

二季度名义 GDP 向上、实际 GDP 向下，是类滞胀吗？

- **从数据来看，2Q19 名义 GDP 升至 8.3%，实际 GDP 降至 6.2%，是类滞胀吗？**表面上看，与滞胀的现象类似。从过往的经济周期来看，产生“滞胀”的原因一般有两种：一是供给收缩过快导致需求下滑的同时价格上升（比如典型的例子时候 1970s 美国滞胀），二是汇率大幅贬值导致以美元计价的实际 GDP 大幅下滑但本币计价的物价大幅上升（常见于新兴市场国家）。二季度所呈现的经济数据与第一种情形有所类似。如果将数据进行详细拆分，我们发现，食品价格上涨带动的 CPI 上升，进一步推动 GDP 平减指数上升，是推升名义 GDP 的主因；而实际 GDP 在内外需同步走弱的背景下，有所下行。**展望 3Q19，名义 GDP 可能小幅下行。**从实际 GDP 来看，内外需下行压力依然存在，实际需求难以明显回升；从价格来看，CPI 高位企稳，PPI 下行压力价格，GDP 平减指数预计回落。因此，名义 GDP 在 3Q19 仍有可能小幅回落。但再往后呢？我们认为会再次出现实际 GDP 小幅向下或者持平、但名义 GDP 回升的现象，而这与“类滞胀”有明显的区别。如果将名义 GDP 看做“利润”的同步指标，我们认为，随着成本端的降幅高于需求端降幅，整体的企业利润有望逐步企稳回升，而这将逐步带动名义 GDP 回升。尤其，这一轮利润的回升主要由成本下降带动，未来可能拉动实际需求也逐步企稳（类似于美国 3Q1987-1Q1988 的情形），这与传统的“滞胀”存在明显的不同（传统“滞胀”之后名义 GDP 将向着实际 GDP 收敛）。如果这样的现象出现，将对大类资产价格变动产生重要的影响。
- **中观层面，8 月生产依然偏弱。**从需求来看，8 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌；8 月 100 大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由跌转涨；7 月乘用车汽车零售同比由涨转跌。从生产来看，8 月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅收窄；全国高炉开工率均值同比由跌转涨。从价格来看，8 月以来原油、钢铁、水泥和煤炭价格均值下跌，有色价格均值上升，预计 8 月 PPI 环比为负，PPI 同比跌幅扩大；8 月以来猪肉价格均值上涨，蔬菜、水果价格均值下跌，预计 CPI 环比小幅上涨，CPI 当月同比高位回落。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下行，人民币兑美元贬值，全球股市下跌，工业品价格大跌。**货币市场方面，上周央行净回笼资金 50 亿元。资金价格下降，资金面持续宽松。债券市场方面，到期收益率下行，期限利差收窄，信用利差分化。外汇市场方面，人民币兑美元升破“7”关口，美元指数下跌，即期市场交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市下跌，黄金价格上涨，原油和国内工业品价格大跌。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

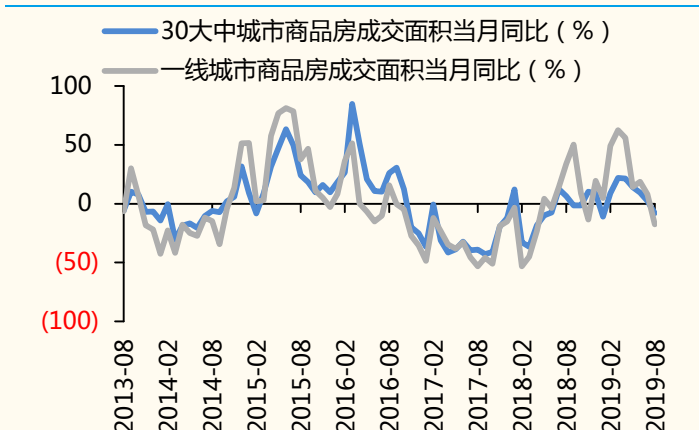
高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

一、中观市场方面，8月生产依然偏弱

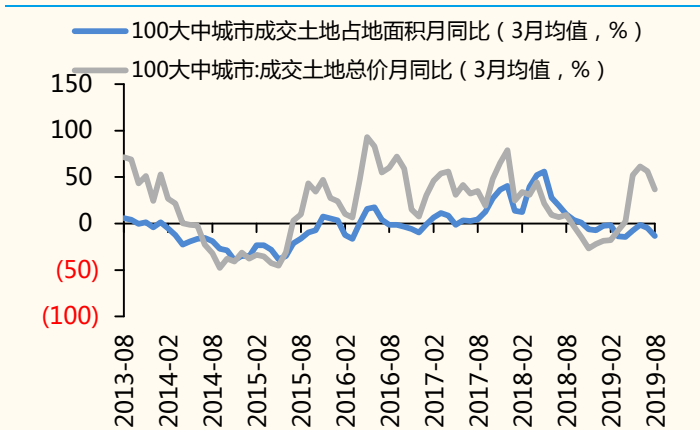
- 8月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌。内部结构上，一线城市同比由涨转跌，二线城市同比涨幅收窄，三线城市同比跌幅扩大。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-7.92%（前值2.3%）。一线城市同比-17.4%（前值8.1%）、二线城市同比1.44%（前值3.1%），三线城市同比-15.75%（前值-2.0%）。深圳商品房销售面积同比涨幅收窄，北京、广州同比由涨转跌，上海同比跌幅扩大。
- 8月土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由跌转涨；商品房用地成交面积同比跌幅收窄，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-21.2%（前值-15.67%），土地成交总价同比为61.8%（前值为-2.8%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-1.7%（前值-18.2%），工业用地成交面积同比为-44.6%（前值为-16.5%）。
- 7月汽车零售同比由涨转跌。具体来看，截止7月31日，乘联会车市零售同比为-6.0%（前值5.2%），乘联会车市批发同比为-6.0%（前值-9.0%）。

图表1：8月以来商品房日均销售面积同比由涨转跌



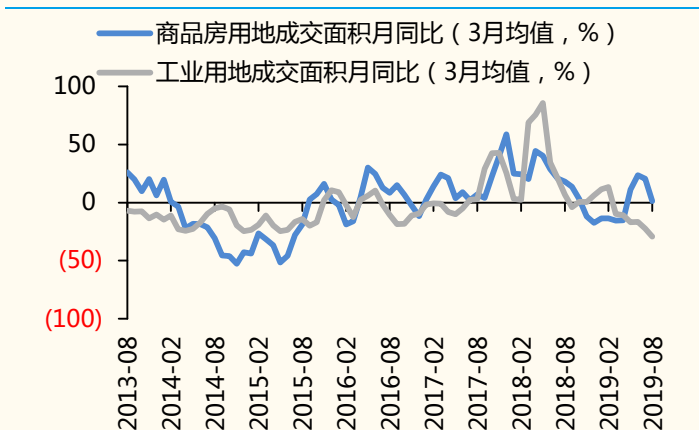
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：8月土地成交面积同比跌幅扩大



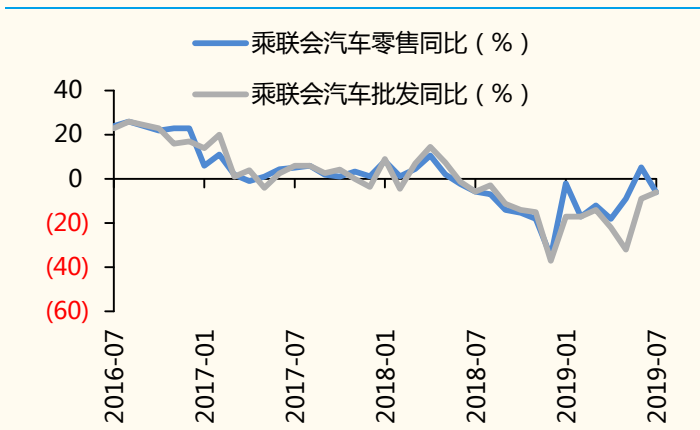
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：8月商品房用地成交面积同比跌幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

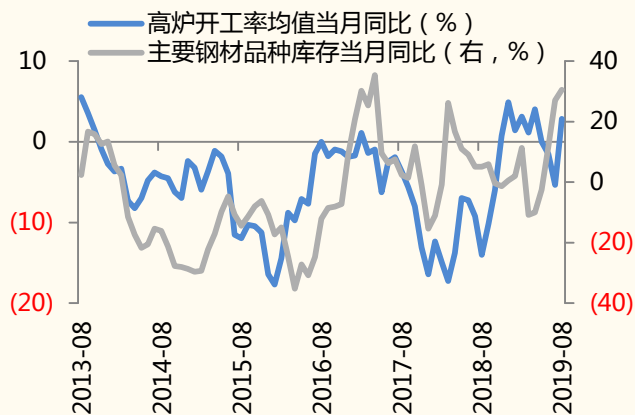
图表4：7月汽车零售同比由涨转跌



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

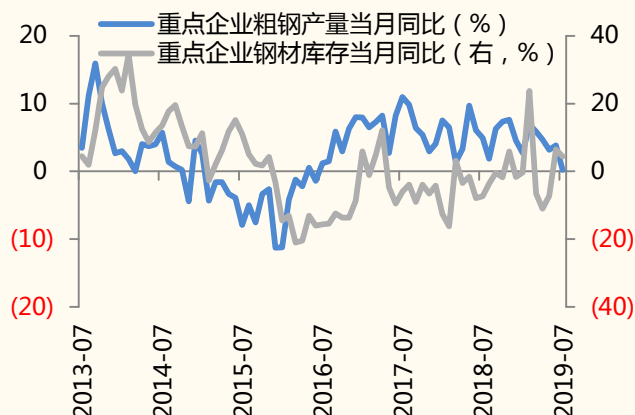
- 8 月以来高炉开工率均值同比由跌转涨，钢铁社会库存同比涨幅扩大。具体来看，8 月以来高炉开工率均值为 68.4%，同比为 2.8%（前值-5.4%）。钢铁社会库存同比为 30.5%（前值 27.1%）。
- 8 月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅收窄。具体来看，8 月以来六大发电集团日均煤耗同比为-3.1%（前值-13.9%）。

图表 5：8 月以来高炉开工率同比由跌转涨



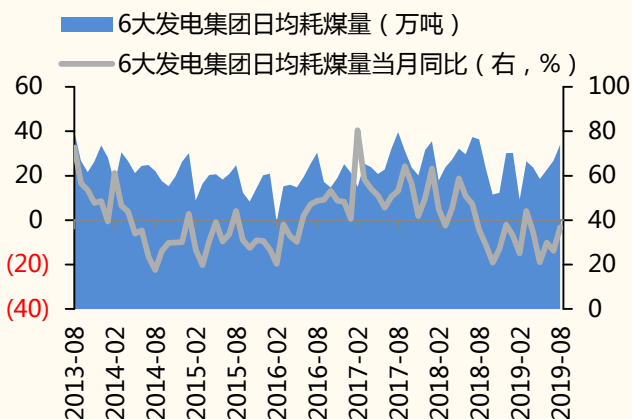
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：7 月重点钢铁企业粗钢产量同比下行



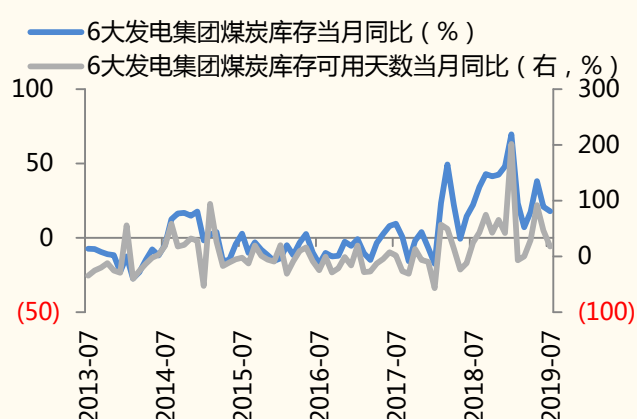
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7：8 月以来 6 大发电集团日均煤耗同比跌幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

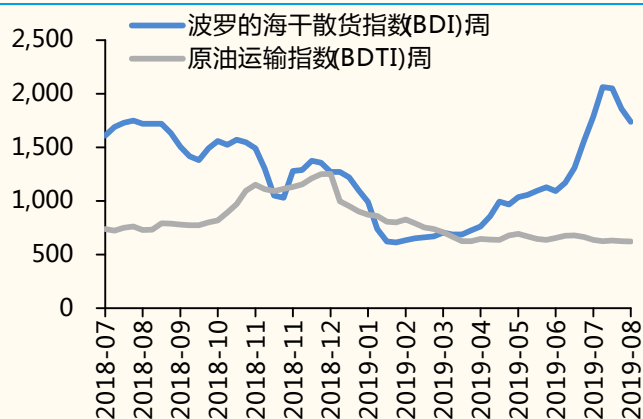
图表 8：7 月 6 大发电集团煤炭库存同比下行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

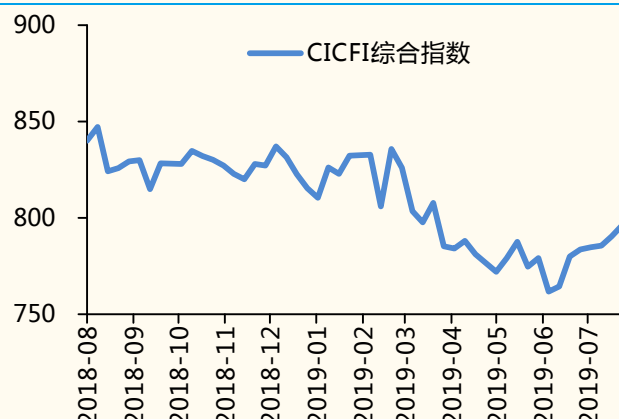
- 上周 BDI 下降，BDTI 下降；CICFI 下降，CCFI 下降。
- 上周铁矿石日均疏港量上升至 293.9 万吨，港口库存下降。上周焦炭港口库存下降 1.5%，焦炭企业库存下降 1.4%。

图表 9：上周BDI下降，BDTI下降



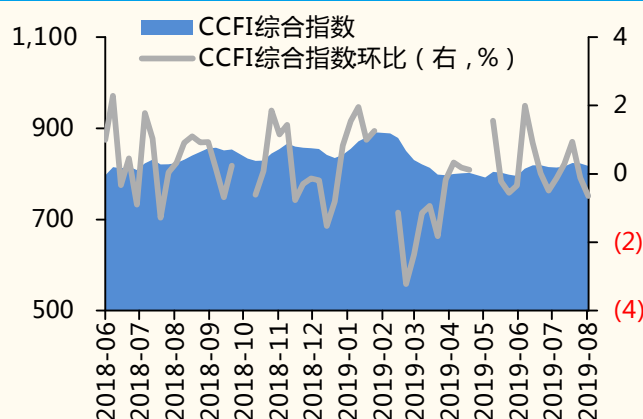
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周CICFI下降



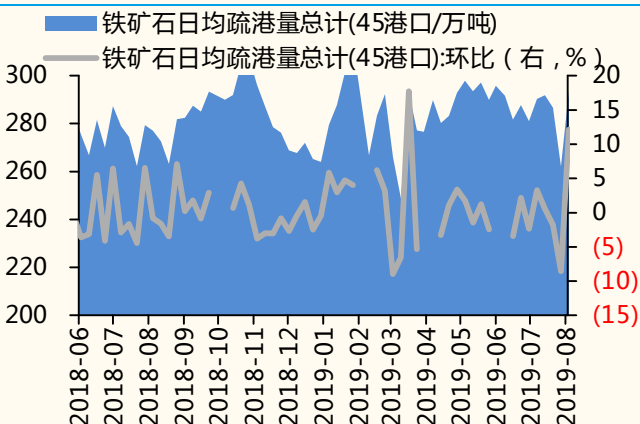
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周CCFI下降



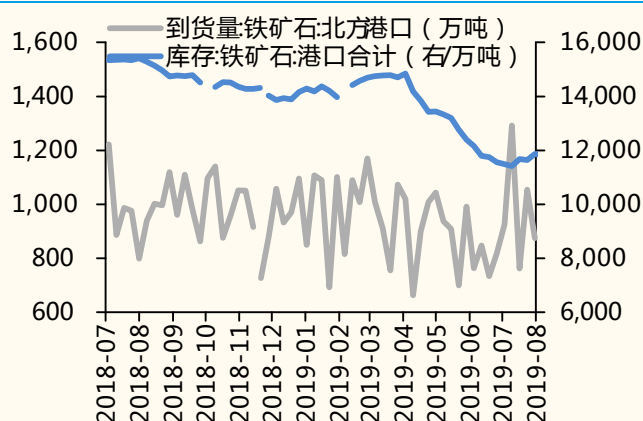
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量上升



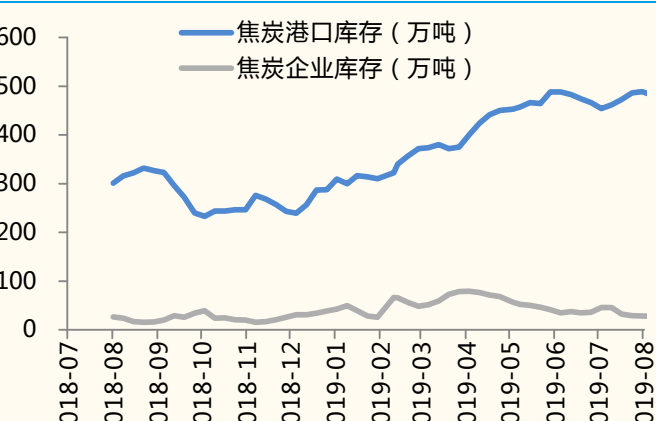
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 14：上周焦炭企业库存下降，港口库存下降

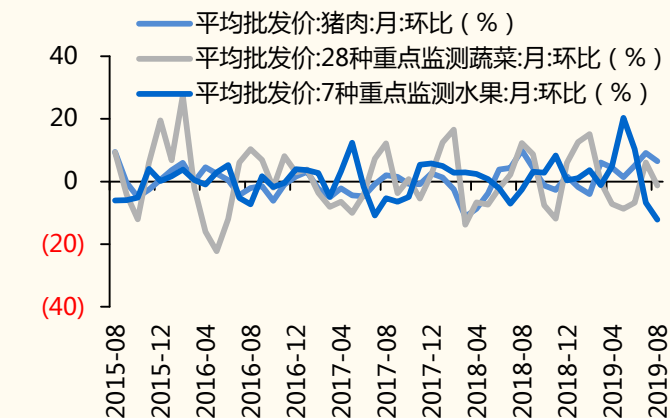


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 8 月以来猪肉价格均值涨幅收窄，蔬菜、水果价格均值下跌，有色价格均值上升，原油、钢铁、水泥和煤炭价格均值下降。农产品方面，8 月以来猪肉价格均值涨幅收窄（6.5%，前值 9.1%），蔬菜价格均值下降（-1.2%，前值 6.1%），水果价格均值下降（-12.1%，前值 -6.7%）；工业品方面，煤炭价格均值下降

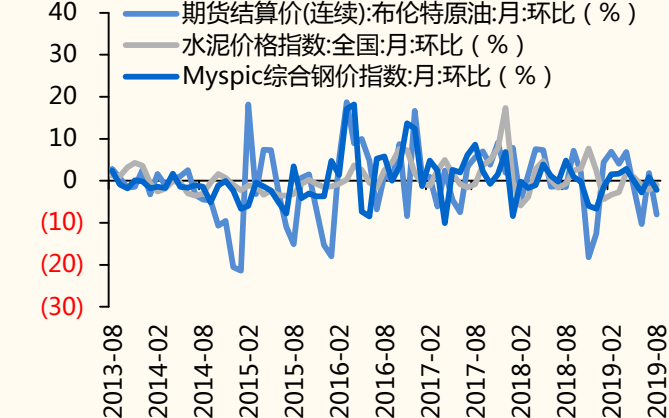
(-0.9%，前值-0.5%)，原油价格均值下降 (-8.1%，前值-0.5%)，水泥价格均值下降 (-1.0%，前值-2.2%)，钢铁价格均值下降 (-2.2%，前值 0.8%)，有色价格均值上升 (1.2%，前值 0.8%)。

图表 15：8 月以来蔬菜和水果价格均值下跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：8 月以来原油和钢铁价格均值下降

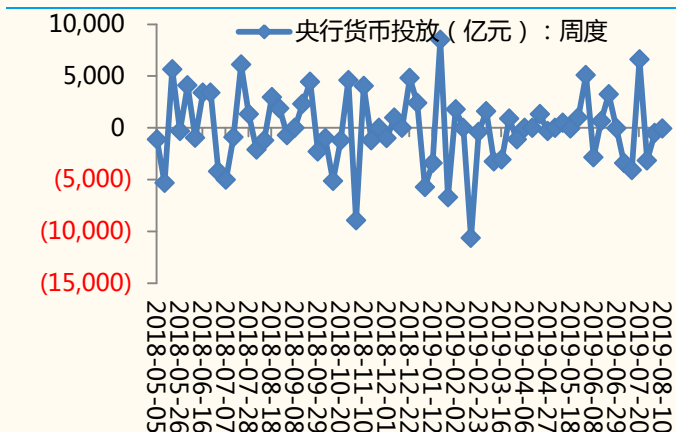


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下行，人民币兑美元贬值，全球股市下跌，工业品价格大跌

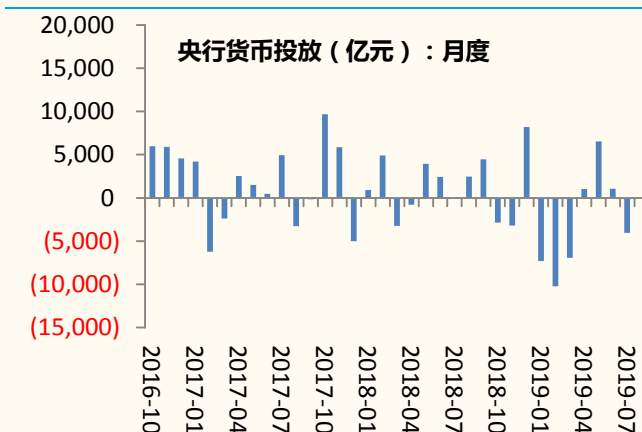
- 货币市场方面，上周央行净回笼资金 50 亿元，资金价格下降，资金面持续宽松。从资金投放量来看，上周央行发行票据净回笼资金 50 亿元。资金价格下降，资金面持续宽松。具体来看，上周 R001 下行 2bp，R007 下行 3bp；DR001 下行 1bp，DR007 下行 1bp。R001-DR001 下行 1bp，R007-DR007 下行 3bp，表明银行融出意愿较为上升，非银金融机构融资成本下降。
- 债券市场方面，到期收益率下行，期限利差收窄，信用利差分化。具体来看，1Y 国债到期收益率下行 3bp，1Y 国开债到期收益率下行 3bp；10Y 国债到期收益率下行 7bp，10Y 国开债到期收益率下行 6bp；1YAAA 企业债到期收益率下行 6bp、1YAA 企业债到期收益率下行 4bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 6bp、10YAA 到期收益率下行 6bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数下跌，即期市场量持续上升。上周，在岸人民币兑美元汇率贬值，升破“7”。美元指数下跌，美元兑日元、欧元贬值，兑英镑升值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市持续下跌，黄金价格大涨，原油价格下跌，国内工业品价格大跌。国内股市方面，上证综指大跌 3.2%；创业板指大跌 3.2%。国外股市方面，道琼斯工业指数下跌 0.7%，纳斯达克指数下跌 0.6%，德国 DAX 下跌 1.5%。国内商品市场方面，螺纹钢价格大跌 5.9%，铁矿石价格大跌 14.8%，焦炭价格下跌 0.7%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 3.8%；ICE 布油价格大跌 4.5%，LME 铜微涨 0.8%。

图表 17：上周央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：8 月以来央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：08/05-08/09 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率：1天(R001)	2.65	(2)	(10)	12
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.65	(3)	(14)	(49)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.60	(1)	(6)	12
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.63	(1)	(7)	(41)
R001-DR001(bp)	5	(1)	(4)	0
R007-DR007 (bp)	2	(3)	(7)	(8)
SHIBOR:隔夜	2.60	(4)	(5)	4
SHIBOR:1周	2.64	(0)	(3)	(26)
7日年化收益率:余额宝	2.28	(0)	(1)	(34)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.08	(5)	(5)	(31)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.92	0	0	(80)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	16.27	5	(10)	112

来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，Wind 资讯，天弘基金管理有限公司，温州市金融办，国金证券研究所

图表 20：08/05-08/09 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.59	2.57	2.57	(3)	(5)	(3)
中债国债到期收益率:10年	3.06	3.02	3.02	(7)	(13)	(20)
中债国开债到期收益率:1年	2.67	2.63	2.63	(3)	(4)	(12)
中债国开债到期收益率:10年	3.46	3.42	3.42	(6)	(11)	(22)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.10	3.04	3.05	(6)	(9)	(54)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.29	4.24	4.24	(6)	(7)	(9)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.62	3.56	3.57	(4)	(9)	(56)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.35	5.30	5.30	(6)	(7)	(12)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	49	45	45	(4)	(8)	(17)
中债国开债期限利差	82	78	80	(3)	(7)	(10)
中债企业债期限利差(AAA)	121	119	119	(0)	2	45
中债企业债期限利差率(AA)	175	173	173	(2)	2	44
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	51	46	48	(3)	(4)	(51)
中债企业债信用利差(AAA):10年	124	120	122	1	6	11
中债企业债信用利差(AA):1年	103	98	100	(1)	(4)	(53)
中债企业债信用利差(AA):10年	230	226	228	1	6	8
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	0.2%	0.4%	0.8%
CFETS 10年期国债期货	99	99	99	0.6%	0.9%	1.6%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：08/05-08/09 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.07	7.00	7.05	1.6%	2.4%	2.7%
美元兑离岸人民币	7.14	6.98	7.10	1.7%	2.7%	3.3%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	633	216	463	115	221	419
即期询价成交量：美元兑人民币			292.2	13.0	-67.1	12.8
USDCNY: NDF 1年			7.11	1.5%	2.7%	3.1%
CFETS人民币汇率指数			93.56	0.0%	0.1%	0.3%
巨潮人民币实际有效汇率指数	120.33	118.55	118.62	-1.7%	-2.3%	-0.1%

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10835

