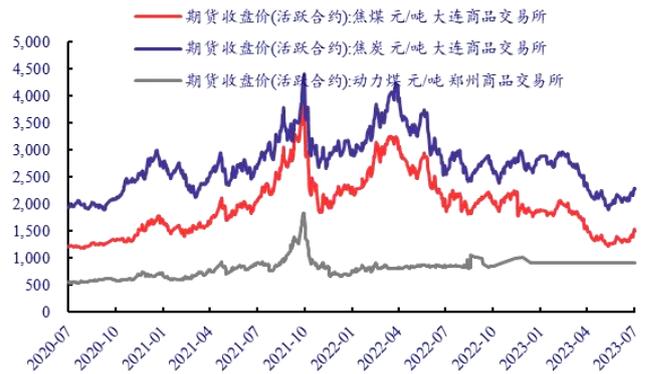
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 上期所螺纹钢和热卷价格 (元/吨)



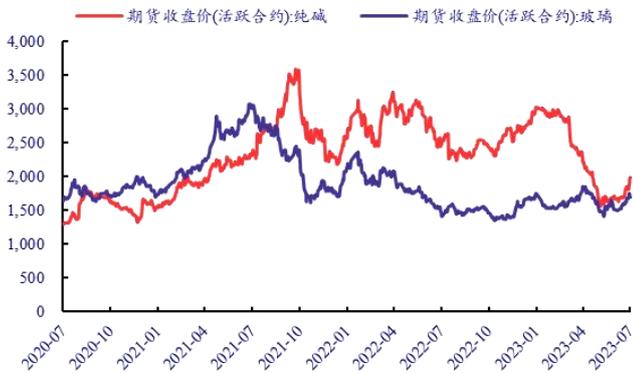
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)



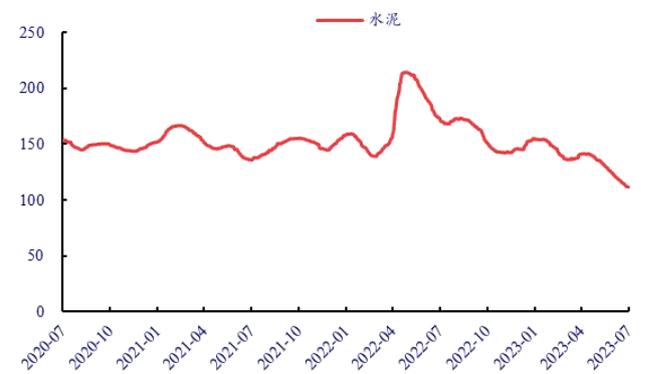
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)



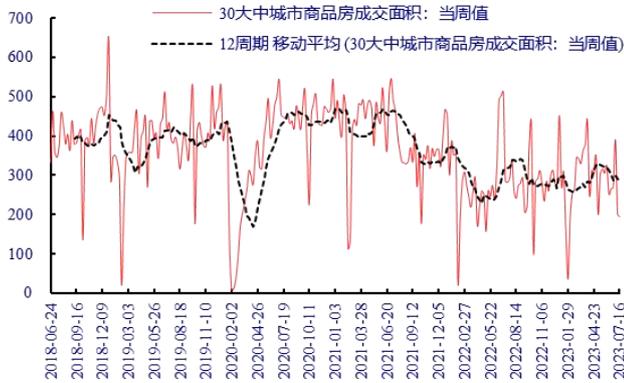
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 全国水泥价格指数 (点)



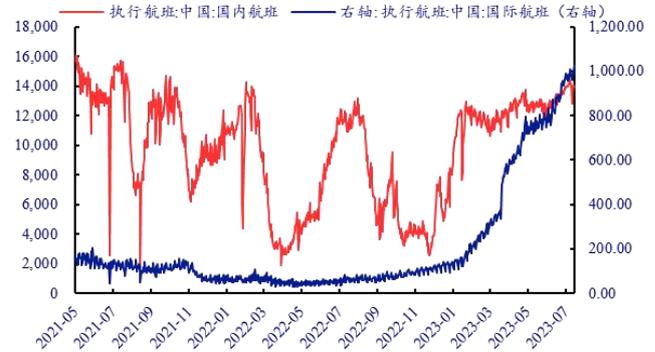
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



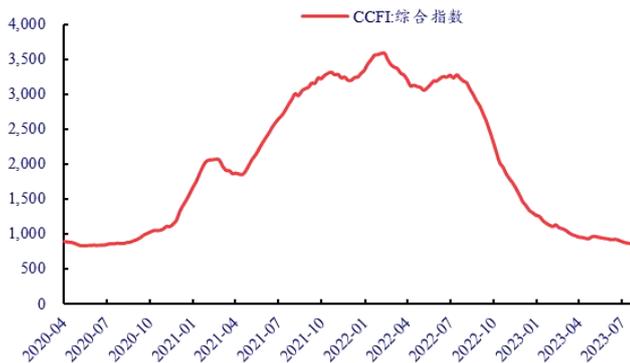
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 执行国内航班数与国际航班数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1 : 中国二季度实际 GDP 增长 6.3%，但名义 GDP 增长 4.8%，导致平减指数降至-1.5%.....	3
图 2 : PPI 下行趋势始于 2021Q4，转负已经达到 3 个季度，GDP 平减指数与 CPI 下行趋势始于 2022Q3.....	3
图 3 : 基建投资保持高速，制造业投资边际降速，房地产投资降幅扩大.....	4
图 4 : 民间投资占固定资产投资比重降至 53%.....	4
图 5 : 全国商品房（住宅）销售面积增速再次降至负值.....	4
图 6 : 70 个大中城市二手住宅价格指数降至负值.....	4
图 7 : 没有房地产周期的库存周期可能缺乏上行动力.....	4
图 8 : 2023 年 1-6 月出口、进口累计同比增速都为负值.....	4
图 9 : 美国 10 年期、1 年期国债收益率.....	5
图 10 : 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格.....	5
图 11 : 美股道指、纳指.....	5
图 12 : 美股标普指数的波动率指数（VIX）.....	5
图 13 : 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率.....	5
图 14 : 美元指数与 USDCNY.....	5
图 15 : 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数.....	6
图 16 : LME 铜价（美元/吨）.....	6
图 17 : 上期所螺纹钢和热卷价格（元/吨）.....	6
图 18 : 焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）.....	6
图 19 : 郑商所纯碱与玻璃价格（元/吨）.....	6
图 20 : 全国水泥价格指数（点）.....	6
图 21 : 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）.....	7
图 22 : 执行国内航班数与国际航班数.....	7
图 23 : 中国出口集装箱运价指数（CCFI）.....	7
图 24 : 波罗的海运费指数：干散货指数（BDI）与原油指数（BDTI）.....	7
图 25 : 农产品价格 200 指数（2015 年 =100）与猪肉批发价.....	7
图 26 : 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格（元/kg）.....	7

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn