

证券研究报告 — 策略深度报告

宏观总量组

分析师：杨欣（分析师）

联系方式：0871-63577091

邮箱地址：yangxin@hongtastock.com

资格证书：S1200522090001

分析师：卢婉琪（研究助理）

邮箱地址：luwanqi@hongtastock.com

资格证书：S1200121070009

6月经济数据有哪些新信号？

报告摘要

2023年上半年，按不变价格计算，GDP同比增长5.5%，对应的两年平均同比增速是4.0%；二季度当季同比增长6.3%（一季度为4.5%），对应的两年平均同比增速是3.3%（一季度为4.7%）。

消费：出行相关消费和商品消费均有所改善。上半年社会消费品零售总额同比增长8.2%，其中，6月当月社零增长3.1%，两年平均增速为3.1%，较5月提高0.5个百分点。一是出行相关消费增速改善。6月以来在端午假期和暑假的带动下，居民的出行热情高涨。二是商品消费特别是耐用品消费增速也明显改善。

固定资产投资投资：2023年上半年全国固定资产投资增长3.8%，1-5月为4.0%。

制造业：优势产业投资维持韧性。上半年制造业投资同比增长6.0%，与前值持平。今年以来，在外需承压、内需修复缓慢的情况下制造业投资依旧维持韧性的原因有两点：一是财政政策和货币政策的协同为制造业企业提供便捷的融资手段和低利率的融资环境。二是高技术制造业技术更新迭代较快，具有较强的增长潜力，技术进步有助于提高生产效率和边际投资回报。

基建：投资增速小幅回落。上半年基建投资（不含电力）同比增长7.2%，前值7.5%。一来可能是二季度专项债发行速度偏慢影响后续的资金下发以及项目开工的速度，二来可能是6月高温和降雨天气增多对露天施工产生一定干扰，三来可能是在隐性债务严监管要求下，基建项目审批严格，项目落地时间偏长。

房地产：销售和投资增速均继续走弱。上半年商品房销售面积累计同比下降5.3%，降幅较上月扩大4.4个百分点。房屋销售回款不畅以及外部融资困难加剧房企资金压力，投资拿地的意愿及能力均有所减弱。上半年全国房地产开发投资同比下降7.9%，降幅较前值扩大0.7个百分点。

生产：工业企业生产活动加快。6月规模以上工业增加值同比实际增长4.4%，较上月加快0.9个百分点，两年平均增速为4.1%，较上月加快2.1个百分点。

总结一下，从6月经济数据的边际变化来看，虽然外需承压，但内需修复速度加快，叠加政策发力，工业企业生产加快，制造业投资继续维持韧性。不过，基建投资小幅回落，房地产开发投资继续下滑，民间投资萎缩趋势加剧。

从两年平均增速看，二季度大概率是全年低点。近期黑色、有色大宗商品价格也企稳回升了，这意味着市场对未来的预期有了改善，随着扩大内需和改善预期的宏观政策持续发力，经济复苏内生动力有望逐步增强。

风险提示

国内疫情反复、稳增长政策力度不及预期、海外经济衰退超预期、地缘冲突加剧

相关研究

6月金融数据的两个主要特征

2023.07.12

6月PMI小幅企稳

2023.06.30

如何看待5月经济数据

2023.06.15

5月金融数据的四个特点

2023.06.13

5月PMI缘何下行？

2023.05.31

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com
(ybjieshou@eastmoney.com)

2023-07-17

未经红塔证券许可

任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

图目录

图 1. 经济数据一览	4
图 2. 12 大城市日均地铁客运量继续保持近年最高	5
图 3. 6 月百城拥堵指数保持近年最高	5
图 4. 出行相关消费继续增长，耐用品消费增速改善	5
图 5. 主要行业制造业投资增速一览	7
图 6. 6 月石油沥青开工率同比走弱	7
图 7. 30 大中城市商品房日均成交面积-不同能级城市地产销售分化	8
图 8. 地产投资前后端分化程度加大	9
图 9. 主要钢材库存位于低位	9
图 10. 大部分行业工业生产活动加快	10

表目录

未找到目录项。

2023 年上半年，按不变价格计算，GDP 同比增长 5.5%，对应的两年平均同比增速是 4.0%；二季度当季同比增长 6.3%（一季度为 4.5%），对应的两年平均同比增速是 3.3%（一季度为 4.7%）。

若要完成全年增长 5% 的目标，全年不变价 GDP 要达到 118.9 万亿元，上半年已实现 55.6 万亿元，下半年需完成 63.3 万亿元，按照 2015-2019 年的三、四季度 GDP 占下半年 GDP 比重均值估算，三季度和四季度 GDP 分别需要达到 30.3 和 33.0 万亿元，环比增速分别为 5.6% 和 9.3%，对应的同比增速分别为 4.5% 和 4.7%，两年平均增速分别为 4.2% 和 3.8%。

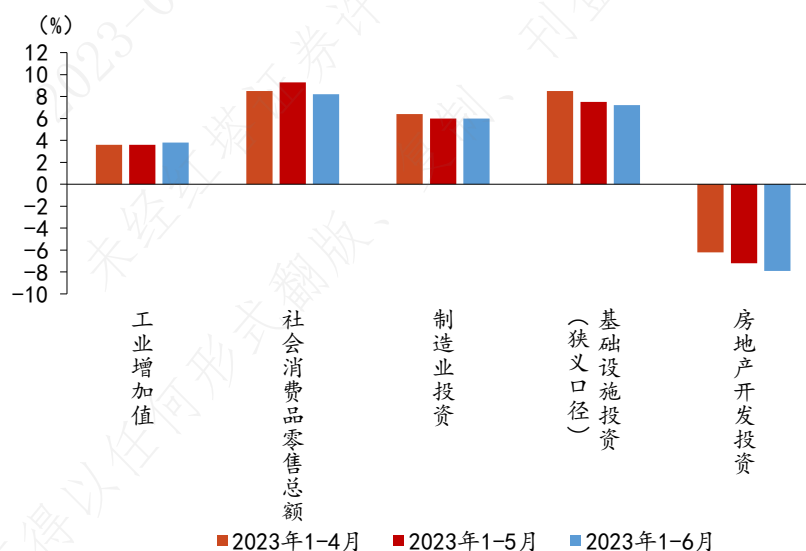
从两年平均同比增速看，上半年经济整体呈现出先上后下的特征。

一季度是疫后积压需求集中释放带动恢复式、补偿性的增长。居民消费尤其是线下服务消费强势增长；企业部门产能恢复生产回暖，去年末的积压订单逐步兑现驱动出口维持韧性，同时企业预期向好也带动部分补库需求。

二季度则是外需承压和内需修复不稳固驱动工业企业去库存。随着积压需求的逐步兑现，补偿性增长渐入尾声，环比修复速度放缓。同时，由于居民部门资产负债表未完全修复，就业及收入预期也尚不稳定，企业面临着需求不足、盈利下降的问题，两大部门预期均有所转弱。

下面，我们对 6 月的经济数据进行具体分析。

图 1. 经济数据一览



资料来源：wind，红塔证券

消费：出行相关消费和商品消费均有所改善。

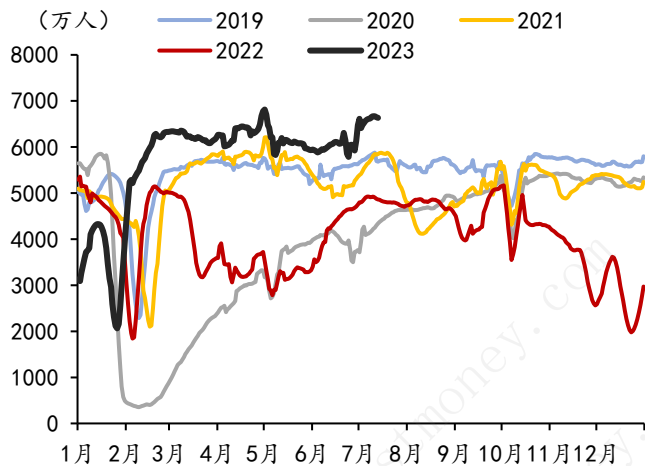
上半年社会消费品零售总额同比增长 8.2%，其中，6 月当月社零增长 3.1%，两年平均增速为 3.1%，较 5 月提高 0.5 个百分点。

一是出行相关消费增速改善。

6 月以来在端午假期和暑假的带动下，居民的出行热情高涨，12 大城市地铁客运量、百城拥堵指数仍然位于近 5 年最高水平。

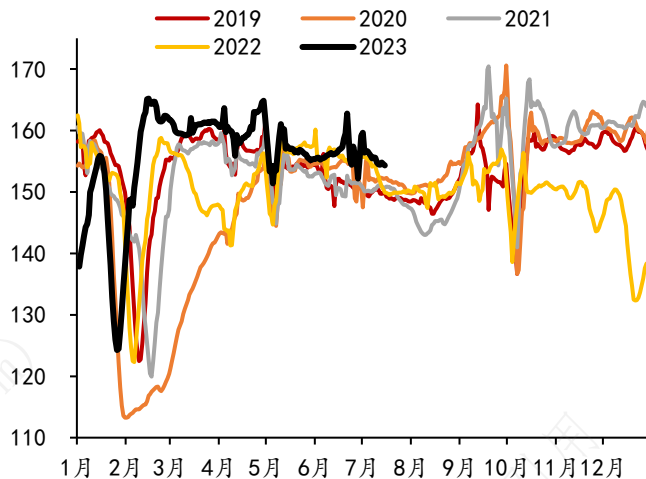
出行半径扩大及出行天数的拉长带动相关消费需求增加。6月餐饮收入两年平均增长5.6%，较上月提高2.3个百分点，服装鞋帽、针纺织品类、化妆品类以及金银珠宝类零售额两年平均增速分别为2.7%、9.0%、5.5%，均较上月有明显的提高。

图 2.12 大城市日均地铁客运量继续保持近年最高



资料来源：wind，红塔证券

图 3.6 月百城拥堵指数保持近年最高



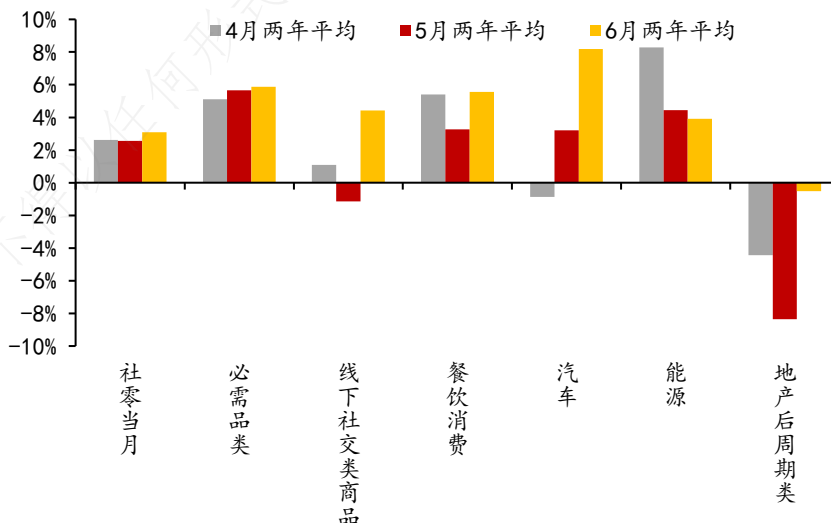
资料来源：wind，同花顺，红塔证券

二是商品消费特别是耐用品消费增速也明显改善。

6月商品零售额两年平均增速为2.8%，较前值提高0.3个百分点。其中，耐用品消费回暖，汽车零售额两年平均增长8.2%，较前值提高5个百分点。

随着地产竣工交房，装修需求增加，夏季高温居民对空调、电扇等清凉电器需求的增加，叠加“618”购物节的促销，家具家电类消费明显改善。家用电器和音响器材类零售额两年平均增速由负转正，为1.4%；家具类、建筑及装潢材料类两年平均下滑5.0%、8.8%，降幅较上月分别收窄2.1和5.2个百分点。

图 4. 出行相关消费继续增长，耐用品消费增速改善



资料来源：wind，红塔证券

固定资产投资投资：2023年上半年全国固定资产投资增长3.8%，1-5月为4.0%。

分企业类型来看，国企依旧发挥着“头雁效应”，是固定资产投资项的主要支撑，上半年同比增速为8.1%，民企同比增速则仅为-0.2%，民间投资活力仍有待激发。

制造业：优势产业投资维持韧性。

上半年制造业投资同比增长6.0%，与前值持平。今年以来，在外需承压、内需修复缓慢的情况下制造业投资依旧维持韧性的原因有两点：

一是财政政策和货币政策的协同为制造业企业提供便捷的融资手段和低利率的融资环境。据央行公布，6月末，制造业中长期贷款余额同比增长40.3%，比上年同期高10.7个百分点，比全部产业的中长期贷款增速高22.3个百分点，其中，高技术制造业中长期贷款同比增长41.5%，比上年同期高11.5个百分点¹。

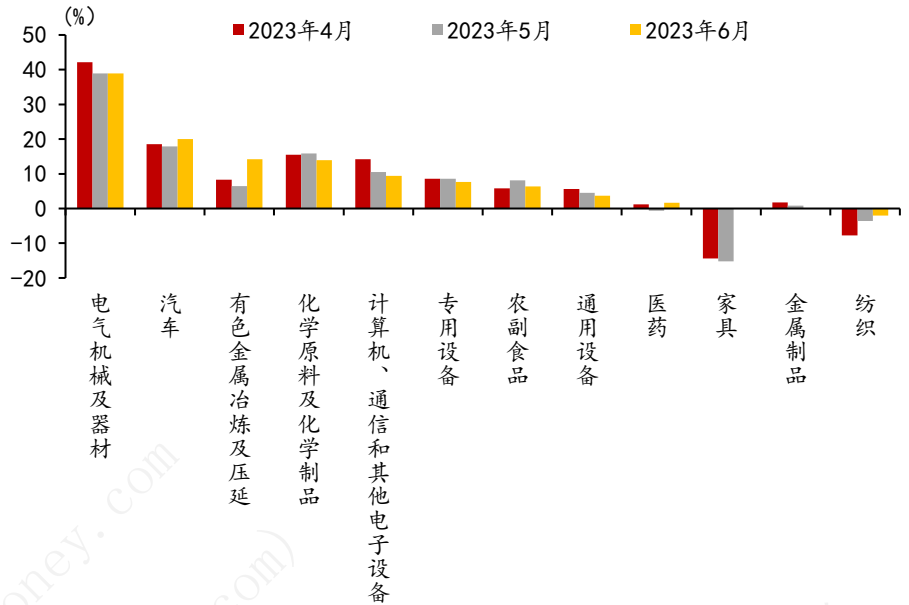
二是高技术制造业技术更新迭代较快，具有较强的增长潜力，技术进步有助于提高生产效率和边际投资回报，在政策支持下，这些企业会继续扩大投资。

从行业来看，高技术制造业投资累计同比增长11.8%，汽车制造业累计同比增长20.0%，电气机械及器材制造业累计同比增长38.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长9.4%，化学原料及化学制品制造业同比增长13.9%，有色金属冶炼及压延加工业同比增长14.2%。

不过，数据显示，纺织业投资累持续低迷，累计同比下滑2%，通用设备制造业和专用设备制造业投资增速继续下滑，6月累计增速分别为3.7%和7.7%，增速较上月分别回落0.8和0.9个百分点，这背后或许对应着外需回落给我国制造业出口带来的压力。

¹ 数据来源：https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202307/content_6891974.htm

图 5. 主要行业制造业投资增速一览



资料来源：wind，红塔证券

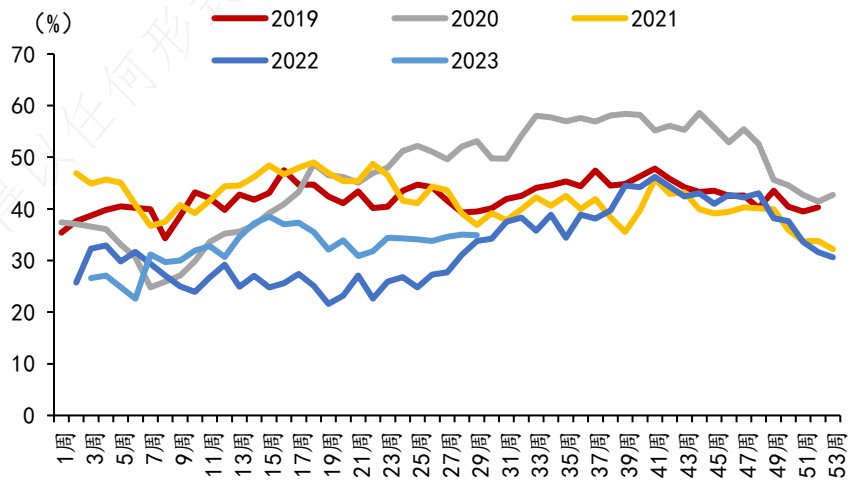
基建：投资增速小幅回落。

上半年基建投资（不含电力）同比增长 7.2%，前值 7.5%。

据百年建筑网披露²，全国基建项目开工数量已经连续 2 个月下滑，6 月份全国开工项目数量环比下降 33.97%，总投资额环比下降 44.4%，这与沥青开工率同比走弱的趋势一致。

一来可能是二季度专项债发行速度偏慢影响后续的资金下发以及项目开工的速度，二来可能是 6 月高温和降雨天气增多对露天施工产生一定干扰，三来可能是在隐性债务严监管要求下，基建项目审批严格，项目落地时间偏长。

图 6.6 月石油沥青开工率同比走弱



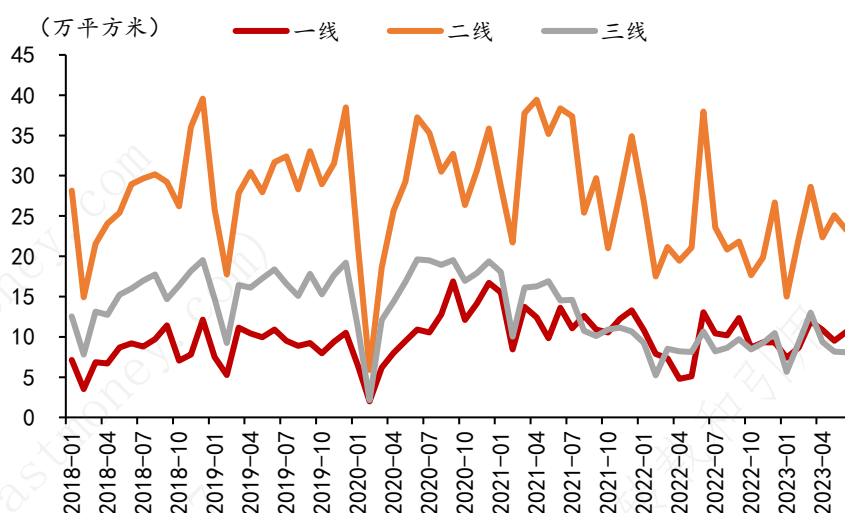
资料来源：wind，红塔证券

² 来源于百年建筑网，网址为 https://m.100njz.com/23/0710/16/BC587D0BE4621263_abc.html

房地产：销售和投资增速均继续走弱。

上半年商品房销售面积累计同比下降 5.3%，降幅较上月扩大 4.4 个百分点，其中住宅销售面积下降 2.8%。不同能级城市的房屋销售景气度仍存在较大差异。6 月 30 大中城市中一线城市商品房日均销售面积同比下滑 18.5%，环比增长 12.0%，而二、三线城市同比分别下滑 38.7%、24.3%，环比分别下滑 7.3%、0.9%。

图 7.30 大中城市商品房日均成交面积-不同能级城市地产销售分化



资料来源：wind，红塔证券

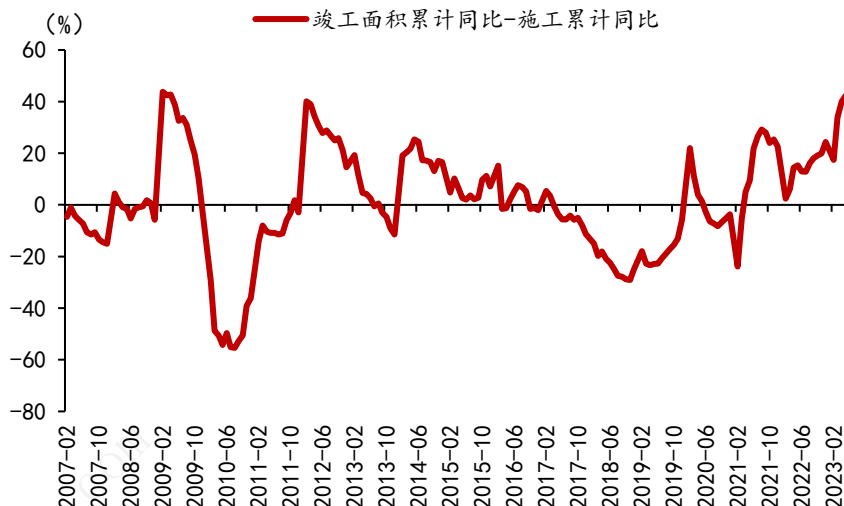
销售低迷拖累房企内源回款，定金及预收款累计同比下滑 0.9%，较上月回落 5.3 个百分点；个人按揭贷款累计同比增长 2.7%，前值为 6.5%。

同时，房企信用风险还在继续暴露，根据同花顺数据统计，上半年房企信用债³违约规模已达到 947.8 亿元，占去年总违约规模的 58.9%，信用风险影响房企外部融资能力，上半年来源于国内贷款资金累计同比下滑 11.1%，降幅较 1-5 月继续扩大 0.6 个百分点。

房屋销售回款不畅以及外部融资困难加剧房企资金压力，投资拿地的意愿及能力均有所减弱。上半年全国房地产开发投资同比下降 7.9%，降幅较前值扩大 0.7 个百分点。前后端投资建设分化程度加大，“保交楼”压力推动竣工面积同比增长 19.0%，而新开工面积和施工面积分别较前值下降 1.7 和 0.4 个百分点，至-24.3%和-6.6%，土拍市场景气度也较低，全国住宅类用地成交规划面积同比下滑 38.3%。

³注：此处信用债统计口径包括公司债、短期融资券、中期票据及非公开定向债务融资工具（PPN）

图 8. 地产投资前后端分化程度加大



资料来源：wind，红塔证券

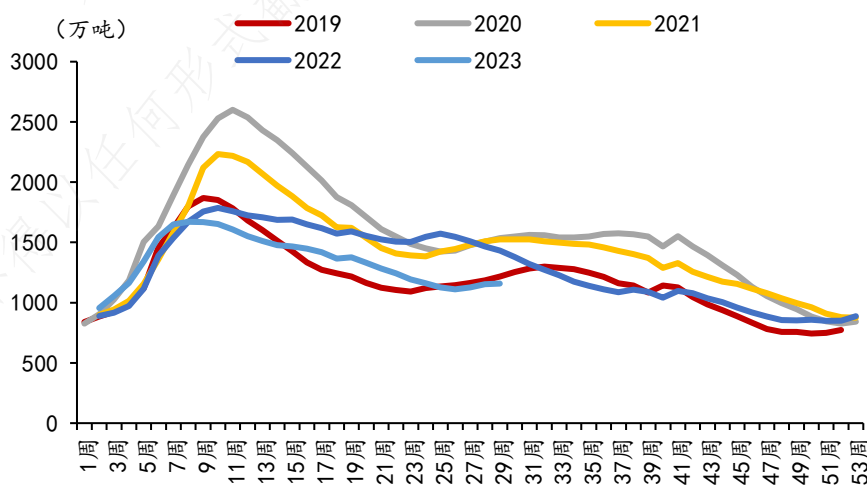
生产：工业企业生产活动加快。

6月规上工业增加值同比实际增长4.4%，较上月加快0.9个百分点，两年平均增速为4.1%，较上月加快2.1个百分点。

分三大门类来看，采矿业、制造业和电力、燃气及水的生产和供应业增加值的两年平均增速分别为5.0%、4.1%和4.1%，增速较上月分别提高2.2、2.0和1.6个百分点。

具体来看，受益于基建投资拉动的需求增长和行业低库存的影响，黑色金属行业生产活动明显加快。黑色金属矿采选业和黑色金属冶炼及压延加工业的两年平均增速分别为7.8%和4.1%，前值分别为1.6%和0.2%；6月钢材产量同比增长5.4%，前值为-1.3%。

图 9. 主要钢材库存位于低位



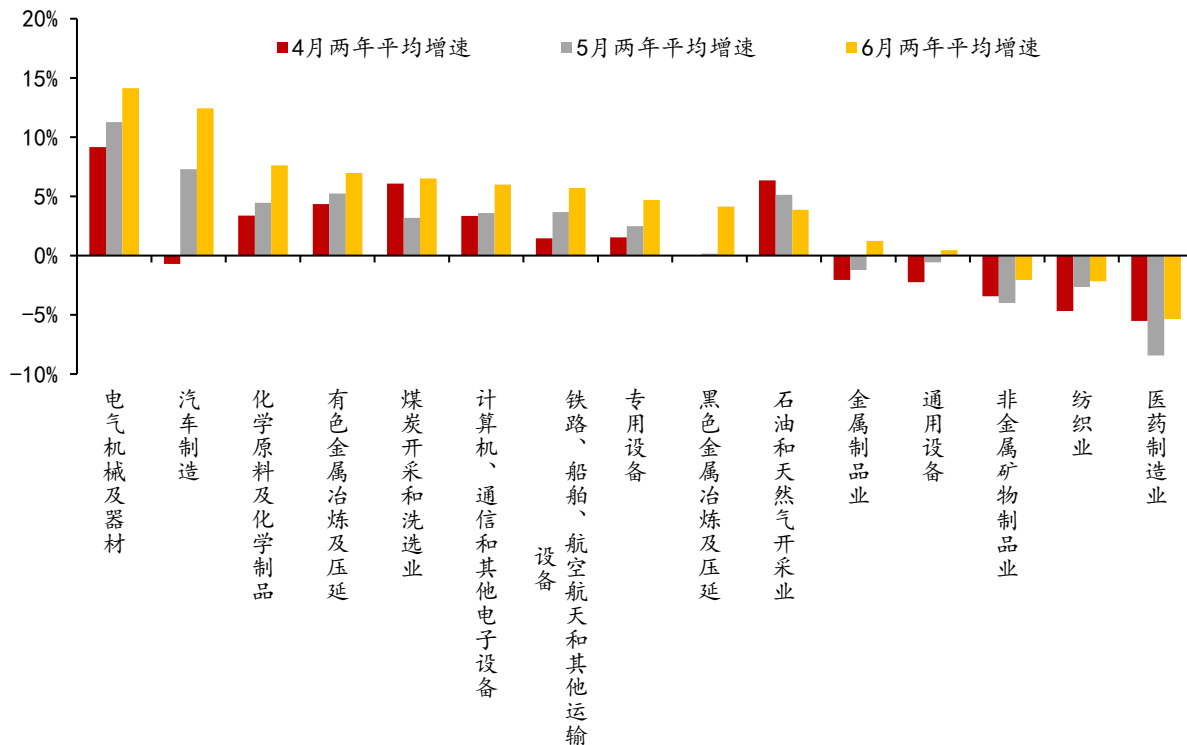
资料来源：wind，红塔证券

高技术行业企业生产继续维持韧性。6月汽车制造业、电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业的两年平均增速分别为12.4%、

14.1%和 6.0%，较上月分别回升 5.1、2.9 和 2.4 个百分点。这也带动了上游有色金属的生产，有色金属冶炼及压延加工业两年平均增长 7.0%，较上月提高 1.7 个百分点。

但是，6 月工业企业产销率为 95.7%，上月为 96.6%，去年同期为 96%，若未来需求修复速度不及预期，销售热度的下滑可能会使部分行业继续去库存。

图 10. 大部分行业工业生产活动加快



资料来源：wind，红塔证券

总结一下，从 6 月经济数据的边际变化来看，虽然外需承压，但内需修复速度加快，叠加政策发力，工业企业生产加快，制造业投资继续维持韧性。不过，基建投资小幅回落，房地产开发投资继续下滑，民间投资萎缩趋势加剧。

后续来看我们仍需对居民和企业资产负债表的修复速度保持高度关注。一是在就业和收入预期未得到明显改善之前，居民资产负债表的修复及扩表还需要一定时间。二是全球经贸周期处在下行阶段，外需收缩的背景下我国制造业出口承压。三是地产链修复缓慢不仅加大房企的资金链压力，还会影响居民实物资产的财富效应，削弱居民消费能力和信心，同时也会推动地方政府债务风险防控压力增加。

从两年平均增速看，二季度大概率是全年低点。近期黑色、有色大宗商品价格也企稳回升了，这意味着市场对未来的预期有了改善，随着扩大内需和改善预期的宏观政策持续发力，经济复苏内生动力有望逐步增强。

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“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本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。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报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。