

2023年07月17日

基建制造业稳增长，最终消费恢复偏慢

事件点评

23Q2/6月经济数据点评

投资要点

- ◆ **汽车家电消费阶段性高增，大众消费持续稳定复苏，零售好于预期。**6月社会消费品零售总额同比**3.1%**；政策促进汽车消费、高温天气家电消费回暖带动可选商品消费高增。必需品消费稳定增长，限额以上三大必需品类别合计两年平均增**5.9%**，较5月小幅上行**0.8**个百分点。餐饮为代表的接触性大众服务消费加速复苏，餐饮两年平均增长**5.6%**，较前月改善**2.4**个百分点。上述特征显示后地产周期大宗可选商品消费动能仍显不足，政策和天气原因正在带来阶段性向好的表现；而中低收入人群主要消费的必需品和大众服务消费类别持续复苏。
- ◆ **制造业、基建再度高增，房地产投资尚未见底。**6月固定资产投资累计同比**3.8%**，较上月小幅下滑**0.2**个百分点，测算单月同比**3.1%**，较前月反弹**1.5**个百分点，稍好于预期。三大类投资分化加剧，制造业、广义基建投资单月分别同比增长**6.0%**、**10.0%**，分别较上月回升**1.3**个百分点、微降**0.1**个百分点。分别凸显出加快现代产业体系建设、基建投资稳就业稳增长的经济政策长期和短期目标。房地产开发投资持续探底，单月同比**-10.3%**。
- ◆ **高基数令住宅销售骤然冰冻，竣工二次拖累日益明显。**6月住宅销售面积累计同比**-2.8%**，测算单月同比**-18%**，较前月大幅下滑**18**个百分点，即便扣除基数影响，居民购房热情仍未见明显的环比改善。新开工面积单月同比**-35%**跌幅扩大**5.3**个百分点，反映地产商购地情绪仍然谨慎。住宅竣工虽基数明显走低，但当月同比**16.3%**仍再度回落**1.5**个百分点，去年以来土地成交低迷制约开发商周转效率，竣工二次冲击日益显现。
- ◆ **工业生产好于预期，去库存可能持续形成压力。**6月工业增加值同比回升**0.9**个百分点至**4.4%**，整体好于预期，采矿业、制造业、公用事业均有所改善。但应注意到当前因大幅下修去年二季度固定投资增速，而并未下修同期生产法核算的**GDP**，从而当时的补库存幅度可能比修正前数据更大，结合工业企业产成品实际库存情况来看，本轮去库存可能刚刚开始，下半年投资稳增长的必要性仍然较高，同时工业生产可能持续受到去库存的压制。
- ◆ **二季度实际GDP同比6.3%，较我们的预期偏低0.5个百分点，也显著低于市场一度期待的7%以上增长。**地产周期持续探底对中高收入人群财富效应和消费意愿的削弱作用并非短期可以确定性地被政策扭转。对汽车消费的促进政策有望在下半年带来一定的积极效果，但从宏观经济总体的结构来看，今年的政策主线仍将是两条：现代产业体系建设以供给侧升级完善稳定出口，以及基建投资稳定中低收入人群就业和大众消费。财政政策空间有限的背景下，两条主线对于央行货币政策中性偏松操作、促进企业中长期贷款稳定高增都有很强的期待。维持下半年降息降准可期的预测不变。但两年以来的地产周期调整并非货币环境过紧所致，短期内也并不会将货币宽松刺激一线地产需求作为政策选项，对房地产市场以及中高收入人群预期的扭转，我们建议保持长期的耐心。
- ◆ **风险提示：**内需恢复偏慢风险。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

华金宏观·双循环周报（第17期）-美元跌破100人民币7.13，是趋势逆转么？

2023.7.15

进出口数据点评（2023.6）-出口环比企稳同比见底，结构变化更加积极 2023.7.13

金融数据速评（2023.6）-货币投资热，财政逐步调稳 2023.7.11

CPI、PPI 简析（2023.6）-大众消费也由集中释放转为平稳增长 2023.7.10

华金宏观·双循环周报（第16期）-辨析美国劳动力市场，时薪是关键 2023.7.8



一、汽车家电消费阶段性高增，大众消费持续稳定复苏，零售好于预期。

6月社会消费品零售总额同比3.1%，两年平均增速恰同为3.1%，较前月上行0.6个百分点，表现好于预期，呈现三点特征。一、政策促进汽车消费、高温天气家电消费回暖带动可选商品消费高增，限额以上可选商品两年平均增长4.8%，较5月上行达3个百分点，近期政策鼓励充电桩建设、价格调整也基本到位，汽车两年平均改善4个百分点至6.1%；高温天气令空调等家电消费飙升，家电音像两年平均增长3.9%，较前月大幅改善9.2个百分点，但家具表现仍然一般。二、必需品消费稳定增长，限额以上三大必需品类别合计两年平均增5.9%，较5月小幅上行0.8个百分点。三、餐饮为代表的接触性大众服务消费加速复苏，餐饮两年平均增长5.6%，较前月改善2.4个百分点。上述特征显示后地产周期大宗可选商品消费动能仍显不足，政策和天气原因正在带来阶段性向好的表现；而中低收入人群主要消费的必需品和大众服务消费类别持续复苏。

图1：社会消费品零售总额同比及结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月为两年平均增速

图2：限额以上商品零售同比及结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月为两年平均增速

二、制造业、基建再度高增，房地产投资尚未见底。

6月固定资产投资累计同比3.8%，较上月小幅下滑0.2个百分点，测算单月同比3.1%，较前月反弹1.5个百分点，稍好于预期。三大类投资分化加剧，制造业、广义基建投资单月分别同比增长6.0%、10.0%，分别较上月回升1.3个百分点、微降0.1个百分点。两项去年同期基数均大幅走高的背景下，都保持了相对较高的增速，分别凸显出加快现代产业体系建设、基建投资稳

就业稳增长的经济政策长期和短期目标。房地产开发投资持续探底，单月同比-10.3%，基数走低但跌幅仅略收窄 0.2 个百分点。二季度地产需求普遍再度走弱，开发商购地、新开工活跃度并未提升，下半年地产竣工可能受到二次冲击。本月下修去年同期固定资产投资规模 19.6%，为连续第三个月因加强统计执法等原因下修基数，4-6 月月均基数下修 20.7%，而实际 GDP 数据并未下修，从而去年同期补库存的幅度是更大的，对今年下半年以及更长时间的工业生产可能产生更为持续的抑制作用。

图 3：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资分项同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

三、高基数令住宅销售骤然冰冻，竣工二次拖累日益明显。

6 月住宅销售面积累计同比-2.8%，测算单月同比-18%，较前月大幅下滑 18 个百分点，主因去年同期上海解封地产需求集中释放推高基数，但即便扣除基数影响，居民购房热情仍未见明显的环比改善，一线城市新建住宅房价同比涨幅也有 0.5 个百分点的收窄。新开工面积单月同比-35%跌幅扩大 5.3 个百分点，反映地产商购地情绪仍然谨慎。住宅竣工虽基数明显走低，但当月同比 16.3%仍再度回落 1.5 个百分点，去年以来土地成交低迷制约开发商周转效率，竣工二次冲击日益显现。

图 4：住宅销售、新开工、竣工面积同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

四、工业生产好于预期，去库存可能持续形成压力。

6 月工业增加值同比回升 0.9 个百分点至 4.4%，整体好于预期，采矿业、制造业、公用事业均有所改善，当月同比分别回升 2.7、0.7、0.1 个百分点至 1.5%、4.8%、4.9%。主要制造业

行业中，汽车制造业因基数走高而当月同比增速下行较多，但仍维持在 8.8%左右的相对高位。从产品产量来看，手机、集成电路等出口占比较大的电子产品生产趋于好转。但应注意到当前因大幅下修去年二季度固定投资增速，而并未下修同期生产法核算的 GDP，从而当时的补库存幅度可能比修正前数据更大，结合工业企业产成品实际库存情况来看，本轮去库存可能刚刚开始，下半年投资稳增长的必要性仍然较高，同时工业生产可能持续受到去库存的压制。

图 5：工业增加值与三大工业行业增加值实际同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2023 年 3-5 月为两年平均增速

五、不同年龄群体失业率冷热分化加剧。

6 月整体失业率连续三个月维持在 5.2%的同期较低水平，高校 6 月集中毕业导致结构分化更为明显。外来农业户籍失业率保持在 4.9%的低水平，带动 25-59 岁失业率持平于在 4.1%的历史低位，但 16-24 岁人群失业率再度上升 0.5 个百分点至 21.3%的历史新高。今年一些地方的毕业生为保留应届生身份而选择递延就业，加之当前年轻人群体对住房等的自购需求并非非常迫切，进一步加剧了当前不同年龄失业率的显著分化。

图 6：城镇调查失业率与不同年龄段表现（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

六、二季度实际 GDP 同比 6.3%，较我们的预期偏低 0.5 个百分点，也显著低于市场一度期待的 7%以上增长。从已经披露的最终消费贡献来看，大致贡献了二季度实际 GDP 同比增速中的 5.5 个百分点，符合我们的偏弱预期。结合本次上修 22Q2 实际 GDP 季调环比增速 0.4 个百分点的基数调高幅度来看，这一同比增速和我们的预期是较为一致的。

地产周期持续探底对中高收入人群财富效应和消费意愿的削弱作用并非短期可以确定性地被政策扭转，今年上半年的经济结构也显示当前经济政策对于这一结构性的消费意愿偏弱情况是有所预期的。对汽车消费的促进政策有望在下半年带来一定的积极效果，但从宏观经济总体的结构来看，今年的政策主线仍将是两条：现代产业体系建设以供给侧升级完善稳定出口，以及基建投资稳定中低收入人群就业和大众消费。财政政策空间有限的背景下，两条主线对于央行货币政策中性偏松操作、促进企业中长期贷款稳定高增都有很强的期待。维持下半年降息降准可期的预测不变。但两年以来的地产周期调整并非货币环境过紧所致，短期内也并不会将货币宽松刺激一线地产需求作为政策选项，对房地产市场以及中高收入人群预期的扭转，我们建议保持长期的耐心。

风险提示：内需恢复偏慢风险。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn