

研究员：  
陶敬刚  
宏观经济  
(8621)64718888-  
1104

联系人  
张燕华  
(8621)64718888-  
1287  
zhangyanhua@st  
ocke.com.cn  
上海市长乐路  
1219 号长鑫大厦  
18 层  
(200031)

## 经济强劲复苏 积极政策基调持续

数据:

国家统计局 7 月 16 日发布上半年经济运行发布会, 公布了上半年经济数据。

初步核算, 上半年国内生产总值 139862 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 7.1%; 分季度看, 一季度增长 6.1%, 二季度增长 7.9%。规模以上工业增加值同比增长 7.0% (6 月份增长 10.7%), 其中, 一季度增长 5.1%, 二季度增长 9.1%; 重工业增长 6.6%, 轻工业增长 8.2%。

上半年, 全社会固定资产投资 91321 亿元, 同比增长 33.5%, 增速比上年同期加快 7.2 个百分点。其中, 城镇固定资产投资 78098 亿元, 增长 33.6% (6 月份增长 35.3%); 农村固定资产投资 13223 亿元, 增长 32.7%。

上半年, 社会消费品零售总额 58711 亿元, 同比增长 15.0% (6 月份增长 15.0%), 扣除价格因素, 实际增长 16.6%, 同比加快 3.7 个百分点。限额以上批发和零售业中, 家具类零售额同比增长 28.3%, 汽车类增长 18.1%。

上半年, 居民消费价格同比下降 1.1% (6 月份同比下降 1.7%, 环比下降 0.5%)。上半年, 商品零售价格同比下降 1.4% (6 月份同比下降 2.3%); 工业品出厂价格同比下降 5.9% (6 月份同比下降 7.8%); 原材料、燃料、动力购进价格同比下降 8.7% (6 月份同比下降 11.2%); 70 个大中城市房屋销售价格同比下降 0.8% (6 月份同比上涨 0.2%)。

上半年, 进出口总额 9461 亿美元, 同比下降 23.5%。其中, 出口 5215 亿美元, 下降 21.8%; 进口 4246 亿美元, 下降 25.4%。贸易顺差 969 亿美元, 同比减少 21 亿美元。

城乡居民收入继续增长, 转移性收入增幅较大。上半年, 城镇居民家庭人均总收入 9667 元。其中, 人均可支配收入 8856 元, 同比增长 9.8%, 扣除价格因素, 实际增长 11.2%。农村居民人均现金收入 2733 元, 增长 8.1%, 扣除价格因素, 实际增长 8.1%。

6 月末, 广义货币供应量 (M2) 余额 56.9 万亿元, 同比增长 28.5%; 狭义货币供应量 (M1) 余额 19.3 万亿元, 增长 24.8%; 金融机构各项人民币贷款余额 37.7 万亿元, 比年初增加 7.4 万亿元, 同比多增 4.9 万亿元; 各项人民币存款余额 56.6 万亿元, 比年初增加 10.0 万亿元, 同比多增 5.0 万亿元。

点评:

- **中国经济已经强劲复苏，政策推动作用十分明显。固定资产投资、工业生产、GDP增速持续攀升，居民消费强劲增长；信贷快速投放，货币高速增长；物价水平总体依旧低迷，但是随着经济的复苏和巨量的货币信贷投放，物价回升的趋势已经建立。**

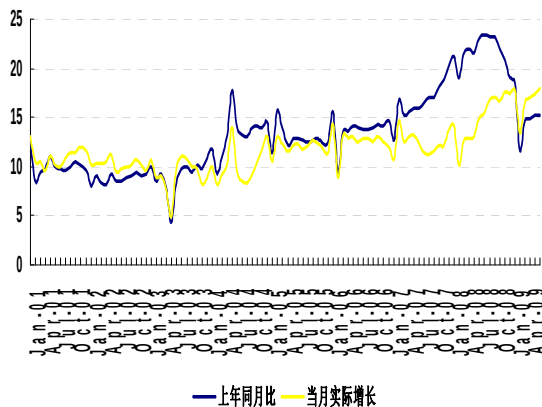
表 1: 贸易主要数据

| 经济变量（累计）    | 一季度       | 1-5 月份    | 上半年       | 预测        |           |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|             |           |           |           | 上半年       | 全年        |
| GDP         | 6.1       | 6.7       | 7.1       | 7.2       | 8.3       |
| 零售（名义值）     | 15        | 15        | 15        | 15.1      | 16.5      |
| 出口          | -19.7     | -21.8     | -21.8     | -19.3     | -14.4     |
| 进口          | -30.8     | -27.8     | -25.4     | -23.4     | -14.8     |
| 净出口         | 50.8      | 13.7      | -1.3      | 4.4       | -13       |
| 城镇固定资产投资    | 28.6      | 32.9      | 33.6      | 34        | 28        |
| 工业增加值       | 5.1       | 6.3       | 7         | 7.2       | 10        |
| 对美元汇率（元/美元） | 6.8       | 6.8       | 6.8       | 6.8       | 6.8       |
| CPI         | -0.6      | -0.9      | -1.1      | -1        | -0.8      |
| PPI         | -4.6      | -5.5      | -5.9      | -5.9      | -4.7      |
| M2          | 25.5      | 25.7      | 28.5      | 25.5~26.1 | 24~27     |
| 一年期存/贷款利率   | 2.25/5.31 | 2.25/5.31 | 2.25/5.31 | 2.25/5.31 | 2.25/5.31 |
| 法定准备金率      | 13.5      | 13.5      | 13.5      | 13.5      | 13.5      |

资料来源：统计局 中国海关 中国人民银行 浙商研究

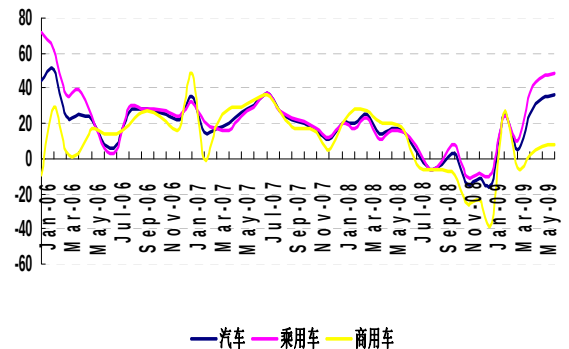
- **居民收入增长强劲，政策刺激进一步推动消费增长。**经济回暖、财政转移支付力度加大、资产市场回暖等因素共同推动居民收入增长；低迷的物价加大了居民实际收入增长力度并提高了购买力；财政政策激发了消费潜力的释放，汽车、家电等销售强劲。

图 1: 社会零售总额增长强劲



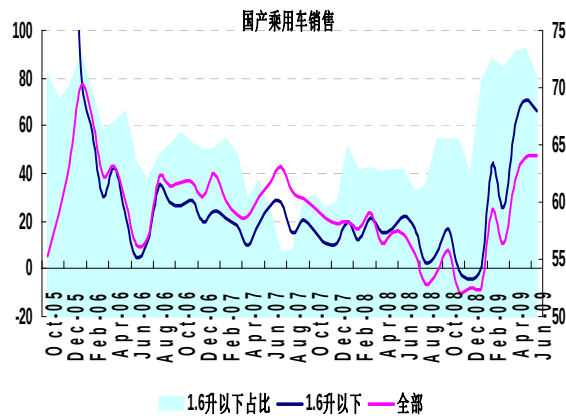
资料来源: CEIC, 浙商研究

图 2: 汽车销售强劲增长



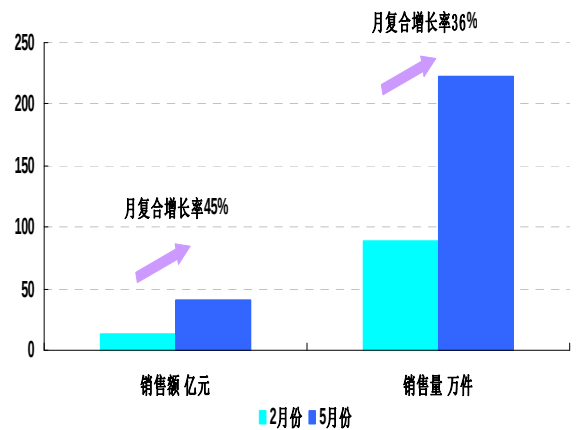
资料来源: CEIC, 浙商研究

图 3: 政策支持的 1.6 升以下乘用车销售火爆



资料来源: CEIC, 浙商研究

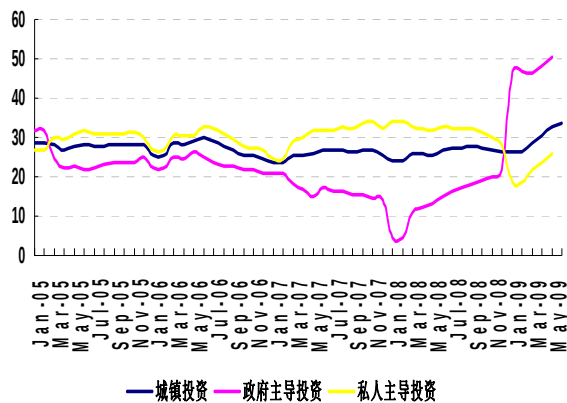
图 4: 家电下乡产品销售增长迅猛



资料来源: CEIC, 浙商研究

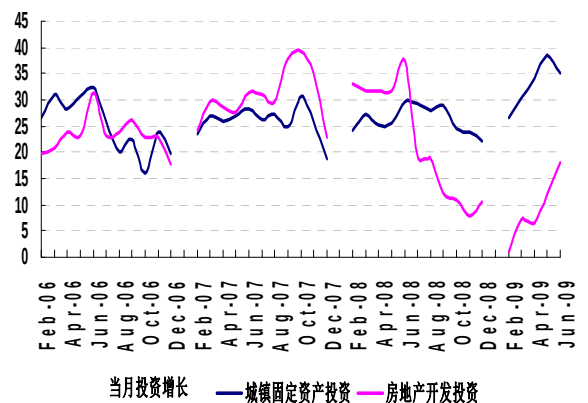
- **政府主导投资强劲增长，房地产等私人投资回暖。**投资的行业特征、所有制特征显示上半年投资的快速增长主要源于政府的推动；但是，积极的信号正在显现。房地产库存的降低和强劲的销售正推动房地产开发投资的快速启动，私人投资也有回暖的迹象。

图 5：政府主导拉动投资增长



资料来源：CEIC，浙商研究

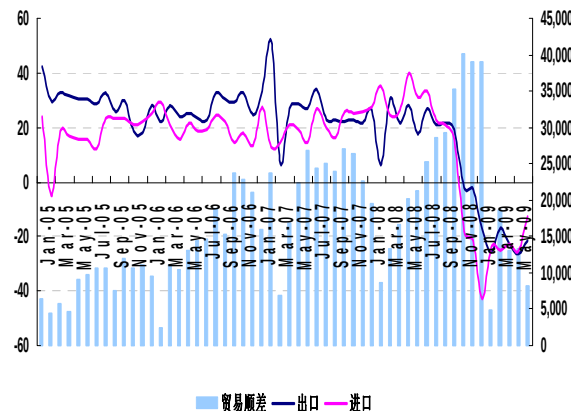
图 6：房地产开发投资迅速启动



资料来源：CEIC，浙商研究

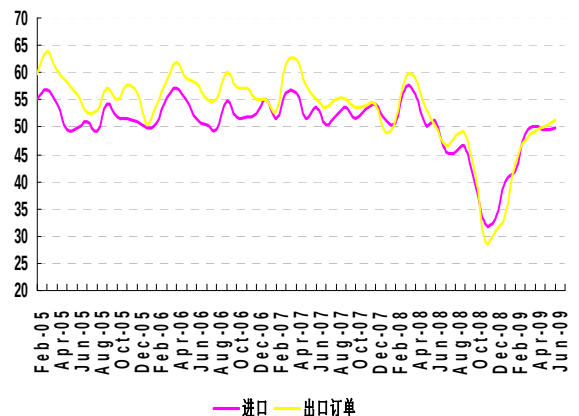
- **上半年贸易大幅萎缩，下半年贸易出口将修复性增长。**目前，外围经济体已经处于筑底阶段，随着外围经济的好转，贸易出口将迎来修复性增长。同时，国内经济的复苏将拉动进口增长。

图 7：上半年贸易进出口大幅萎缩



资料来源：CEIC 浙商研究

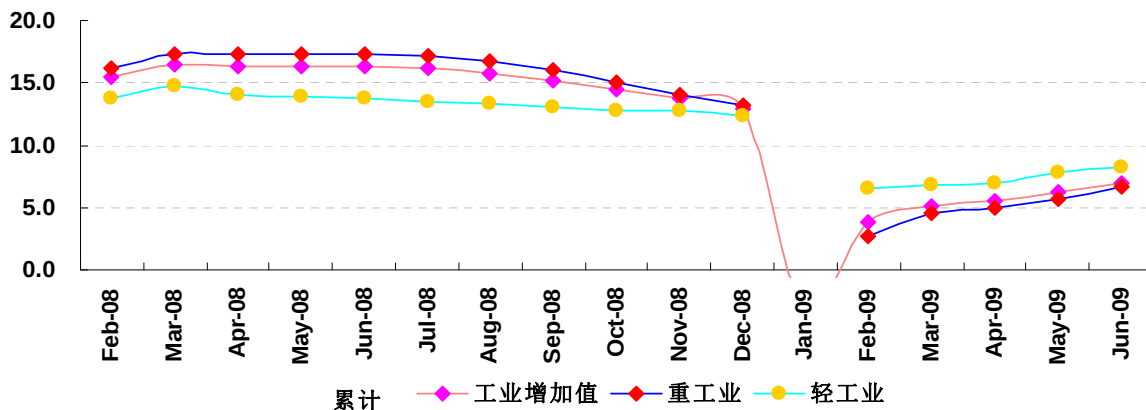
图 8：PMI-进口、出口订单上升



资料来源：CEIC 浙商研究

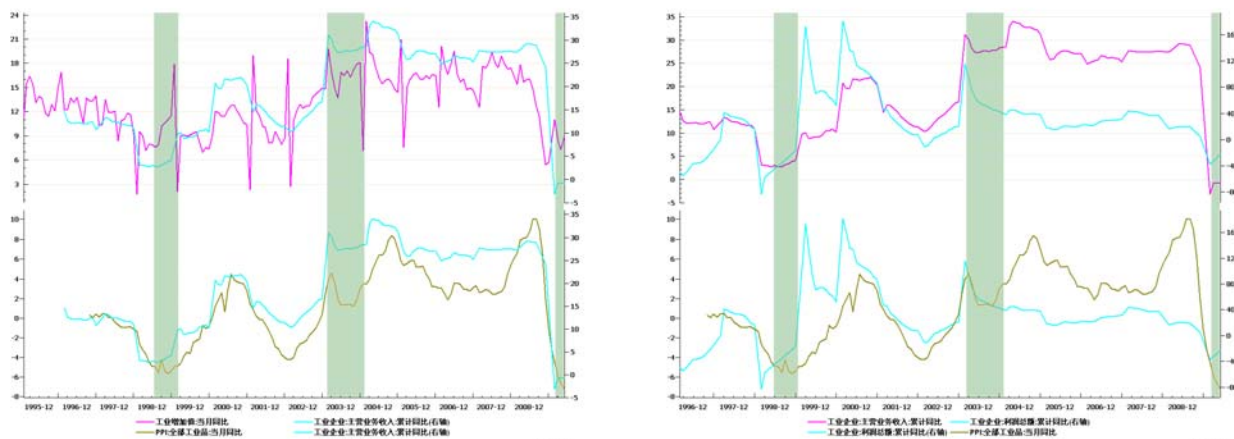
- **工业生产结构性复苏，复苏面将进一步扩大。**上半年与消费相关的下游行业（如食品、纺织服装、汽车等）、与投资相关的中游行业（如工程机械等），以及受到需求和生产复苏行业引致需求拉动的部分原材料行业（如非金属矿业、黑色金属、部分有色金属等）、采掘行业已经明显复苏。目前，投资和消费快速增长的势头没有改变，因此，上述行业的景气度将持续提高。同时，私人投资的回暖将扩大资本品需求，中游制造业复苏可期，并将继续提高上游金属冶炼、采掘等行业的景气度。工业生产继续回暖、物价回升的趋势将推动工业企业盈利能力的好转，从而巩固生产复苏的微观基础。

图 9：工业生产持续回暖



资料来源：WIND，浙商研究

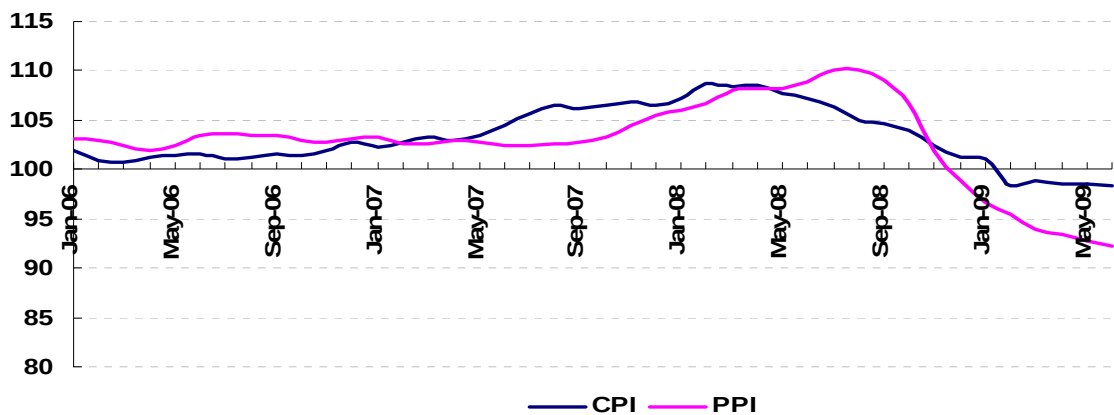
图 10：工业生产复苏和物价回升将推动收入与利润的增长



资料来源：WIND，浙商研究

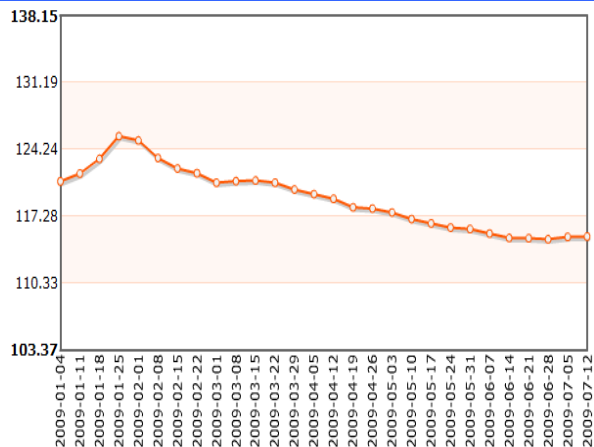
- **物价接近底部。**高基数的翘尾因素是导致上半年 PPI、CPI 持续负增长的主要原因。目前，金属、能源等生产资料价格已经见底回升，并推动 PPI 环比连续上涨，随着翘尾因素的减弱，PPI 将在 7、8 月份见底，并加速上升；季节性因素导致 CPI 环比依旧处于较大的波动中，但是，需要注意的是，近期猪肉等农产品价格出现见底回升的势头，随着 PPI 的回升和工业品价格的上涨，CPI 将在第四季度开始持续上涨。

图 11: 上半年物价水平低迷



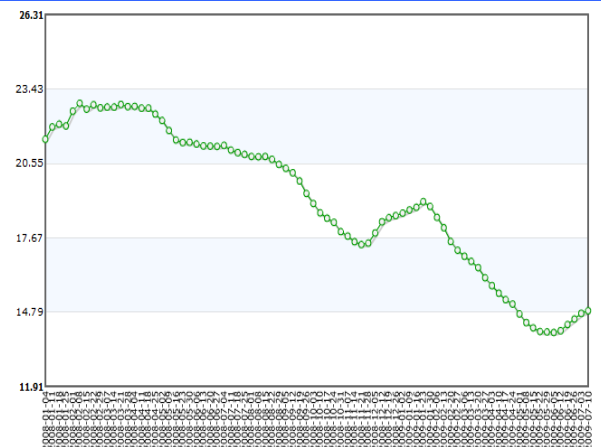
资料来源: CEIC, 浙商研究

图 12: 中国食用农产品价格指数 6 月份筑底



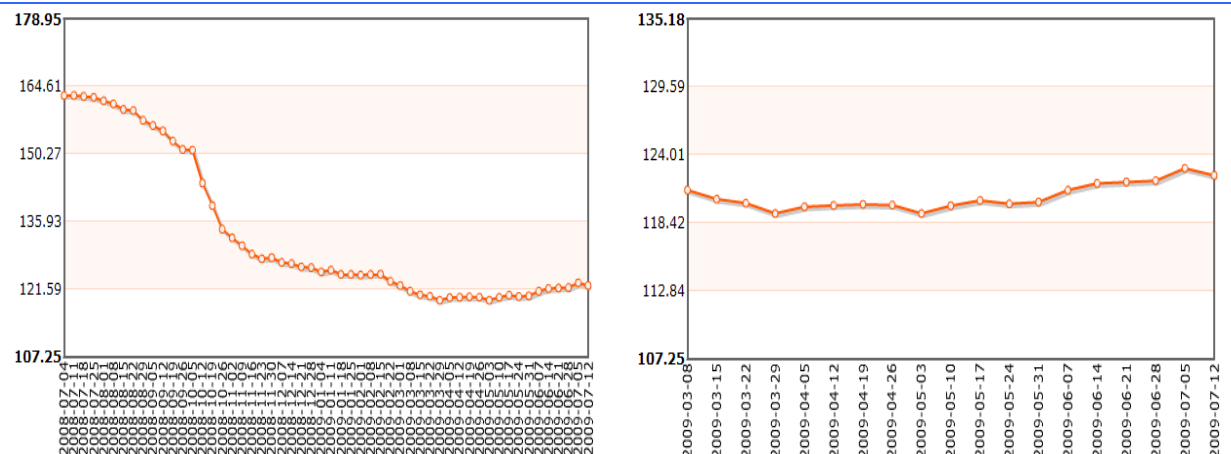
资料来源: 商务部, 浙商研究

图 13: 猪肉价格 5 月底触底回升



资料来源: 商务部, 浙商研究

图 14: 生产资料价格指数 5 月份触底, 至 7 月 12 日累计反弹接近 3%

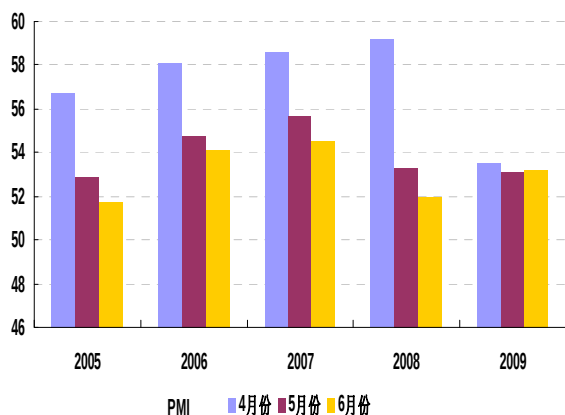


资料来源: 商务部, 浙商研究

➤ PMI指数显示经济强劲复苏, 但是政策依赖性较强, 决定了现在还没有达到“撤

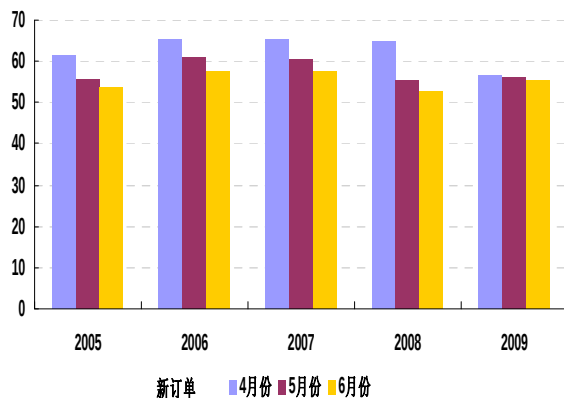
“走酒杯”的时刻。6月份PMI指数虽然增幅下滑，但是与历史同期相比，已经十分强劲。PMI指数勾勒出的制造业生产现状和前景是：制造业库存因为强劲的需求而迅速下降，工业生产快速扩张。在新订单的推动下，企业正加紧采购并推动价格上涨，未来生产增长将进一步提速。然而，投资、居民消费的强劲增长（进而生产的复苏）背后都有政策的支撑，在贸易出口无法快速增长的背景下，财政政策刺激需求、优化结构的作用十分重要，如果现在就开始财政政策上的转向，经济复苏的进程可能中断，形成二次探底。另一方面，虽然物价有回升趋势，但是目前依旧低迷，适度宽松的货币政策基调还将持续一段时间，目前仅开始微调。

图 15: 6 月份 PMI 增长实际上十分强劲



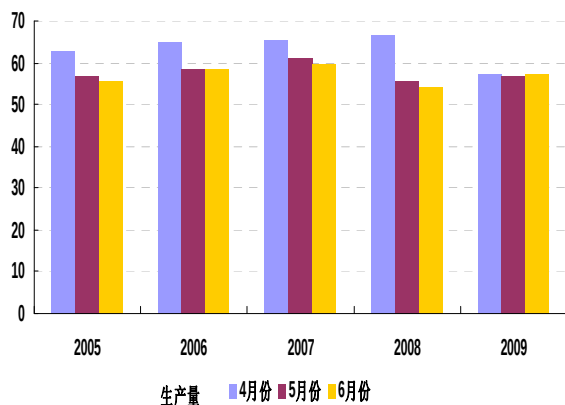
资料来源: CEIC 浙商研究

图 16: 6 月份新订单增长强于历史水平



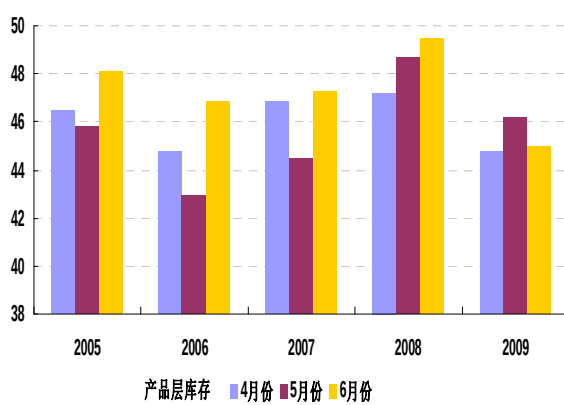
资料来源: CEIC 浙商研究

图 17: 6 月份生产加快扩张



资料来源: CEIC 浙商研究

图 18: 6 月份产成品库存加速降低



资料来源: CEIC 浙商研究

- 在保持积极财政政策和适度宽松货币政策的同时，经济复苏的基础有望进一步夯实，从而避免经济二次探底。随着第四季度国际经济形势的明朗化和激进货币政策的逐步“退出”，中国的财政货币政策都面临较大的调整压力，财政政策可能

更加着重强调“调结构、惠民生”，而不是将“保增长”置于首要位置，而货币政策可能向“稳健”转变。经济政策的转调并不令人感到担忧，因为：一、政策转调说明经济复苏基础更加扎实，大局已定；二、存量的资金已经足够充沛，物价总体上低迷的同时，全年9~10万亿的信贷投放和27%左右的货币增长已经十分强劲。

**研究员介绍：**陶敬刚，上海财经大学经济学（金融学专业）硕士，现为浙商证券宏观经济研究员。

#### 特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。