

## 宏观利率

## 经济边际略改善，收益率低位稳定

——2023年6月经济数据点评兼论利率影响

2023年7月17日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

## 投资要点：

- **市场启示：经济边际略改善，收益率短期方向性不强。**6月，除地产投资增速仍大幅下降外，基建投资、制造业投资具有韧性，消费两年平均表现好于上月。第一，疫后复苏逻辑延续，如餐饮、部分接触型服务业表现较好；第二，地产投资依然深度调整，地产链相关消费表现偏弱。第三，稳增长和补库需求边际支撑基本面。基建和制造业投资增速韧性。当前库存水平较低的行业主要集中在部分消费和出口相关行业，但工业品和原材料行业库存水平总体偏高。因此本轮库存周期回升更依赖经济自身修复动能，磨底时间可能偏长。7月以来十年国债收益率低位稳定，短期内预计方向性仍不强。收益率向上驱动力在于经济企稳和稳增长预期，向下驱动力在于宽货币以及配置需求。若有反弹机会建议积极配置。
- **消费稳步恢复，结构仍分化。**6月社零同比增长3.1%（前值12.7%），累计同比增长8.2%（前值9.3%），四年复合增速为4.0%（前值3.5%），连续两个月低位回升，但距离2019年的增速水平还具有较大差距。6月社零（非季调）环比增长5.68%，高于季节性水平。分项看，服务性消费持续恢复；升级类商品销售增长较快；生活必需类消费稳步增长；地产相关的建筑及装潢材料类、家具类增速略有恢复，但总体表现偏弱。
- **房地产销售增速下跌加快，房企加快竣工，减少开工。**6月房地产开发投资完成额累计增速-7.9%（前值-7.2%）。6月商品房销售面积累计跌幅扩大至-5.3%（前值-0.9%），房地产开发资金来源累计跌幅扩大至-9.8%（前值-6.6%）。6月房屋竣工面积依然高增，新开工和施工面积跌幅扩大。
- **基建投资高位维持韧性。**6月基建投资累计增速7.2%（前值7.5%），测算当月同比增长6.4%（前值4.9%）。预计未来一个阶段基建投资有望保持韧性。
- **制造业投资态势总体稳定，民间投资降幅扩大。**6月制造业投资累计增速6.0%（前值6.0%），测算当月同比增速为6.0%（前值5.2%）。6月民间投资累计同比-0.2%（前值-0.1%），连续两个月负增长。分行业看，随着消费的持续复苏，消费品类制造业投资继续好转；装备制造业中政策驱动细分领域表现较好，如汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业。
- **受益于内需边际改善和部分行业补库需求，工业生产总体平稳。**6月规模以上工业增加值同比增长4.4%（前值3.5%），两年平均增长4.2%（前值2.1%）。今年3月以来工业整体处于被动去库存阶段，其中部分中下游行业已经过渡到主动补库存，如农副食品加工业、化学原料及化学制品业。从工业增加值看，也是中下游行业表现较好。剔除价格因素，当前工业产成品库存水平依然偏高，产能过剩制约投资需求，这轮主动补库存大概率偏弱。6月工业企业产销率下滑至95.7%（前值96.6%）。
- **风险提示：**稳增长政策力度超预期；地方政府债务风险。



## 1. 事件回顾

2023年6月，规模以上工业增加值当月同比增长4.4%（前值3.5%）；全国固定资产投资累计同比增长3.8%（前值4.0%），其中制造业投资累计同比增长6.0%（前值6.0%），基础设施（不含电力）投资累计同比增长7.2%（前值7.5%），全国房地产开发投资累计同比增长-7.9%（前值-7.2%）；社会消费品零售总额当月同比增长3.1%（前值12.7%）。

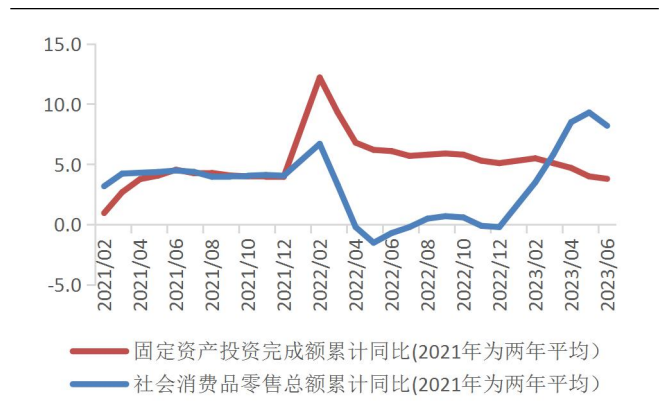
## 2. 数据分析

**6月经济略改善，稳增长和补库需求是主要支撑。**6月工业增加值增速、固定资产投资及三大分项增速、社会融资规模均高于预期，社会消费品零售、进出口增速低于预期。二季度GDP同比增长6.3%，低于预期的6.8%。边际看，除地产投资增速仍大幅下降外，基建投资、制造业投资具有韧性，消费表现好于上月。

图1：工业增加值当月增速（%）



图2：固定资产投资及消费累计增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

**消费水平稳步恢复，结构仍分化。**6月社零同比增长3.1%（前值12.7%），累计同比增长8.2%（前值9.3%）。用平均增速剔除疫情波动的影响，6月社零四年复合增速为4.0%（前值3.5%），连续两个月恢复，但距离2019年的增速水平还具有较大的差距。6月社零（非季调）环比增长5.68%，高于季节性水平。具体看，6月社零具有如下特征：第一，服务性消费持续恢复。6月餐饮收入增长16.1%，四年平均增速和两年平均增速分别为3.24%、5.57%，均较上月扩大；6月服务业生产指数同比增速6.8%，两年平均增速4.0%（前值3.0%）。第二，升级类商品销售增长较快。6月金银珠宝类零售额两年平均增速8.0%，达到疫情前的水平，体育娱乐用品类商品零售额增长9.2%，两年平均增速为9.5%。第三，生活必需类消费稳步增长。粮油、食品类两年平均增速为7.2%（前值5.6%）。第四，和地产投资相关度较高的建筑及装潢材料类、家具类增速略有恢复，但总体表现偏弱。家用电器和音响器材类两年平均增速转正至3.9%（前值-5.4%），主要

受益于高温天气。

表 1：分行业社会消费品零售总额增速（%）

指标名称	2022/10	2022/11	2022/12	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	比上年同期	比上期
粮油、食品类	8.3	3.9	10.5	9.0	4.4	1.0	-0.7	5.4	-3.6	6.1
饮料类	4.1	-6.2	5.5	5.2	-5.1	-3.4	-0.7	3.6	1.7	4.3
烟酒类	-0.7	-2.0	-7.3	6.1	9.0	14.9	8.6	9.6	4.5	1.0
服装鞋帽针纺织品类	-7.5	-15.6	-12.5	5.4	17.7	32.4	17.6	6.9	5.7	-10.7
化妆品类	-3.7	-4.6	-19.3	3.8	9.6	24.3	11.7	4.8	-3.3	-6.9
金银珠宝类	-2.7	-7.0	-18.4	5.9	37.4	44.7	24.4	7.8	-0.3	-16.6
日用品类	-2.2	-9.1	-9.2	3.9	7.7	10.1	9.4	-2.2	-6.5	-11.6
体育、娱乐用品类	1.8	-8.2	-13.3	1.0	15.8	25.7	14.3	9.2	-0.5	-5.1
家用电器和音像器材类	-14.1	-17.3	-13.1	-1.9	-1.4	4.7	0.1	4.5	1.3	4.4
中西药品类	8.9	8.3	39.8	19.3	11.7	3.7	7.1	6.6	-5.3	-0.5
文化办公用品类	-2.1	-1.7	-0.3	-1.1	-1.9	-4.9	-1.2	-9.9	-18.8	-8.7
家具类	-6.6	-4.0	-5.8	5.2	3.5	3.4	5.0	1.2	7.8	-3.8
通讯器材类	-8.9	-17.6	-4.5	-8.2	1.8	14.6	27.4	6.6	0.0	-20.8
石油及制品类	0.9	-1.6	-2.9	10.9	9.2	13.5	4.1	-2.2	-16.9	-6.3
建筑及装潢材料类	-8.7	-10.0	-8.9	-0.9	-4.7	-11.2	-14.6	-6.8	-1.9	7.8
汽车类	3.9	-4.2	4.6	-9.4	11.5	38.0	24.2	-1.1	-15.0	-25.3

数据来源：Wind，山西证券研究所

**房地产销售增速下跌加快，房企加快竣工，减少开工。**6月房地产开发投资完成额累计增速-7.9%（前值-7.2%）。6月商品房销售面积累计跌幅大幅扩大至-5.3%（前值-0.9%），房地产开发资金来源累计跌幅扩大至-9.8%（前值-6.6%），其中来自国内贷款的部分累计跌幅-11.1%（前值-10.5%），来自个人按揭贷款的部分为2.7%（前值6.5%），自筹资金累计跌幅扩大至-23.4%（前值-21.6%）。6月房屋竣工面积累计增速19.0%（前值19.6%），新开工面积累计增速-24.3%（前值-22.6%），施工面积-6.6%（前值-6.2%）。

**基建投资高位维持韧性。**各方面积极推动交通、水利等重大基础设施建设，成效持续显现。6月基建投资累计增速7.2%（前值7.5%），测算当月同比增长6.4%（前值4.9%）。预计未来一个阶段基建投资有望保持韧性。

**制造业投资态势总体稳定，民间投资降幅扩大。**6月制造业投资累计增速6.0%（前值6.0%），测算当月同比增速为6.0%（前值5.2%），显示制造业投资亦呈现出较强的韧性。6月民间投资累计同比-0.2%（前值-0.1%），连续两个月负增长。分行业看，随着消费的持续复苏，消费品类制造业投资继续好转。6月农副食品加工业、食品制造业、纺织业、医药制造业累计增速分别较5月变化-1.7个百分点、0.9个百分点、1.6个百分点、2.3个百分点。装备制造业中政策驱动细分领域表现较好。其中通用设备、专用设备投资增速分别较上月放缓0.8个百分点和0.9个百分点；汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投

资增速分别较上月加快 2.1 个百分点和 4.1 个百分点；受出口回落影响，电气机械及器材制造业投资增速持平于上月，计算机、通信和其他电子设备制造业投资较上月回落 1.1 个百分点。

表 2：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2022/10	2022/11	2022/12	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	比上年同期	比上期
农副食品加工业	16.3	15.9	15.5	13.2	10.1	5.8	8.1	6.4	-10.3	-1.7
食品制造业	15.0	14.9	13.7	5.1	5.8	0.0	0.5	1.4	-15.8	0.9
纺织业	6.0	5.4	4.7	-11.0	-4.3	-7.7	-3.6	-2.0	-13.9	1.6
化学原料及化学制品制造业	20.4	19.7	18.8	17.2	19.2	15.5	15.9	13.9	-1.2	-2.0
医药制造业	6.9	6.2	5.9	-0.6	-1.9	1.2	-0.6	1.7	-3.7	2.3
有色金属冶炼及压延加工业	15.3	14.2	15.7	16.2	10.8	8.3	6.5	14.2	3.6	7.7
通用设备制造业	14.6	14.5	14.8	10.5	7.6	5.6	4.5	3.7	-17.1	-0.8
专用设备制造业	13.4	12.8	12.1	12.2	10.6	8.6	8.6	7.7	-8.7	-0.9
汽车制造业	12.8	12.3	12.6	23.8	19.0	18.5	17.9	20.0	11.1	2.1
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	5.5	3.2	1.7	-6.6	-7.9	-8.2	-1.3	2.8	-11.6	4.1
电气机械及器材制造业	39.7	41.4	42.6	33.7	43.1	42.1	38.9	38.9	2.2	0.0
计算机、通信和其他电子设备制造业	20.8	19.9	18.8	17.3	14.5	14.2	10.5	9.4	-10.5	-1.1

数据来源：Wind，山西证券研究所

受益于内需边际改善和部分行业补库需求，工业生产总体平稳。6 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%（前值 3.5%），两年平均增长 4.2%（前值 2.1%）。今年 3 月以来工业整体处于被动去库存阶段，其中部分中下游行业已经过渡到主动补库存阶段，如农副食品加工业、化学原料及化学制品业。从工业增加值看，也是中下游行业表现较好。剔除价格因素，当前工业产成品库存水平依然偏高，产能过剩制约投资需求，这轮主动补库存大概率偏弱。6 月工业企业产销率下滑至 95.7%（前值 96.6%）。

表 3：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2022/10	2022/11	2022/12	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	比上年同期	比上期
农副食品加工业	-2.0	-2.9	-2.0	-4.9	-1.6	-1.3	2.2	2.5	3.5
食品制造业	0.3	-2.0	-0.1	2.5	2.9	0.1	3.1	0.1	3.0
酒、饮料和精制茶制造业	1.5	-0.7	3.4	-1.0	2.0	0.0	0.2	-6.9	0.2
纺织业	-4.2	-4.7	-3.0	-3.1	-3.0	-1.8	-0.4	3.5	1.4
化学原料及化学制品制造业	9.8	10.8	11.0	7.1	7.5	3.9	9.9	4.5	6.0
医药制造业	1.6	-3.2	-1.4	-8.3	-7.2	-4.4	-2.1	6.4	2.3
橡胶和塑料制品业	-0.8	-3.4	-7.3	1.7	2.9	2.5	3.0	2.0	0.5
非金属矿物制品业	3.1	1.6	-1.8	3.8	-0.6	-2.6	-0.4	3.3	2.2
黑色金属冶炼及压延加工业	10.2	9.4	2.8	6.0	4.3	3.1	7.8	7.2	4.7
有色金属冶炼及压延加工业	6.8	9.4	6.3	7.0	7.4	7.1	9.1	4.2	2.0
金属制品业	-3.1	-0.3	-1.2	4.8	2.7	-0.1	2.4	2.3	2.5

通用设备制造业	2.0	-0.9	-3.4	4.6	13.5	6.1	-0.2	-1.3	-6.3
专用设备制造业	3.0	2.3	-0.5	7.3	9.1	3.9	3.4	-2.6	-0.5
汽车制造业	18.7	4.9	-5.9	13.5	44.6	23.8	8.8	-7.4	-15.0
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.5	-2.9	2.0	8.6	9.5	7.6	4.7	-2.0	-2.9
电气机械及器材制造业	16.3	12.4	10.8	16.9	17.3	15.4	15.4	2.5	0
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.4	-1.1	1.1	1.2	1.8	0.0	1.2	-9.8	1.2

数据来源：Wind，山西证券研究所

### 3. 市场启示

**经济边际略改善，收益率短期方向性不强。**6月，除地产投资增速仍大幅下降外，基建投资、制造业投资具有韧性，消费两年平均表现好于上月。第一，疫后复苏逻辑延续，如餐饮、部分接触型服务业表现较好；第二，地产投资依然深度调整，地产链相关消费表现偏弱。第三，稳增长和补库需求边际支撑基本面。基建和制造业投资增速韧性。当前库存水平较低的行业主要集中在部分消费和出口相关行业，但工业品和原材料行业库存水平总体偏高。因此本轮库存周期回升更依赖经济自身修复动能，磨底时间可能偏长。7月以来十年国债收益率低位稳定，短期内预计方向性仍不强。收益率向上驱动力在于经济企稳和稳增长预期，向下驱动力在于宽货币以及配置需求。若有反弹机会建议积极配置。

### 4. 风险提示

稳增长政策力度超预期；地方政府债务风险。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

