



上半年宏观数据解读

摘要

统计局最新公布的信息显示，二季度 GDP 同比增长 6.7%，上半年 GDP 增长 6.8%，总的来看 GDP 增速较为稳定。具体来看，上半年最终消费支出对 GDP 的拉动率为 5.3%，比去年同期高出 0.9 个百分点，资本形成总额对 GDP 拉动率为 2.1%，比去年同期低 0.2 个百分点，货物和服务净出口拉动率为-0.7%，比去年同期低 1 个百分点。

贸易差额与净出口对 GDP 拉动情况是一致的，由于人民币贬值的原因，以人民币计价的贸易差额为 9013 亿，同比下滑达 3768 亿，所以净出口拉动率转负是正常的，这种情况在下半年是否会继续下滑仍是不确定的。

资本形成和最终消费支出对 GDP 的拉动情况与固定资产投资和社会零售总额的增长情况则不太一致。固定资产投资增速屡创新低，而资本形成对 GDP 的拉动率并没有出现大幅下滑，有可能是基建投资里面包括了较大比重的土地购置费和旧设备旧建筑购置费，因此其下滑对于固定资本形成没有产生很大影响。

消费方面，今年 1-6 月社会消费品零售总额增速仅为 9.4%，创 2003 年以来新低，而上半年最终消费支出对 GDP 的拉动率达到 5.3%，占比 78.5%，是非常高的水平，这主要是因为社会消费品零售不包括服务消费，而居民对于居住、生活服务、医疗等服务的消费支出均以两位数加速上升，所以最终消费支出对于 GDP 的贡献率仍不断增长，这反映了消费结构的变化，总体还是乐观的。

货币金融方面，上半年的社会融资情况并不乐观，但考虑到消费在经济结构中的贡献稳步上升，因此实体经济流动性的收紧尚未对 GDP 增长造成太大影响，而且目前监管部门和货币当局已采取了一系列措施来帮助补充金融部门流动性，提高信贷机构出借意愿，因此预计下半年的流动性情况或有好转。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

上半年宏观数据解读

统计局最新公布的信息显示，二季度 GDP 同比增长 6.7%，上半年 GDP 增长 6.8%，总的来看 GDP 增速较为稳定。具体看消费、资本形成和净出口的拉动情况，上半年最终消费支出对 GDP 的拉动率为 5.3%，比去年同期高出 0.9 个百分点，资本形成总额对 GDP 拉动率为 2.1%，比去年同期低 0.2 个百分点，货物和服务净出口拉动率为-0.7%，比去年同期低 1 个百分点。

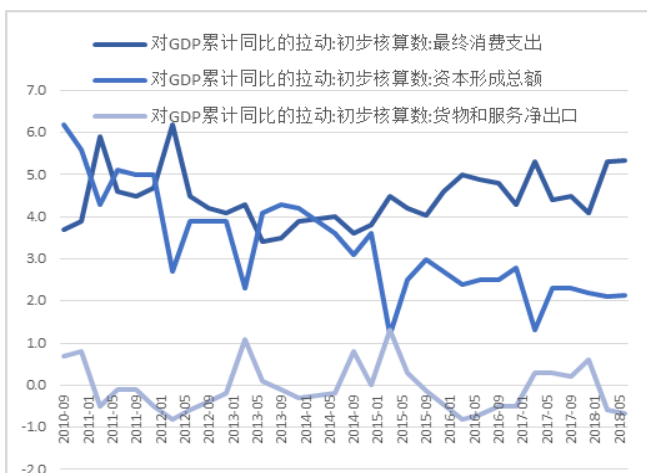
可以看到贸易差额与净出口对 GDP 拉动情况是一致的，因为上半年以美元计价的贸易差额累计为 1396 亿美元，同比下滑 379 亿美元，由于人民币贬值的原因，以人民币计价的贸易差额为 9013 亿，同比下滑达 3768 亿，所以净出口拉动率转负是正常的，这种情况在下半年是否会继续下滑仍是不确定的。

资本形成和最终消费支出对 GDP 的拉动情况与固定资产投资和社会零售总额的增长情况则不太一致。

投资方面，今年 1-6 月，受基建增速持续下滑的影响（1-6 月增速为 7.3%，比去年同期下降 13.8 个百分点），固定资产投资增速仅为 6%，创历史新低，比去年同期下降 2.6 个百分点。二季度房地产开发投资也出现了下滑迹象，6 月份增速为 9.7%，已是连续 3 个月出现环比下降，制造业投资则有上升趋势，6 月份增速为 6.8%，连续 3 个月出现上升。总而言之，固定资产投资增速屡创新低，而资本形成对 GDP 的拉动率并没有出现大幅下滑。

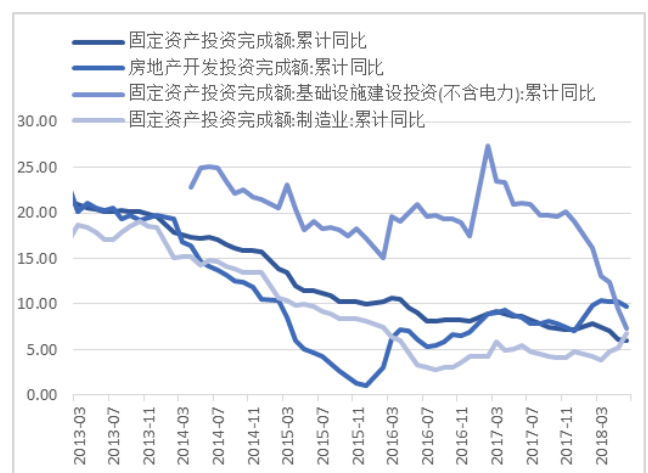
由于资本形成包括存货和固定资本形成两方面，而固定资本形成和固定资产投资也存在较多区别。今年 1-6 月工业存货增速低于去年同期水平，因此存货增长不是资本形成拉动率相对高于固资投资的主要原因。由于固定资产投资和固定资本形成的一个重要区别就是，固资投资包括土地购置费、旧设备和旧建筑物购置费，而固定资本形成不包括这些费用，所以有可能是基建投资里面包括了较大比重的土地购置费和旧设备旧建筑购置费，因此其下滑对于固定资本形成没有产生很大影响。

图 1、三大需求对 GDP 拉动情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、固定资产投资增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

消费方面，今年1-6月社会消费品零售总额增速仅为9.4%，创2003年以来新低，而上半年最终消费支出对GDP的拉动率达到5.3%，占比78.5%，是非常高的水平，这主要是因为社会消费品零售不包括服务消费，而居民对于居住、生活服务、医疗等服务的消费支出均以两位数加速上升，所以最终消费支出对于GDP的贡献率仍不断增长，这反映了消费结构的变化，总体还是乐观的。

但是，也需要看到消费上悲观因素的存在，那就是在工业企业利润和财政收入保持两位数增长的情况下，居民可支配收入名义增长只有8.7%，低于名义GDP增速，实际增长只有6.6%，同样低于实际GDP增速。另外，城镇与农村居民消费支出增速悬殊，今年上半年，城镇居民人均消费支出实际增速仅有4.7%，而农村居民实际支出增速为10.1%，尽管农村居民相比于城镇居民有更强的生活改善需求，这也说明了国家扶贫政策起到了很明显的效果，但另一方面也是城镇消费能力增长疲弱的一个体现，很重要的原因就是城市居民背负着较大的购房压力，而农村居民这方面的压力较小。如何提振消费能力，仍然是宏观政策的重要方面。

图3、社会消费品零售总额增长情况

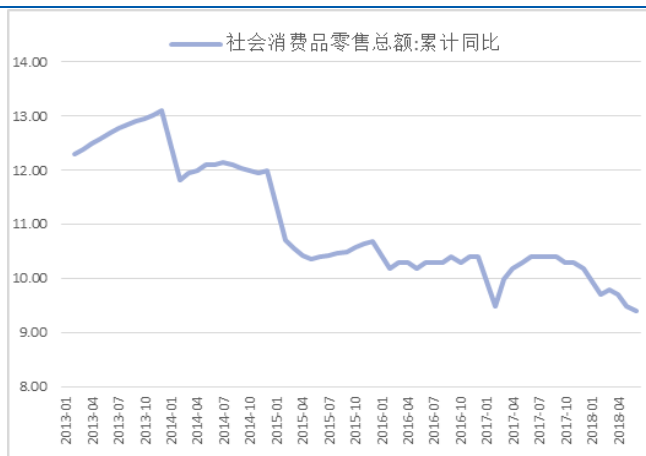


图4、部分服务消费支出增长情况

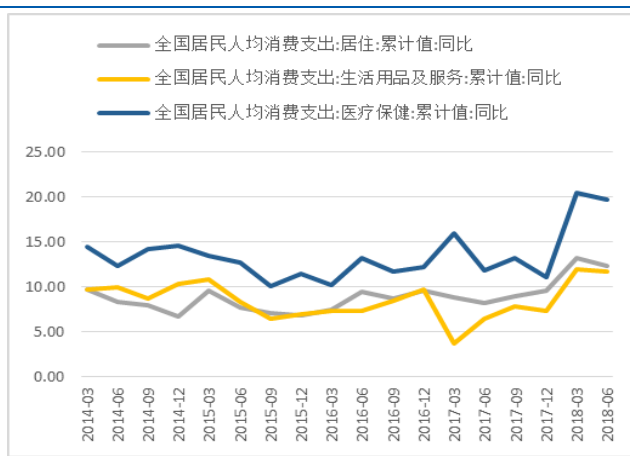


图5、居民可支配收入增长情况

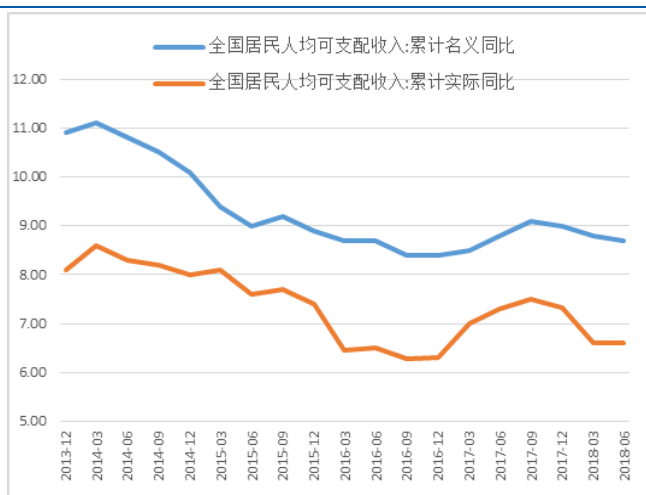
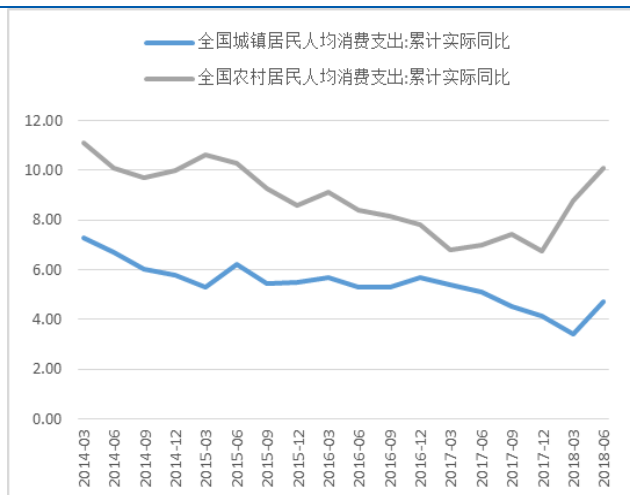


图6、城镇和农村居民消费支出增速对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

货币供给方面，6 月份 M2 同比增长 8%，比上月少增 0.3 个百分点，M2 增速继续下滑，M1 同比增长 6.6%，比上月多增 0.6 个百分点。M1 增速回升而 M2 持续下滑的情况显示市场持有现金的意愿上升。

融资方面，6 月份金融机构各项贷款余额同比增长 12.7%，比上月多增 0.1 个百分点，结束了贷款余额增长的持续下滑态势，但社融规模存量同比仅增长 9.8%，增速继续创新低。具体看数据方面，6 月份新增贷款 1.84 万亿，环比多增 6900 亿，同比多增 3000 亿，其中新增居民户贷款为 7073 亿，企业部门贷款为 9819 亿，其中中长期贷款为 4001 亿。今年 1-6 月企业贷款累计值比去年多了 7400 亿，但中长期贷款有持续下滑态势，累计增长比去年同期减少了 4900 亿，说明企业借款更多是用于补充短期现金流，而非用于长期投资，这种情况值得注意。此外，1-6 月居民贷款累计为 3.6 万亿，去年同期为 3.7 万亿，居民贷款总额并未出现明显下滑，说明购房市场仍然较为火爆。

社融方面，6 月份新增社融规模为 1.18 万亿，环比多增 4191 亿，同比少增 5917 亿，以央行口径来看，新增社融规模低于新增贷款多达 5000 亿左右，委托和信托贷款继续快速下滑，6 月份两者分别下降 1642 亿和 1623 亿，另外与表外业务密切相关的新增承兑汇票也大幅下降了 3650 亿，导致 6 月份社融规模继续低迷。此外，企业债券和股票 IPO 保持正增长，但同比增幅均有所下滑，这与债券市场的风险偏好尚未回暖和股市持续下跌也有较大关系。

总体而言，上半年的社会融资情况并不乐观，但考虑到消费在经济结构中的贡献稳步上升，因此实体经济流动性的收紧尚未对 GDP 增长造成太大影响，而且目前监管部门和货币当局已采取了一系列措施来帮助补充金融部门流动性，提高信贷机构出借意愿，因此预计下半年的流动性情况或有好转。

图 7、货币供给增长情况

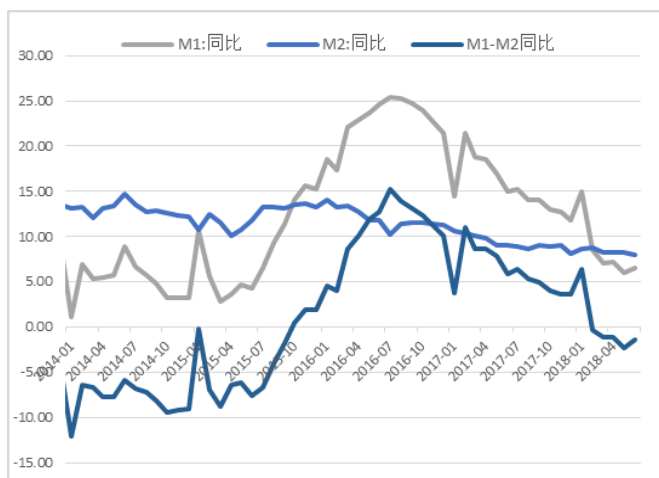


图 8、贷款余额和社融存量增长情况

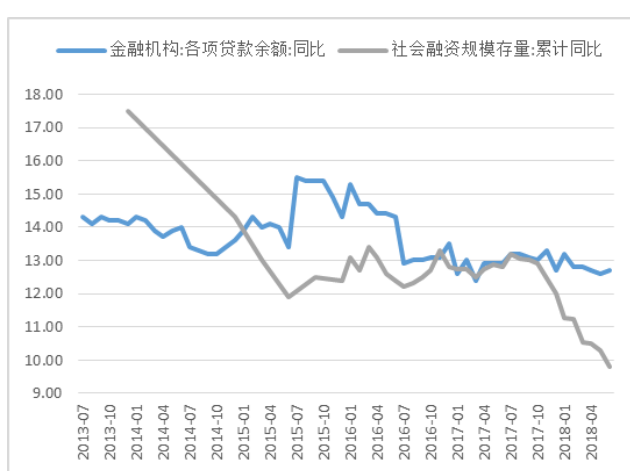
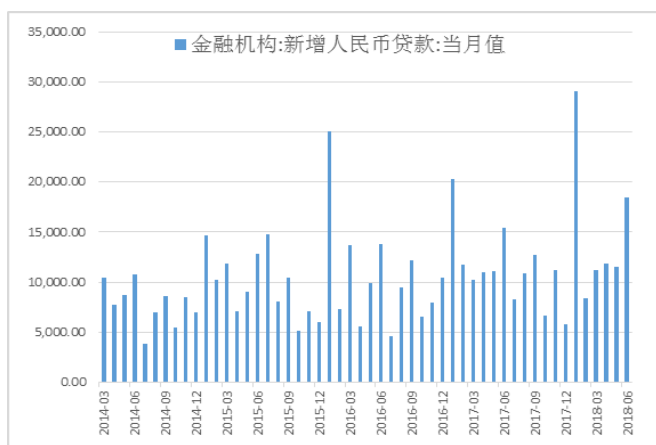
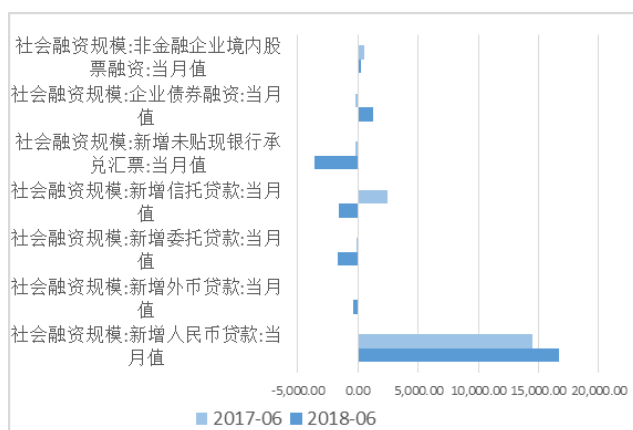


图 9、金融机构新增人民币贷款走势

图 10、新增社融规模分类情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究



资料来源: WIND 资讯 南华研究

通胀方面, 6 月份 CPI 同比上涨 1.9%, 比上月多增 0.1 个百分点, 其中食品 CPI 同比增长 0.3%, 比上月多增 0.2 个百分点, 非食品 CPI 同比增长 2.2%, 与上月持平; 消费品 CPI 同比增长 1.5%, 比上月多增 0.2 个百分点, 服务 CPI 同比增长 2.4%, 比上月少增 0.1 个百分点。总体来看, 考虑到目前服务消费已逐渐占据消费支出主导的实际情况, 非食品和服务 CPI 2% 以上的涨幅并不算低, 实际通胀并不疲弱。

工业品方面, 6 月份 PPI 同比增长 4.7%, 比上月多增 0.6 个百分点, 尤其是采掘工业和原材料工业 PPI 增长较快, 分别是 11.5% 和 8.8%, 均是今年以来最高水平。考虑到环保力度仍在加大, 7 月 7 日环保督查进驻工作结束, 虽然经过了两年严厉检查, 但仍发现了大量问题, 督察组通报频频出现“变本加厉”“触目惊心”“包庇纵容”等字眼, 说明很多地方的环保工作仍是走形式, 喊口号, 企图敷衍了事, 也说明了当前的工业污染成本仍然较低, 工业品价格仍未调整到环保成本下的合适水平。

图 11、CPI 走势

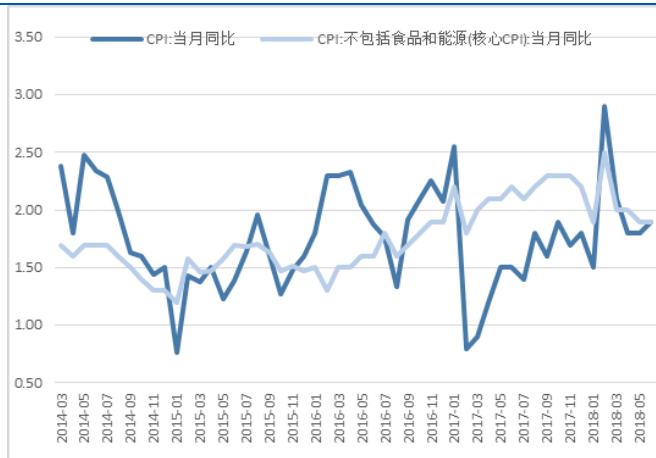


图 13、消费品和服务 CPI 走势

图 12、食品和非食品 CPI 走势

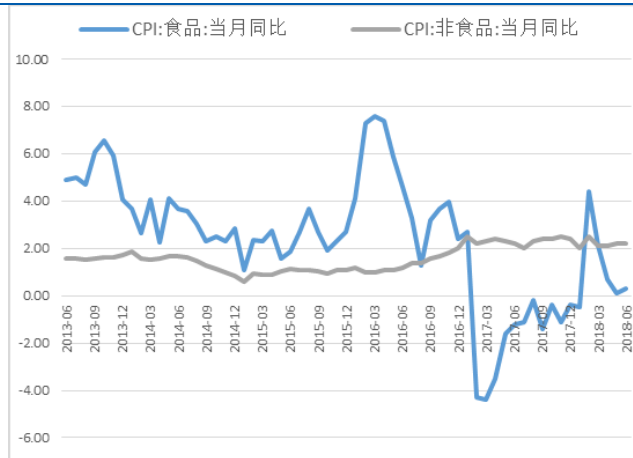
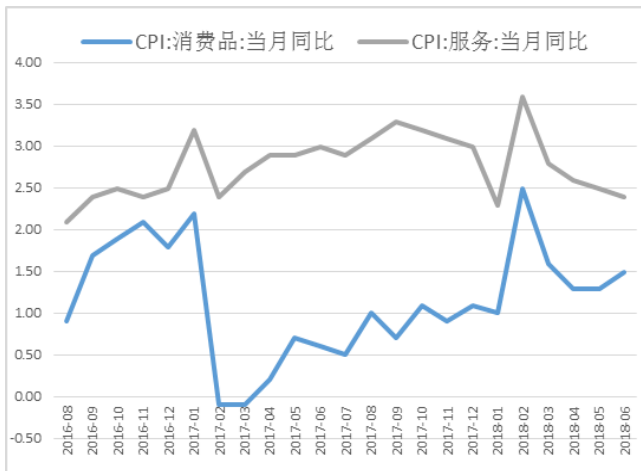


图 14、PPI 走势



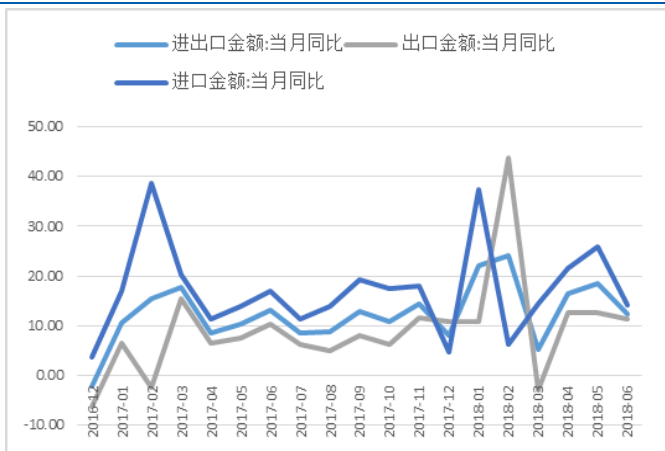
资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

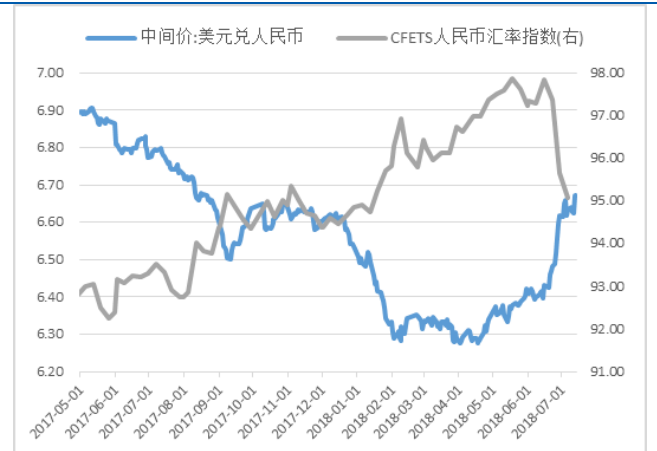
进出口方面，6月份出口同比增长11.3%，比上月少增1.3个百分点，比去年同期多增1个百分点；进口同比增长14.1%，比上月少增12个百分点，比去年同期少增3个百分点。由于中美贸易战7月份开打，对进出口的实质影响要到下个月数据公布时才能了解。6月份进口的大幅下滑与人民币大幅贬值有一定关系，值得注意的是，近期不仅是人民币兑美元贬值，而且2017年下半年以来持续上行的CFETS一篮子人民币汇率也出现了大幅贬值，所以这不会抵消一部分美国加征关税影响，而且对整体的进出口都会造成影响，对出口和进口会分别起到提振和抑制的作用。

图 15、进出口增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 16、人民币汇率走势



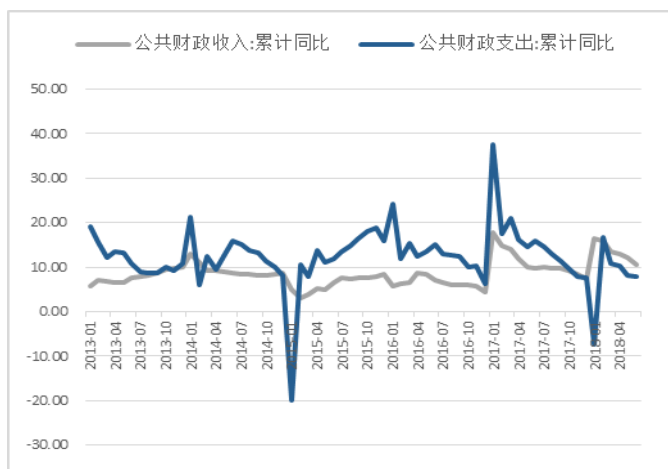
资料来源：WIND 资讯 南华研究

财政收支方面，今年1-6月公共财政收入累计增长10.6%，比去年同期多增0.8个百分点，公共财政支出累计增长7.8%，比去年同期少增8个百分点，财政支出增速下滑应该与基建相关支出增长下滑有较大关系，未来财政基建支出的低增长会成为常态，而地方政府在民生、社保、科技和环保等领域仍有较大发力空间。

间。此外，今年 1-6 月地方政府土地出让金收入累计增长 43%，比去年同期多增 9 个百分点。

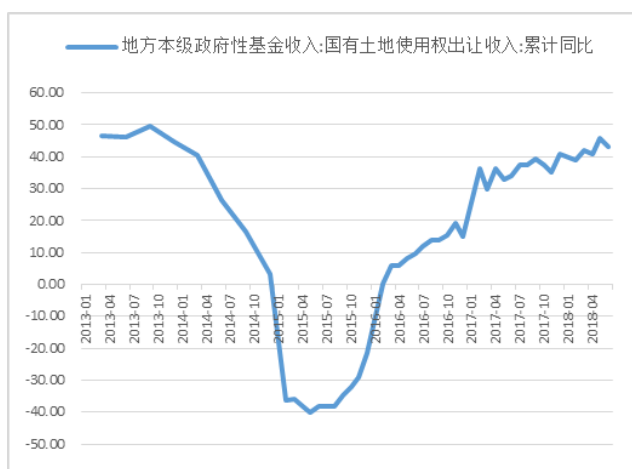
整体而言，一方面财政收入加速增长说明宏观经济仍然稳健，但另一方面，企业投资和利润增长较为疲弱，也说明了上半年的减税政策并未起到实质性作用，而且财政支出增速大幅下滑说明财政政策仍未实质发力，未来还有很大空间。

图 17、财政收支增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 18、土地出让金收入增长情况

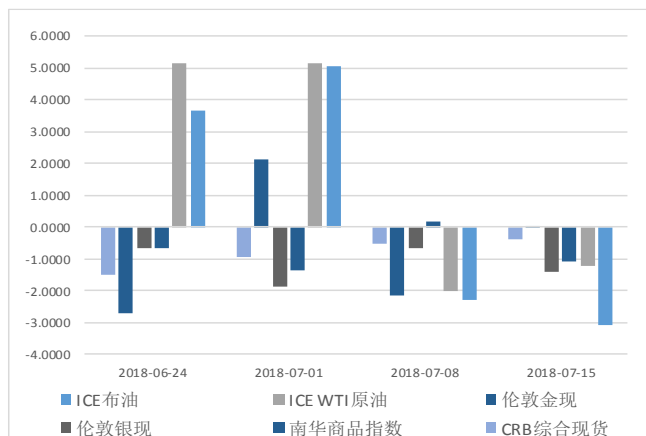


资料来源：WIND 资讯 南华研究

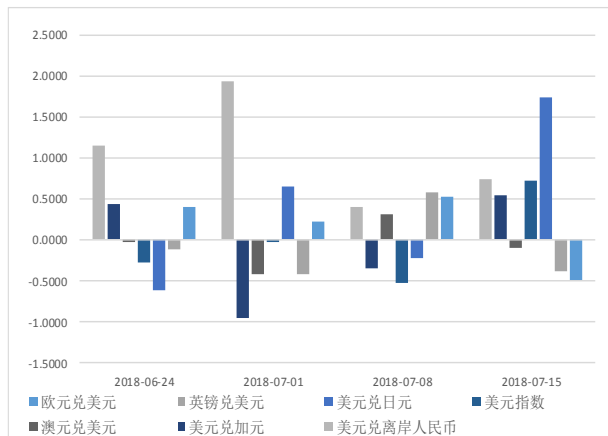
【本周全球大类资产表现】

2018年7月15日

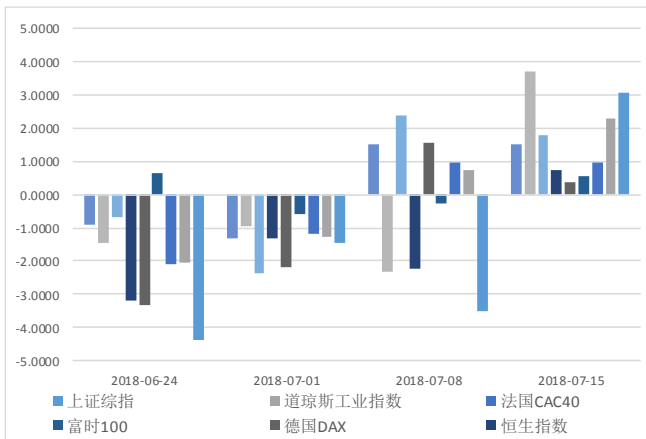
主要大宗商品涨跌幅



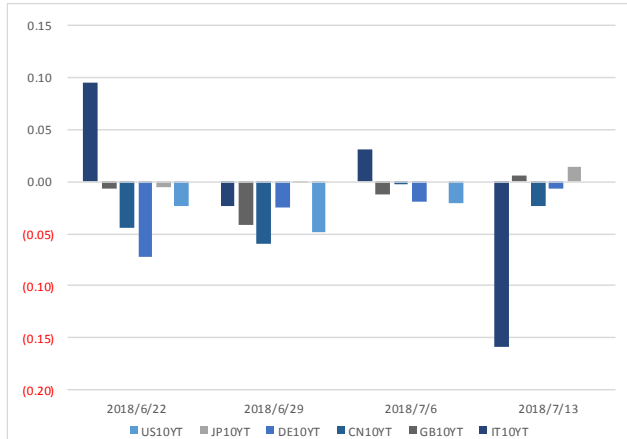
全球主要货币对涨跌幅



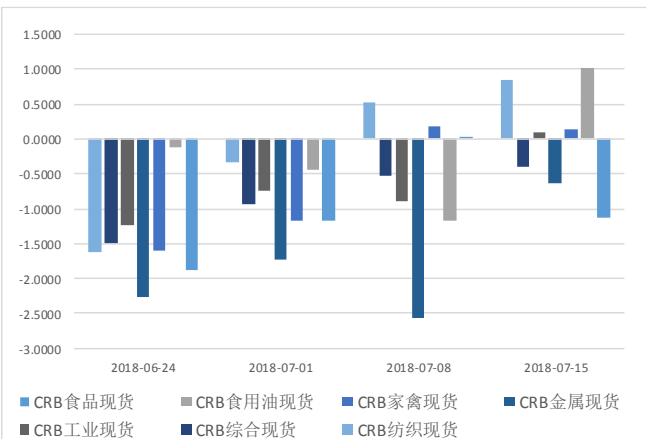
全球股指涨跌幅



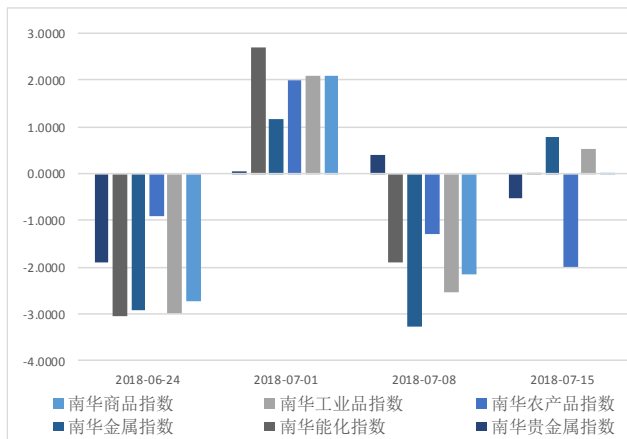
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net