

## 经济在变平：2023年6月经济数据印象

### 报告要点：

- 我们先看需求的话，抛掉价格因素，固投其实偏稳，但出口和消费弱。
- 固投中，如果我们观察不变价口径，基建、地产和制造业投资都是偏稳的，这个状态其实不令人意外：

1) 固投表现偏优应该是货币的力量，从去年年中始，企业贷款就出现了明显上抬；

2) 在这个政策模式下，正是因为货币对中上游的刺激最为直接有效，所以中上游的投资表现开始好于下游；

3) 当然，我们也曾说过，对中上游来说，PPI的连续下行使得在现价口径的数据上，中上游的数据表现不行；同时，中上游企业的体感也来自于名义口径的增长速度，中上游企业的感官是要更加难受的。

- 但实际上，经济的压力已经悄然从内生转变成了外生：

1) PPI的下行主要系发达经济体的货币紧缩政策，这个凭我们自身之力很难扭转；

2) 这种紧缩政策也带来美欧经济的疲弱，从而拖累了我们的出口；

3) 当然，虽然现在的数据还不太明显，但这种持续下行的价格可能后续会进一步拖累我们的库存周期向下。

- 但从这个环境来说，我们也逐步看到了内生的力量在逐步加大：

1) 毕竟30大中城市的地产销售面积是趋平的，显示出至少头部城市已经逐步走出了地产的负向循环；

2) 制造业投资的中枢已经上抬，虽然长期的约束依然存在；

3) 我们不必过多考虑基建，经验上，基建不会主动触发一轮趋势，历史上更没有我们单纯因基建下滑而经济承压的先例，这是我们财政系统完全可以控制的事情。

- 如果往外看，外生的力量也在逐步变平：

1) 美国在今年虽然还在加息，但货币政策的量是扩张的，且在贸易充分的假设下，美元指数下行对非美国国家的信用起到了一些扩张的作用；

2) 因此，我们看到CRB出现了两年来的首次加速，全球的信用投放也出现了持续性的反弹。

- 但现在我们对内生动力也不能完全放心，后续的压力会逐步向消费倾斜：

1) 如果抛掉基数因素和季节因素的话，5月消费实际口径的潜在增长仅为1.6%；

2) 消费中的涉房消费是有回落的，部分之前受益于社交场景恢复的消费开始转势，譬如餐饮及服装鞋帽；

3) 相应地，汽车、通讯器材和体育娱乐用品的消费相对坚挺，但如果把这些品类的消费速度处理后，和2019年各自的速度相比的话，都处于偏高的位置。

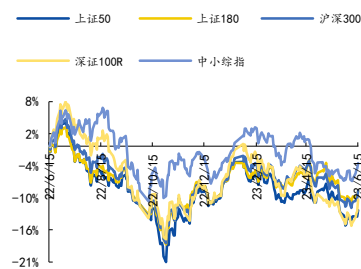
- 这些信息映射在工业增加值上，我们看到如果抛掉基数因素，看连续两年的年化增长的话，5月份工业增加值的读数要比4月份好一些，这应源于投资实物量的悄然加快。

- 但往后来讲，经济应是变平的，在内外压力共生缓解之下，经济最快下行的阶段可能即将过去，然而，这不意味着经济终止下行，也不意味着经济会很

### 主要数据：

上证综指：	3252.98
深圳成指：	11182.94
沪深300：	3925.50
中小盘指：	4037.18
创业板指：	2237.74

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

- 《关于金融周期：一些思考和猜想》2023.06.15
- 《大城小债的那些事儿 20230602-20230609》2023.06.11

### 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

---

快复苏，毕竟当前的状态是：中游缺弹性、下游缺预期。

● 再到资本市场上，贝塔层面带来的收益空间在下降，债券虽然占优，但收益率下行空间可能有限，其他资产虽然有空间，但与宏观的方向不匹配。在这一情况下，建议我们在各类资产投资上更多去挖阿尔法层面的机会，利率债在增配超长期债券的同时，可以在 10Y 以下这个区间适度降久期。

风险提示：宏观政策落地不及预期。

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188