

修复动能触底回升

——2023 年二季度及 6 月经济数据点评

一、总览：修复动能触底回升

上半年我国经济增长总体不及预期。GDP 同比增长 5.5%，其中最终消费支出在低基数下高增长，对 GDP 增长的贡献率达 77.2%。二季度我国实际 GDP 同比增速较一季度上行 1.8pct 至 6.3%，主要受低基数支撑，修复不及市场预期（7%）；两年复合同比增速较一季度放缓 1.4pct 至 3.3%；季调环比 0.8%，仅为疫前三年均值的一半。由于 GDP 平减指数同比增速较一季度下行 2pct 至 -1.5%，二季度名义 GDP 同比增速较一季度下行 0.2pct 至 4.8%，两年复合同比增速放缓幅度更大，较一季度下行 2.5pct 至 4.4%。经济修复的拖累主要来自三方面，一是出口下行幅度超预期，二是房地产投资在低基数下收缩加剧，三是消费修复动能明显放缓。当前经济增长的主要支撑仍在于基建和制造业投资。

6 月多项经济数据同比增速下行，但剔除基数效应影响，除房地产投资外，内需呈边际改善态势，服务和商品消费动能均有所增强，基建投资和制造业投资增速显著上行。社会消费品零售总额当月同比 3.1%，两年复合增速较 5 月上行 0.5pct 至 3.1%。城镇固定资产投资额累计同比 3.8%，其中，全口径基建投资累计同比 10.7%，单月两年复合增速较 5 月上行 2.8pct 至 12.2%；制造业投资累计同比 6.0%，单月两年复合增速较 5 月上行 1.9pct 至 7.9%；房地产投资仍然形成拖累，累计同比 -7.9%，单月两年复合增速较 5 月下行 0.3pct 至 -15.2%。生产端受需求修复带动也有所回暖。规模以上工业增加值当月同比 4.4%，两年复合增速上行 2.0pct 至 4.1%，服务业生产指数当月同比 6.8%，两年复合增速上行 1.0pct 至 4.0%。

二、供给：生产加速修复，就业结构分化

（1）生产：动能改善

6 月工业生产加速修复，工业增加值同比增速较 5 月上升 0.9pct 至 4.4%，两年复合增速上升 2.0pct 至 4.1%，但仍然略低于 3 月 0.3pct。分三大门类看，6 月上中下游工业企业生产均加速修复。上游采矿业，中游制造业和下游电热燃水生产供应业工业增加值两年复合增速分别上升 2.2pct，2.0pct 和 1.6pct 至 5.0%，4.1%和 4.1%，动能均有所增强，但仍不及 2 月和 3 月。

分行业看，高技术产业和装备制造业对工业生产修复形成有力支撑。观察两年复合增速，高技术产业生产增速上升 2.5pct 至 5.5%，新能源、新材料、半导体等高新技术产品生产高速增长；除仪器仪表制造业增速小幅放缓 1.6pct 至 3.2%外，其余装备制造业生产均加速修复，其中汽车制造业和电气机械制造业增速分别上升 5.1pct 和 2.8pct 至 12.4%和 14.1%。

6 月服务业生产动能边际企稳。由于去年同期基数抬升，6 月生产指数同比增速大幅下降 4.9pct 至 6.8%，但两年复合增速上升 1.0pct 至 4.0%。航空运输、住宿餐饮、邮政快递等接触性服务业加速修复。现代服务业中，信息技术服务业增速环比上升 2.5pct 至 15.4%。

前瞻地看，下半年工业和服务业生产有望加速修复，中枢将高于上半年。但短期内，工业生产增长动能仍受需求不足、利润收缩、企业去库存的制约，服务业生产或受收入放缓及弱预期制约。

(2) 就业：总体改善，结构分化

6 月就业形势总体稳定，结构上继续分化。全国城镇调查失业率小幅上行 0.1pct 至 5.3%，使上半年失业率中枢维持在 5.3%，低于全年“5.5%左右”的失业率目标。其中，青年失业率进一步升至 21.3%，外来农业户籍人口失业率降至 4.9%。

前瞻地看，短期内我国就业市场仍将承压。一是进入暑期，青年失业率或进一步季节性上行；二是随着经济常态化运行，外出农民工供给或进一步上升。

三、固定资产投资：延续分化

二季度固定资产投资动能放缓，1-6 月累计同比增速较一季度放缓 1.3pct 至 3.8%。其中，基建投资增速在政策托举下企稳上扬，累计同比增速仅较一季度小幅下行 0.1pct 至 10.7%；制造业投资仍保持稳健增长，累计增速较一季度下行 1pct 至 6.0%；房地产投资累计同比降幅再度下探，较一季度下行 2.1pct 至 -7.9%。

6 月固定资产投资总体仍然偏弱，主要受到房地产投资拖累，基建投资与制造业投资单月增速均有所上行。6 月固定资产投资累计同比增速较上月下行 0.2pct 至 3.8%；单月季调后环比 0.39%，较疫前三年同期均值 0.46% 略低。

(1) 房地产：销售低迷，投资收缩

6 月房地产销售加速下滑，区域增速分化向下收敛。因基数抬高，商品房销售面积和销售金额同比增速分别较 5 月大幅下行 15.2pct、26pct 至 -18.2%、-19.2%，两年复合增速分别较 5 月上行 2.7pct、0.1pct 至 -23.3%、-22.9%。30 个大中城市商品房成交面积降幅再度扩大，两年复合增速较 5 月下降 4.3pct 至 -21.2%，一二线城市收缩加剧，三线城市降幅略有收窄。

房地产投资降幅略有收窄，6 月同比增速较 5 月小幅上行 0.2pct 至 -10.3%，拖累累计同比增速下行 0.7pct 至 -7.9%。从两年复合增速看，房地产投资收缩幅度边际扩张，6 月较 5 月下行 0.3pct 至 -15.2%。一方面，“保交楼”政策对后端存量投资的托举效果持续减弱，叠加前端投资持续低迷，建安投资降幅或将再度扩大。6 月存量和增量施工项目的降幅均持续扩大，新开工、施工和竣工面积两年复合增速分别下行 3.1pct、1.9pct、9.9pct 至 -38.6%、-39.9%、-17.4%。另一方面，土地购置费或加速收缩，6 月 100 大中城市土地成交面积同比跌幅扩张 7.7pct 至 13.7%。

由于销售持续低迷拖累住户端资金来源，叠加信用持续收缩，房企

到位资金降幅继续走阔。受基数走高影响，6 月房企到位资金同比增速较 5 月大幅下行 14.1pct 至 -21.5%，两年复合增速降幅小幅扩张 0.6pct 至 -22.8%。一方面，受商品房销售端持续低迷影响，住户端资金来源单月金额未见明显改善，拖累房企到位资金两年复合增速 -10.5pct。另一方面，房企信用仍然承压，国内贷款和自筹资金延续大幅收缩，两年复合单月增速分别为 -23.5%、-24.2%。

前瞻地看，由于房地产销售承压，房企土地购置、新开工等前端增量行为仍然低迷，且后端存量投资的政策托举效果几乎耗尽，叠加去年同期基数抬高，三季度房地产相关指标同比增速或加速下行。

（2）基建：增速提升，加强发力

6 月基建投资继续提速，当月同比增速上升 1.5pct 至 12.3%，为年内新高，并推动 1-6 月全口径基建投资累计同比增长 10.7%，较 1-5 月上升 0.6pct；两年复合增速 10.0%，较 1-5 月上升 0.9pct。从结构上看，三大行业投资动能均有所增强，电热燃水业、交运仓邮业和水环公共业两年复合累计同比增速分别上升 1.6pct、0.9pct 和 0.5pct 至 20.9%、7.8% 和 6.8%。

基建投资提速主要受到意愿、资金和项目三方面因素驱动。一是二季度以来经济修复动能放缓，基建投资逆周期发力。二是银行信贷、新增专项债及金融工具持续撬动社会配套融资为基建提供了有力资金支持。6 月末基础设施中长期贷款余额同比增长 15.8%；新增专项债发行 4,038 亿元，累计发行进度达 60.6%，仅次于 2022 年和 2019 年。三是我国基础设施投资空间仍存，特别是新基建高速增长，上半年累计同比增长 16.2%。水泥发运率、磨机运转率和石油沥青装置开工率等高频数据也显示 6 月项目动工有所加快。

前瞻地看，下半年基建投资增速面临下行压力，进一步发力有待增量工具的托举。一方面，地方政府收支压力及债务风险加大或拖累政府推进基建投资的效率；另一方面，银行信贷和政策性开发性金融工具或

加强发力支撑基建投资。

（3）制造业：边际改善，韧性较强

6 月制造业投资增速较上月小幅上升 0.9pct 至 6.0%，结束今年以来增速持续下行的趋势。1-6 月累计同比增速 6.0%，持平前值，两年复合增速小幅下降 0.1pct 至 8.2%，整体韧性较强。制造业投资结构性特征凸显，受产业升级及绿色转型投资支撑，相关行业如高技术制造业和装备制造业投资持续高增长。1-6 月高技术制造业累计同比增速 11.8%，装备制造业累计增速 14.4%，其中汽车制造业、电气机械和器材制造业投资同比分别增长 20%和 38.9%。

前瞻地看，政策托举下，全年制造业投资有望维持 6%左右的稳健增长，需求不足和盈利预期疲弱是主要制约因素。

三、消费：稳中有进

经济活动持续常态化叠加去年同期基数走高，6 月社会消费品零售总额当月同比增速较上月大幅下降 9.6pct 至 3.1%，但实际动能改善，两年复合增速较 5 月上升 0.6pct 至 3.1%，环比增速强于疫前季节性水平，复苏动能稳中向好。

从消费主体看，6 月限额以上单位社零两年复合增速上升 2.4pct 至 5%，高于整体水平，反映限额以上单位消费修复动能较强。按消费类型看，商品和服务消费修复动能均较上月改善，服务消费增幅更大。商品方面，6 月复苏动能趋稳，两年复合增速连续第二个月上行 0.3pct 至 2.8%。分商品类别看，受收入修复推动的大宗耐用品类消费修复动能初现改善迹象。其中，汽车和家电类消费两年复合增速较 5 月分别提升 4pct、9.2pct 至 6.1%、3.8%，建材、家具类消费仍处收缩区间，但降幅有所收窄。服务方面，餐饮服务消费复苏动能再度增强，6 月两年复合增速回升 2.3pct 至 5.6%，高于 2021 年 6 月单月增速 3pct。

前瞻地看，暑期出行类、社交类需求旺盛，叠加去年同期基数再度

走低，7 月社零同比增速或有所回升，动能或保持稳定。

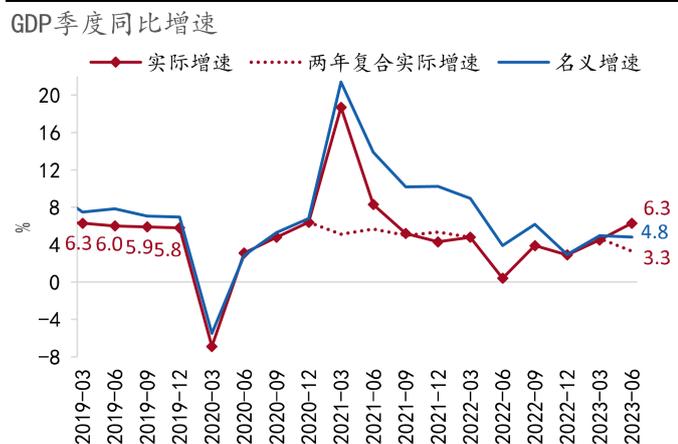
五、前瞻：政策托举，达成目标

前瞻地看，由于二季度经济修复动能明显放缓，要实现全年 GDP 增长“5%左右”的目标，下半年经济修复动能需保持大致稳定。在上半年 GDP 同比增长 5.5%的基础上，下半年 GDP 需增长 4.6%，对应三四季度 GDP 两年复合增速 4.0%，与上半年持平。在外需趋弱的背景下，内生动能进一步增强有赖于增量政策有效稳增长、提信心。

（评论员：谭卓 王欣恬 刘阳 张冰莹）

附录:

图 1: 二季度实际 GDP 在低基数下增速上行



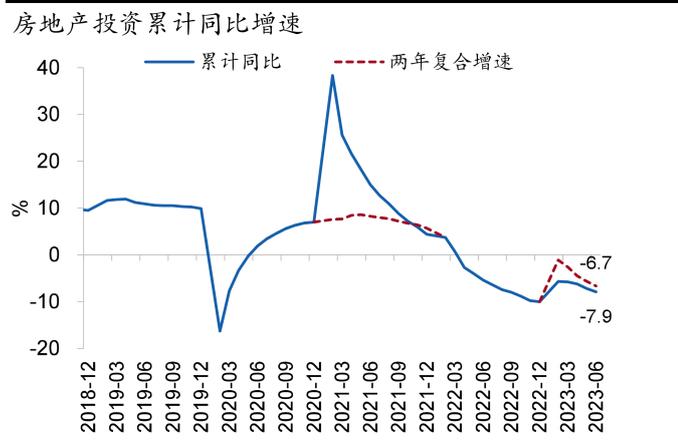
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 3: 工业生产加速修复



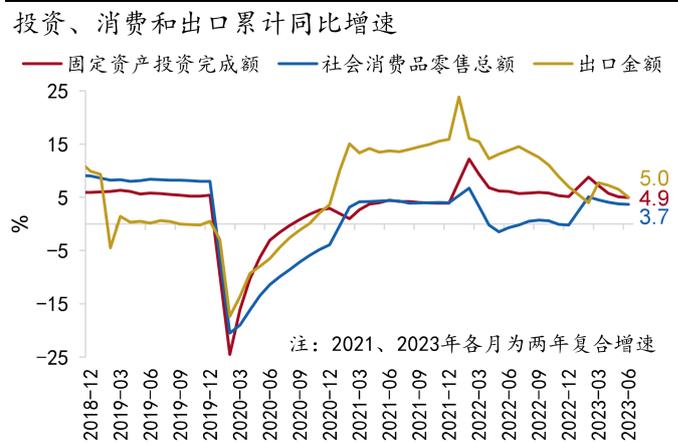
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 5: 房地产投资降幅持续走阔



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 2: 外需快速下行, 内需主要受投资支撑



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 4: 服务业生产动能企稳



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

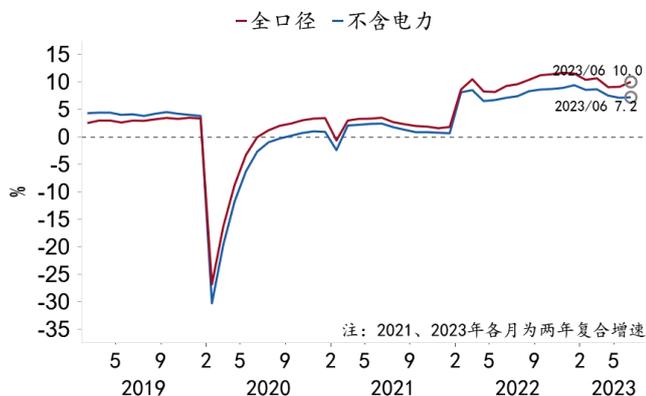
图 6: 房地产销售动能低位企稳



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 7: 基建投资增速提升

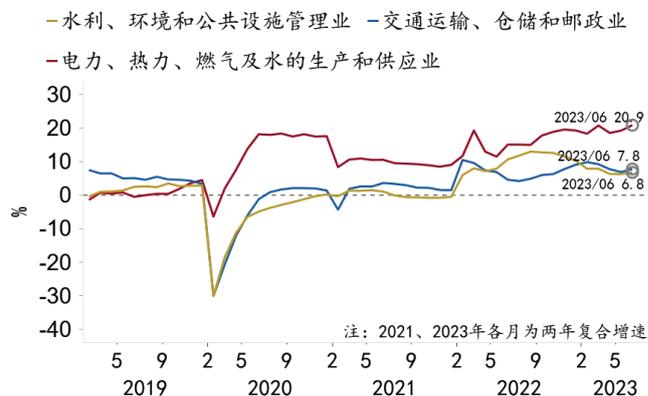
基建投资累计同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 8: 基建三大行业投资动能有所增强

基建投资相关行业累计同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 9: 制造业投资韧性较强

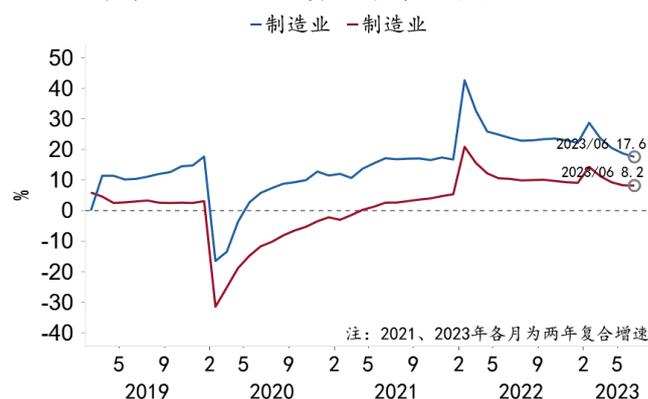
制造业投资增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 10: 高技术制造业投资动能趋缓

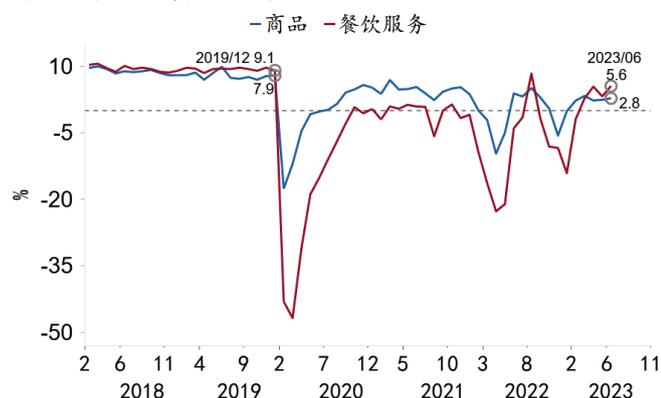
制造业与高技术制造业投资累计同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 11: 商品和餐饮消费修复动能稳中有进

商品和餐饮消费当月同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 12: 大宗耐用品消费动能改善

部分商品销售额两年复合增速

