

2023年07月17日

经济筑底，企稳可期

定期报告

六月经济数据点评

投资要点

◆ 一、经济筑底

◆ 今年二季度 GDP 增速为 6.3%，考虑到去年的低基数，折算两年平均增速为 3.3%，低于一季度的 4.6%。环比来看，二季度 GDP 环比增加 0.8%，小于一季度的 2.2%，主要是由于去年疫情积压的需求在一季度较为集中地释放。具体来看，6 月工业增加值环比增 0.68%、社零环比增 0.23%、固定资产投资环比增 0.39%，部分行业表现坚韧，如汽车销量连续 6 个月环比增长。主要压力在出口、地产与民间投资领域。

◆ 二、生产端：环比改善，好于预期

◆ 6 月工业增加值同比增 4.4%，高于预期的 2.7%，前值 3.5%，环比季调 0.68%，前值 0.63%。出口为工业生产较大拖累项，6 月出口交货值增速-9.5%，前值-5%。

◆ 分行业来看，1) 季节效应与保供政策带动采矿业增速改善最为显著，电力生产增速最快。6 月制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业工业增加值同比增速分别变动 0.7pct、1.0pct、2.7pct、0.1pct 至 4.8%、2.7%、1.5%、4.9%。2) 基建投资保持较为可观的增速，带动钢铁、有色、玻璃生产增速改善。3) 今年上半年频繁出台的促销政策与低基数效应下，汽车销售环比持续上涨，带动汽车尤其是新能源汽车生产保持高增速。

◆ 三、消费：仍在环比改善趋势中

◆ 受上年同期基数抬升影响，6 月社零增速大幅下降-9.6pct 至 3.1%，两年平均来看，6 月为 3.1%，高于前值 2.5%，消费实际环比改善。其中社交属性较强的服装、化妆品、金银珠宝与房地产后周期产品两年平均增速改善明显。上半年居民人均可支配收入增长 6.5%，扣除价格因素实际增长 5.8%，高于 GDP5.5%的增速，一季度收入增速低于 GDP 增速的情况得到扭转，此外，25-59 岁失业率保持 2018 年以来的最低位，均为消费能力的改善提供了支撑。

◆ 四、固定资产投资：除房地产外均有企稳或改善，制造业底部位置或已过去

◆ 2023 年以来，固定资产投资增速持续下降，1 至 6 月为 3.8%，前值 4.0%，6 月增速下跌幅度明显缩小，具体而言，除房地产外均有企稳或改善。

◆ 1) 房地产投资增速连续 4 个月下降至-7.9%，前值-7.2%，竣工端年内首次回落，其余指标跌幅继续扩张。

◆ 2) 不含电力的基建投资增速年内持续小幅下滑，6 月为 7.2%，前值 7.5%，整体保持平稳。基建投资面临预算软约束，由于我们测算今年财政前置以及由其引发的实体部门负债增速已在 5 月触顶，未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标，向名义经济增速靠拢，基建增速或保持温和下降趋势。

◆ 3) 制造业投资增速自 2022 年四季度以来持续下降，6 月止跌企稳，维持 6.0%，结合 6 月制造业 PMI 数据改善，制造业底部位置或已过去。6 月制造业 PMI 为 49，环比+0.2，生产重回扩张区间，需求侧尤其是内需有所好转。高技术产业固投增速持续领先，6 月小幅下降-0.3pct 至 12.5%。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、专业技术服务业、科技成果转化服务业投资分别增长 16.8%、14.2%、51.6%、46.3%。

◆ 4) 值得注意的是，民营投资仍需针对性政策托举，其对于制造业生产改善与吸纳年轻群体就业均有重要作用。民间固定资产投资增速自 2022 年以来持续下降，5 月开始由正转负(-0.1%)，6 月为-0.2%，6 月民间固定投资占比亦继续下降至历史最低位 53%。

◆ 五、利率债观点

◆ 整体而言经济仍在筑底过程之中，并有局部改善迹象，如高技术行业、制造业生产

分析师

罗云峰

 SAC 执业证书编号：S0910523010001
 luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

 SAC 执业证书编号：S0910523050002
 yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

重看 REITs 股性债性 2023.7.16

 中国气体行业领军企业 - 金宏转债
 (118038.SZ) 申购分析 2023.7.16

 资产配置周报 (2023-7-15) - 追逐确定性
 2023.7.16

 ESG 市场跟踪双周报 (2023.7.3-2023.7.16)
 - 恒生港股通中国央企 ESG 领先指数发布
 2023.7.16

 国内割草机龙头企业 - 大叶转债
 (123205.SZ) 申购分析 2023.7.16


投资、以及收入与消费，但仍存在出口下滑、地产继续走弱与民间投资信心不强等问题的掣肘。

- ◆ 预计二季度经济环比增速为年内低点，7月份大概率开始逐步企稳。如全年达成5.5%的增速目标，三四季度GDP环比增速需在1.4%左右，围绕高新技术产业、民营经济等领域的更为有力的政策有望出台，伴随需求改善、制造业去库存接近尾声，下半年复苏动能有望增强。
- ◆ 资产端实际产出边际温和改善背景下，负债端的收敛或对包括商品和各类金融资产在内所有资产的价格形成挤压，因此目前不存在任何一类资产价格具备持续上升的基础，我们可以讨论的更多是配置和结构行情。债券面临的宏观环境是供给（实体部门负债增速）下降和需求（货币政策）平稳的组合，供给和长端配置更相关，需求和短端交易更相关；降息后我们预计今年一年期国债收益率中枢下降至在2.0%附近，十年期国债收益率区间目前仍维持在2.6%-2.9%的预估，配置窗口开放，久期策略占优。
- ◆ 风险提示：政策超预期放松，经济恢复不及预期。

目录

一、生产端：环比改善，好于预期	4
二、消费：仍在环比改善趋势中	5
三、固定资产投资：除房地产外均有企稳或改善，制造业底部位置或已过去	6
四、利率债观点	8
五、风险提示	8

图表目录

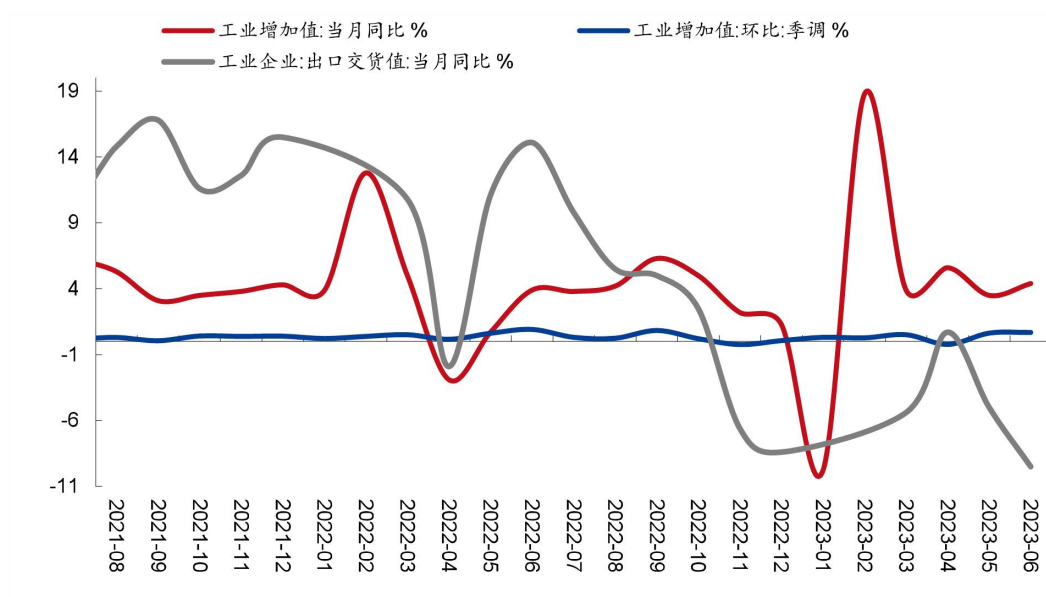
图 1：工业增加值环比改善	4
图 2：出口交货值增速继续下降	5
图 3：6 月社零增速继续下降	5
图 4：消费主体人群失业率保持低位	6
图 5：各产业固定资产投资增速	7
图 6：民间投资占比创新低	7
图 7：从新开工以及待售数据来看，房地产信心回升仍需等待	8

一、生产端：环比改善，好于预期

6月工业增加值同比增4.4%，高于预期的2.7%，前值3.5%，环比季调0.68%，前值0.63%。出口为工业生产较大拖累项，6月出口交货值增速-9.5%，前值-5%。

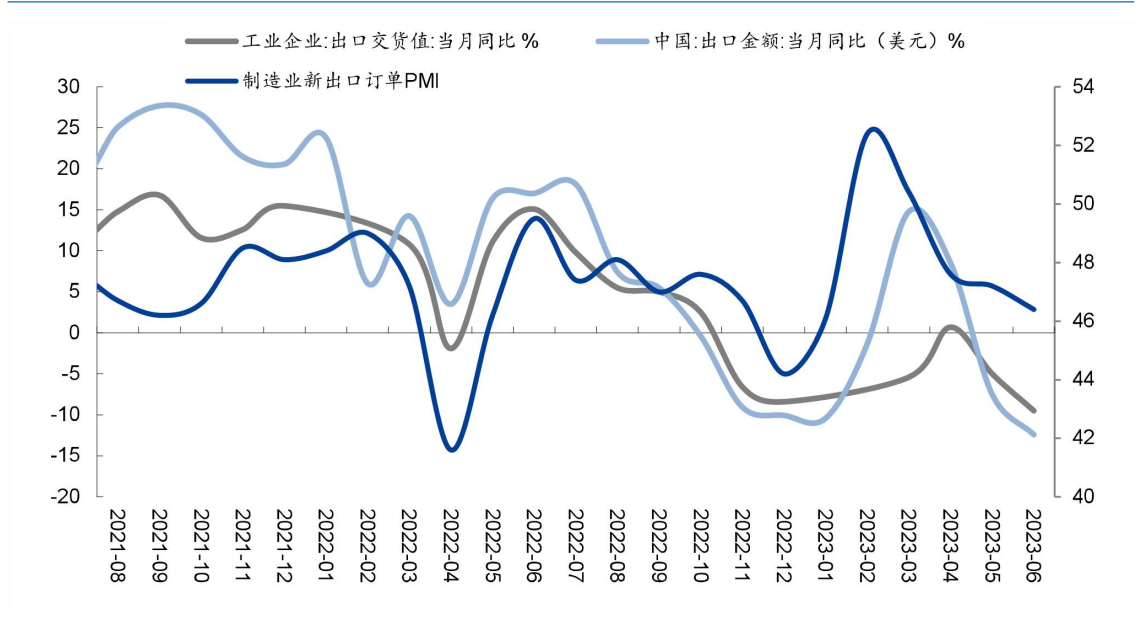
分行业来看，1) 季节效应与保供政策带动采矿业增速改善最为显著，电力生产增速最快。6月制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业工业增加值同比增速分别变动0.7pct、1.0pct、2.7pct、0.1pct至4.8%、2.7%、1.5%、4.9%。2) 基建投资保持较为可观的增速，带动钢铁、有色、玻璃生产增速改善。3) 今年上半年频繁出台的促销政策与低基数效应下，汽车销售环比持续上涨，带动汽车尤其是新能源汽车生产保持高增速。

图 1：工业增加值环比改善



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：出口交货值增速继续下降

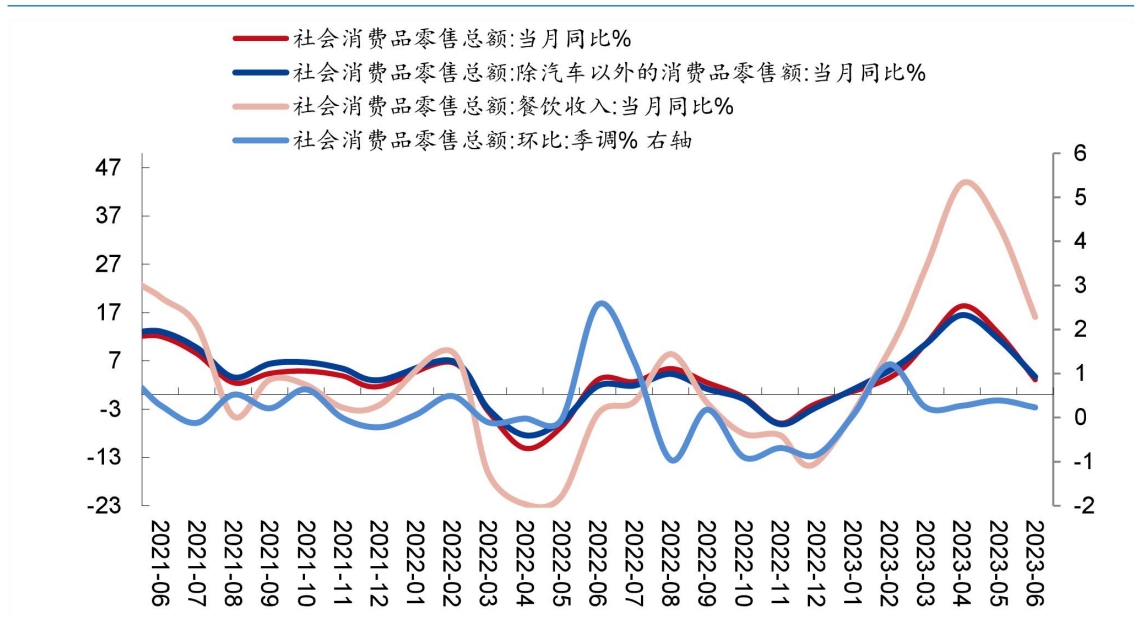


资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、消费：仍在环比改善趋势中

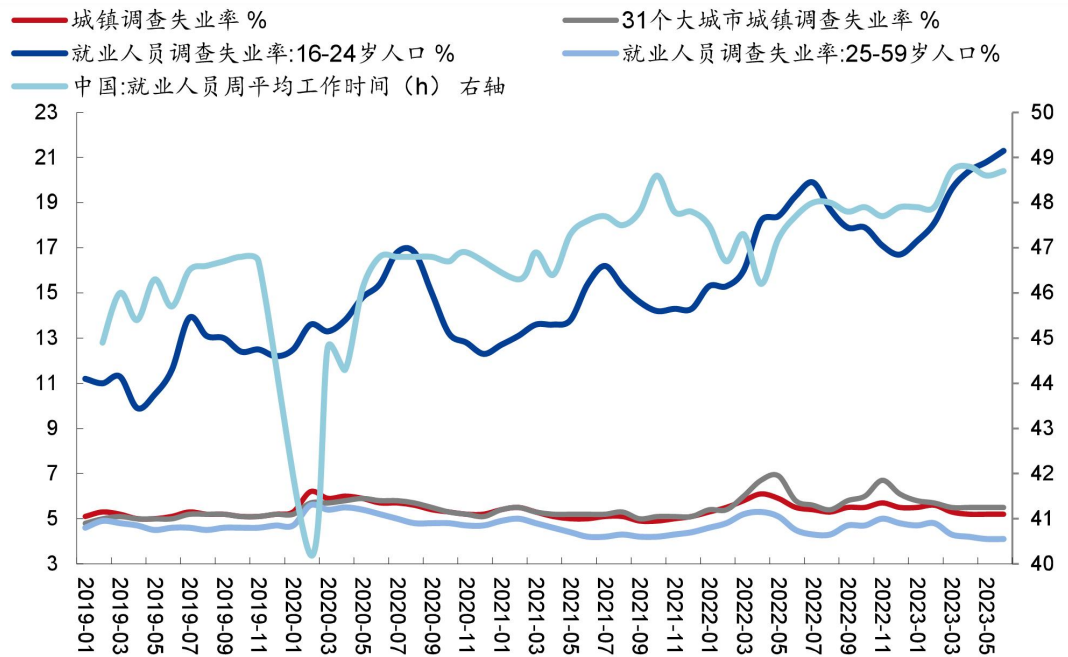
消费端仍在环比改善趋势中。受上年同期基数抬升影响，6月社零增速大幅下降-9.6pct至3.1%，两年平均来看，6月为3.1%，高于前值2.5%，消费实际环比改善。其中社交属性较强的服装、化妆品、金银珠宝与房地产后周期产品两年平均增速改善明显。上半年居民人均可支配收入增长6.5%，扣除价格因素实际增长5.8%，高于GDP5.5%的增速，一季度收入增速低于GDP增速的情况得到扭转，此外，25-59岁失业率保持2018年以来的最低位，均为消费能力的改善提供了支撑。

图 3：6月社零增速继续下降



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4：消费主体人群失业率保持低位



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、固定资产投资：除房地产外均有企稳或改善，制造业底部位置或已过去

2023 年以来，固定资产投资增速持续下降，1 至 6 月为 3.8%，前值 4.0%，6 月增速下跌幅度明显缩小，具体而言，除房地产外均有企稳或改善。

房地产投资增速连续 4 个月下降至-7.9%，前值-7.2%，竣工端年内首次回落，其余指标跌幅继续扩张。2023 年以来房地产竣工端在保交楼压力下持续提升，6 月增速首次回落，小幅下降 0.6pct 至 19.0%；商品房销售端的低基数效应消退，6 月增速大幅回落 7.3pct 至 1.1%；商品房待售面积增速延续 2021 年中以来的上升趋势，6 月高位继续提升至 17%，施工面积与新开工面积降幅均继续扩张-0.4pct、-1.7pct 至-6.6%、-24.3%。整体而言，房地产库存难以有效释放，房地产开发投资与新开工的企稳需等待信心好转。

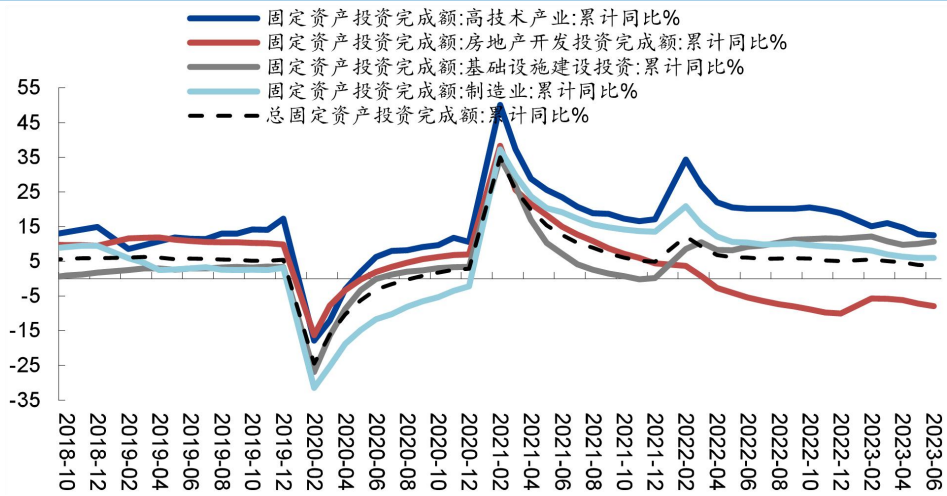
不含电力的基建投资增速年内持续小幅下滑，6 月为 7.2%，前值 7.5%，整体保持平稳。基建投资面临预算软约束，由于我们测算今年财政前置以及由其引发的实体部门负债增速已在 5 月触顶，未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标，向名义经济增速靠拢，基建增速或保持温和下降趋势。

制造业投资增速自 2022 年四季度以来持续下降，6 月止跌企稳，维持 6.0%，结合 6 月制造业 PMI 数据改善，制造业底部位置或已过去。6 月制造业 PMI 为 49，环比+0.2，生产重回扩张区间，需求侧尤其是内需有所好转。高技术产业固投增速持续领先，6 月小幅下降-0.3pct 至 12.5%。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、专业技术服务业、科技成果转化服务业投资分别增长 16.8%、14.2%、51.6%、46.3%。

值得注意的是，民营投资仍需针对性政策托举，其对于制造业生产改善与吸纳年轻群体就业均有重要作用。民间固定资产投资增速自 2022 年以来持续下降，5 月开始由正转负（-0.1%），6 月为-0.2%，6 月民间固定投资

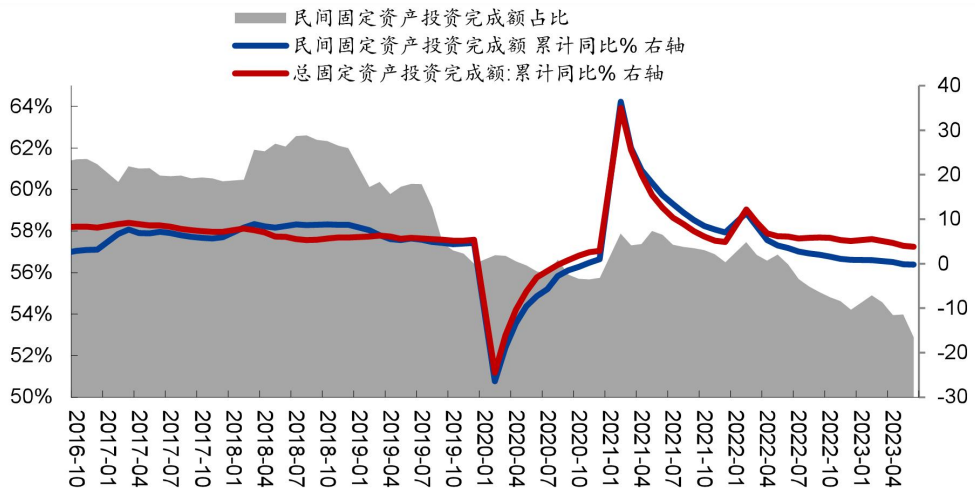
占比亦继续下降至历史最低位 53%。

图 5：各产业固定资产投资增速



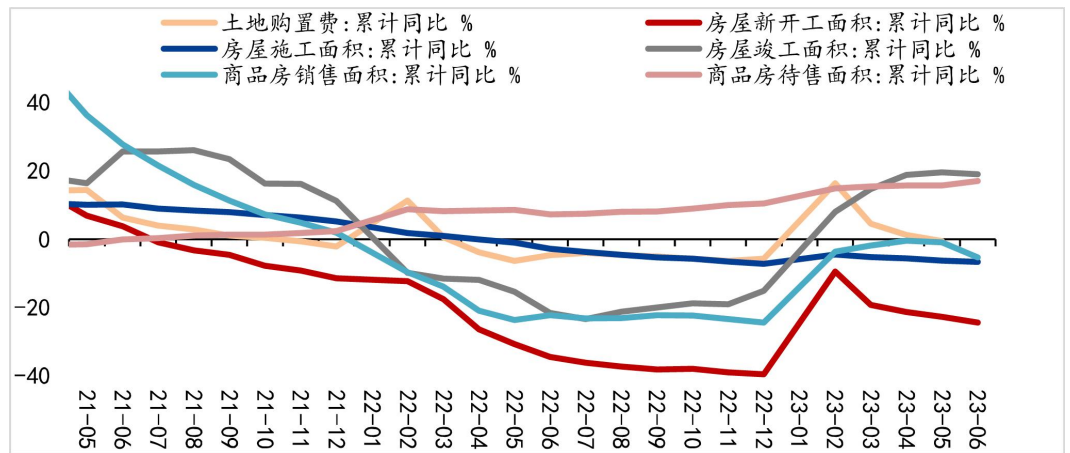
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：民间投资占比创新低



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：从新开工以及待售数据来看，房地产信心回升仍需等待



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、利率债观点

整体而言经济仍在筑底过程之中，并有局部明确改善迹象如高技术行业、制造业生产投资、以及收入与消费，但仍存在出口下滑、地产继续走弱与民间投资信心不强等问题的掣肘。

预计二季度经济环比增速为年内低点，7 月份大概率逐步企稳。如全年达成 5.5% 的增速目标，三四季度 GDP 环比增速需在 1.4% 左右，围绕高新技术产业、民营经济等领域的更为有力的政策有望出台，伴随需求改善、制造业去库存接近尾声，下半年复苏动能有望增强。

资产端实际产出边际温和改善背景下，负债端的收敛或对包括商品和各类金融资产在内所有资产的价格形成挤压，因此目前不存在任何一类资产价格具备持续上升的基础，我们可以讨论的更多是配置和结构行情。债券面临的宏观环境是供给（实体部门负债增速）下降和需求（货币政策）平稳的组合，供给和长端配置更相关，需求和短端交易更相关；降息后我们预计今年一年期国债收益率中枢下降至在 2.0% 附近，十年期国债收益率区间目前仍维持在 2.6%-2.9% 的预估，配置窗口开放，久期策略占优。

五、风险提示

经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，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