

2023年6月宏观经济预测：预计二季度GDP增速6.7%

核心观点

我们认为，6月份经济运行延续前期态势，预计二季度GDP增速为6.7%，全年GDP增速5.1%。当前工业企业利润增速承压，被动去库趋势延续，预计三季度末库存可能筑底，但若需求不强则补库初期强度或将偏弱。整体而言，年内经济动能高点已过，经济向上和向下弹性都不大，但阶段性减退税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。6月央行实施降息，货币政策宽松基调正式确认。我们继续提示，在企业内生修复动力不足的情况下，下半年货币政策仍有可能进一步发力从成本端助力企业盈利修复：三季度可能降准、四季度可能降息。我们认为，年内无风险收益率将进一步下探，国内利率债和成长股受益。

□ 经济动能高点已过，预计二季度GDP增速6.7%

我们预计二季度GDP实际增速6.7%，2023年GDP增速为5.1%。我们认为，全年经济向上和向下弹性都不大，阶段性减退税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。下半年美联储加息暂缓后，中国将受益于国际收支、汇率改善，货币政策空间打开，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

□ 工业略有恢复，服务保持景气

6月工业生产景气环比有所回升但强度仍有待加强，盈利压力及去库周期仍使工业企业对扩产保持谨慎，我们预计6月规模以上工业增加值同比增速回升至4.0%，二季度同比增速约为4.3%。6月服务业生产虽略有回落但仍维持较高景气，接触型及新动能服务业保持向好态势，但房地产销售景气略显不足。

□ 投资需求延续放缓态势，制造业依然面临较大不确定性

我们预计，1-6月固定资产投资（不含农户）累计增速为3.9%。其中，制造业投资同比增速为5.9%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为6.8%，房地产开发投资同比增速为-8.5%。综合研判，固定资产投资的最大不确定性来自制造业。我们重点提示，外需增长存在不确定性，国内市场需求制约不足仍然存在，近期部分大宗商品价格继续下行，制造业市场价格总体回落，企业效益恢复面临不少困难。

□ 社零增速回落，主因基数影响

预计6月社会消费品零售总额同比+2.5%（前值12.7%），两年复合增速为2.8%，受基数影响，社零同比有所回落。端午假期文化和旅游市场延续修复态势，但较五一假期出行热度有所下降。年中购物节活动对线上消费起到一定支撑作用，通讯器材、家具家电等可选耐用品消费有所改善。车市延续平稳修复，促销政策持续助力汽车板块恢复。

□ 高基数阶段性扰动，供给优势维稳出口

2023年6月，预计人民币计价出口同比增长-2.7%，贸易顺差800亿美元，预计人民币计价进口同比增长2.6%。我们继续提示结构重于趋势，关注三大结构性的产业趋势对我国出口的差异性影响：

其一是发达经济体贫富差距扩大导致收入K型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺服、轻工、机械、家电、家具等领域的中高端品类或将受益。

其二是新兴市场国家经济发展过程中，伴随着这些国家的现代化进程，“中国制造”出海带动我国出口增长。

其三是全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理：廖博

liaobo@stocke.com.cn

研究助理：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《6月PMI：需求恢复较缓，去库趋势延续》 2023.06.30
- 2 《如何看待当前美国地产市场？》 2023.06.29
- 3 《盈利稳步修复，延续被动去库》 2023.06.28

□ **CPI 维持低位，PPI 跌幅收窄**

预计 6 月 CPI 环比-0.1%，同比+0.2%（前值 0.2%），CPI 维持低位。肉类价格出现不同幅度下降，蔬菜价格上涨明显，价格明显强于季节性表现，鲜果价格高位波动，肉价菜价对冲，CPI 食品项保持稳定。预计 6 月 PPI 环比-0.2%，同比-4.8%（前值-4.6%），PPI 继续下探，但跌幅有所收窄。6 月煤炭价格持续下探，钢材价格底部企稳，原油价格波动下行，有色金属涨跌不一，整体来看工业品涨价仍缺乏需求端的拉动力

□ **失业压力小幅上行，整体就业基本稳定**

预计 6 月全国城镇调查失业率为 5.3%，较前值上升 0.1 个百分点，失业压力小幅上行，毕业季青年人口面临阶段性压力。一方面，国内出行强度开始向常态化回归，与之对应的住宿餐饮业、交通运输业等第三产业吸纳劳动力的作用边际收敛；另一方面，工业企业盈利持续承压，部分需求不足和产能过剩行业面临用工需求收缩的问题。

□ **金融数据或悉数承压**

由于去年 6 月各项金融数据基数均明显上行，我们预计今年 6 月数据或均有承压，自当前至 7 月中旬数据发布，将对市场情绪逐步产生影响，提示关注。预计 6 月人民币贷款新增 2.2 万亿，同比大幅少增约 6100 亿，对应增速回落 0.5 个百分点至 10.9%；预计 6 月社融新增 3.39 万亿，同比大幅少增约 1.8 万亿，增速较前值降 0.7 个百分点至 8.8%，刷新年内新低，结构中，预计同比拖累主要来自政府债券、信贷、未贴现银行承兑汇票；而企业债券、信托贷款、股票融资及委托贷款或小幅同比多增。

对于 M2，去年基数逐步走高及今年 6 月信贷同比较弱、财政支出也受到一定掣肘的情况下，预计 6 月 M2 增速较前值回落 0.8 个百分点至 10.8%。对于 M1，地产销售低迷、居民消费活跃度分化，去年基数走高，预计 6 月 M1 增速较前值继续下行 1.6 个百分点至 3.1%。我们预计，较弱的 6 月数据发布后，叠加经济高频数据同比走弱，尤其是 7 月大学生毕业季可能推升失业压力，后续货币政策进一步宽松预期也将逐步强化，我们仍认为下半年有全面降准和降息，降准在三季度的概率大。

□ **风险提示**

大国博弈超预期；地缘政治形势变化超预期。

正文目录

1 经济动能高点已过，预计二季度 GDP 增速 6.7%.....	5
2 工业略有恢复，服务保持景气	5
3 投资动能边际走弱，预计 6 月固定资产投资累计增速 3.9%	6
3.1 制造业投资延续放缓趋势，预计 1-6 月制造业投资累计增速为 5.9%	8
3.2 卖地收入不足，高温降雨扰动，基建边际承压.....	9
3.3 预计 1-6 月地产投资累计增速-8.5%，投资增速持续承压	11
4 社零增速回落，主因基数影响	12
5 高基数阶段性扰动，供给优势维稳出口	13
6 CPI 维持低位，PPI 跌幅收窄	15
6.1 肉类价格下降，CPI 低位企稳	16
6.2 工业生产回暖，PPI 跌幅收窄	17
7 失业压力小幅上升，整体就业基本稳定	19
8 预计 2023 年 6 月信贷新增 2.2 万亿，社融新增 3.39 万亿，增速分别为 10.9%和 8.8%.....	20
9 风险提示	21

图表目录

图 1: 经济内生动能偏弱.....	5
图 2: 基建是总需求侧的重要支撑.....	6
图 3: 各领域投资的内生动能均有所放缓.....	6
图 4: 6 月 PMI 仍低于荣枯线.....	6
图 5: 企业盈利仍处于下行通道.....	7
图 6: 私营部门利润总额降幅收窄速度较慢.....	7
图 7: 中小企业资本开支尚未修复至疫情前中枢位置.....	8
图 8: 高技术制造业投资增速高于整体制造业平均水平.....	8
图 9: 近 30 天全国气温距平实况图.....	9
图 10: 近 30 天全国降水距平百分率图.....	9
图 11: 2023 年 6-8 月降水距百分率.....	10
图 12: 2023 年 6-8 月气温距平.....	10
图 13: 商品房销售面积当年累计增速恢复尚可 (%).....	11
图 14: 商品房当月销售面积两年复合增速实际仍然低迷 (%).....	11
图 15: 预计 6 月社会消费品零售总额同比+2.5%.....	12
图 16: “端午”假期旅游收入较疫情前仍有不足.....	12
图 17: 12 城市 7 日移动平均地铁客运量保持历史同期最高水平.....	12
图 18: 民航执行客运航班量月底超过 2019 年同期.....	12
图 19: 预计 6 月份狭义乘用车零售销量 183 万辆, 车市保持企稳.....	13
图 20: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长.....	15
图 21: 6 月猪肉价格降幅进一步收窄.....	16
图 22: 6 月牛肉价格下降明显.....	16
图 23: 6 月蔬菜价格继续上涨.....	16
图 24: 水果价格高位震荡.....	16
图 25: 北京酒店平均价格小幅下跌.....	17
图 26: 6 月布伦特原油价格下降.....	17
图 27: 6 月国内汽油、柴油价格下降.....	17
图 28: 6 月国内天然气价格下降.....	18
图 29: 6 月煤炭价格下跌.....	18
图 30: 6 月高炉开工率有所回升.....	18
图 31: 6 月中电联企业日均发电量显著抬升.....	18
图 32: 预计 6 月调查失业率为 5.3%, 较前值上升 0.1 个百分点.....	19
图 33: 工业企业利润承压.....	19
图 34: 16-24 岁人口调查失业率仍居高位.....	19
图 35: 高校毕业生创历史新高.....	19
图 36: 6 月票据-同业存单利差先升后降.....	21
表 1: 6 月宏观经济数据预测.....	23

1 经济动能高点已过，预计二季度 GDP 增速 6.7%

我们判断，年内经济动能的高点已过，6 月份制造业 PMI 依然位于临界点以下。究其原因，既有前几个月恢复发展所形成的基数效应，也反映出市场需求仍有不足、经济发展内生动力有待进一步提升等问题。总体而言，市场需求维持收缩趋势，房地产市场偏弱和企业盈利下行的问题没有得到显著改善，叠加价格持续回落导致企业盈利承压，市场信心仍存不足。

结合二季度以来的月度数据以及高频宏观变量所蕴含的信息，我们预计二季度 GDP 实际增速 6.7%，2023 年 GDP 增速为 5.1%。我们认为，全年经济向上和向下弹性都不大，阶段性减退税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。下半年美联储加息暂缓后，中国将受益于国际收支、汇率改善，货币政策空间打开，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

图1：经济内生动能偏弱



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 工业略有恢复，服务保持景气

6 月工业生产景气环比有所回升，但盈利压力及去库周期仍使工业企业对扩产保持谨慎，我们预计 6 月规模以上工业增加值同比增速回升至 4.0%，二季度同比增速为 4.3%。

从高频数据上看，工业生产景气度总体较上月小幅回升但强度仍有待加强。汽车半钢胎开工率、高炉开工率、焦炉生产率、螺纹钢产量环比上月小幅回升，而 PTA 环比有所回落，在工业生产景气恢复与高温天气作用下，南方八省电厂日均耗煤量环比上月大幅提升。

但当前工业企业盈利增速虽有所修复但面临较大压力，工业库存周期处于去库过程，内外需求对工业生产的支撑仍然分化，稳预期强信心仍十分必要。内需方面，受制于企业盈利压力制造业投资强度回落；地产修复持续性不佳，6 月份 30 大中城市商品房成交面积有所回落；基建投资相对韧性，但 6 月建筑业商务活动指数较上月有所回落，国内高温天气对基建实物工作量的形成或有一定负面影响。6 月 PMI 新订单指数虽小幅回升但仍处于收缩区间，表明制造业市场需求修复强度有待加强。外需方面，6 月新出口订单进一步回落，体现出口虽有结构亮点但总体或有下行压力。

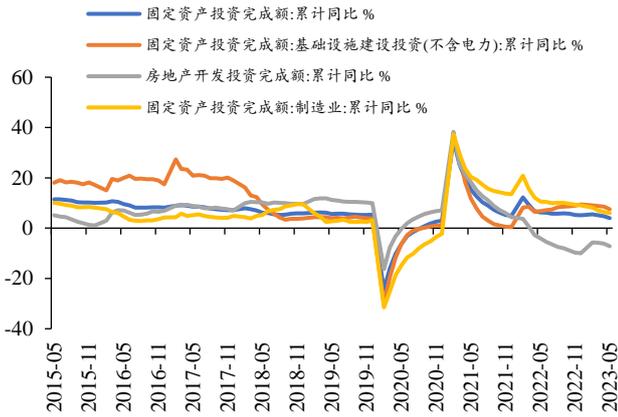
6 月服务业生产虽略有回落但仍维持较高景气，接触型及新动能服务业保持向好态势，但房地产销售景气略显不足。在“端午”节日效应带动下，旅游出行、线下消费等较为活跃，

国内主要城市地铁客流量高位运行，国内执飞航班数量回升，体现居民出行意愿仍强，铁路运输、航空运输、餐饮等行业业务活动预期维持较高景气。货运物流方面，6月供应商配送时间指数仍处于扩张区间，表明制造业原材料供应商交货时间继续加快。服务业新动能行业发展保持向好态势，电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业景气度较高。

3 投资动能边际走弱，预计6月固定资产投资累计增速3.9%

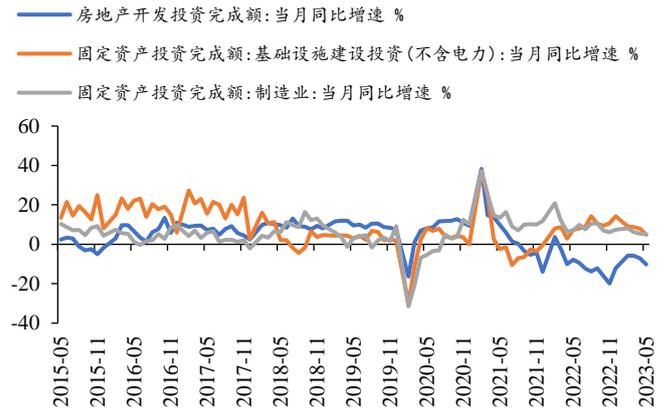
我们预计，1-6月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为3.9%。其中，制造业投资同比增速为5.9%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为6.8%，房地产开发投资同比增速为-8.5%。综合研判，固定资产投资的最大不确定性来自制造业，6月份制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，比上月上升0.2个百分点，制造业景气水平有所改善。我们重点提示，外需增长存在不确定性，国内市场需求制约不足仍然存在，近期部分大宗商品价格继续下行，制造业市场价格总体回落，企业效益恢复面临不少困难。

图2: 基建是总需求侧的重要支撑



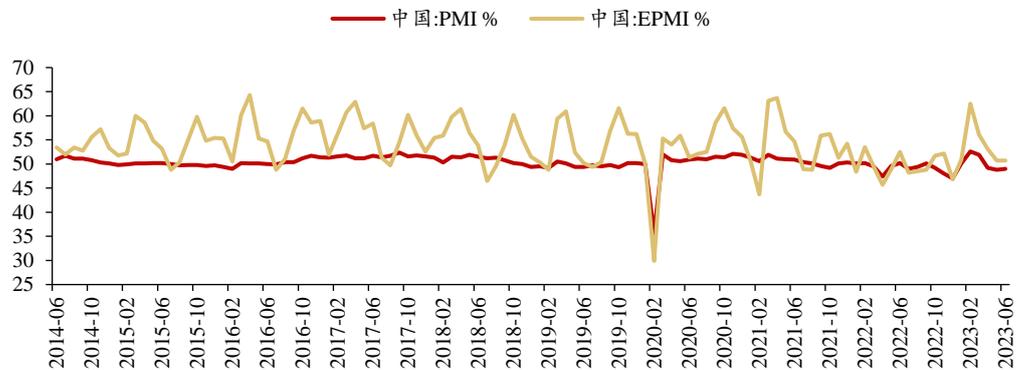
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 各领域投资的内生动能均有所放缓



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

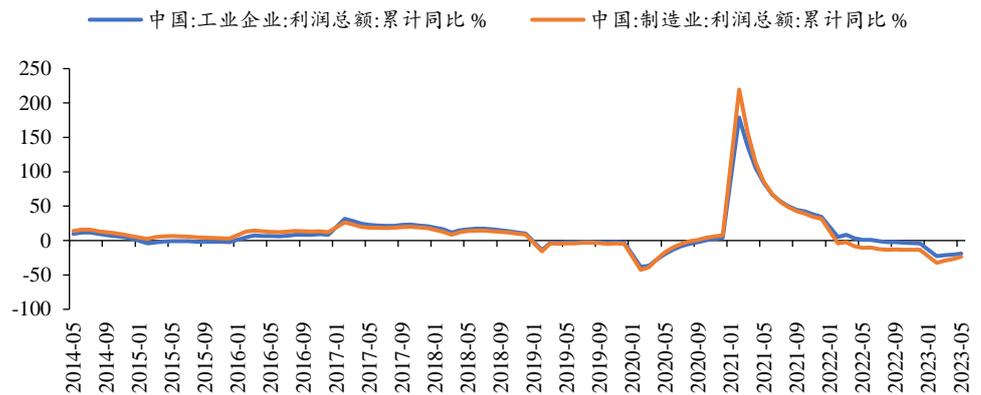
图4: 6月 PMI 仍低于荣枯线



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

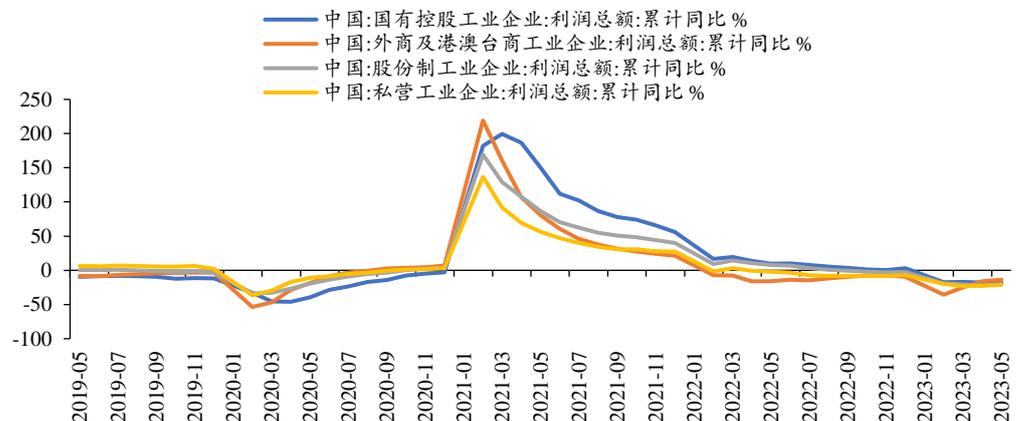
第一，企业盈利尚未走出下行通道。2023年1-5月份，在41个工业大类行业中，14个行业利润总额同比增长，1个行业持平，24个行业下降，2个行业由盈转亏。整体来看，制造业企业面临国际环境严峻复杂和需求不足的制约明显，企业盈利持续恢复面临较多困难。分行业看，非金属矿物制品业下降25.9%，纺织业下降27.8%，农副食品加工业下降39.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降49.2%，化学原料和化学制品制造业下降52.4%，有色金属冶炼和压延加工业下降53.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降92.8%，黑色金属冶炼和压延加工业由盈利转为亏损。

图5：企业盈利仍处于下行通道



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：私营部门利润总额降幅收窄速度较慢



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第二，基础设施投资有效支撑投资需求平稳增长。1-5月份，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长7.5%。其中，铁路运输业投资增长16.4%，水利管理业投资增长11.5%，道路运输业投资增长4.4%，公共设施管理业投资增长3.9%。我们认为，2023年重大项目主要围绕“十四五”规划102项重大工程从新开工项目、拟建项目计划总投资等指标看，后续投资还存在较大潜力。

第三，地产投资仍处于结构调整的关键节点。1-5月份，全国房地产开发投资45701亿元，同比下降7.2%；其中，住宅投资34809亿元，下降6.4%。我们判断，后续地产调控政

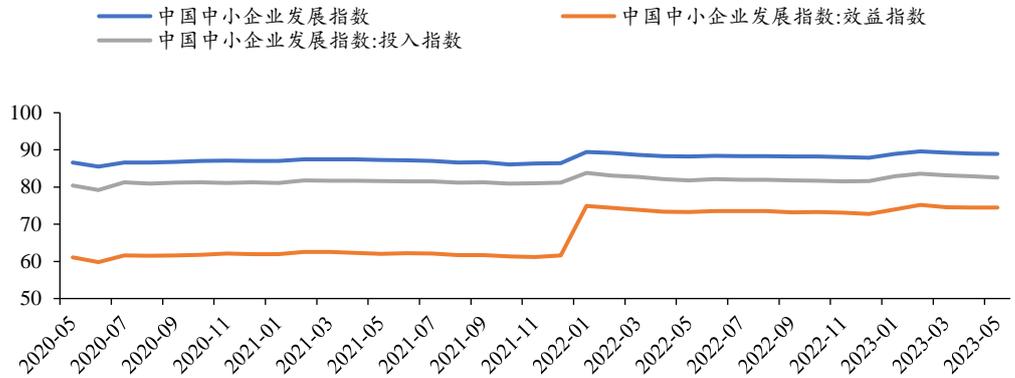
策将聚焦于供给主体即地产企业，核心要求是低杠杆、低负债、低周转，其他方面的要求可能阶段性淡化。

3.1 制造业投资延续放缓趋势，预计 1-6 月制造业投资累计增速为 5.9%

我们预计，1-6 月份制造业投资累计增速为 5.9%。6 月份，受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，制造业 PMI 继续位于临界点以下，或进一步压制投资需求。

第一，中小企业资本开支未见明显修复。中国中小企业协会近日发布的数据显示，5 月份中小企业发展指数为 88.9，比上月下降 0.1 点。作为反映中小企业经济运行状况的综合指数，中小企业发展指数回落，表明中小企业仍处于疫后恢复期，企稳回升的基础尚不牢固。

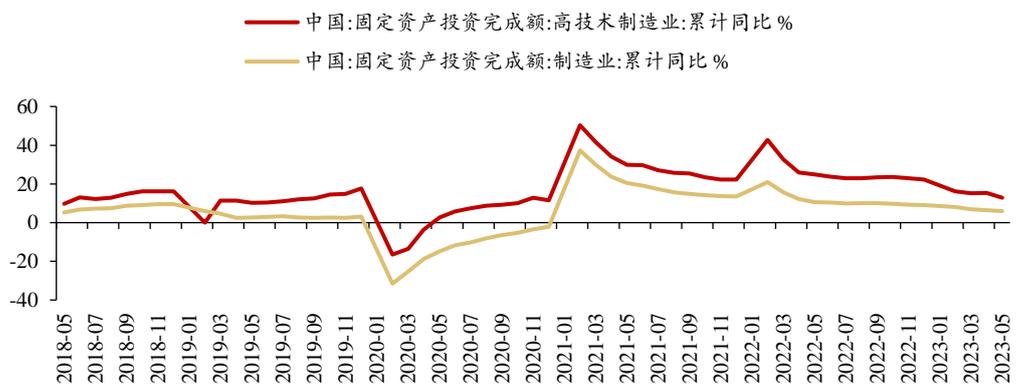
图7： 中小企业资本开支尚未修复至疫情前中枢位置



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第二，高技术制造业主要制造业投资。2023 年 1-5 月份，高技术制造业投资同比增长 12.8%，增速比 1-4 月份放缓 2.5 个百分点，但依然比制造业投资高 6.8 个百分点。其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 18.8%、16.1%。

图8： 高技术制造业投资增速高于整体制造业平均水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

展望下半年，我们判断经济结构调整面临一定压力，出行、旅游等消费需求逐步释放，但企业信心仍存不足，经济总体尚未回归潜在增速，制造业或面临较多挑战，后续民间投资还面临企业效益下滑、市场预期不稳等制约因素。2023年1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额26688.9亿元，同比下降18.8%，我们认为，后续盈利增速不足压制企业扩产积极性，结合低位徘徊的工业产能利用率、企业利润增速以及进一步下行的工业品价格来看，制造业扩大供给的意愿较低。综合研判，后续制造业的资本开支取决于中下游需求侧的修复斜率及其对应的持续性，预计2023年制造业投资呈现震荡走低的态势。

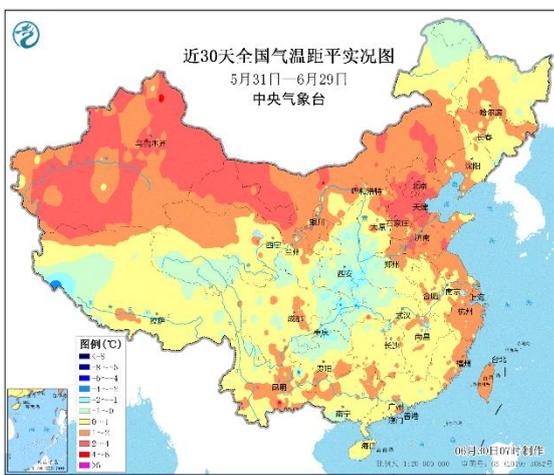
3.2 卖地收入不足，高温降雨扰动，基建边际承压

预计2023年1-6月基建投资（统计局口径）同比增长6.8%。我们继续提示关注卖地收入不足及厄尔尼诺气候对基建施工的扰动，预计Q2末及Q3基建可能边际承压，未来重点关注准财政工具的出台。

财政前置发力，重大项目加速，基建平稳增长。2023年以来在积极的财政政策要提质增效的背景下，财政支出前置配合各省重大项目加速开工建设，从需求侧来看，基建投资成为拉动经济增长的重要方式，一方面1-5月财政支出增速达到5.8%，高于5.6%的预算目标，支出进度达到了38.1%，是2020年疫后以来同期最高水平；另一方面，截至2023年4月下旬，已有超过20个省出台了地方重大项目投资方案，根据我们梳理，可比口径下19个省2023年重大项目计划投资同比增长6%，高于全年5%的经济增长目标，将成为稳增长的重要支撑。

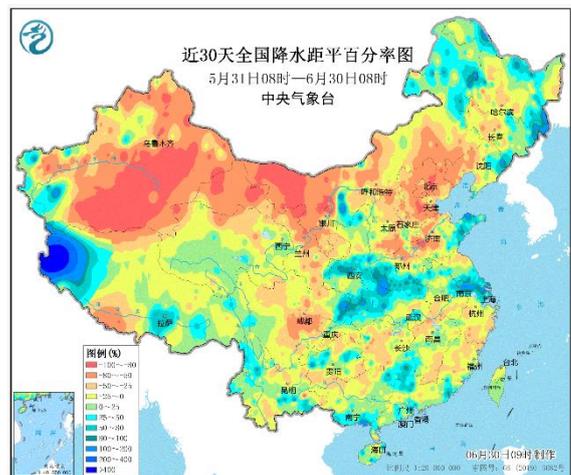
卖地收入不足和天气因素边际扰动基建。我们从4月起开始提示关注卖地收入不足和厄尔尼诺现象对未来基建的扰动，逻辑正不断兑现，一方面2023年以来政府性基金科目中卖地收入增速仍处于较低水平，截至5月仍较2022年下降近4000亿元，专项债集中加速发行有一定作用，但考虑专项债对项目收益率要求较高和专款专用的使用方式，难以完全填补卖地收入不足对狭义基建的扰动；另一方面，厄尔尼诺现象逐步对我国产生实质性影响，伴随着极端高温天气和大规模降雨的出现，基建施工将受到不同水平的影响，6月我国呈现了明显的“北方高温、南方多雨”天气现象，其中北京、天津、内蒙古等地气温较往年平均水平高4-6度，华中及华南地区降雨也较往年有所上升。

图9：近30天全国气温距平实况图



资料来源：中国气象局国家气象中心，浙商证券研究所

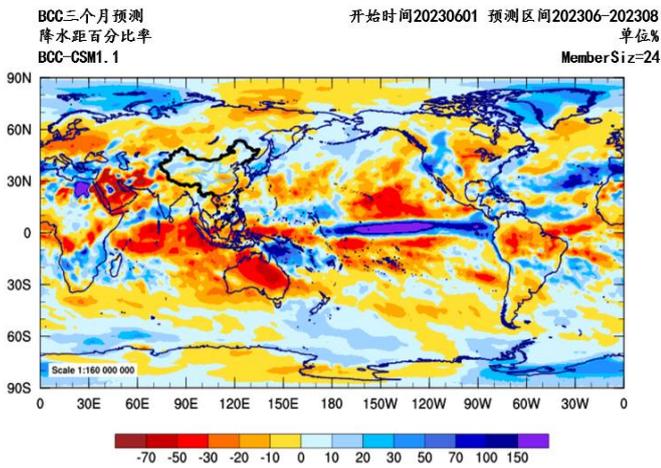
图10：近30天全国降水距平百分率图



资料来源：中国气象局国家气象中心，浙商证券研究所

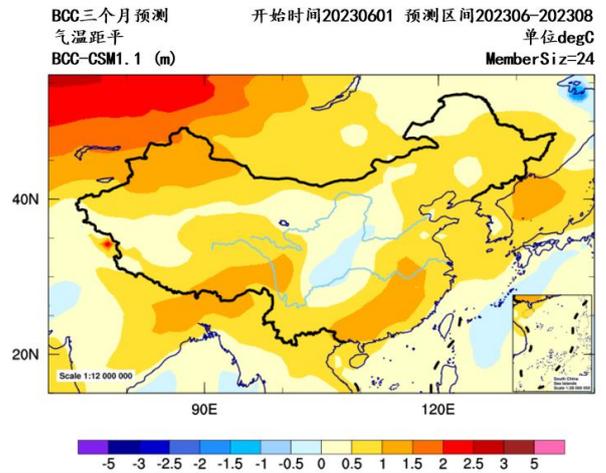
后续卖地收入不足关注准财政发力，天气因素在 Q3 仍是重要变量。考虑卖地收入是分期支付，不论是去年房企买地的尾款还是当前的土地成交“首付”，整体上均表现的相对较弱，我们预计卖地收入仍将承压一段时间，并将对基建产生一定扰动，结合 2022 年政策经验，我们认为随着新增专项债上半年集中发行，Q3 基建到位资金可能存在压力，有较大概率继续推出政策性金融工具等准财政工具，补充到位资金，服务于基建投资。此外，厄尔尼诺效应仍将继续发酵，Q3 天气因素对基建仍是关键变量，结合中央气象局预判，我们预计 6-8 月除黑龙江中部和北部气温较常年同期略偏低外，全国大部地区气温接近常年的同期偏高水平，考虑高温可能导致室外露天作业出现阶段性停工，而南方的极端高温几率降低但可能出现大规模降雨，我们认为，不论是极端高温天气导致阶段性停止室外施工，还是大规模降雨导致基建、房建施工中断，都可能对基建投资带来一定负面扰动。

图11: 2023 年 6-8 月降水距百分率



资料来源: 中国气象局国家气象中心, 浙商证券研究所

图12: 2023 年 6-8 月气温距平



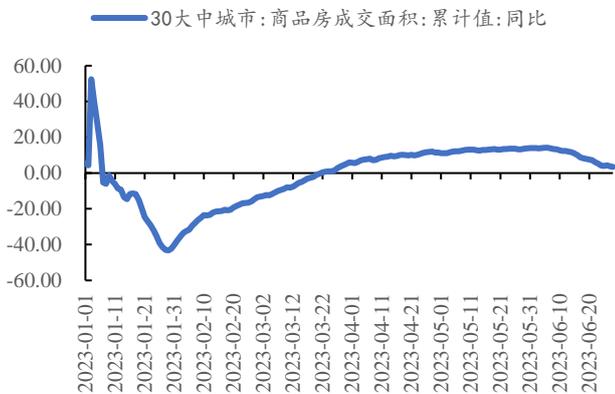
资料来源: 中国气象局国家气象中心, 浙商证券研究所

3.3 预计 1-6 月地产投资累计增速-8.5%，投资增速持续承压

预计 2023 年 1-6 月房地产开发投资累计增速为-8.5%，在前值基础上仍有进一步下行压力。6 月以来地产行业市场环境未有明显改善，地产销售两年复合增速持续低迷。

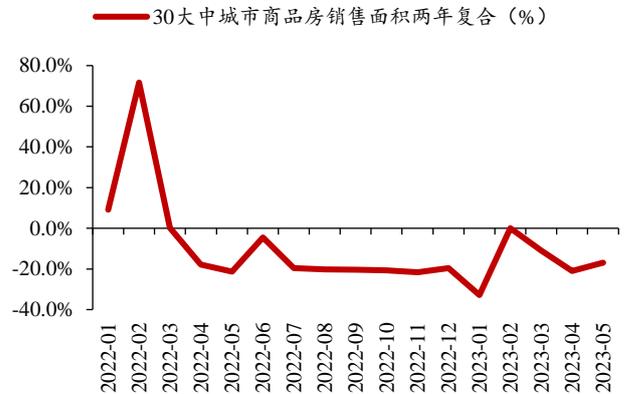
从销售端来看，6 月销售数据实际仍然低迷，截至 6 月 28 日，30 大中城市商品房销售面积累计增速同比已降至 3.5%，相较上月末水平 14.0%继续回落，我们曾于前期报告指出，年内商品房销售的阶段性高增速主要源于 2022 年同期因为疫情而导致的低基数效应，从两年复合来看，4 月、5 月 30 大中城市商品房当月销售面积两年复合分别为-21.0%和-16.9%，与 2022 年下半年相比未有明显改善。

图13：商品房销售面积当年累计增速恢复尚可（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：商品房当月销售面积两年复合增速实际仍然低迷（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 社零增速回落，主因基数影响

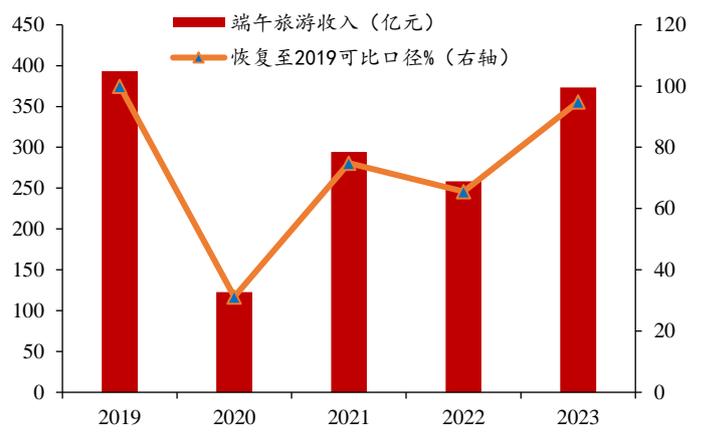
预计6月社会消费品零售总额同比+2.5%（前值12.7%），两年复合增速为2.8%，受基数影响，社零同比有所回落。端午假期文化和旅游市场延续复苏态势，但较五一假期出行热度有所下降。年中购物节活动对消费起到一定支撑作用，通讯器材、家具家电等可选耐用品消费有所改善。车市延续平稳修复，持续的促销政策对汽车板块有所助力。

图15：预计6月社会消费品零售总额同比+2.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

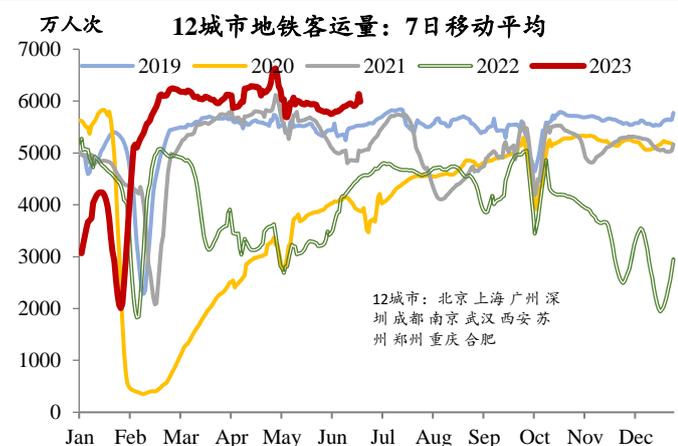
图16：“端午”假期旅游收入较疫情前仍有不足



资料来源：Wind，浙商证券研究所

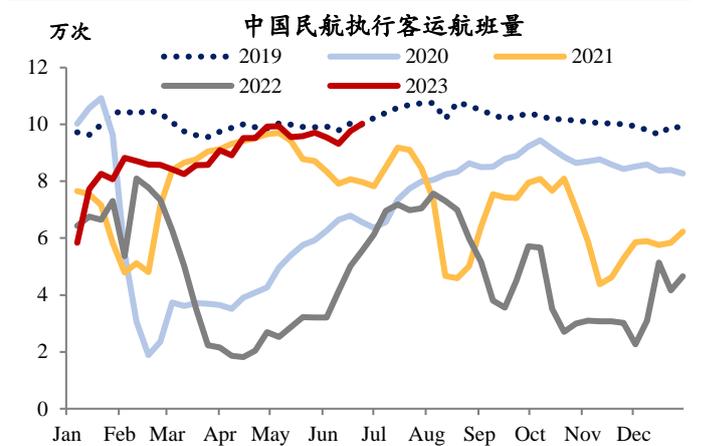
文化和旅游市场延续平稳复苏，但较五一假期出行热度有所回落。据文化和旅游部披露，端午假期国内旅游出游1.06亿人次，实现国内旅游收入373.1亿元，按可比口径分别恢复至2019年同期的112.8%、94.9%，旅游收入与2019年同期相比略有不足。人员流动强度维持良好，民航执行客运航班量月底再超2019年同期，地铁客运量保持历史高位。

图17：12城市7日移动平均地铁客运量保持历史同期最高水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

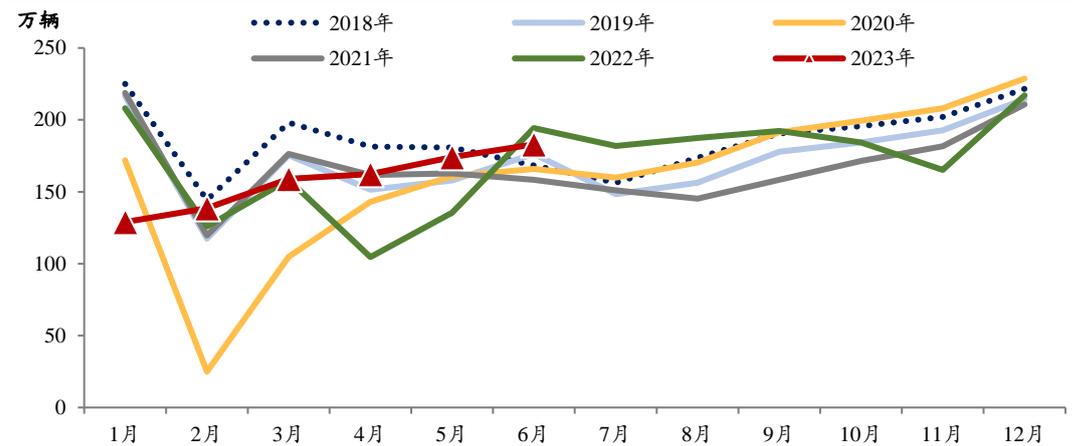
图18：民航执行客运航班量月底超过2019年同期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

年中购物节对消费起到一定拉动作用，电商及线下实体零售展开多种消费促进活动，助力通讯器材、家具家电等可选耐用品消费修复。“618”销售额前十名的品牌中有4个家电品牌、3个数码产品品牌、1个家具品牌。大家电、住宅家具、家装等行业同比增长明显，格力销售额同比增长62%，林氏家具同比增长77%。美团旗下实时零售平台美团闪购数码家电类同比增长1292%；苏宁易购全国门店客流同比增长超200%，家电家装一站式购物订单量翻倍，5万元以上套购订单同比增长153%。另外，杭州、成都、湖北等多地发放餐饮、旅游、家电等消费券带动线下消费，地方政策支持对短期消费活动起到一定促进引导作用。

图19： 预计6月份狭义乘用车零售销量183万辆，车市保持企稳



资料来源：乘联会，浙商证券研究所

车市保持企稳，月中购物节促销活动与地方补贴、端午节因素叠加，终端零售环比升温。据乘联会披露，预计6月份狭义乘用车零售销量183万辆，环比5.0%，其中新能源零售销量预计67万量，环比增长15.5%。一方面，厂商季末促销，持续高优惠力度，6月中旬乘用车市场总体折扣率为17.8%，较5月底略有扩大。另一方面，国家政策持续助力汽车市场，商务部6月8日发布《关于组织开展汽车促销活动的通知》，开展下半年“百城联动”汽车节和“千县万镇”新能源汽车消费季活动。此外，工信部等6月15日发布《关于开展2023年新能源汽车下乡活动的通知》、国务院办公厅19日发布《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》，促进新能源汽车行业稳定发展。

5 高基数阶段性扰动，供给优势维稳出口

预计2023年6月人民币计价出口增速-2.7%，贸易顺差800亿美元。考虑2022年5月至7月疫情积压订单集中出海导致的高基数，预计2023年5月至7月出口数据将受到高基数影响，边际承压，从两年复合增速可以更好把握数据变化；展望下半年，我们继续提示供给优势有助于维稳出口，结构重于趋势，关注三大结构性的产业趋势对我国出口的差异性影响：其一是发达经济体贫富差距扩大导致收入K型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺服、轻工、机械、家电和家具等领域的中高端品类或将受益；其二是新兴市场国家经济发展过程中，伴随着这些国家的现代化进程，“中国制造”出海带动我国出口增长。其三是全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

在海外滞胀背景下，我们继续提示关注我国供给韧性对出口的拉动：

其一是海外供给面临多重约束和冲击，脆弱性提升，而我国供应链优势随着经济修复有望进一步提升，疫情后民企出口显著改善可以找到验证，1-5月民营企业出口增长16.2%，占出口总值的63.3%，增速显著高于同期国有及其他部门。

其二是在全球滞胀环境下，我国供给优势将在产品性价比、供应链成本、企业议价能力提升等层面有所凸显，成为出口韧性的重点来源，这种供给侧优势在产业层面更为突出，一方面在劳动密集型等我国传统优势行业领域（轻工、纺服、家具、家电等），2019年HS分类中我国相关领域占比份额超过30%；另一方面在我国产业政策鼓励以及高技术制造业持续发展下，机电产品出口也在全球占据重要地位。另外，得益于供给优势带来的议价能力提升，我国出口价格指数自2022年以来持续高于同期进口价格指数，也有体现，截至2023年5月出口及进口价格指数分别达到105.3和95（上年同期为100），出口与进口价格剪刀差超过10个百分点，是2016年以来的最高水平。

其三是海外供给受到不同程度的冲击。海外供给压力进一步提升，发达经济体货币政策的较快收紧导致短期出现了一系列的金融稳定问题，高利率环境对企业、非银机构等扰动还未消除，潜在的信用收缩对海外供给是增量冲击，罢工、供应链重塑等扰动仍存，海外供给脆弱性提升也侧面凸显我国供给优势。

结构重于趋势，关注产业逻辑。结合前文逻辑，相比于整体出口趋势，我们提示更应关注结构表现，结合海外经济表现和产业发展走势，我们继续提示重点关注三大出口表现：

1) 重点关注海外消费降级和企业降本带来的出口机会。三年疫情和海外发达经济体天量流动性投放加剧全球贫富分化，发达经济体出现收入K型分化导致消费升级与消费降级并存，前者映射奢侈品的消费积极增长和涨价，后者则驱动消费者更加偏好“性价比高”的商品，此前在20世纪70年代美国面临高通胀背景下，日本生产的汽车、家具家电、影音设备等依赖性价比优势大幅抢占美国市场。此外，全球滞胀背景下企业经营面临挑战，积极推进降本战略，我们梳理美股超过四分之一的公司在2022年Q4开始缩减营业成本。

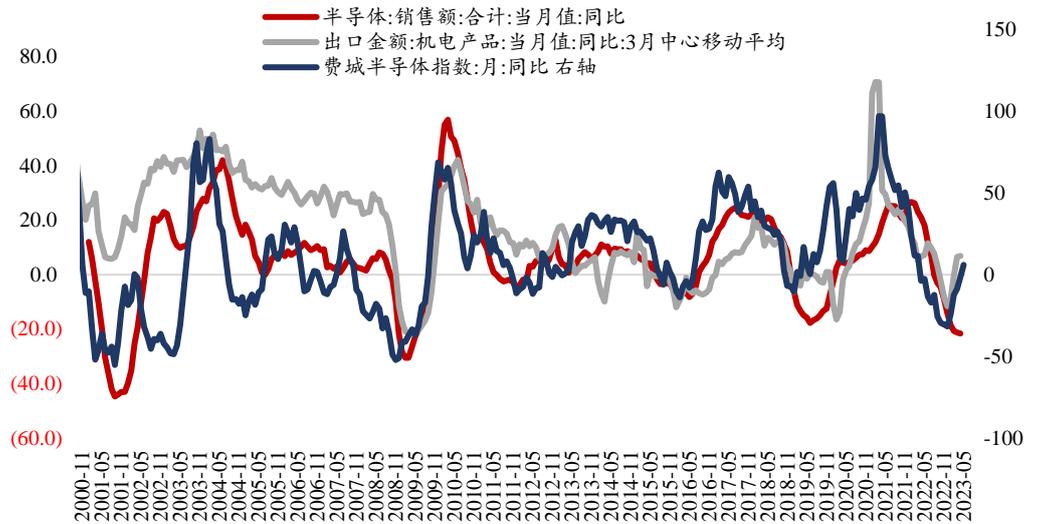
在海外消费降级和企业降本的大背景下，我国供给优势背后的性价比优势带来的出口机会需重点关注，一方面是得益于我国供应链的强大稳定性，在生产、物流、仓储等环节的稳定性有助于降低总体供应链成本，另一方面我国作为全球第一大制造业强国，在装备制造和消费制造业领域有突出优势，特别是纺服、轻工、机械、家电、家具等高端品类有望受益。

2) 关注新兴市场国家经济发展与“中国制造”出海带来的出口支撑。新兴市场国家也是我国出口的重要新兴增长点，特别是一带一路国家及东盟地区，1-5月东盟作为我国第一大贸易伙伴，我国对东盟出口1.56万亿元，增长16.4%；同期，我国对“一带一路”沿线国家合计出口3.44万亿元，增长21.6%。我们认为，我国对新兴市场国家出口表现强势，一方面部分资源相对富裕的新兴市场国家，得益于大宗商品牛市带来的利好，经济处于快速增长阶段，结合雁阵理论和我国作为世界第一生产制造国的角度来看，新兴市场国家从产业发展和现实需求角度，对“中国制造”的依赖度不断提升，相应带动我国相关品类出口。

另一方面，近年来我国坚持对外开放和扩大进口战略，秉持“高举和平、发展、合作、共赢的旗帜，恪守维护世界和平、促进共同发展的外交政策宗旨，坚持在和平共处五项原则基础上发展同各国的友好合作，推动建设新型国际关系，推动构建人类命运共同体”的外交政策，作为第三世界和新兴市场国家的重要代表，在国际秩序体系中的话语权和分量逐年提升，大国地位和外交阵地的步步提升一定程度上也推动了“中国制造”出海，进而带动出口增长。我们认为，伴随着新兴市场国家的现代化进程推进，我国制造业产品及企业出海将有持续积极表现。

3) 关注新一轮科技周期和全球碳中和进程的演绎。全球碳中和科技革命具备独特的产业发展逻辑，与全球宏观经济周期不同步，当经济处于下行阶段而产业发展处于积极增长阶段，其相关品类出口也较为积极，机电产品占我国出口近六成比例，其产业变化与科技周期高度相关，特别是全球半导体周期；近期半导体周期已经接近底部拐点，随着 ChatGPT 等终端应用场景和云计算、大数据、物联网等业态的进一步发展，未来库存筑底回升以及算力需求的大幅提升有望带动半导体周期触底回升，从而带动相关品类的出口增长。此外，全球碳中和进程下，我国在新能源制造领域具备超强能力，新能源车、光伏等新能源相关领域的出口保持较高的成长性，“新三样”出口 2023 年整体保持较高增速。

图20: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

弱修复叠加低基数，进口稳步回升。预计 2023 年 6 月人民币计价进口同比增速 2.6%。内需决定进口，当前我国内需仍处于弱修复阶段，6 月中采制造业 PMI 指数录得 49%，较前值小幅回升 0.2 个百分点，但仍位于荣枯线下方，市场需求恢复速度较慢，经济内生增长动力偏弱，其中新订单指数上升 0.3 个百分点至 48.6%，仍然位于荣枯线下方，地产投资依然承压，线下消费热度回归，6 月产成品库存下行 2.8 个百分点至 46.1%，原材料库存下降 0.2 个百分点至 47.4%，呈现被动去库特征，且库存去化速度有所加快。我们认为 2023 年我国经济动能高点已过，经济处于弱修复状态，大规模逆周期政策难期，内需的渐进修复决定了进口增速大概率低位震荡、渐进回升，我们预计 6 月人民币计价进口同比增速 2.6%。

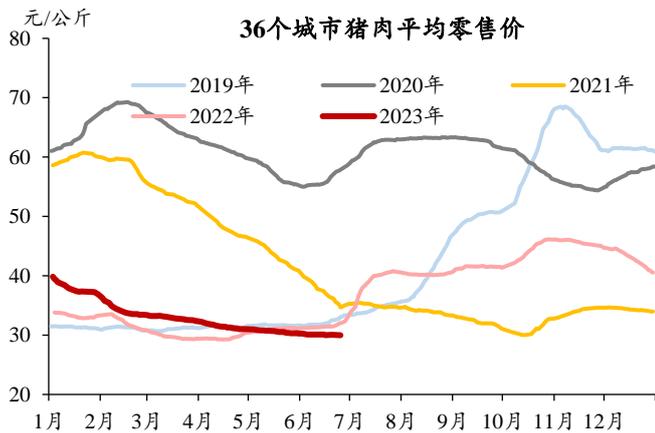
6 CPI 维持低位，PPI 跌幅收窄

预计 6 月 CPI 环比-0.1%，同比+0.2%（前值 0.2%），CPI 维持低位。肉类价格出现不同幅度下降，蔬菜价格上涨明显，价格明显强于季节性表现，鲜果价格高位波动，肉价菜价对冲，CPI 食品项保持稳定。预计 6 月 PPI 环比-0.2%，同比-4.8%（前值-4.6%），PPI 继续下探，但跌幅有所收窄。6 月煤炭价格持续下探，钢材价格底部企稳，原油价格波动下行，有色金属涨跌不一，整体来看工业品涨价仍缺乏需求端的拉动力。

6.1 肉类价格下降，CPI 低位企稳

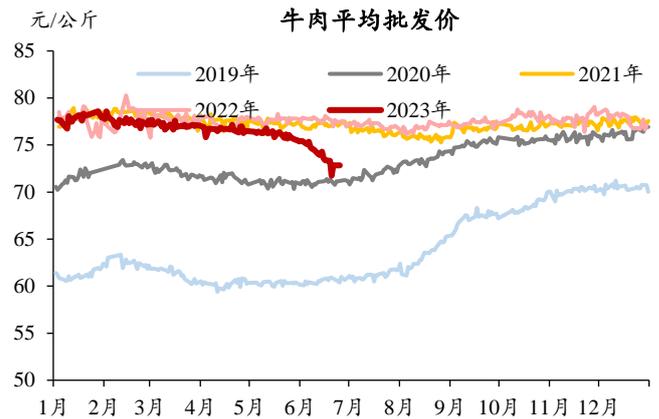
预计 6 月 CPI 环比-0.1%，同比+0.2%（前值 0.2%）。猪肉价格保持降幅收窄的趋势，牛肉价格下跌明显，蔬菜价格继续上行，鲜果价格高位波动，肉价菜价对冲，CPI 食品项保持稳定。毕业季伊始，文化和旅游市场延续复苏态势，但出行热度相较“五一”假期有所下降，核心 CPI 整体企稳。

图21：6月猪肉价格降幅进一步收窄



资料来源：Wind，浙商证券研究所

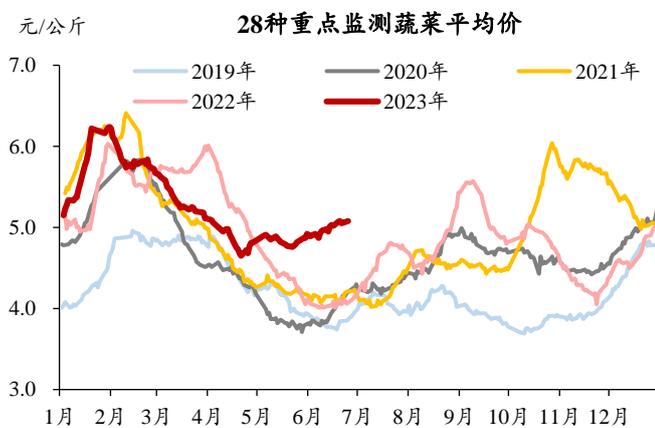
图22：6月牛肉价格下降明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

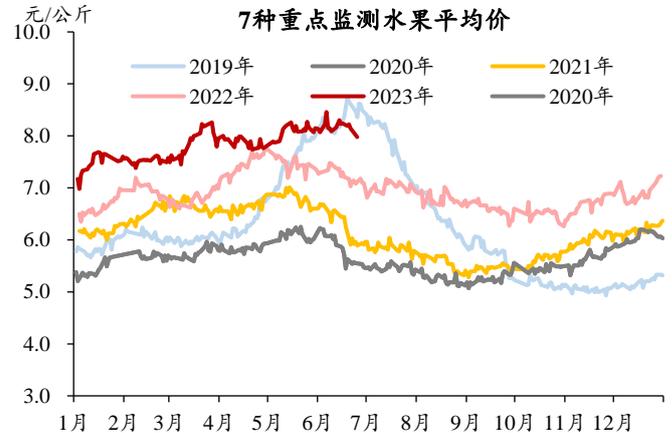
肉类价格出现不同幅度下降，Q2 为肉类消费淡季，猪肉价格保持降幅收窄的趋势，全国生猪出栏增速放缓，供应过剩的压力有所释放。下半年猪肉需求回暖，预计 Q3 生猪价格将逐步回升。牛肉价格出现明显下降，整体供大于求，1-5 月，我国进口牛肉数量累计同比 8.0%，然而进口金额累计同比-4.2%，5 月当月同比-29.0%，进口牛肉价格不断下降，价格下跌向下游市场传递。蔬菜价格继续上行，6 月蔬菜供应链出现断口现象，前期产地蔬菜退市、北方产地后续上市蔬菜衔接不畅，甘蓝、白菜类菜价上涨明显，对 CPI 起到一定拉动作用。

图23：6月蔬菜价格继续上涨



资料来源：Wind，浙商证券研究所

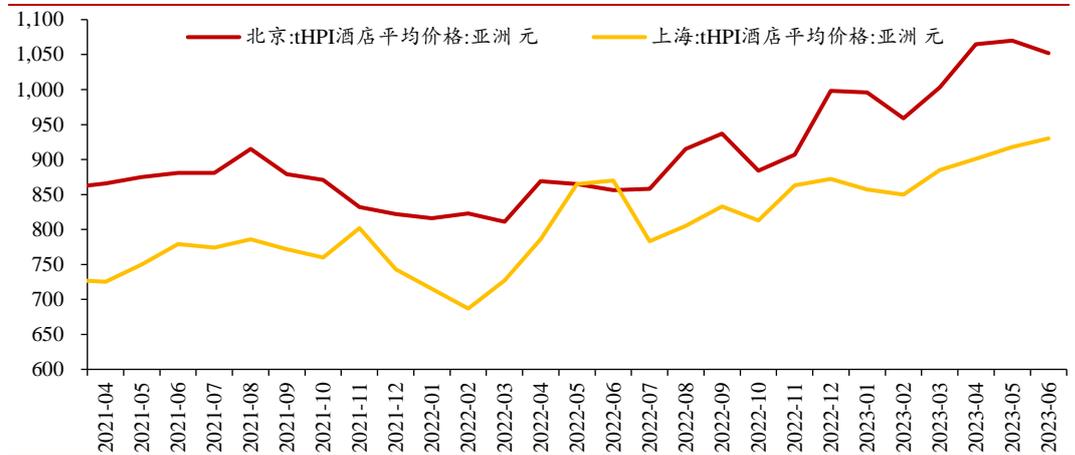
图24：水果价格高位震荡



资料来源：Wind，浙商证券研究所

毕业季开始，文化和旅游市场延续平稳复苏，但较五一假期出行热度有所回落。端午假期国内旅游收入按可比口径恢复至2019年同期的94.9%，整体略有不足，住宿等相关服务业价格增势有所回落。

图25: 北京酒店平均价格小幅下跌

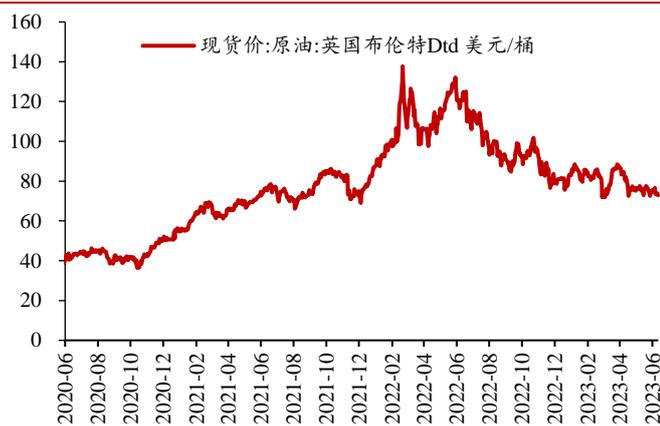


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6.2 工业生产回暖，PPI 跌幅收窄

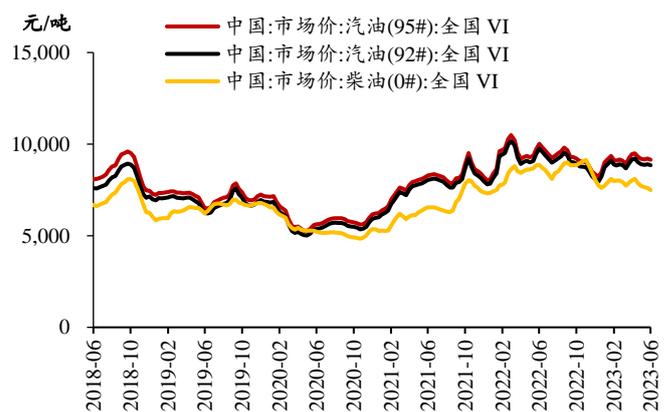
预计6月PPI环比-0.2%，同比-4.8%（前值-4.6%），PPI继续下探，但环比跌幅有所收窄。6月煤炭价格持续下探，钢材价格底部企稳，原油价格波动下行，有色金属涨跌不一，整体来看工业品涨价仍缺乏需求端的拉动力。

图26: 6月布伦特原油价格下降



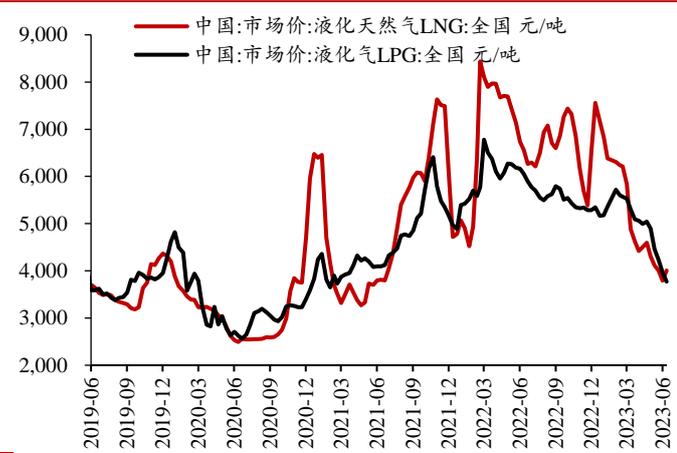
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 6月国内汽油、柴油价格下降



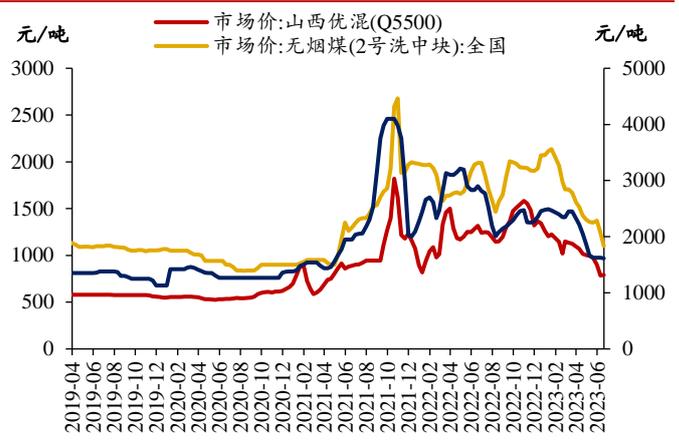
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 6月国内天然气价格下降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

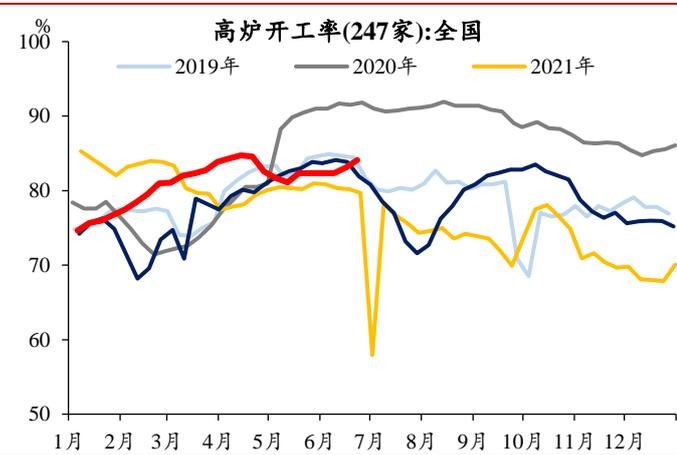
图29: 6月煤炭价格下跌



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

国内工业生产强度有所回升，工业品价格环比跌幅收窄。6月高炉开工率有所回升，主要钢厂螺纹钢、粗钢等下游钢材产量与上月基本持平，纯碱开工率保持高位，地产竣工链表现依然优于新开工链。6月中电联企业日均发电量显著抬升，但主要受北方高温天气影响，居民用电需求较大，南方八省电厂日耗煤量先升后降，从侧面说明工业用电强度一般。基建方面，水泥发运率、石油沥青装置开工率保持低位，北方高温影响基建项目开工强度。另外，汽车全钢胎、半钢胎开工率、涤纶长丝织机开工率环比小幅回升。

图30: 6月高炉开工率有所回升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图31: 6月中电联企业日均发电量显著抬升

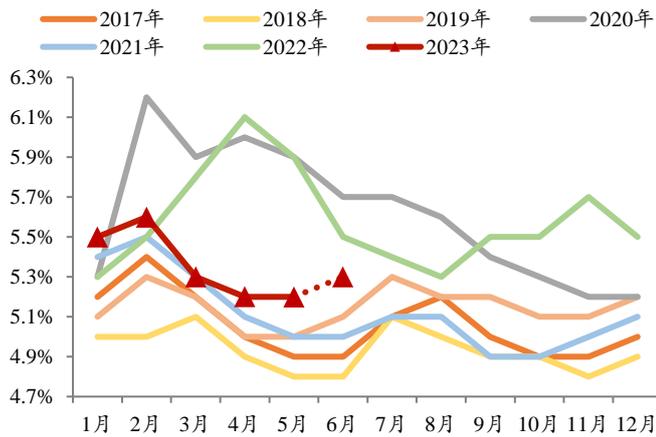


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

7 失业压力小幅上升，整体就业基本稳定

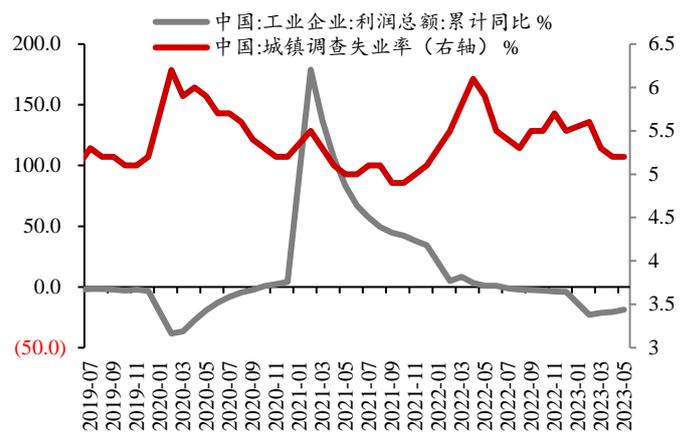
预计6月全国城镇调查失业率为5.3%，较前值上升0.1个百分点，失业压力小幅上行，毕业季青年人口面临阶段性压力。一方面，国内出行强度开始向常态化回归，与之对应的住宿餐饮业、交通运输业等第三产业吸纳劳动力的作用边际收敛；另一方面，工业企业盈利持续承压，部分需求不足和产能过剩行业面临用工需求收缩的问题。

图32： 预计6月调查失业率为5.3%，较前值上升0.1个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

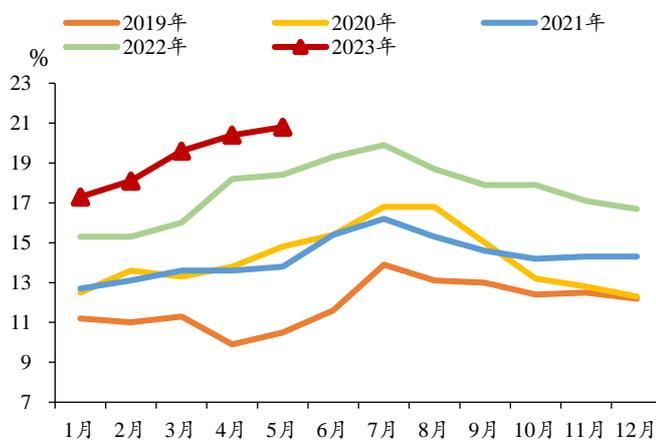
图33： 工业企业利润承压



资料来源：Wind，浙商证券研究所

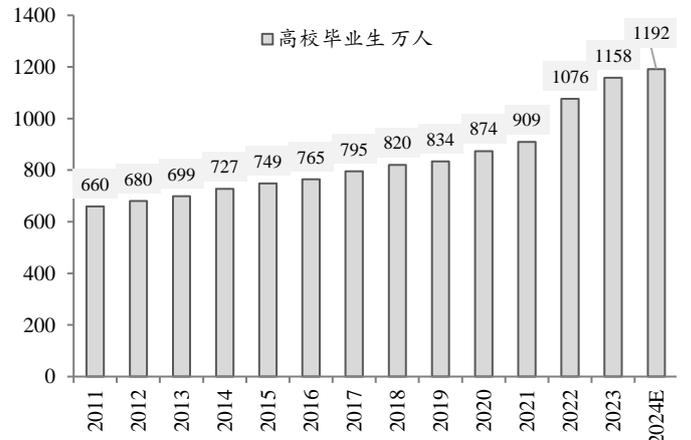
16-24岁青年人口就业结构数据仍有隐忧。5月16-24岁人口调查失业率数据为20.8%，续创新高。根据历史数据判断，随着7-8月毕业季到来，青年人群失业率往往会出现季节性冲高。同时，经济转型过程中所需要的劳动力与教育体系的匹配度欠佳，就业市场出现结构性错配，青年结构性失业压力值得关注。

图34： 16-24岁人口调查失业率仍居高位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图35： 高校毕业生创历史新高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

就业优先政策持续发力，一定程度上缓解大学生毕业季压力。今年高校毕业生人数达到1158万人，高校毕业生已成为就业工作的重中之重。一方面，6月16日教育部组织开展“2023年高校毕业生就业创业政策宣传月”活动，补贴用人单位、支持自主创业、鼓励基层就业等。6月25日，人社部启动2023年高校毕业生等青年就业服务攻坚行动。另一方面，6月14日，八部门发文部署职业教育产教融合赋能提升行动，该行动将在全国培育一万家以上产教融合型企业，以解决人才培养和产业发展结构性错配问题。

“以工代赈”等政策提振就业，带动困难群众就业增收。今年以来，国家发展改革委联合财政部分批下达2023年以工代赈中央专项投资73亿元，占年度拟下达投资规模的90%以上。该项目预计发放劳务报酬20余亿元，可吸纳带动20多万群众参与工程项目建设，人均增收一万元左右。“以工代赈”政策可吸纳更多困难群众特别是农村脱贫人口、易返贫对象、返乡农民工等群体在家门口务工就业，有助于进一步解决困难群众就业难与就业增收问题。

8 预计2023年6月信贷新增2.2万亿，社融新增3.39万亿，增速分别为10.9%和8.8%

预计2023年6月人民币贷款新增2.2万亿，由于去年的高基数，同比将大幅少增约6100亿，对应增速回落0.5个百分点至10.9%，我们对数据相对悲观并提示其可能继续低于市场一致预期。去年6月的疫后修复期，信贷实现2.81万亿的较高基数，使得今年6月数据大概率同比少增，且一季度的大规模投放或对后续月份有所透支，在当前经济弱修复期，预计实体部门内生动能及企业信贷需求仍然偏弱；居民端，6月地产销售高频仍然低迷，消费活力也有待释放，而去年6月居民贷款数据恢复至较高水平，预计今年将同比少增。

从票据利率角度观察月内信贷状况，相对对流动性的指示性意义，票据更具信贷属性，将票据利率与同期限同业存单利率做差，可剔除短端流动性的扰动，该指标与信贷增速正相关度较高，当银行一般贷款投放较为充足，即信贷形势较好时，则其购入贴现票据减少，票据市场供大于求会使得利率上行幅度较大；反之，若实体信贷需求较弱，银行往往会通过“冲票据”以保持信贷规模相对稳健，此时贴现票据需求增大，供不应求导致票据利率下行幅度加大，而此时信贷总体形势是偏弱的。

今年6月，票据-同业存单利差（6个月）先升后降，6月9日起数据持续回落，截至6月29日，较月内高点累计回落了64BP。总体看，预计一季度的透支及当前信贷需求的回落可能导致6月信贷同比承压。

信贷结构预计仍是重点支持基建、制造业（尤其是科创、绿色）、普惠小微等领域，地产为边际增量。根据央行4月20日新闻发布会披露数据，一季度基建中长期贷款新增2.16万亿元，同比多增7771亿元；制造业中长期贷款新增1.3万亿元，同比多增6237亿元；房地产业中长期贷款新增6536亿元，同比多增3791亿元。对于基建，我们认为，去年大量重大项目集中开工、加速推进，今年进入施工阶段，对资金的需求量保持稳健；对于制造业，政策持续鼓励银行加大制造业中长期贷款投放，其中，高技术制造业、新能源是侧重点，6月26日，国家发展改革委财金司组织召开扩大制造业中长期贷款投放现场会，会议要求扎实推动金融支持制造业发展提质增效；对于房地产，2022年末地产金融政策转向，“要求落实落细金融支持房地产市场一揽子政策措施”的基调下，地产开发贷、保交楼贷款也为企业中长期贷款贡献增量。

图36: 6月票据-同业存单利差先升后降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

预计6月社融新增3.39万亿,同比大幅少增约1.8万亿,增速较前值降0.7个百分点至8.8%,刷新年内新低,一方面源自去年的高基数,尤其是去年6月专项债额度全部发行完毕,使得6月政府债券项目新增规模高达1.62万亿,另一方面主因今年经济形势走弱,信贷、未贴现银行承兑汇票数据较低。结构中,预计同比拖累主要来自政府债券、信贷、未贴现银行承兑汇票;而企业债券、信托贷款、股票融资及委托贷款或小幅同比多增。

高频数据显示6月政府债券净融资规模约5600亿元,但去年基数为1.62万亿,该项目预计大幅同比少增;对于信贷,预计6月表内非银贷款约-800亿,使得社融口径人民币贷款较信贷口径人民币贷款略高;对于未贴现银行承兑汇票,当前经济走势偏弱,承兑体量不强,且到期量较大,预计数据仍为负值。

对于企业债券,信用债收益率维持低位,6月数据明显改善,不论是环比还是同比维度;对于信托贷款,预计小幅同比多增,主要受地产金融政策影响,“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”,当前金融机构继续积极落实,预计将支撑信托贷款数据,且融资类信托若依据存量比例压降,则每年压降规模也是同比减少的;预计委托贷款走势稳健,边际增量或来自公积金贷款。

对于M2,去年基数逐步走高及今年6月信贷同比较弱、财政支出也受到一定掣肘的情况下,预计6月M2增速较前值回落0.8个百分点至10.8%。对于M1,地产销售低迷、居民消费活跃度分化,去年基数走高,预计6月M1增速较前值继续下行1.6个百分点至3.1%。

总体看,由于去年6月各项金融数据基数均明显上行,我们认为今年6月数据或均有承压,自当前至7月中旬数据发布,将对市场情绪逐步产生影响,提示关注。较弱的数字发布后,叠加经济高频数据同比走弱,尤其是7月大学生毕业季可能推升失业压力,后续货币政策进一步宽松预期也将逐步强化,我们仍认为下半年有全面降准和降息,降准在三季度的概率大,体现稳增长保就业诉求。此外,“精准有力”的货币政策意味着结构性工具将继续发力;同时,预计下半年政策性金融工具也将择机使用,发挥“准财政”功能。

9 风险提示

大国博弈超预期；地缘政治形势变化超预期。

表1: 6月宏观经济数据预测

	2022年 实际	2023年 2月实际	2023年 3月实际	2023年 4月实际	2023年 5月实际	2023年 6月预测
GDP (当期实际同比, %)	3.0		4.5 (Q1)			6.7 (Q2)
规模以上工业增加值 (当期同比, %)	3.6	2.4	3.9	5.6	3.5	4.0
固定资产投资 (累计同比, %)	5.1	5.5	5.1	4.7	4.0	3.9
社会消费品零售总额 (当月同比, %)	-0.2	3.5	10.6	18.4	12.7	2.5
CPI (当期同比, %)	2	1.0	0.7	0.1	0.2	0.2
PPI (当期同比, %)	4.1	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-4.8
出口 (人民币计价当期同 比, %)	7	0.9	23.4	16.8	-0.8	-2.7
进口 (人民币计价当期同 比, %)	4.3	-2.9	6.1	-0.8	2.3	2.6
M2 (当期同比, %)	11.19	12.9	12.7	12.4	11.6	10.8
社会融资总额 (当期新增, 亿元)	320100	31600	53800	12200	15600	33900
人民币贷款 (当期新增, 亿元)	213096	18100	38900	7188	13600	22000
城镇调查失业率 (期末, %)	5.5	5.6	5.3	5.2	5.2	5.3
人民币兑美元汇率 (次月期末)	6.97	6.87	6.92	7.11	7.23	7.30

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>