

下半年我国进出口趋势仍将向下，但节奏有所不同

- **2019年上半年，进出口趋势向下，表现为“进口快于出口”。**我国出口累计同比0.1%（2018.12累计同比9.9%），进口累计同比-4.3%（2018.12累计同比15.8%），整体看，进出口增速下行趋势明显，但贸易顺差在剔除1-3月季节性扰动后，整体呈现上升趋势，即“衰退型”顺差。主要原因在于：第一，国内外需求下滑以及中美贸易摩擦负向影响持续，导致进出口增速均出现下行；第二，由于全球工业品价格下跌，PPI下行，欧洲和日本的需求较为稳定，叠加中美贸易摩擦不确定带来的“抢出口”效应，导致2019年上半年进口下滑快于出口，从而形成“衰退型”顺差。数据显示，PPI当月同比由2018年12月的0.9%降至2019年6月的0%，我国对欧盟出口累计同比由2019年2月的2%上升至2019年6月的6%，对日本的出口累计同比2月与6月持平，说明欧洲和日本的需求依然较为稳定，一定程度上对出口形成支撑。对于2019年下半年，我们认为进出口趋势依然向下，但节奏不同，可能表现为“进口好于出口”。下半年，我国进出口仍将趋于走弱，但节奏较上半年可能有所不同，体现在累计同比上出口下滑或将快于进口，从而带动贸易顺差累计同比增速放缓，而净出口对GDP的贡献较2019年上半年下降，但较2018年仍有改善。具体来看，全球需求下滑将成为下半年出口增速下滑的主要动因（1Q2019全球经济增长下行趋势不明显，美国上升2.2%升至3.1%，中国平稳6.4%，日本上升0.3%升至0.9%，欧盟下降1.4%降至1.0%），未来全球经济下行压力将加大。而国内方面，尽管PPI三季度同比可能转负，但随着我国经济政策的积极调整，如减税降费效果显现，地方政府专项债发行量加大、货币政策降准降息等将部分对冲经济下行压力，内需因此而有所改善，对进口形成一定支撑。若按照出口增速累计同比每月减少0.5个百分点，进口同比稳定在-3~-4%区间来计算，下半年贸易顺差累计同比逐渐下滑。进一步假设国际服务项当月贸易差额-200~-250亿美元（历史数据显示服务贸易项当月值较为稳定），计算得到总的商品与服务净出口对GDP的贡献率逐季下降，但全年仍大于2018年净出口贡献率。
- **中观层面，7月生产依然偏弱。**从需求来看，7月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄；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涨转跌；7月以来乘联会汽车零售同比由涨转跌。从生产来看，7月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大；全国高炉开工率均值同比跌幅扩大。从价格来看，7月以来原油、钢铁和有色价格均值上升，水泥和煤炭价格均值下跌，预计7月PPI环比为负，PPI同比转负；7月以来猪肉和蔬菜价格均值上涨，水果价格均值下跌，预计CPI环比小幅上涨，CPI当月同比维持高位。
- **金融市场方面，资金价格上升，债券收益率分化，人民币兑美元持平前值，全球股市整体下跌，国内工业品价格上涨。**货币市场方面，上周央行净投放资金6600亿元。资金价格上升，资金面收紧。债券市场方面，到期收益率分化，期限利差收窄，信用利差分化。外汇市场方面，人民币兑美元持平前值，美元指数下跌，即期市场交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市整体下跌，黄金价格上涨，原油价格大跌，国内工业品价格上涨。

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。

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

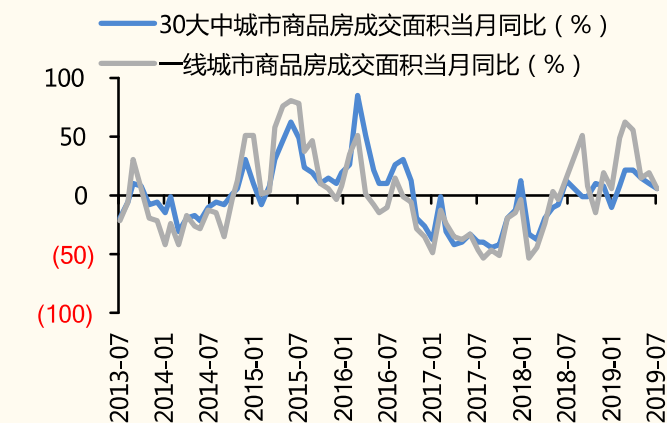
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，7月生产依然偏弱

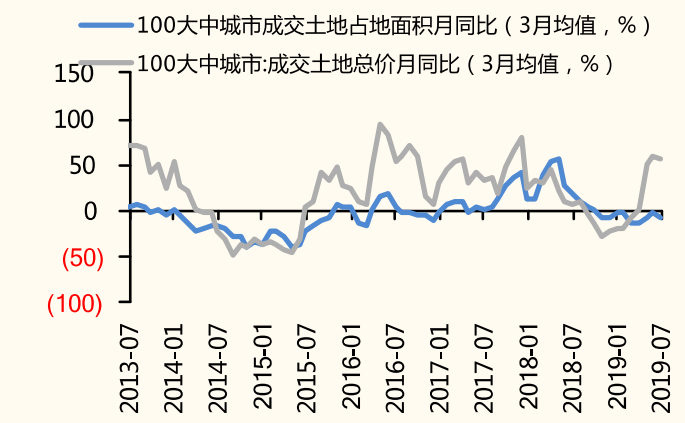
- 7月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄。内部结构上，一、三线城市同比涨幅收窄，二线城市同比涨幅扩大。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为6.3%（前值9.5%）。一线城市同比4.7%（前值18.6%）、二线城市同比10.5%（前值2.6%），三线城市同比0.7%（前值15.3%）。北京商品房销售面积同比涨幅扩大，广州同比由跌转涨，深圳同比涨幅收窄，上海同比由涨转跌。
- 7月以来土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；商品房用地成交面积同比由涨转跌，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-23.1%（前值-7.3%），土地成交总价同比为-3.3%（前值为49.0%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-18.8%（前值20.9%），工业用地成交面积同比为-38.8%（前值为-31.4%）。
- 7月以来汽车零售同比由涨转跌。具体来看，截止7月14日，乘联会车市零售同比为-7.0%（前值5.2%），乘联会车市批发同比为-14.0%（前值-15.0%）。

图表1：7月以来商品房日均销售面积同比涨幅收窄



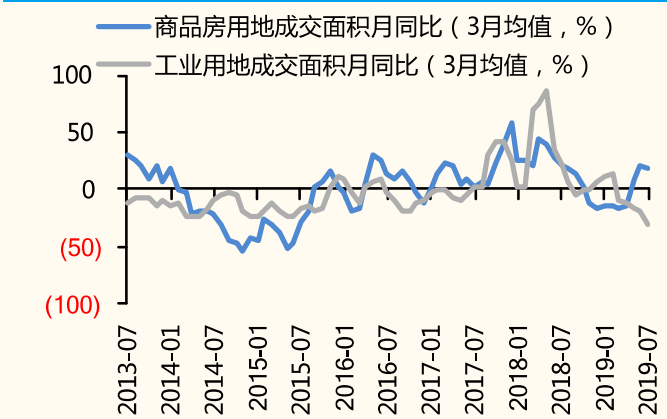
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：7月以来土地成交面积同比跌幅扩大



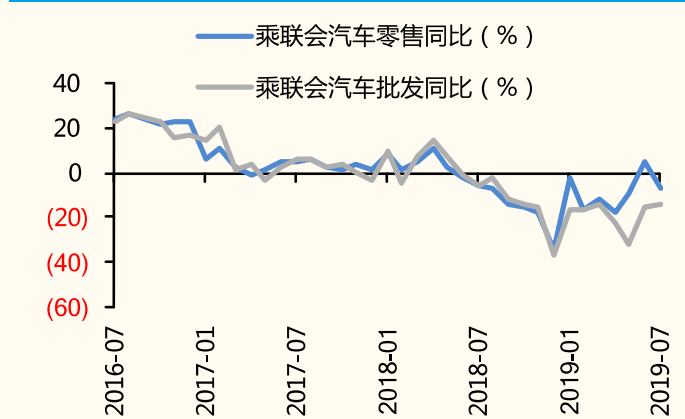
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：7月以来商品房用地成交面积同比由涨转跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

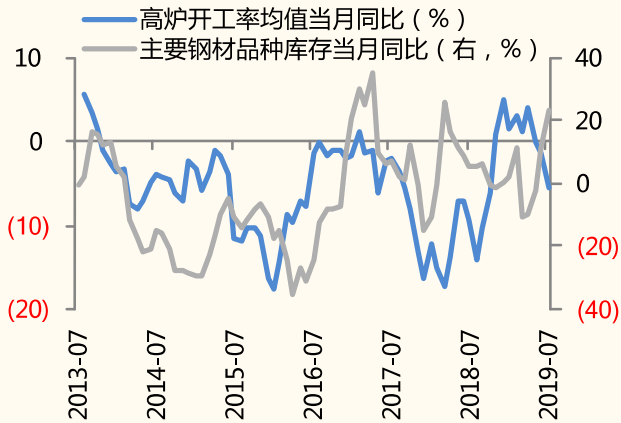
图表4：7月以来汽车零售同比由涨转跌



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

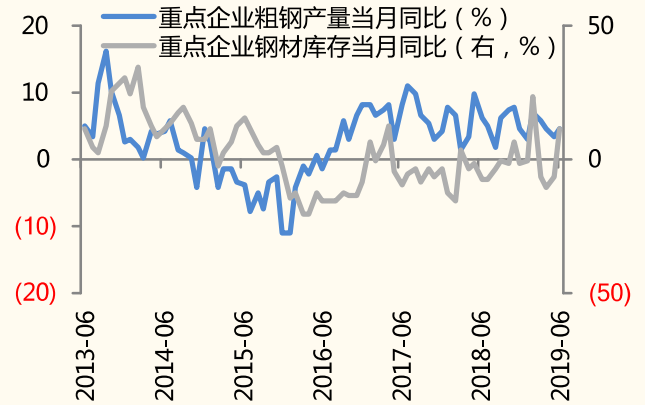
- 7月以来高炉开工率均值同比跌幅扩大，钢铁社会库存同比涨幅扩大。具体来看，7月高炉开工率均值为66.3%，同比为-5.5%（前值-1.5%）。钢铁社会库存同比为23.2%（前值11.8%）。
- 7月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅扩大。具体来看，7月以来六大发电集团日均煤耗同比为-20.1%（前值-10.1%）。

图表5：7月以来高炉开工率同比跌幅扩大



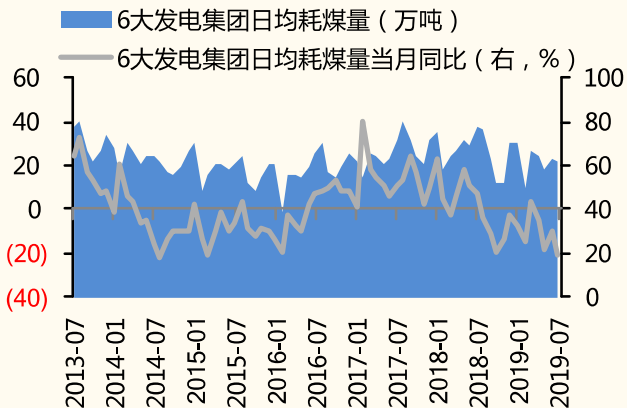
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：6月重点钢铁企业粗钢产量同比上行



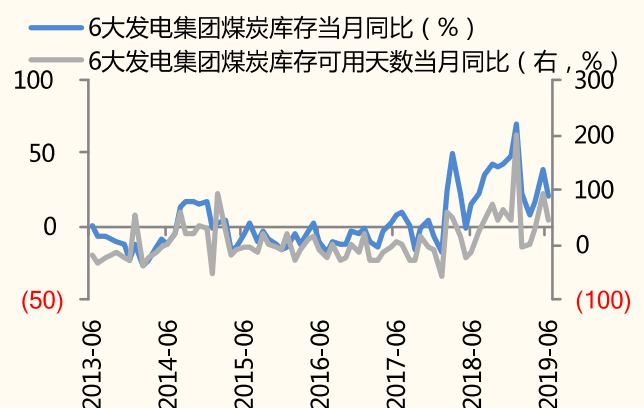
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：7月以来6大发电集团日均耗煤量同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

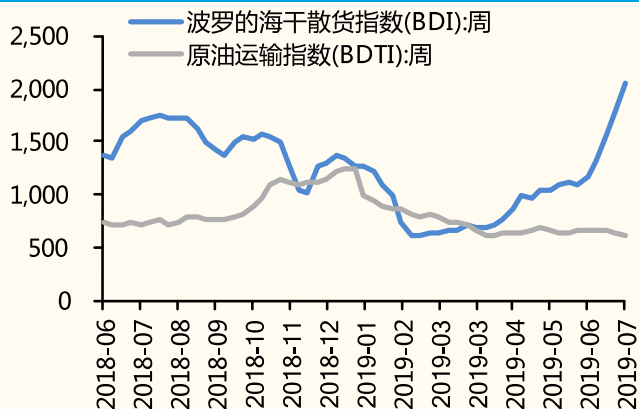
图表8：6月6大发电集团煤炭库存同比下行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

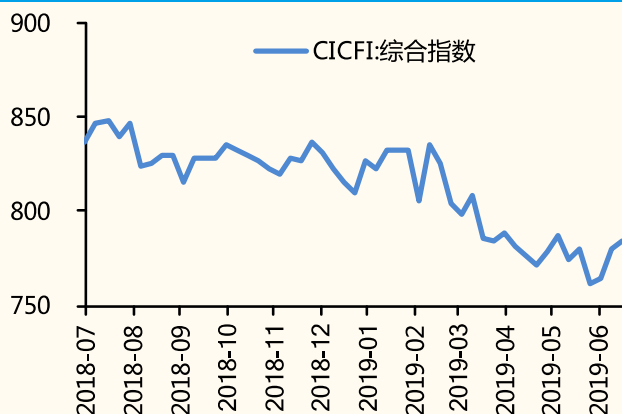
- 上周 BDI 上升，BDTI 下降；CICFI 上升，CCFI 上升。
- 上周铁矿石日均疏港量上升至 291.9 万吨，港口库存上升。上周焦炭港口库存上升 2.4%，焦炭企业库存下降 29.1%。

图表 9: 上周 BDI 上升, BDTI 下降



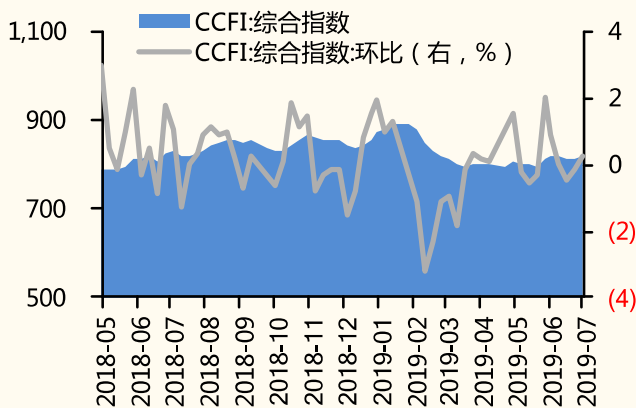
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 上周 CICFI 上升



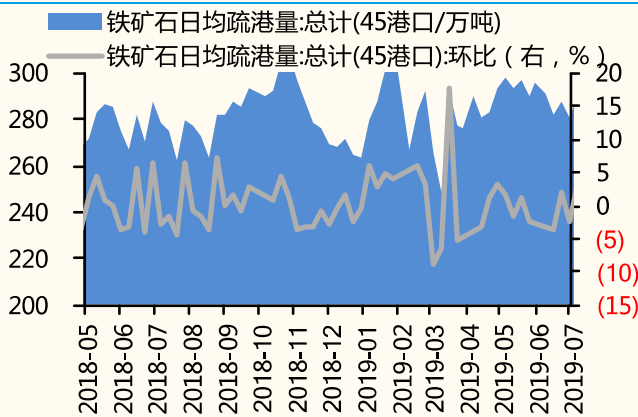
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 上升



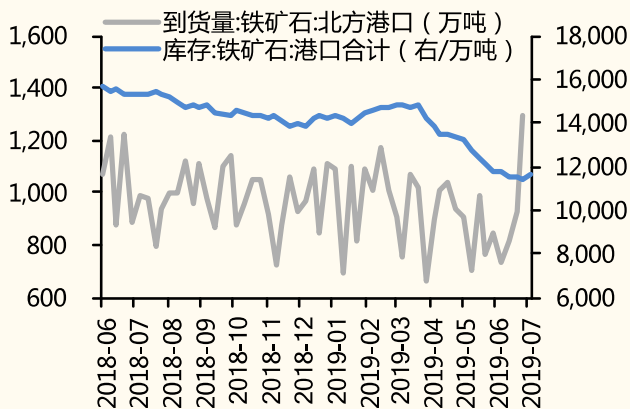
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量上升



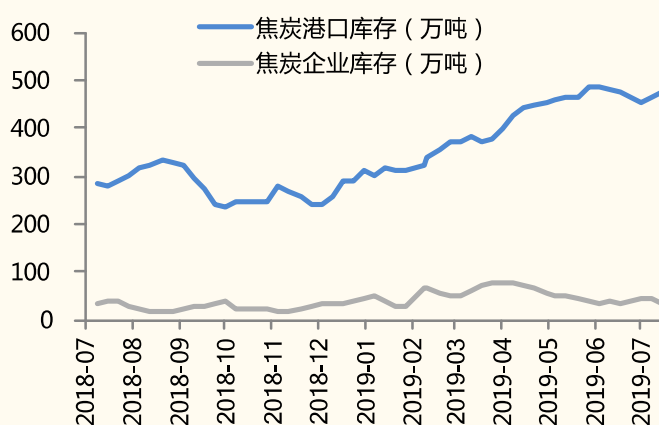
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存上升



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, 港口库存上升

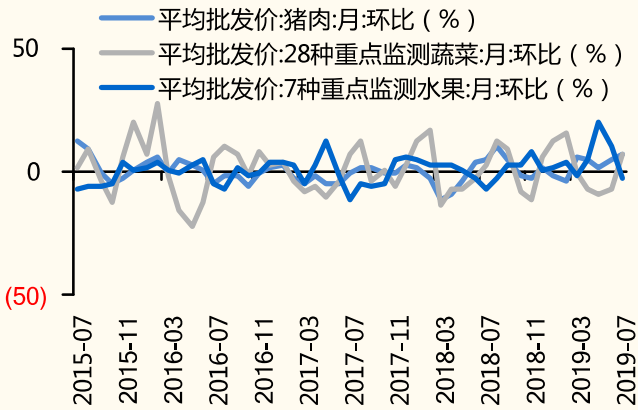


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 7 月以来猪肉、蔬菜价格均值上涨, 水果价格均值下跌, 原油、钢铁和有色金属价格均值上升, 水泥和煤炭价格均值下降。农产品方面, 7 月以来猪肉价格均值上升 (7.5%, 前值 5.1%), 蔬菜价格均值上升 (7.4%, 前值-6.7%), 水果价格均值下降 (-3.1%, 前值 10.3%); 工业品方面, 煤炭价格均值下降 (-0.1%, 前值-0.7%), 原油价格均值上升 (2.2%, 前值-10.3%), 水泥价格均值下降 (-

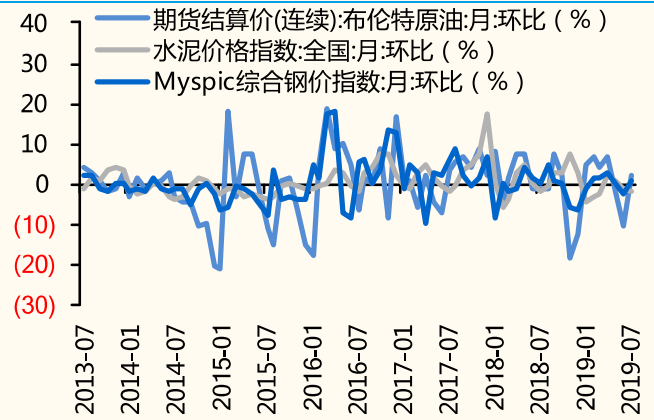
1.8%，前值-1.0%），钢铁价格均值上升（1.1%，前值-2.8%），有色价格均值上升（0.2%，前值-1.4%）。

图表 15：7 月以来猪肉和蔬菜价格均值上涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：7 月以来原油和钢铁价格均值上升

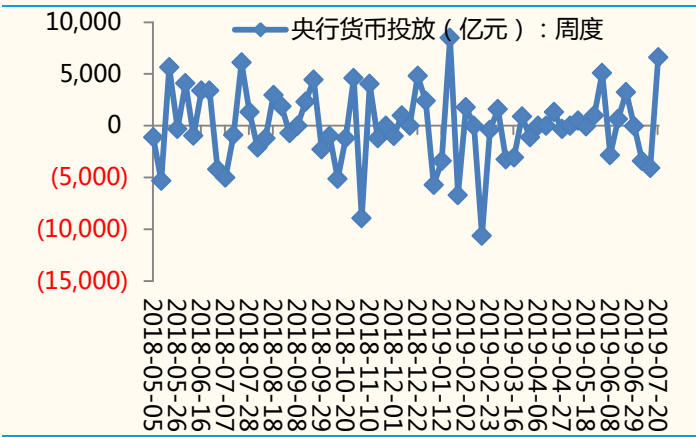


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格上升，债券收益率分化，人民币兑美元持平前值，全球股市整体下跌，国内工业品价格上涨。

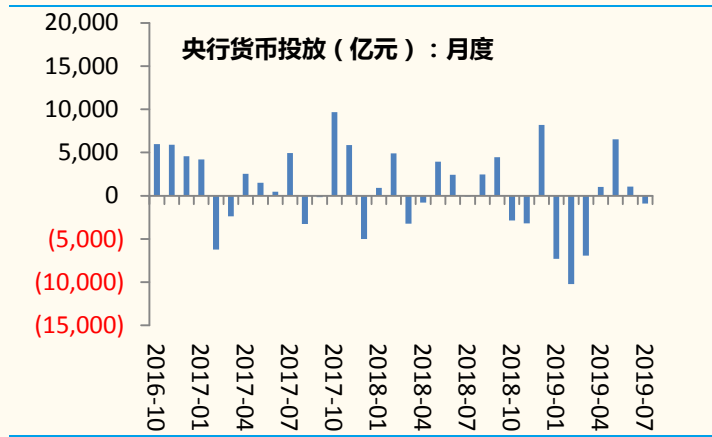
- 货币市场方面，上周央行净回笼资金 6600 亿元，资金价格上升，资金面有所收紧。从资金投放量来看，上周央行净投放资金 6600 亿元，其中 7 天逆回购 4600 亿元，MLF 投放 2000 亿元。资金价格上升，资金面收紧。具体来看，上周 R001 上行 66bp，R007 上行 61bp；DR001 上行 59bp，DR007 上行 34bp。R001-DR001 上行 6bp，R007-DR007 上行 27bp，表明银行融出意愿较为下降，非银金融机构融资成本上升。
- 债券市场方面，到期收益率分化，期限利差收窄，信用利差分化。具体来看，1Y 国债到期收益率上行 2bp，1Y 国开债到期收益率持平前值；10Y 国债到期收益率持平前值，10Y 国开债到期收益率下行 1bp；1YAAA 企业债到期收益率上行 5bp、1YAA 企业债到期收益率上行 11bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 1bp、10YAA 到期收益率下行 1bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元持平前值，美元指数上涨，即期市场量下降。上周，在岸人民币兑美元汇率持平前值。美元指数上涨，美元兑日元贬值、兑欧元、英镑升值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市整体下跌，黄金价格上涨，原油价格大跌，国内工业品价格上涨。国内股市方面，上证综指微跌 0.2%；创业板指上涨 1.6%。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 1.2%，德国 DAX 下跌 0.5%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 0.9%，铁矿石价格大涨 4.9%，焦炭价格上涨 3.2%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 0.6%；ICE 布油价格大跌 7.1%，LME 铜上涨 2.0%。

图表 17: 上周央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 7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: 07/15-07/19 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)	2.94	66	139	41
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	3.06	61	40	(8)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.83	59	144	35
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.83	34	27	(21)
R001-DR001(bp)	11	6	(5)	6
R007-DR007 (bp)	22	27	13	13
SHIBOR:隔夜	2.83	59	146	27
SHIBOR:1周	2.75	19	15	(15)
7日年化收益率:余额宝	2.28	2	(2)	(34)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.11	(3)	(6)	(28)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.92	(12)	(49)	(80)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	16.94	72	48	179

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: 07/15-07/19 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	2.64	2.62	2.63	2	(1)	3
中债国债到期收益率:10年	3.18	3.16	3.16	0	(7)	(7)
中债国开债到期收益率:1年	2.70	2.68	2.68	(0)	(4)	(7)
中债国开债到期收益率:10年	3.55	3.53	3.53	(1)	(8)	(11)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.18	3.14	3.18	5	(1)	(41)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.33	4.32	4.32	(1)	(6)	(1)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.77	3.67	3.77	11	9	(36)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.39	5.38	5.38	(1)	(6)	(4)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	55	52	52	(1)	(6)	(11)
中债国开债期限利差	86	84	85	(1)	(4)	(4)
中债企业债期限利差(AAA)	118	114	114	(6)	(5)	40
中债企业债期限利差率(AA)	171	161	161	(12)	(15)	32
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	55	50	55	4	(1)	(44)
中债企业债信用利差(AAA):10年	116	114	116	(1)	0	6
中债企业债信用利差(AA):1年	114	105	114	10	9	(39)
中债企业债信用利差(AA):10年	222	220	222	(1)	0	3
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	0.0%	0.4%	0.4%
CFETS 10年期国债期货	98	98	98	0.0%	0.7%	0.5%

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: 07/15-07/19 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)	6.88	6.87	6.88	0.0%	0.1%	0.2%
美元兑离岸人民币	6.89	6.87	6.88	0.1%	0.2%	0.2%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	69	-22	69	63	65	25
即期询价成交量: 美元兑人民币			274.9	-37.4	-84.5	-4.5
USDCNY: NDF 1年			6.92	0.0%	0.0%	0.3%
CFETS 人民币汇率指数			93.17	0.0%	0.6%	-0.1%
巨潮人民币实际有效汇率指数	121.11	120.75	120.80	-0.1%	0.8%	1.7%

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_11274



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn