

宏观点评 20230717

5.5%：下半年增长和政策如何角力？

2023年07月17日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《厄尔尼诺现象下的工业“烤”验》

2023-07-17

《美国6月通胀：“漂亮”的背后掩盖了什么？——海外宏观经济周报》

2023-07-16

■ **二季度 GDP 增速 6.3% 产生于这样一种背景：增长比预期有压力，但政策比预期有耐心。我们预计这种经济政策的角力将贯穿下半年。**一方面，在“5%左右”的目标下，上半年 GDP 增速 5.5% 意味着下半年增速需要达到 4.6%，这一门槛并不算高，但在当前内需下行+外需收缩的背景下，仍需要政策端的发力来对冲。另一方面，在高质量发展的要求下，不搞“大干快上”、“贪大求洋”已成为政策的内在约束（图 1）。

■ 因此，在上述角力下，我们预计 7 月政治局会议仍将保持宽松基调，但不会有重大刺激政策出台，下半年在政策端仍将偏重科技和产业安全，这从领导人最近的调研可见一斑（图 2）。

■ 回头来看，我们认为二季度经济数据的走势印证了今年高层在经济工作上的底线思维：

■ 比如今年全年的 GDP 增速目标，可能就是“5%左右”，而非市场年初预期的 5.5% 以上甚至接近 6%，因此不需要多大的政策刺激

■ 比如就业问题，只要整体失业率回到疫情前水平，青年人失业率的走高在短期是可以接受的，况且从各国的经验来看缺乏有效解决手段（图 4）。

■ 比如扩大内需，虽然服务业的复苏动能有所放缓，但从结构上来看，服务业对经济增长的拉动正持续提升，并且上半年居民实际可支配收入增速（5.8%）超过 GDP 增速（5.5%）也是构成利好。

■ 当然，作为内需不足的掣肘，当前民营企业信心不足，房地产市场再度疲软确实亟待解决。我们预计 7 月政治局会议前后在提振民营企业和楼市信心上会有更多支持性的政策出台。从具体数据上看：

■ **工业生产：继续成为经济的拖累。**6 月工业增加值同比增长 4.4%，上半年同比增长 3.8%，明显低于同期 GDP 增速（5.5%），基本符合本轮复苏“服务强、工业弱”的特点。从第二季度来看，除了 4 月环比增速偏冷外，5、6 月环比增长基本处于历史同期均值水平，往后看由于外需和内需整体依旧偏弱，第三季度工业增速的反弹之路依旧充满不确定，工业增速低于 GDP 增速的情况可能要到第四季度才会扭转。

从行业构成上看，第二季度汽车和电气机械依旧是工业增加值最大的拉动力，不过 6 月化学原料和制品行业“异军突起”、突然加速，在没有明显低基数的情况下，同比增速较 5 月上升 6%，这可能和下游长丝等纺织行业开工率持续改善，以及化工产品出口量的韧性有关：一方面可能对应着国内年初地产销售反弹之后的家装需求上升，以及相关行业库存的下降；另一方面，出口端，如化肥之类的化工产品剔除价格因素后依然保持着不错的实际增速。

■ **制造业投资：民企开始扩大投资了？**今年上半年和 6 月当月制造业投资同比均增长 6%，暂时止住了年初以来单月同比增速持续下滑的态势。我们在之前的报告中说过，后疫情时代，制造业投资由顺周期经济项变成了逆周期调节的“工具”，不过边际上可能出现了改善——民企开始加大投资了。我们看到固定资产投资里民企投资相对于整体投资的增速在 6 月出现了触底反弹，如果剔除继续降温的地产投资，这至少证明民间制造业投资的表现会更好。从具体产业上看，电气机械、汽车、有色和化工是主要的支撑力量，而从边际上看，汽车和医药可能是民企投资扩张的主要方向。

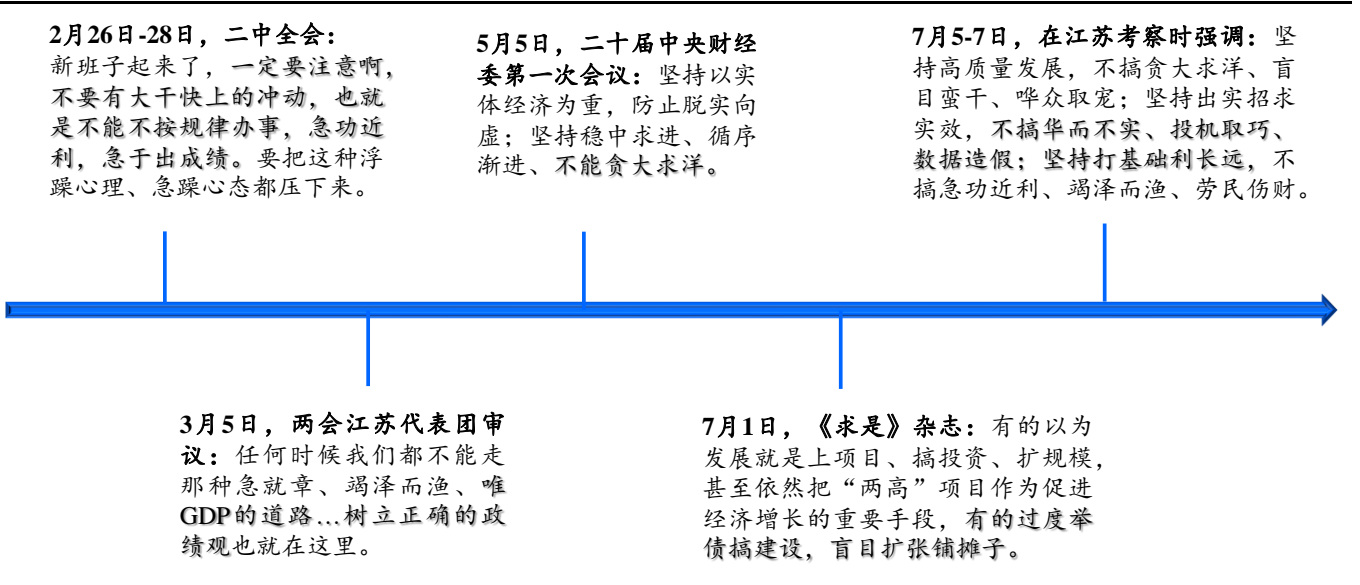
■ **基建：夯实经济增长“压舱石”。**2023 年以来基建发力明显，6 月广义基建投资同比增速录得 12.3%（5 月为 10.8%），基建投资为稳增长提供强劲动力。分细项来看，6 月基建投资加速的“引擎”是交通仓储和公用事业，尤其是交通基建投资同比涨幅明显，这主要源于铁路投资的提速。6 月起沥青去库态势显著，也从侧面印证了交通基建的加速。

- 在经济复苏道路上稳定基建增速的逻辑至关重要，目前看来至少上半年基建算是“稳住”了。不过6月专项债发行节奏较上年偏慢，同时还没有去年同期政策性开发性金融工具的“保驾护航”。后续政策端将如何为基建投资加“弹药”是一大关注点，根据国新办新闻发布会的信息，6月末7399亿元政策性开发性金融工具的资金支付使用比例已超过70%，准财政工具的扩容仍具必要性。
- **消费：高基数下的稳健回暖。**与4、5月的高同比、弱复苏形成鲜明对比的是，6月社零虽然同比读数显著回落，但环比边际改善，两年复合同比走阔至3.1%（4、5月分别为2.6%、2.5%）。收入修复是重要因素，上半年全国居民人均可支配收入实际同比回升至5.8%，基本回归至长期趋势水平，二季度居民消费倾向同比已有大幅好转。

分项来看，“618”活动的拉动作用下，耐用品消费复苏进一步加快：大额商品如金银珠宝与通讯器材维持高增速，化妆品、服装受电商促销影响复合同比转正。最大的边际变化来自于家电项（从5月复合同比-5.4%修复至6月复合同比3.8%），一方面来自于高温天气催生的购置需求，另一方面来自于春季地产销售回暖对后周期产品的拉动，而家具、建筑本月复合同比跌幅也均有收窄。

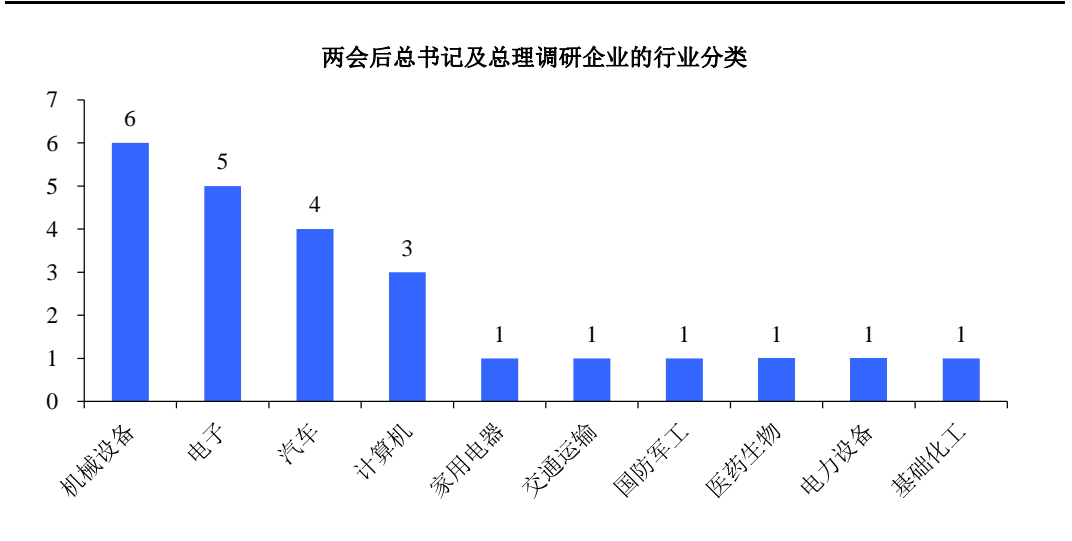
出行方面，6月汽车、石油及制品项同比为负，主要受高基数与油价回落影响。往后看，促汽车消费政策的落地与暑期出游的换车需求对相关消费均有支撑，叠加二季度城镇调查支出增加意愿中旅游项的边际增长，三季度消费有望在出行相关项的拉动下保持复苏。
- **地产：目前还在寻找企稳的支点。**房地产各项指标的继续回落仍“不出意外”，6月具体数据方面：开发投资同比下降10.3%与5月基本持平；新开工与竣工面积继续分化，不过增速差有所收敛，销售面积在去年高基数压力下同比跌幅走阔至-18%，与其相对应的是房企重新转弱，6月克而瑞口径百强房企业绩同比下降27%。
- **风险提示：**欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

图1: 今年以来总书记关于高质量发展在经济上重要表述



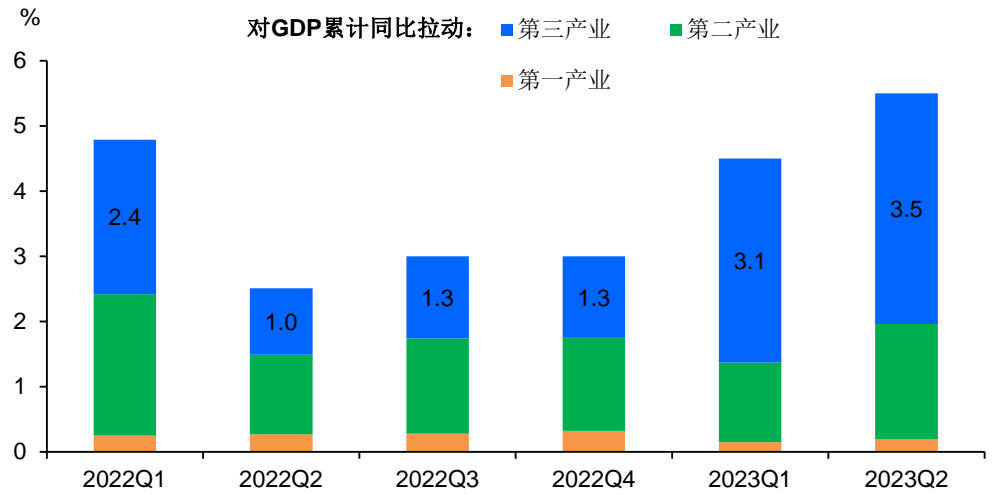
数据来源：新华社，东吴证券研究所

图2: 近期领导人调研的企业偏重于科技和产业安全



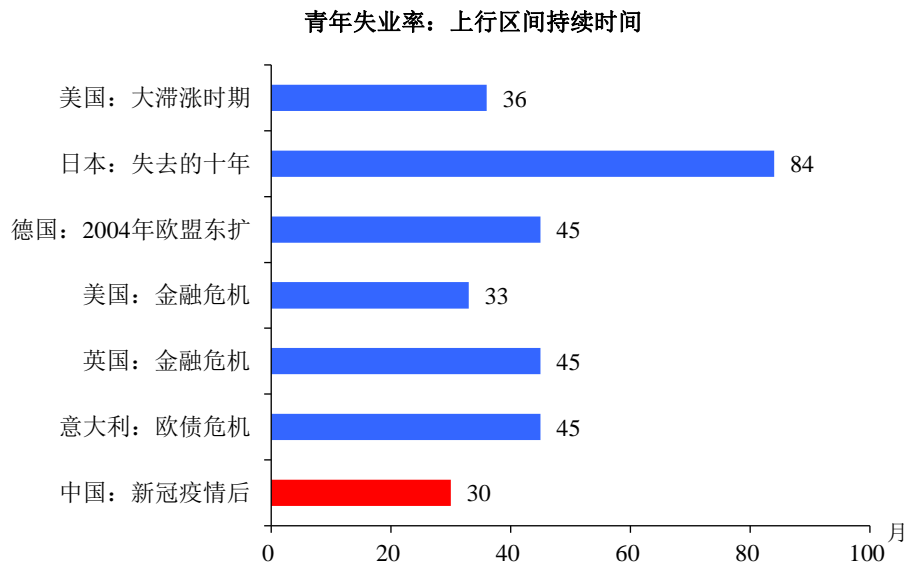
资料来源：新华社，东吴证券研究所

图3: 第三产业对 GDP 增速的拉动持续提升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

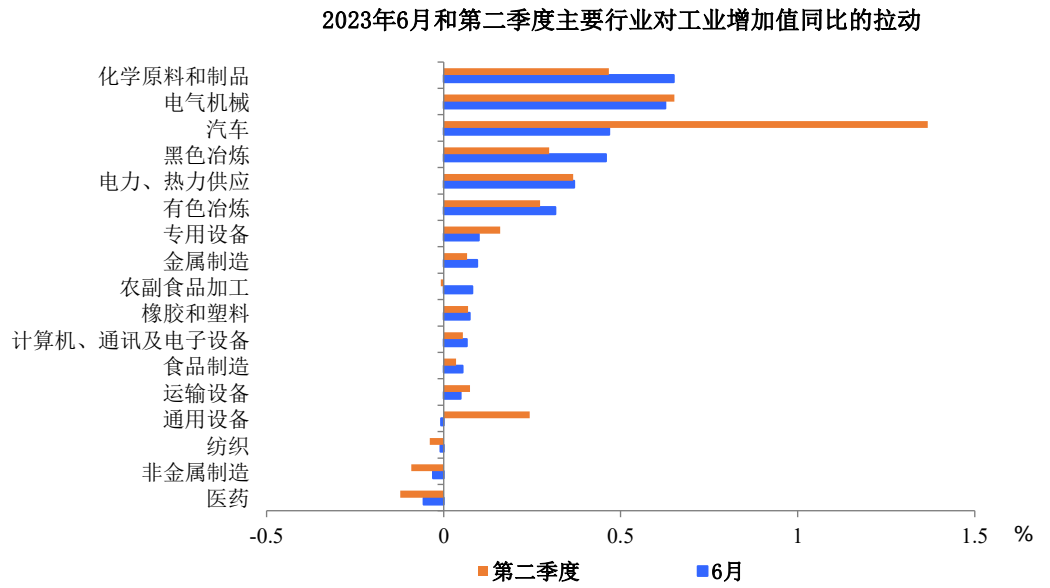
图4: 经济冲击后青年失业率往往易上难下



注：中国数据选取的起点是 2021 年 1 月，且剔除季节性。

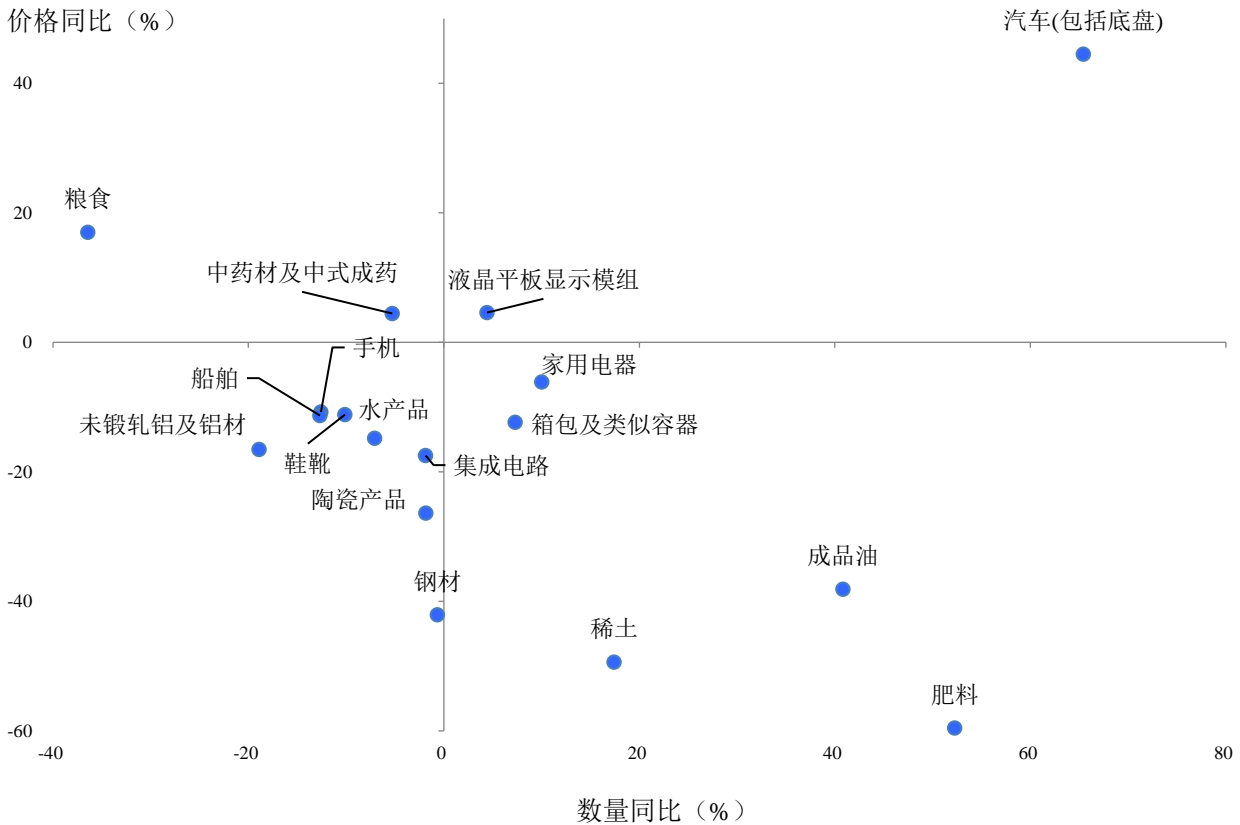
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023年6月和第二季度主要行业对工业增加值同比的拉动



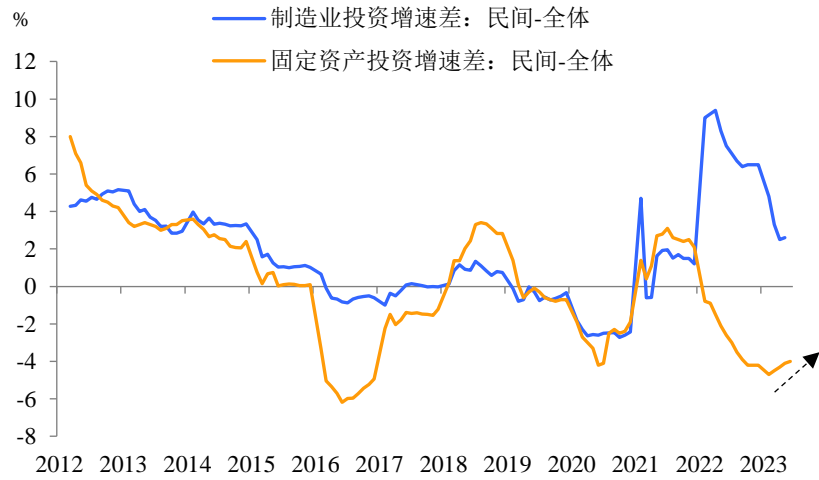
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 6月出口重点商品分项量价同比散点图: 肥料量升价跌



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

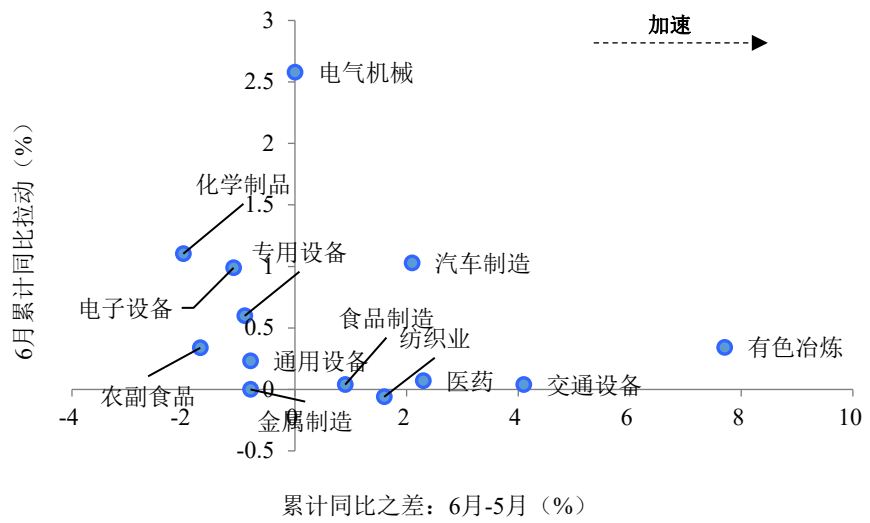
图7: 2023年6月民间投资的相对增速出现了边际的企稳



注: 6月民间制造业投资的数据尚未公布。

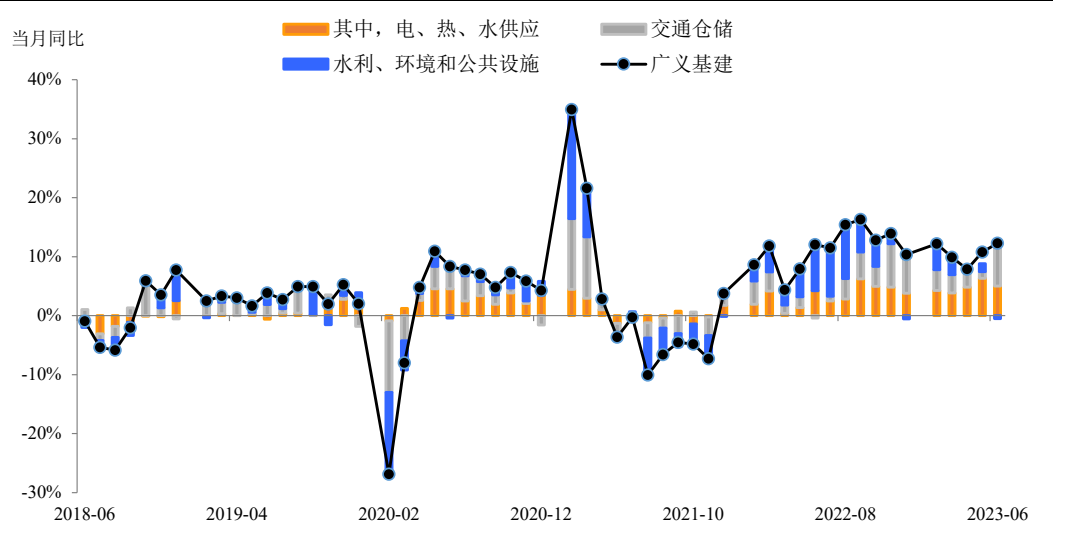
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023年6月部分行业制造业投资的变动



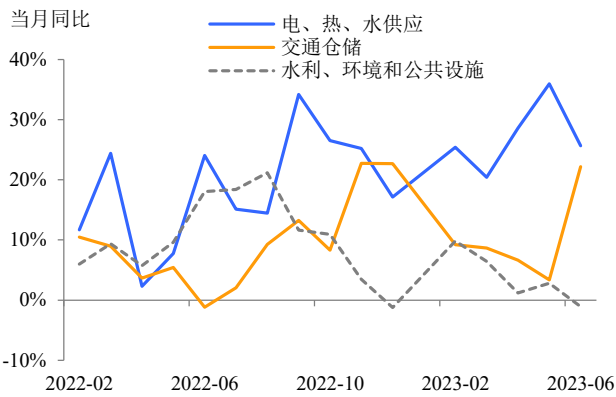
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023年6月交通基建“马力”十足



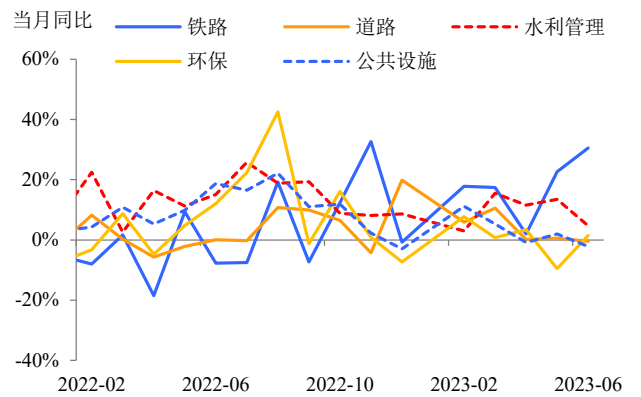
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023年6月交通仓储投资同比增速涨势显著



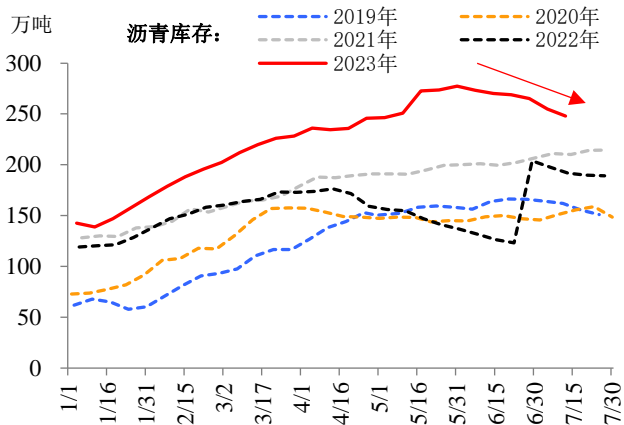
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2023年6月铁路投资提速凸显“火车头”拉动作用



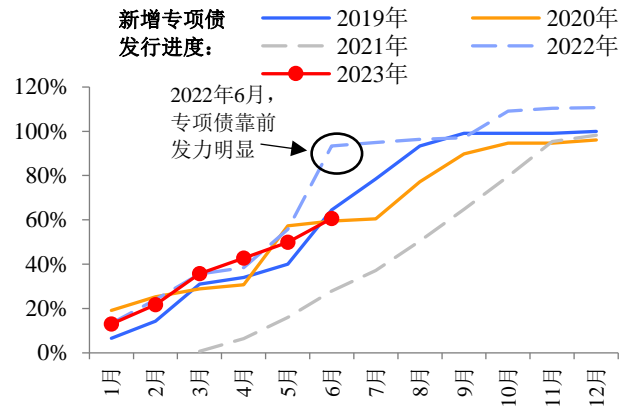
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 6月起沥青去库速度加快



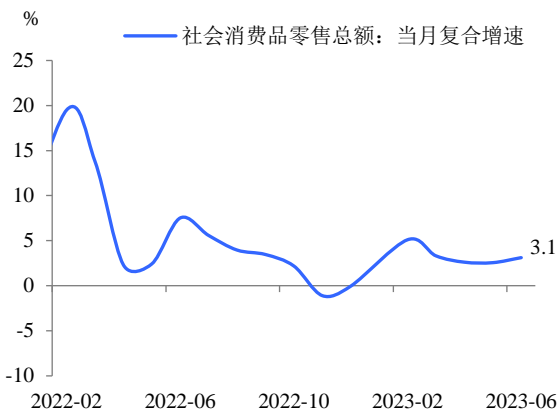
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图13: 6月专项债发行进度不及去年同期



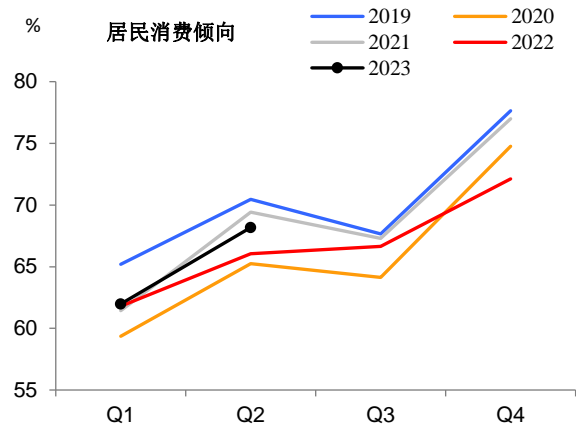
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 6月社零复合增速回暖



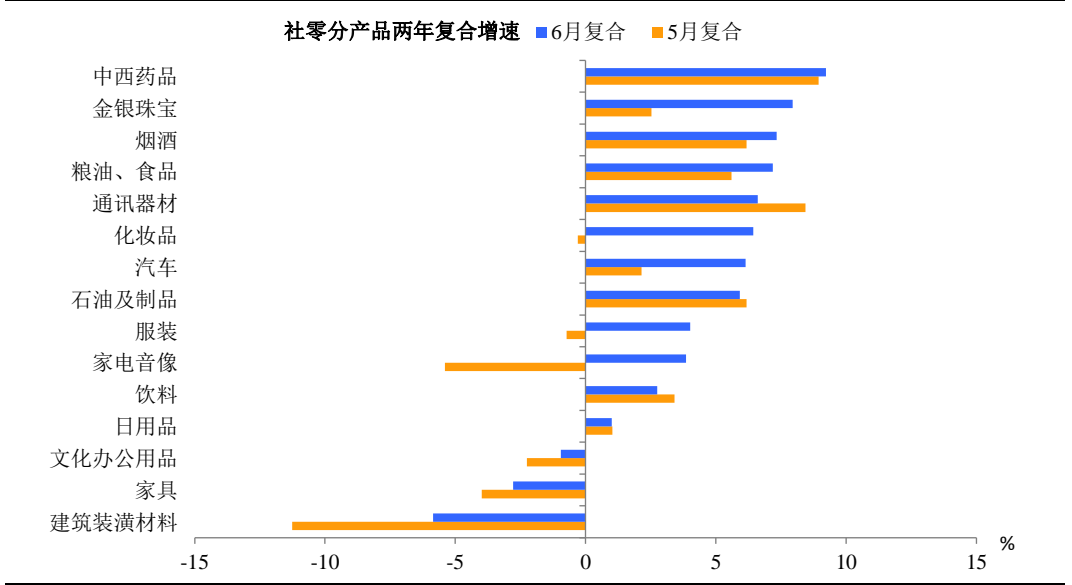
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 二季度居民消费倾向同比大幅好转



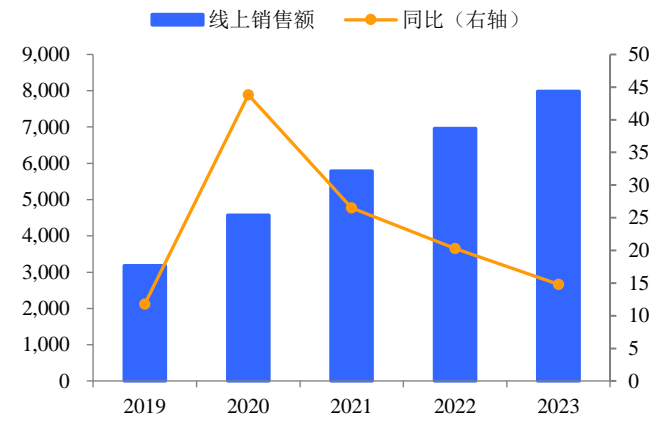
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 6月社零分项复合增速



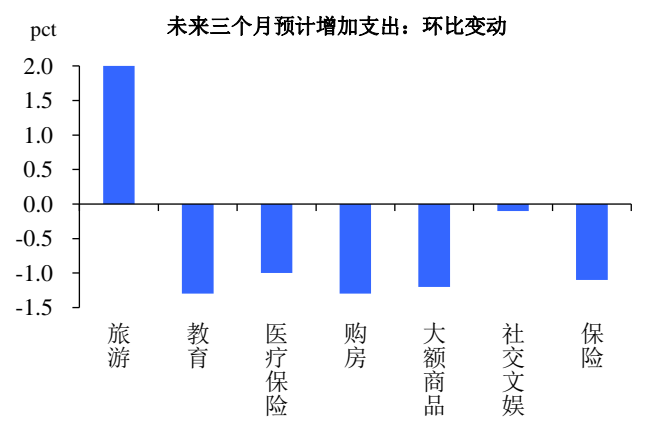
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 今年“618”活动当日销售额同比增速放缓



数据来源: Syntun, 东吴证券研究所

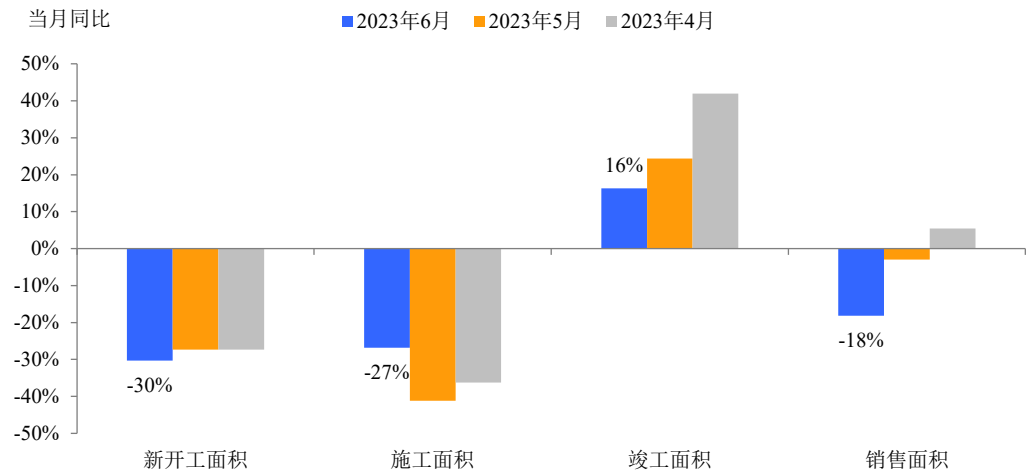
图18: 居民未来一季度预计增加支出仅剩旅游项



注: 数据来自于央行 2023 年二季度调查值。

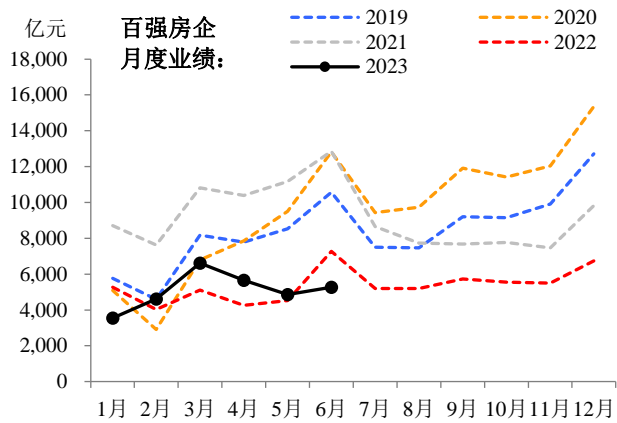
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 6月地产开工与竣工持续分化



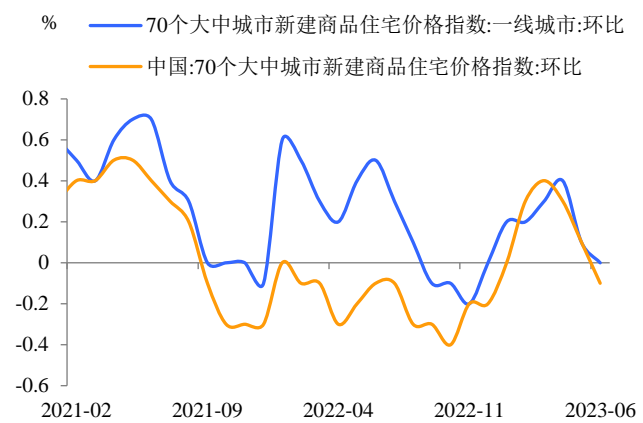
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 6月房企业绩同比转弱



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 6月房价整体环比萎缩, 一线城市环比降至0%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>