



经济复苏动能趋缓，低基数推动GDP上行

2023年7月6日

数据预测

	2023-06(预测)	2023-05	2023-04	2023-03
GDP	6.6	-	-	4.5
内需	工增	1.9	3.5	5.6
	投资	2.2	4.0	4.7
	制造业	4.4	6.0	6.4
	房地产	-9.6	-7.2	-6.2
	基建	8.8	10.1	9.8
	消费	2.9	12.7	18.4
外需	出口	-10.7	-7.5	8.5
	进口	-4.5	-4.5	-7.9
物价	CPI	0.2	0.2	0.1
	PPI	-5.2	-4.6	-3.6
金融	M2	10.2	11.6	12.4
	社融同比	8.9	9.5	10.0
	社融规模	25,446	15,556	12,244
	贷款规模	22,000	13,600	7,188
	超储率	1.5	-	-

来源：wind，平安证券研究所；注：投资为累计同比，社融为存量同比，其他分项为当月同比；贷款规模为社融口径；新增社融和贷款单位为亿元，其他为%。

预测逻辑与假设

6月，高温天气叠加季节性因素使得供给端温和修复，但需求端延续回落。预计二季度GDP同比增速为6.6%，两年复合增速约为3.5%。6月建筑业PMI持续下探，较5月下行2.5个百分点，弱于近三年同期，房地产投资延续弱势；消费保持服务强、商品弱的特点，汽车销售有拖累，端午假期为服务消费提供支撑；外需方面，高基数叠加海外景气度下滑，6月进出口或延续回落。价格方面，CPI低位震荡，工业品降价暂无趋缓迹象，PPI持续下探。金融数据方面，6月票据利率回落，信贷投放弱于季节性，政府债融资节奏放缓。

1 生产温和修复，需求延续回落

生产温和修复，二季度GDP同比预计在6.6%左右。6月制造业生产项PMI为50.3%，较前值上升0.7个百分点，改善幅度不及22年同期。由于高温天气和季节性因素影响，各行业开工率普遍改善。假设6月生产环比处于21与22年平均水平，工增同比可能为1.9%。我们按照工增同比和服务业生产指数同比拟合月度及季度GDP，假设6月服务业生产指数同比回落至10.0%，预计二季度GDP同比增速为6.6%，两年复合增速约为3.5%。

地产投资疲软，固投继续下滑。6月建筑业PMI持续下探，较5月下行2.5个百分点，弱于近三年同期。我们假设6月地产投资环比增速约为季节性水平的一半，降幅走扩至9.6%；制造业、基建投资环比参考季节性水平，累计同比增速分别约4.4%、8.8%。固投累计同比增速降至2.2%。

基数效应加速出口同比回落。6月越南出口环比较5月下跌4.6个百分点，且低于近三年均值水平；OECD综合领先指数也有所下滑。PMI进出口相关的分项均有所下行。总体来看，短期内外需疲软叠加高基数效应，6月进出口强度或持续走弱。按照季节性规律，我们预计出口、进口同比增速分别约-10.7%、-4.5%。

服务强、商品弱的格局延续。从非制造业PMI来看，服务消费相关的运输业、住宿业、餐饮业景气指数较高，与商品消费相关的批发零售行业则相对较弱。6月全国乘用车零售额较5月下滑19.6个百分点，预计拖累社零2个百分点。另外，端午假期旅游热、观影热对服务消费提供一定支撑。我们预计社零两年复合增速为3%，略好于4-5月。

CPI环比企稳，同比增速小幅回升。6月，食品价格与油价持续共振下行，36城猪肉零售价、菜篮子批发价、WTI期货结算价月均值分别环比下降1.7%、1.2%、1.9%，降幅小于季节性水平。6月CPI环比季节性增速为-0.1%，我们预计23年6月CPI环比增速为0.0%，同比增速为0.2%。

工业品降价暂无趋缓迹象，PPI持续下探。商务部发布的生产资料价格指数6月环比下行2.4%。6月份制造业出厂价格PMI仍处于紧缩区间，中国大宗商品价格总指数月均值较5月下跌0.9%。除了螺纹钢以外，工业品价格下降尚看不见缓和迹象。我们假设生活资料价格符合季节性，根据生产资料与生活资料价格拟合得到6月PPI环比、同比增速分别为-0.6%、-5.2%。

6月是季末信贷大月，但票据利率全月维持下行，或预示6月信贷表现弱于往年同期。19-21年6月新增信贷均值为2.8万亿元，我们预计今年6月新增人民币贷款2.2万亿元。

其他融资方面，Wind口径6月政府债、企业债净融资额分别为2,077亿元、1,749亿元，同比少增15,211亿元、749亿元；政府债中，国债净融资为152亿元，地方政府债为1,925亿元。预计新增社融约2.5万亿元。

我们根据“五因素”框架，即 Δ 超额存款准备金= Δ 外汇占款+ Δ 央行投放- Δ 政府存款- Δ 法定存款准备金- Δ M0，测算出6月末超额存款准备金率为1.5%。

风险提示：1) 货币政策转向；2) 通胀超预期；3) 海外货币政策收缩持续性超预期。

分析师

刘璐

投资咨询资格编号

S1060519060001

liulu979@pingan.com.cn

免责声明：
此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代理行独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

