

宏观经济宏观月报

6月稳增长政策提振效果显著，下半年房地产或是关键

核心观点

6月稳增长政策提振效果显著，下半年房地产或是关键。6月国内经济回升的动力主要来自基建投资、制造业投资以及消费。从生产端来看，6月国内工业、服务业生产的两年平均同比均明显上升；从需求端来看，6月国内固定资产投资完成额的两年平均同比继续上升（主要由制造业、基建投资拉动），社会消费品零售总额亦有所回升，出口金额继续回落。

今年国内经济面临的最大的挑战是内需不足，5月以来政府扩大财政支出以稳增长，6月呈现出明显的提振效果。6月国内基建投资在去年高基数的压制下仍然实现了12.3%的当月同比增速，当月同比较5月继续上升1.5个百分点。6月国内制造业投资、消费景气的回暖大概率是受到财政支出扩大的乘数效应影响。根据测算，2023年6月国内实际GDP的两年平均同比增速约为4.1%，较5月明显上升1.1个百分点，表明6月国内经济增长的真实景气较5月明显上升，政府的稳增长政策带来了明显的提振效果。

若2023年下半年国内实际GDP的两年平均同比持平6月4.1%的水平，则2023年下半年实际GDP同比约为4.8%，全年实际GDP同比约为5.1%，可以实现年初的预期目标增速（5.0%）。考虑到6月国内民间投资仍处于同比负增长的低迷状态，国内经济内生动能仍然不足，因此下半年国内或继续维持积极的财政刺激政策，并出台更多的增量政策来引导经济内生动能回升。

下半年国内房地产或成为经济内生动能回升的关键领域。一方面，房地产业链条长、影响面广，对国民经济贡献大，房地产业的恢复可以进一步提升总需求；另一方面，房地产提供了居民居住、商家经营的场所，可以很好地促进相关领域的交易并提升经济内生动能，但房地产为不动产，无法移动，而人口是持续流动的，总需求的地理位置分布会随着人口流动而不断变化，若房地产开发停滞，则存量房地产地理位置分布与总需求的地理位置分布之间将出现越来越大的偏差，从而降低交易实现的可能并拖累经济内生动能。此轮国内房地产开发投资的停滞时间过于漫长，因此当前国内存量房地产地理位置分布与总需求的地理位置分布之间的偏差可能已经比较大，从而对国内经济内生动能构成较显著的拖累，下半年国内出台增量政策来推动房地产开发投资恢复增长或具有非常积极的作用。

风险提示：政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

经济研究·宏观月报

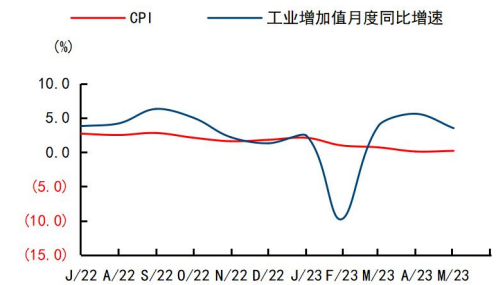
证券分析师：李智能
 0755-22940456
 lizn@guosen.com.cn
 S0980516060001

证券分析师：董德志
 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	4.00
社零总额当月同比	12.70
出口当月同比	-12.40
M2	11.30

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-5月经济小幅回暖，仍需刺激政策进一步提升经济热度》——2023-06-15
- 《宏观经济宏观月报-4月经济增长景气下降，服务业产能投资是重新回暖的关键》——2023-05-16
- 《宏观经济宏观月报-一季度中国经济开局良好，二季度仍有向上修复空间》——2023-04-19
- 《宏观经济宏观月报-1-2月国内就业得到较好的恢复，经济实现开门红》——2023-03-15
- 《宏观经济宏观月报-12月政府投资和疫情防控政策优化带动国内经济动能增加》——2023-01-18

内容目录

6月经济增长：稳增长政策提振效果显著，下半年房地产或是关键	4
就业：6月国内年轻人就业情况或有所好转	6
生产端：6月国内工业、服务业生产两年平均同比均明显上升	7
需求端：投资——国内投资两年平均同比继续上升	9
需求端：消费——国内消费两年平均同比增速上升	10
需求端：进出口——出口两年平均同比继续回落	12
6月通胀解读：CPI 同比小幅下行，PPI 同比触底	13
2023年6月CPI数据分析与未来走势判断	13
2023年6月PPI数据分析与未来走势判断	17
风险提示	20
免责声明	21

图表目录

图 1: 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算	4
图 2: 2022 年以来中国民间固定资产投资当月同比一览	5
图 3: 1999 年以来中国房地产开发投资累计同比一览	6
图 4: 6 月整体调查失业率持平上月, 但 16-24 岁人口失业率继续上升	7
图 5: 工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览	7
图 6: 6 月采矿业、制造业、公用事业增加值两年平均同比增速均明显上升	8
图 7: 6 月各品类产品产量两年平均同比与 5 月的差值一览	8
图 8: 6 月服务业生产指数两年平均同比明显上升	9
图 9: 6 月固定资产投资两年平均同比增速继续上升	9
图 10: 6 月制造业、基建投资两年平均同比上升, 房地产开发、其他投资继续回落	10
图 11: 房地产销售当月同比增速一览	10
图 12: 6 月国内社会消费品零售总额两年平均同比增速较 5 月上升	11
图 13: 商品零售当月同比与两年平均同比一览	11
图 14: 餐饮收入当月同比与两年平均同比一览	11
图 15: 6 月不同商品的销售金额两年平均同比较 5 月变化幅度一览	12
图 16: 中国出口当月同比与两年平均同比一览	12
图 17: 中国进口当月同比与两年平均同比一览	12
图 18: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献	13
图 19: CPI 环比与历史均值比较	14
图 20: CPI 食品项环比与历史均值比较	14
图 21: CPI 非食品项环比与历史均值比较	15
图 22: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	15
图 23: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	16
图 24: 7 月食品价格继续下跌	16
图 25: 非食品高频价格指数走势	17
图 26: 2023 年 6 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值	18
图 27: 2023 年 6 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	18
图 28: 2023 年 6 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	19
图 29: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	19

6月经济增长：稳增长政策提振效果显著，下半年房地产或是关键

2022年3-6月中国受到疫情反复的影响，各项经济增长指标波动较大，我们无法直接通过当月同比的变动方向来判断2023年3-6月真实的景气情况。根据我们的评估，2021年4-6月中国月度GDP两年平均同比分别为5.8%、5.7%、5.6%，这表明2021年4-6月中国经济增长很平稳，因此我们可以用2023年4-6月各项经济增长指标的两年平均同比变化方向来衡量真实的增长景气变化。

6月国内经济回升的动力主要来自基建投资、制造业投资以及消费。从生产端来看，6月国内工业、服务业生产的两年平均同比均明显上升；从需求端来看，6月国内固定资产投资完成额的两年平均同比继续上升（主要由制造业、基建投资拉动），社会消费品零售总额亦有所回升，出口金额继续回落。

今年国内经济面临的最大的挑战是内需不足，5月以来政府扩大财政支出以稳增长，6月呈现出明显的提振效果。6月国内基建投资在去年高基数的压制下仍然实现了12.3%的当月同比增速，当月同比较5月继续上升1.5个百分点。6月国内制造业投资、消费景气的回暖大概率是受到财政支出扩大的乘数效应影响。根据我们总结的月度经济指标与GDP之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度GDP同比？-20230623》），我们测算了2022年以来中国月度实际GDP同比增速。2023年6月国内实际GDP同比约为5.2%，较5月回落1.0个百分点。剔除去年疫情冲击带来的基数波动影响，6月国内实际GDP的两年平均同比增速约为4.1%，较5月明显上升1.1个百分点，表明6月国内经济增长的真实景气较5月明显上升，政府的稳增长政策带来了明显的提振效果。

若2023年下半年国内实际GDP的两年平均同比增速持平6月4.1%的水平，则2023年下半年实际GDP同比约为4.8%，全年实际GDP同比约为5.1%，可以实现年初的预期目标增速（5.0%）。

图1：2022年以来中国月度实际GDP同比增速测算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

考虑到 6 月国内民间投资仍处于同比负增长的低迷状态，国内经济内生动能仍然不足，因此下半年国内或继续维持积极的财政刺激政策，并出台更多的增量政策来引导经济内生动能的回升。

图2：2022 年以来中国民间固定资产投资当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

下半年国内房地产或成为经济内生动能回升的关键领域。一方面，房地产业链条长、影响面广，对国民经济贡献大，房地产业的恢复可以进一步提升总需求；另一方面，房地产提供了居民居住、商家经营的场所，可以很好地促进相关领域的交易并提升经济内生动能，但房地产为不动产，无法移动，而人口是持续流动的，总需求的地理位置分布会随着人口流动而不断变化，若房地产开发停滞，则存量房地地理位置分布与总需求的地理位置分布之间将出现越来越大的偏差，从而降低交易实现的可能并拖累经济内生动能。截至 2023 年 6 月，国内房地产开发投资累计同比负增长的状态已经持续了 14 个月（疫情前国内房地产开发投资累计同比还未出现过为负的情况），这一轮房地产开发投资的停滞时间过于漫长，因此当前国内存量房地地理位置分布与总需求的地理位置分布之间的偏差可能已经比较大，从而对国内经济内生动能构成较显著的拖累，下半年国内出台增量政策来推动房地产开发投资恢复增长或具有非常积极的作用。

图3: 1999年以来中国房地产开发投资累计同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算

就业: 6月国内年轻人就业情况或有所好转

6月国内城镇调查失业率为5.2%，持平5月。2018-2021年，6月城镇调查失业率较5月的变化量平均值约为零。今年6月国内城镇调查失业率持平上月，表现持平历史平均水平。

6月16-24岁人口调查失业率约为21.3%，较5月继续上升0.5个百分点。2018-2021年，6月16-24岁人口城镇调查失业率较5月的变化量平均值约为1.0个百分点。今年6月国内16-24岁人口调查失业率上升幅度小于历史平均水平，或表明今年6月国内年轻人就业情况有所好转。

图4: 6月整体调查失业率持平上月, 但16-24岁人口失业率继续上升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

生产端: 6月国内工业、服务业生产两年平均同比均明显上升

6月国内规模以上工业增加值两年平均同比增速为4.1%，较5月明显上升2.0个百分点，6月国内工业生产的真实景气较5月明显上升。

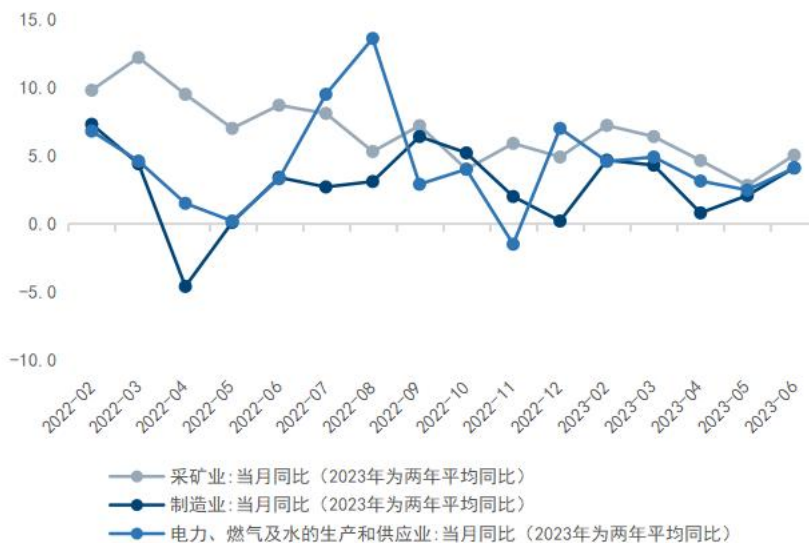
图5: 工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看, 6月采矿业、制造业、公用事业增加值两年平均同比增速均明显上升。6月采矿业两年平均同比5.0%, 较5月上升2.2个百分点; 制造业4.1%, 上升2.0个百分点; 公用事业4.1%, 上升1.6个百分点。

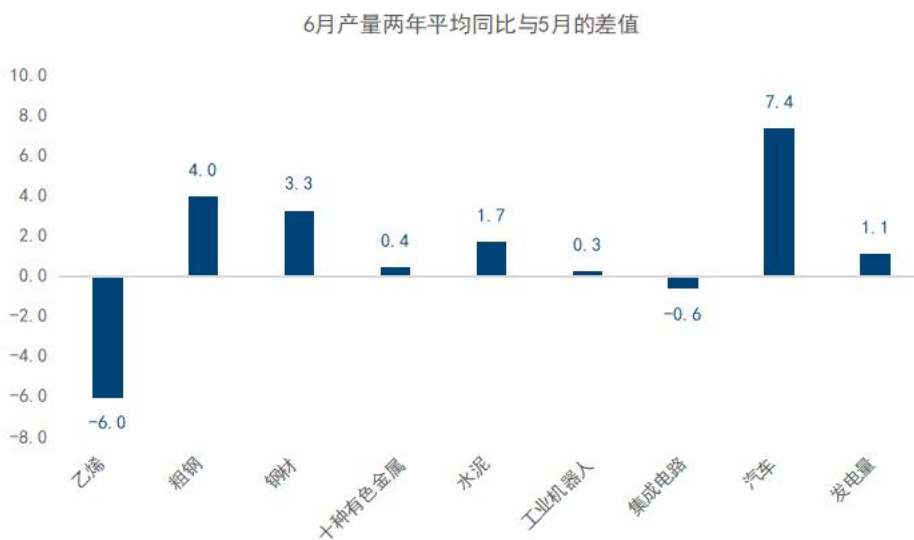
图6: 6月采矿业、制造业、公用事业增加值两年平均同比增速均明显上升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看, 6月粗钢产量两年平均同比为-1.5%, 较5月上升4.0个百分点; 钢材1.5%, 上升3.3个百分点; 水泥-7.4%, 上升1.7个百分点; 乙烯-1.1%, 回落6.0个百分点; 十种有色金属4.6%, 上升0.4个百分点; 汽车13.1%, 上升7.4个百分点; 工业机器人-5.1%, 上升0.3个百分点; 集成电路-2.7%, 回落0.6个百分点; 整体高技术制造业增加值6月两年平均同比为5.5%, 较5月上升2.5个百分点。

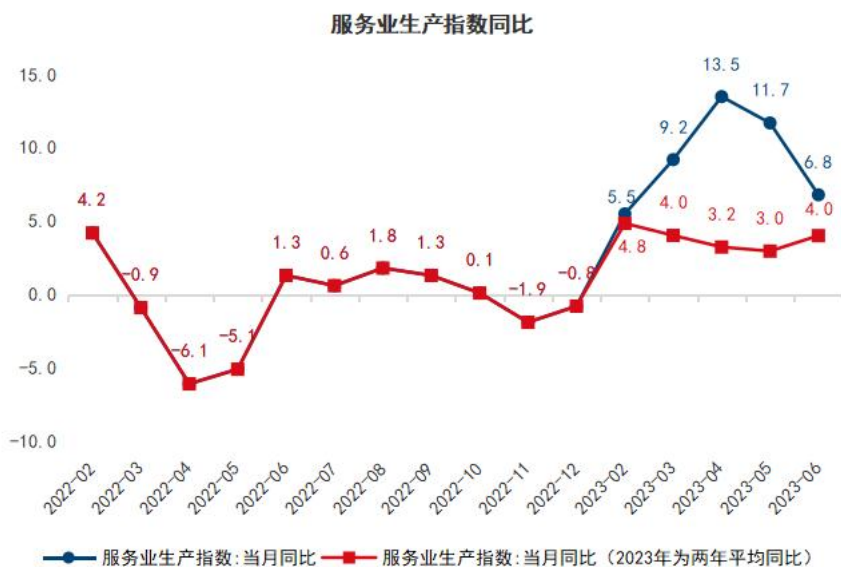
图7: 6月各品类产品产量两年平均同比与5月的差值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 2023年6月国内服务业生产指数两年平均同比增速为4.0%, 较5月明显上升1.0个百分点。

图8：6月服务业生产指数两年平均同比明显上升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：投资——国内投资两年平均同比继续上升

6月国内固定资产投资两年平均同比为4.6%，较5月继续上升1.1个百分点，国内投资景气继续回暖。

图9：6月固定资产投资两年平均同比增速继续上升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

6月房地产开发投资两年平均同比为-9.9%，较5月继续回落0.9个百分点；制造业投资为7.9%，上升1.8个百分点；基建投资12.2%，明显上升2.9个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比2.6%，回落1.1个百分点。

整体来看，6月国内制造业、基建投资景气明显走强，房地产开发、其他投资景气仍在回落。

图10：6月制造业、基建投资两年平均同比上升，房地产开发、其他投资继续回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

6月国内商品房销售仍然处于明显同比负增长区间。

图11：房地产销售当月同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：消费——国内消费两年平均同比增速上升

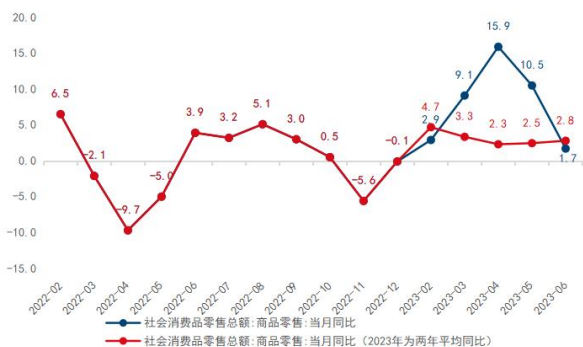
6月社会消费品零售总额两年平均同比为3.1%，较5月上升0.5个百分点。其中商品零售为2.8%，上升0.3个百分点；餐饮5.6%，上升2.4个百分点。

图12: 6月国内社会消费品零售总额两年平均同比增速较5月上



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

图13: 商品零售当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

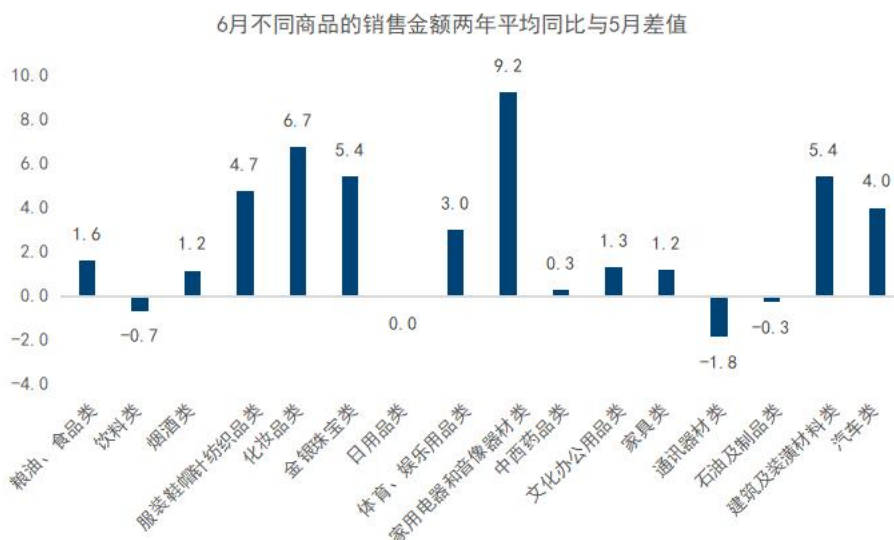
图14: 餐饮收入当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

从不同类别的商品销售情况来看, 6月服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、金银珠宝类、家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类、汽车类的销售金额两年平均同比上升幅度较大, 粮油食品类、烟酒、体育娱乐用品、中西药品、文化办公用品、家具的销售金额两年平均同比也有所回升。

图15: 6月不同商品的销售金额两年平均同比较5月变化幅度一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：进出口——出口两年平均同比继续回落

6月中国出口（人民币计价，若无特别提示，后文进出口均为人民币计价）两年平均同比继续回落，进口两年平均同比亦回落。6月中国出口两年平均同比为5.4%，较5月回落1.3个百分点。6月进口两年平均同比为0.5%，较5月回落1.7个百分点。

图16: 中国出口当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

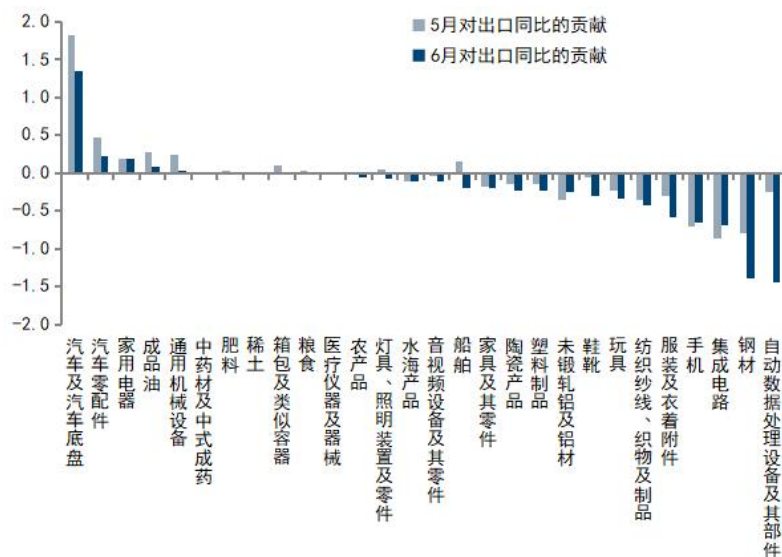
图17: 中国进口当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

6月汽车产业链对出口同比增速的贡献仍然排在前列。此外，6月家用电器、成品油仍对出口同比构成正贡献，其余大多数产品对出口同比均构成负贡献。

图 18: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献



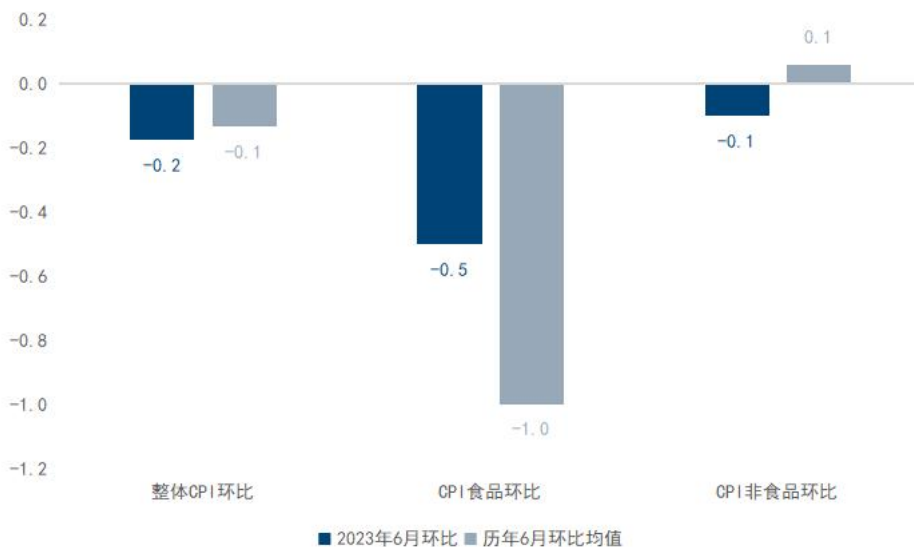
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

6月通胀解读：CPI 同比小幅下行，PPI 同比触底

2023年6月CPI数据分析与未来走势判断

6月CPI同比为零，较5月回落0.2个百分点。6月CPI环比为-0.2%，低于季节性水平约0.1个百分点。其中6月食品价格环比高于季节性，非食品价格环比低于季节性。（季节性指2005-2022年同月环比均值，下同）

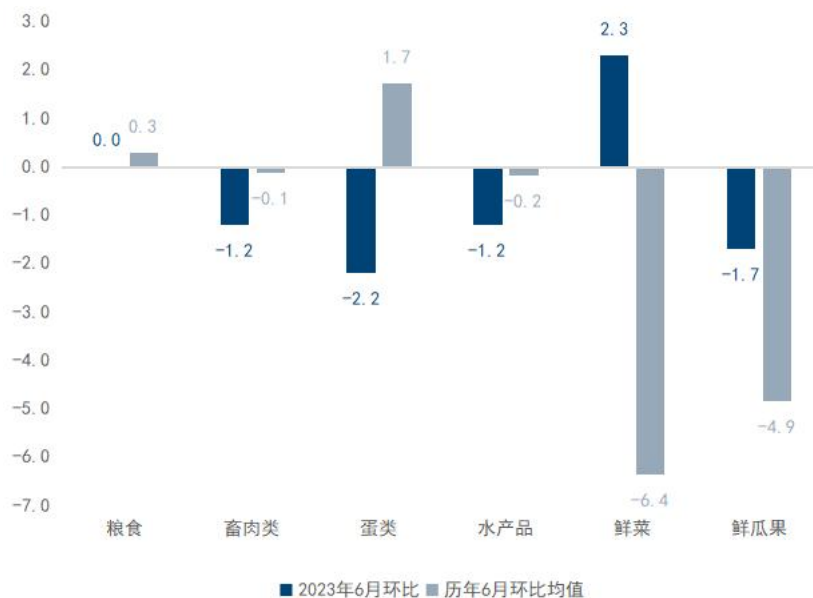
图19: CPI 环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

6月食品环比为-0.5%，高于季节性约0.5个百分点，其中鲜菜、鲜瓜果价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献为1.2、0.3个百分点，畜肉类、蛋类、水产品价格环比低于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为-0.2、-0.2、-0.1个百分点。

图20: CPI 食品项环比与历史均值比较

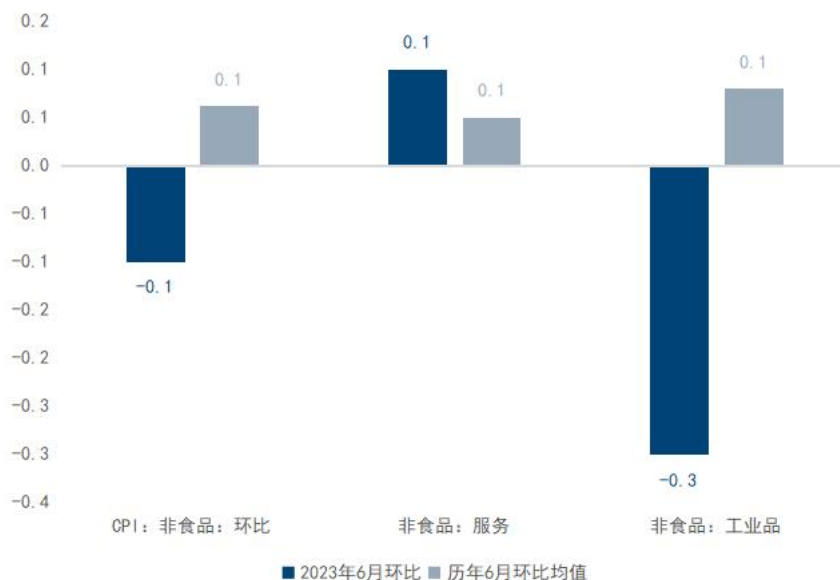


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

6月非食品环比为-0.1%，低于季节性约0.2个百分点。非食品中服务价格环比为0.1%，持平季节性，其中旅游价格环比明显高于季节性，家庭服务、房租价格环比低于季节性；非食品中工业品价格环比约为-0.3%，低于季节性约0.4个百分点，

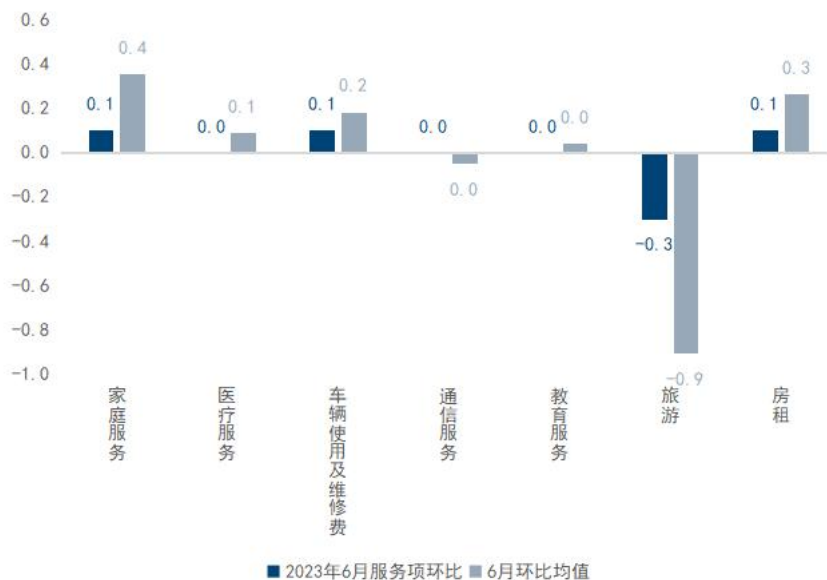
其中烟草、酒类、家用器具、西药、交通工具、交通工具用燃料价格环比明显低于季节性，但通信工具价格环比仍高于季节性。

图 21: CPI 非食品项环比与历史均值比较



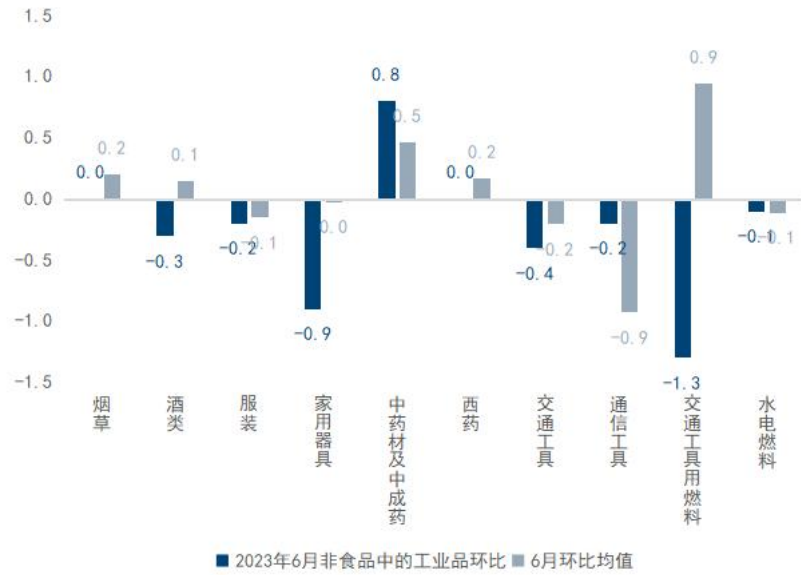
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图23: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较



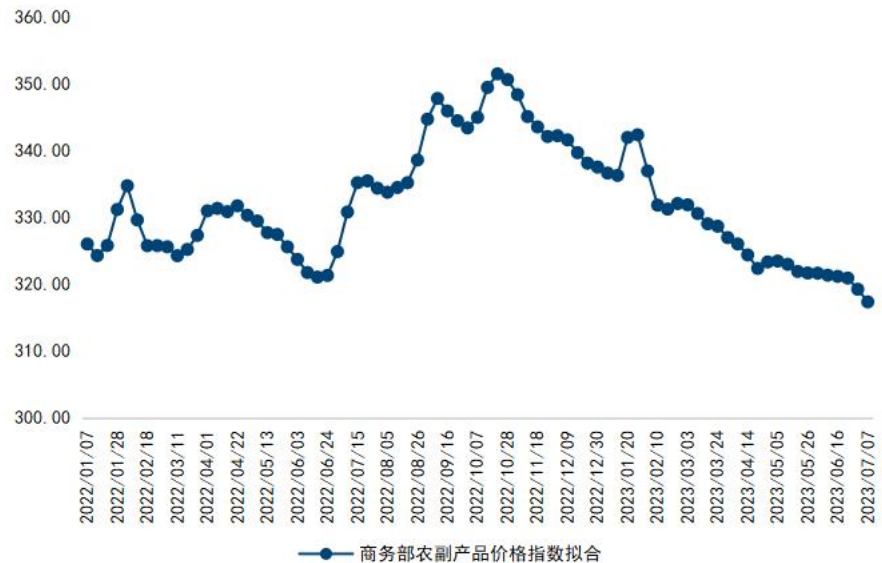
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

截至7月7日, 国信拟合的商务部食品高频综合指数7月环比为-1.1%, 低于历史平均水平0.5%, 预计2023年7月食品价格环比或低于季节性水平。

非食品方面, 截至7月14日, 7月非食品高频指标环比为-0.3%, 高于历史均值-0.8%, 预计7月整体非食品环比高于季节性水平。

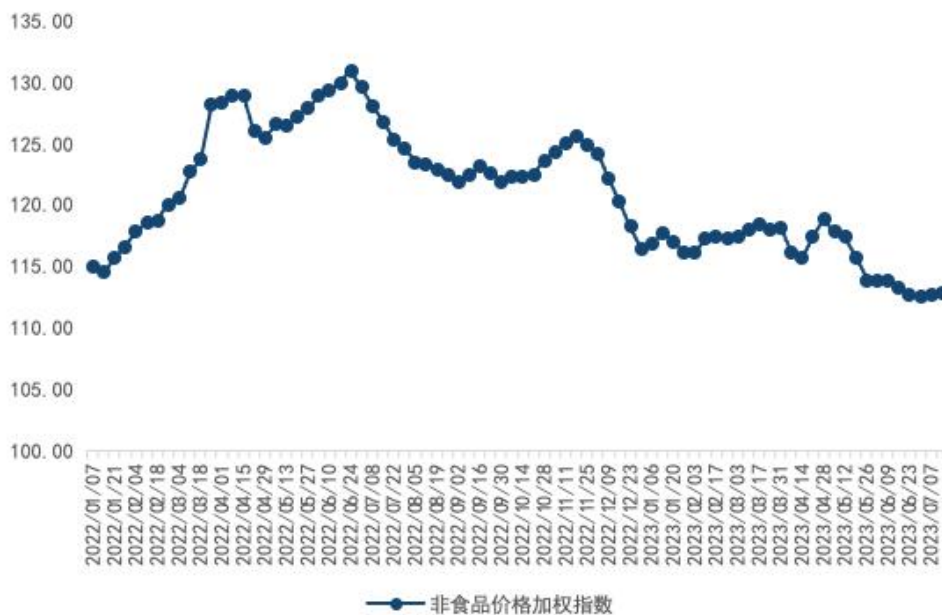
预计2023年7月CPI食品环比约为零, 非食品环比约为0.3%, CPI整体环比约为0.2%, 2023年7月CPI同比或继续回落至-0.2%。

图24: 7月食品价格继续下跌



资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图 25: 非食品高频价格指数走势



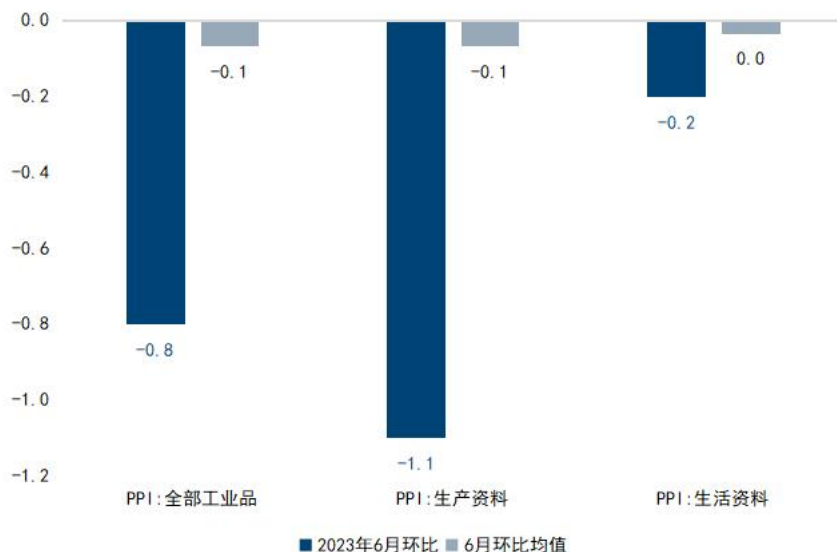
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2023 年 6 月 PPI 数据分析与未来走势判断

6 月 PPI 同比继续回落, 环比小幅回升。6 月 PPI 同比为-5.4%, 较上月继续回落 0.8 个百分点; 环比为-0.8%, 较上月小幅回升 0.1 个百分点, 6 月环比仍明显低于疫情前三年同期均值。

6 月 PPI 生产资料和生活资料价格环比均低于疫情前三年同期均值。PPI 生产资料 6 月环比为-1.1%, 较上月回升 0.1 个百分点, 低于历史均值 1.0 个百分点; PPI 生活资料 6 月环比为-0.2%, 持平上月, 低于历史均值 0.2 个百分点。

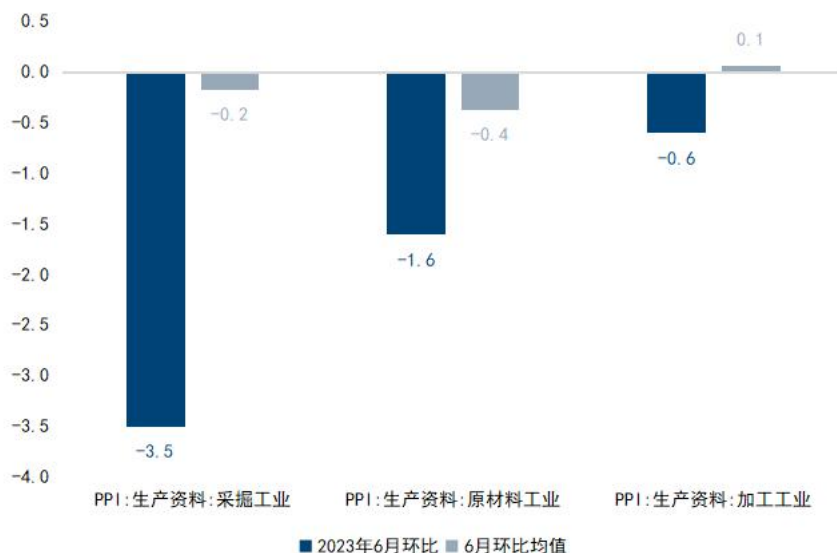
图26: 2023年6月PPI生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生产资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看, 6月采掘工业、原材料工业、加工工业环比均低于历史均值。采掘工业、原材料工业、加工工业生产资料价格环比低于历史均值 3.3、1.2、0.7 个百分点。

图27: 2023年6月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较

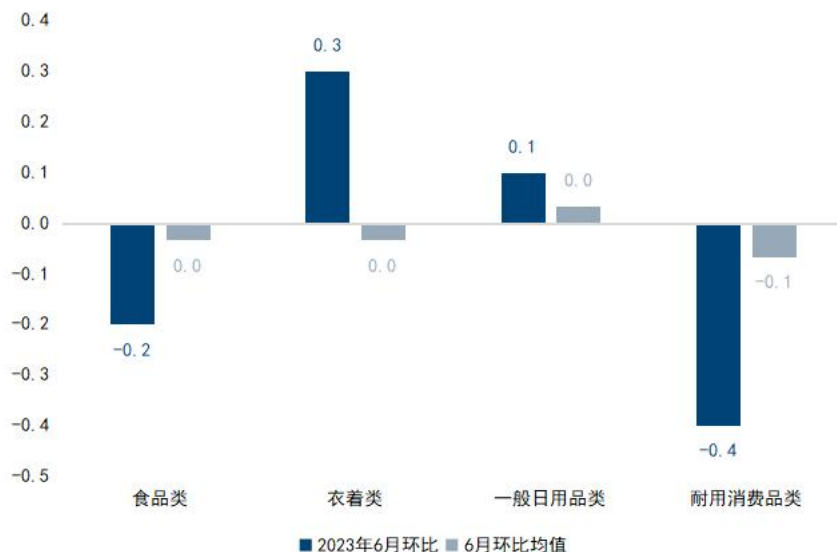


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生活资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看, 食品类、耐用消费品类低于历史均值, 衣着类、一般日用品类高于历史均值。

生活资料各分项中, 食品类、耐用消费品类价格环比低于历史均值的幅度为 0.2、0.3 个百分点; 衣着类、一般日用品类高于历史均值的幅度为 0.3、0.1 个百分点。

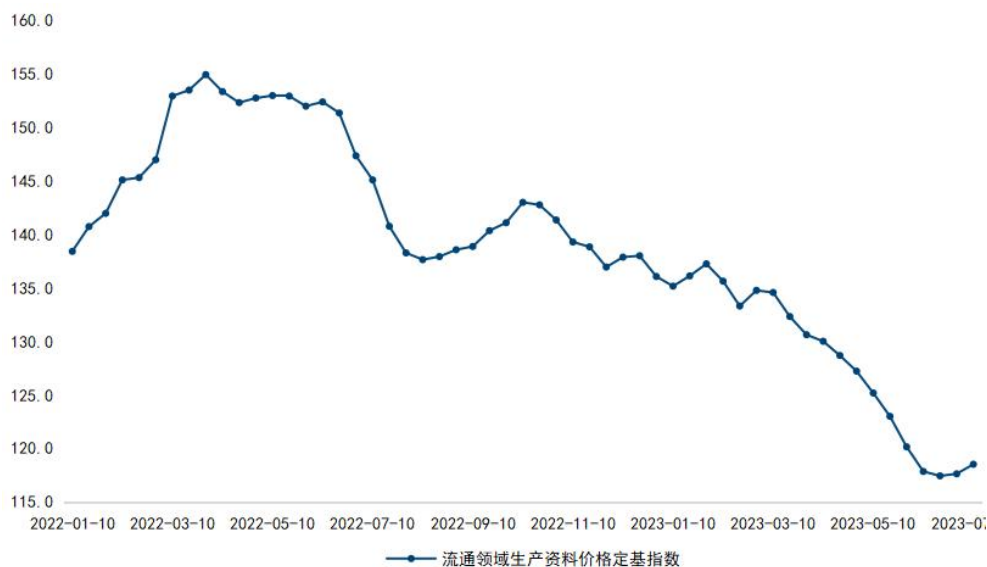
图28: 2023年6月PPI生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

6月国内经济企稳回升的趋势进一步稳固,国内生产资料价格随之上升。6月上旬、中旬国内生产资料价格继续下跌,下旬止跌回升;7月上旬国内流通领域生产资料价格继续上涨。预计2023年7月国内PPI环比回升至正值,低基数下PPI同比或明显回升至-4.0%。

图29: 流通领域生产资料价格高频指标走势图



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032