

# 周度经济观察

## ——二季度经济数据有何变化？

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>

2024 年 07 月 16 日

### 内容提要

从经济、通胀、金融数据来看，当前总需求收缩的趋势愈发清晰，财政收支压力、房地产下行问题对需求形成较大冲击。这也表明，经济的企稳高度依赖于政策的应对，在大力度的需求刺激政策出台之前，经济下滑的趋势或难以扭转。

需求的加速下滑、居民储蓄的重新抬升、以及通缩状态的延续，均有助于债券市场利率的下行。而政策的干预或将加剧债券市场收益率的波动，但不改变收益率中枢下行的趋势。

美国 CPI 数据的超预期降温显示美国近期的通胀回落进程较为顺畅，且有加速下行的趋势，基本符合鲍威尔此前提到的开启降息的条件。在此背景下，海外市场沿着降息方向交易，这一状态或将延续。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策出台超预期

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

## 一、需求收缩出现加速

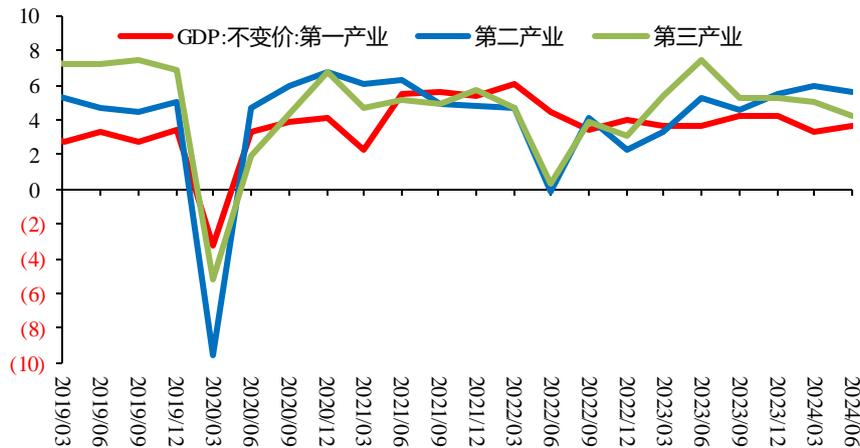
二季度国内 GDP 实际同比为 4.7%，较一季度回落 0.6 个百分点；季调后环比为 0.7%，较一季度回落 0.9 个百分点，经济出现明显减速。

2023 年二季度经济同样出现明显减速，GDP 季调环比从 1.8% 大幅回落至 0.8%，当时的背景是一季度经济经历了疫情放开后的积压性需求释放，这一力量在二季度耗竭，进而对经济带来较大的减速压力。今年二季度经济减速的幅度、达到的低点与去年二季度接近。但对比价格指标，今年二季度 CPI、PPI 相对一季度下滑的幅度，显著低于去年同期。

一种可能是今年二季度供应和需求双双收缩，导致实际增长下滑幅度较大，而价格回落幅度有限。另一种可能是二季度经济数据挤水分，真实的经济增长下滑幅度低于 GDP 数据显示的情况，但价格指标相对准确，因此二季度相对一季度变化缓和。不过无论基于何种解释，总需求收缩的趋势清晰，经济面临持续减速的压力。

分行业看，第二产业同比为 5.6%，较一季度回落 0.4 个百分点；第三产业增速为 4.2%，较一季度回落 0.8 个百分点。经济的减速比较普遍，服务业下行的压力更大。

图1：第一、二、三产业实际同比增速，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021年为两年复合同比

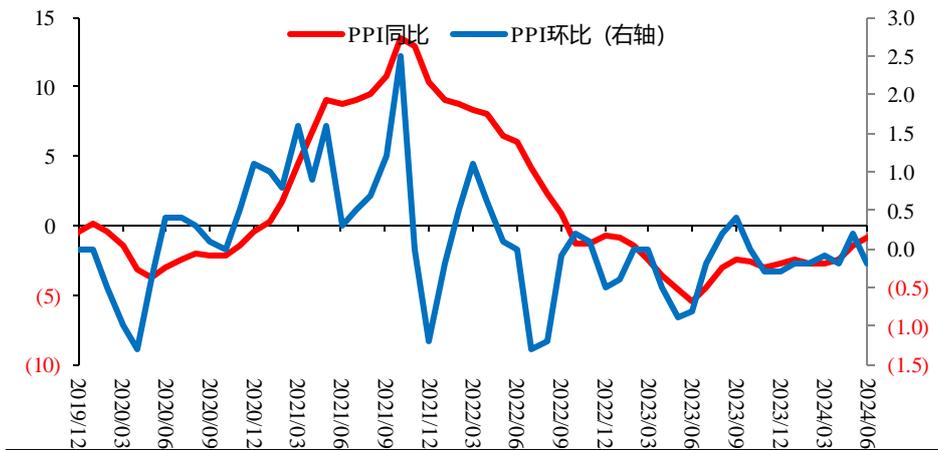
二季度规模以上企业工业增加值当季同比为 5.9%，较一季度回落 0.2 个百分点。

月度层面，6 月工业增加值当月同比为 5.3%，较 5 月下降 0.3 个百分点。

与 5 月相比，已公布的行业数据中，化学原料及化学制品制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、汽车制造业等行业出现下滑；而石油和天然气开采业、医药制造业、酒、饮料和精制茶制造业等下游行业回升。

价格层面，6 月 PPI 环比为 -0.2%，较上月回落 0.4 个百分点，受到季节性和全球原油市场影响，上游行业表现不一，但汽车、计算机、医药和纺织等下游行业 PPI 仍然环比负增长。从工业增速和 PPI 环比表现来看，量价齐跌的组合表明工业领域需求趋于收缩。

图2: PPI 环比和同比, %



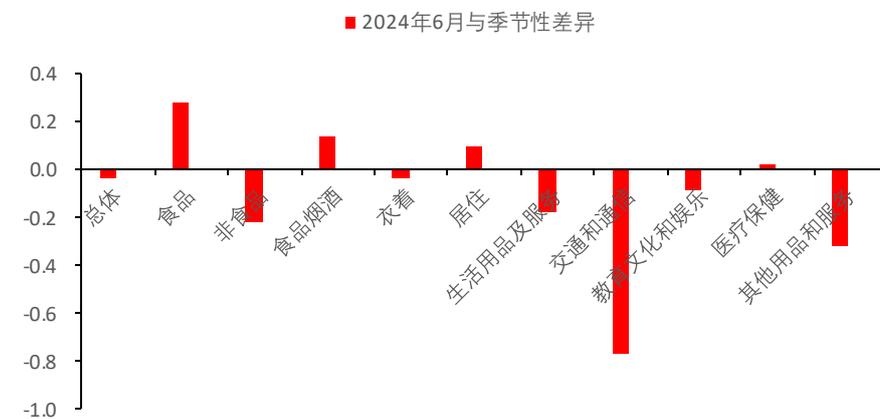
数据来源: Wind, 国投证券研究中心

6 月服务业生产指数当月同比 4.7%，较上月小幅回落 0.1 个百分点，仍然处于偏低区间。

观察与服务业联系密切的 CPI 数据。除了食品分项外，CPI 的多数分项表现弱于季节性，这表明服务业领域的需求也在收缩。

合并工业、服务业的量价数据来看，当前总需求收缩的趋势愈发清晰，财政收支压力、房地产下行问题对总需求形成较大冲击。这也表明，经济的企稳高度依赖于政策的应对，考虑到当前以结构性政策为主的环境，下半年需求减速的状态或将延续。

图3: CPI 环比与季节性差异, %



数据来源：Wind，国投证券研究中心

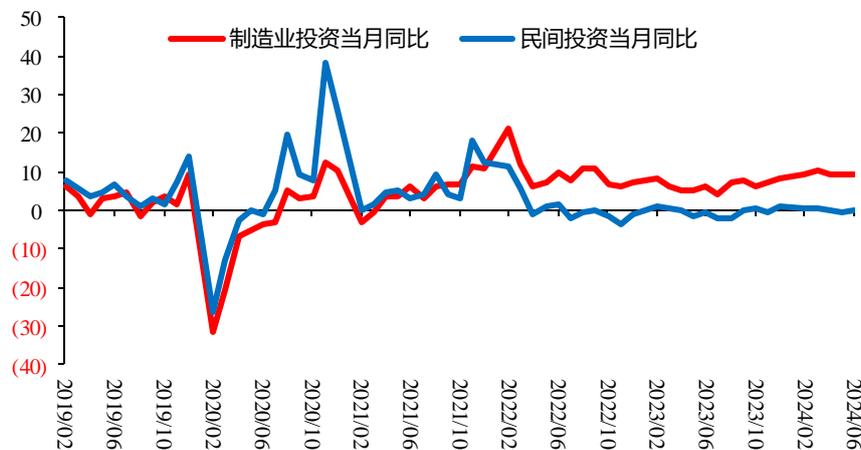
6月固定资产投资当月同比增速3.6%，较上月小幅提升0.2个百分点。

6月基建投资（含电力）当月同比为10.2%，较上月大幅上升6.4个百分点，电力领域投资加速推升了总体的基建表现。不过在地方政府化债、财政收支矛盾突出的大背景下，基建投资维持高增速的可能性有限。

6月制造业投资当月同比为9.3%，较上月小幅回落0.1个百分点。民间投资当月同比为0.1%，较上月上升0.6个百分点，在产能利用率偏低、PPI负增长、总需求不足背景下，制造业投资的增长可持续性仍然需要观察。

二季度工业产能利用率小幅抬升，在需求减速的背景下产能利用率的抬升可能表明企业供应出现收缩，这与GDP实际增速相对价格下滑幅度更大的指向一致。

图4：制造业投资和民间投资月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021年为两年复合同比

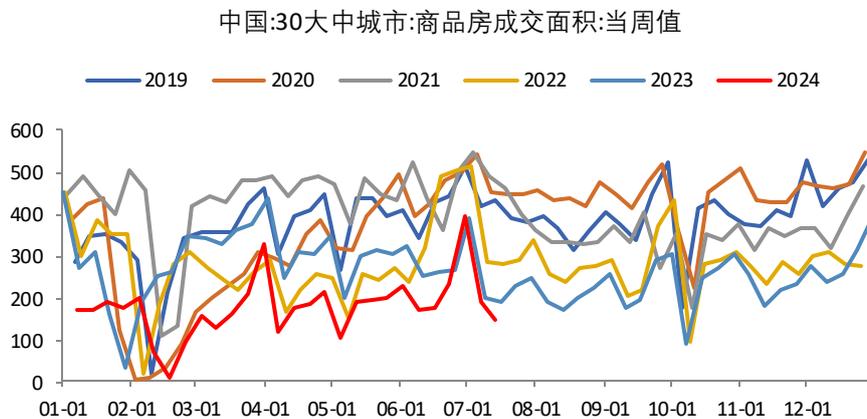
6月房地产投资当月同比-10.1%，较上月回升0.9个百分点。

6月地产销售面积同比-14.5%，较上月回升6.2个百分点。6月新房销售的改善与去年同期基数有关，但高频数据显示新房销售在7月再次回落，销售改善的

可持续性不强。与此同时，新开工面积增速-21.7%，较上月小幅回升 1 个百分点，行业整体仍然承压。

往后看，517 新政以来，二手房成交的水平边际改善，而新房市场总体变化不大。这表明交付风险可能仍然是居民购房重要的堵点。如果政策能够有力改善房地产企业的违约风险，缓解房地产企业的流动压力，这将有助于居民担忧的缓和以及新房销售的企稳。

图5：30大中城市商品房成交面积，万平方米



数据来源：Wind，国投证券研究中心

6 月社会消费品零售名义同比增速 2.0%，较上月大幅回落 1.7 个百分点。社零的回落和服务业指数的回落一致，显示居民消费支出趋于谨慎，这也与二季度居民储蓄率上行形成呼应。分品类看，化妆品，体育、娱乐用品，家电和音像器材等可选消费出现大幅回落，其他消费品也出现广泛下滑。

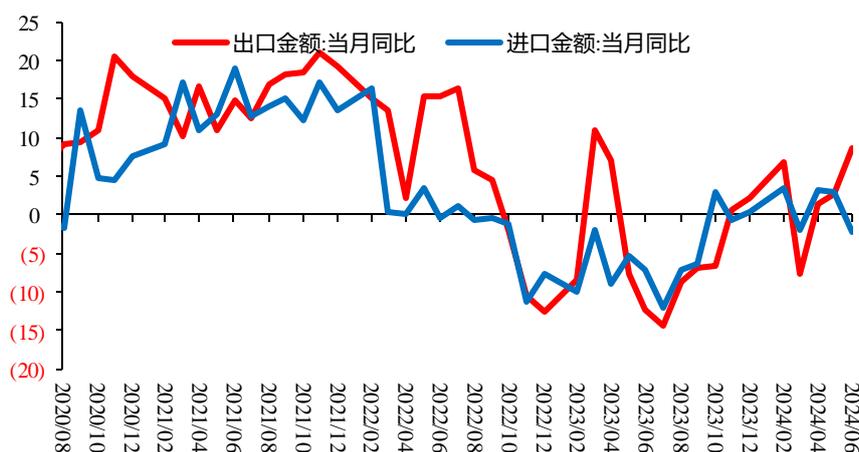
从“618”来看，销售额出现首次负增长，这和社零数据的偏弱是一致的。总需求不足、消费乏力的局面还在延续。

总体而言，从支出端来看，二季度经济数据的回落主要受到房地产、基建投资和消费活动的拖累，同时制造业投资和出口是经济的主要支撑力量。

6月我国美元计价出口同比增速 8.6%，较 5 月大幅回升 5.9 个百分点。中国对美国、日本、欧盟等经济体的出口出现广泛上升，同期中国台湾、越南的出口表现偏强，全球制造业 PMI 上行，显示中国出口的回升更多受益于全球制造业活动的复苏，这一复苏进程有望在下半年对我国出口活动形成支撑。

6月进口同比增速为-2.3%，较 5 月份大幅回落 5.2 个百分点，进而推动贸易盈余大幅扩张，达到历史高位。这反映出国内外经济的落差巨大，进出口活动的分化未来或将延续。

图6：进出口金额同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

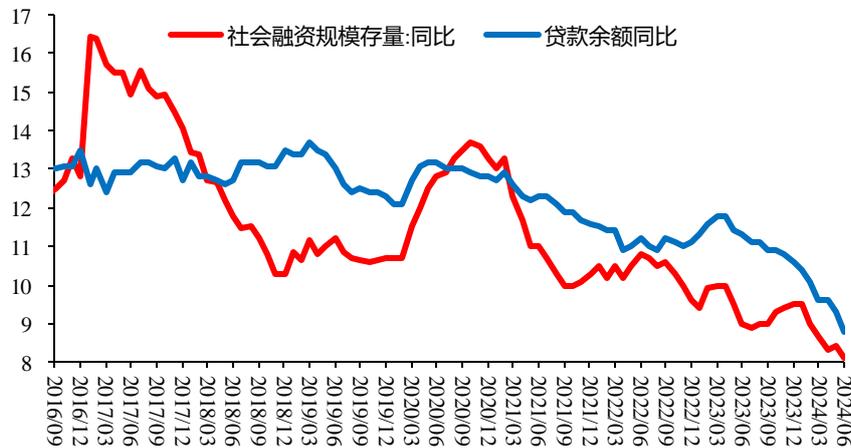
6月社融余额同比 8.1%，较上月回落 0.3 个百分点。除了政府债券发行加速外，其余分项多数偏弱。信贷数据由于受到禁止“手工贴息”影响的余波，总体依然在回落。

6月 M1 的负增长同样受到手工贴息的影响，同期货币基金、理财等准现金产品余额仍在增长，“存款搬家”主导了 M1 的回落。而 M2 增长大幅回落，显示信贷投放的放缓也对存款形成拖累。

在社融、信贷增速大幅下滑的同时，6月债券、票据等广谱利率持续回落，这一量价齐跌的组合，显示总需求不足是主导信贷下滑的主要原因。考虑到未来经济的减速或将延续，这意味着信贷、社融增速存在持续下行的压力。

总体而言，从经济、通胀、金融数据来看，当前总需求减速的压力在增加，企业、居民、地方政府均处于偏收缩的状态中，这意味着在大力度的需求端刺激政策出台之前，下半年经济下滑的趋势或难以扭转。

图7：社融和贷款余额同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

## 二、风险偏好回落、权益市场寻底

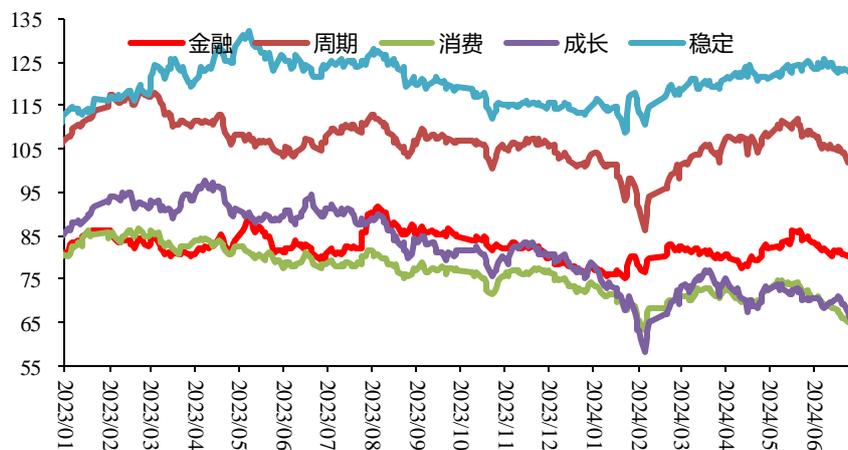
上周以来权益市场小幅反弹，成交量依然偏低。电子、通信、新能源等成长板块表现较好，煤炭、公用事业等高股息板块出现调整。

最新公布的数据表明经济基本面仍在下行趋势中，企业盈利的企稳尚需时间。而当前财政政策在收支压力的背景下对经济的支撑有限，货币政策受制于汇率难以转向宽松，同时央行有引导利率上行的倾向。在这样的环境下，市场对经济加速下行的担忧升温，风险偏好持续回落。

考虑到经济自发的力量向下，市场更多关注政策的走向。三中全会关于结构性改革的政策能否解决当前总需求不足的问题，本月的政治局会议是否会有大力度的需求刺激政策出台，将决定未来一段时间市场风险偏好的变化。

在当前的经济形势和政策环境下，权益市场或许仍然处于寻底的阶段，高分红类资产的表现可能持续占优。

图8：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2022年12月31日为100

上周资金环境宽松，短端和长端利率均小幅下行，信用利差普遍收窄。

需求的加速下滑、居民储蓄的重新抬升、以及通缩状态的延续，均有助于债券市场利率的下行。而市场主要的担心在于政策预期的引导和干预，此前收益率的上行也是基于此。从4月至今的政策表态和操作来看，监管当局意在避免利率持续大幅下行，但推动收益率单边上行的意愿似乎也有限。

这意味着在政策干预的过程中，债券市场收益率的波动会加剧，但收益率的走向更多取决于投资、储蓄的平衡，和通胀的走向。我们倾向于认为本来债券市场收益率中枢下行的过程仍未结束。

图9：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

### 三、通胀压力缓解，宽松交易继续

最新公布的美国 6 月 CPI 同比为 3.0%，核心 CPI 同比为 3.3%，均较上月小幅回落。CPI 季调环比为-0.1%，较前值回落 0.1 个百分点，为 2020 年 5 月以来首次转负；核心 CPI 环比为 0.1%，较前值小幅下降 0.1 个百分点。6 月通胀数据全面低于市场预期，且处于 2020 年以来的相对低位，显示美国通胀或正在加速降温。

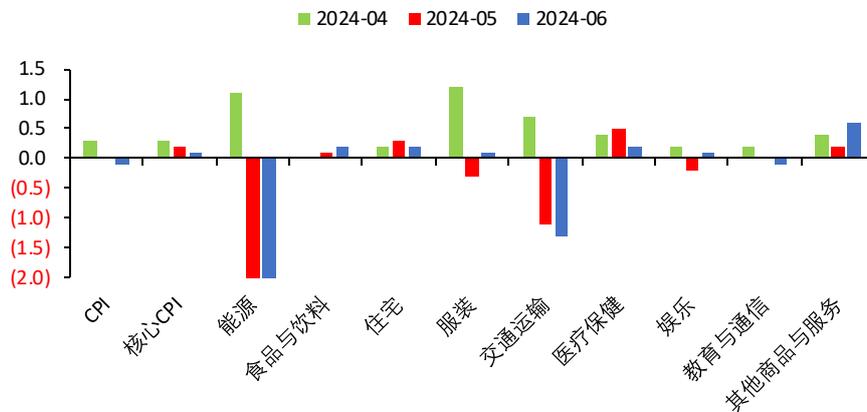
具体来看，受上月油价波动影响，能源分项延续下降趋势，带动通胀数据回落。随着近期国际油价从低位回升，能源分项对 CPI 的拖累有望收窄，或对后续通胀读数起拉动作用。

核心服务通胀超预期下跌。其中，此前韧性较强的住宅价格显著回落，为 2021 年 1 月以来最低水平，是核心服务降温的推动因素；其余各分项价格均小幅降温。往前看，新租约价格、Zillow 房租指数等领先指标将持续对住宅价格形成引导，预计年内将延续降温趋势。

核心商品通胀持续走弱，主要受二手车价格拖累。考虑到领先指标二手车批发价格仍在下跌，叠加 6 月美国汽车销量下行导致的库存回升，二手车价格短期内或延续下行趋势。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

图10：美国 CPI 季调环比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

美国 6 月 PPI 同比增速为 2.7%，较上月回升 0.3 个百分点；核心 PPI 同比增速为 3.0%，较上月回升 0.4 个百分点。PPI 环比增速为 0.2%，核心 PPI 环比增速为 0.4%，均小幅高于前值。PPI 数据虽意外反弹，但用于计算 PCE 数据的分项表现整体温和，并未对 6 月 PCE 数据的预测产生显著影响。

总体来看，CPI 数据的超预期降温显示美国近期的通胀回落进程较为顺畅，且有加速下行的趋势，基本符合鲍威尔此前提到的开启降息的条件，即“需要看到更多的好数据（good data）”。此外，考虑到近期劳动力市场也在持续降温，我们认为美联储开启降息的时点虽有待确认，但开启降息的门槛正在降低。

近期美联储官员发声整体中性偏鸽。鲍威尔在国会听证会上表达了对近期通胀回落的信心，并表示美联储开启降息无需等到通胀降至 2%。与此同时，鲍威尔强调美联储高度关注劳动力市场的表现。旧金山联储主席戴利表示，根据近期的就业和通胀数据，美联储可能有必要对政策利率进行调整。

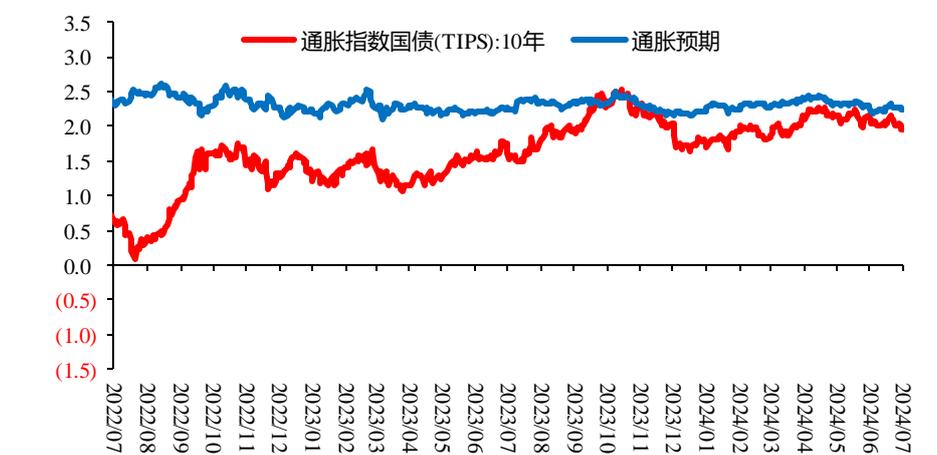
受 CPI 超预期降温及联储官员偏鸽派发声影响，市场降息预期大幅提升。当前市场维持 9 月首次降息预期不变，但降息概率大幅上升；年内预期降息次数由

2次上升至3次，全年降息幅度由50BP上调至75BP。

受降息预期升温影响，10年美债利率下行10BP至4.18%左右；美元指数小幅回落至104.11；黄金价格小幅上涨；美股整体收涨。

年初至今，市场对美联储降息预期不断摇摆，这种预期的变化导致权益市场经历大幅调整。考虑到美国居民部门资产负债表总体健康、美联储应对风险的能力较强，美国经济不着陆的概率仍然较高，美国股票市场有望维持偏强的格局。

图11：美国10年期TIPS和通胀预期，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

## ■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入国投证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入国投证券研究中心。

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮编： 518046

上海市

地址： 上海市虹口区杨树浦路168号国投大厦28层

邮编： 200082

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034