

宏观经济点评

证券研究报告

2023年6月经济数据点评

宏观经济组
 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组
 联系人：袁征宇
 yuanzhengyu@gjzq.com.cn

经济中哪些积极因素在显现？

事件：

7月17日，国家统计局公布数据显示，二季度GDP同比6.3%、前值4.5%。6月，规模以上工业增加值同比4.4%、前值3.5%；社会消费品零售总额同比3.1%、前值12.7%；固定资产投资同比3.8%、前值4%。

生产回暖、投资改善，服务业动能放缓、但出行需求仍有支持

当前经济仍处于恢复性增长阶段，收入和消费修复偏慢、服务业扩张动能也在放缓，但一些积极因素逐步显现，生产回暖、投资边际改善。6月，工业增加值当月同比增长4.4%，与新能源产业链相关的工业品产量表现不俗、产能利用率明显回升。与此同时，黑色金属等上游行业生产修复也明显加快，或与原材料成本下降有关。

投资韧性再度显现，但持续性有待观察。6月，受需求修复、生产回暖及低库存等因素综合推动，新能源产业链、医药产业链和信息产业链相关行业资本开支明显扩张；但仍需警惕出口景气度回落带来的负面冲击。项目审批加快下，基建投资有望保持较高增速，但部分项目仍受资本金掣肘，需跟踪政策性金融工具的推出。

服务业动能已然放缓，但出行需求仍有一定支撑。尽管二季度服务业的复苏动能有所减弱，但6月服务业新订单和业务活动预期都已边际企稳。进入7月，跨区域和市内出行活动不断走强，迁徙规模指数和地铁客流指数均有所攀升。伴随暑假旅游和系列促销费活动的发酵，服务业短期或仍有需求支撑。

重申观点：6月经济读数显示经济已底部企稳，积极信号不断增多。伴随稳增长力度加大、政策落地效果显现，生产端的修复已然加快、制造业投资明显改善。但与此同时，居民收入的修复依然偏慢、商品消费仍有待改善，地产链和出口链对经济的拖累仍然较大，经济内生动能修复仍需政策持续托底，后续可关注7月政治局会议的政策基调。

常规跟踪：经济延续恢复性增长，生产端修复有所加快

GDP延续恢复性增长，工业生产加快修复。二季度GDP增长6.3%、两年复合同比3.3%。其中，服务业对经济的拉动有所减弱，第三产业GDP两年复合同比3.4%、较一季度回落1.3个百分点。6月，工业增加值环比增长0.68%，汽车、黑色、化学原料、医药、电气机械等行业较5月明显改善。服务业生产指数同比6.8%，两年较上月回升1个百分点。投资需求明显改善，基建和制造业表现亮眼。6月，固定资产投资两年复合同比4.6%、较5月回升1.4个百分点。其中，基建投资两年复合同比抬升2.8个百分点至12.2%、指向稳增长继续加力；制造业投资回升2个百分点至7.9%；房地产投资依然低迷、两年复合-10.2%，竣工端持续走弱、新开工延续疲软、商品房销售未见起色。

社零延续修复，餐饮收入仍是主要支撑。6月，社会消费品零售总额两年复合同比3.1%、较5月回升0.6个百分点。其中，商品消费小幅改善，两年复合2.8%、较上月回升0.5个百分点；餐饮收入明显回升，两年复合5.6%、较上月回升2.4个百分点。分行业看，家用电器音响、化妆品、金银珠宝、服装鞋帽、汽车等行业两年复合同比明显改善。就业延续结构性特征，收入修复仍偏慢。6月，城镇调查失业率5.2%、持平于上月，毕业季推动青年人群失业率上升0.5个百分点至21.3%。二季度居民收入两年复合同比5.7%、较一季度回落0.2个百分点，农村居民修复快于城镇居民。支出增长还要慢于收入，食品、医疗保健和其他用品及服务保持较快支出增速。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、生产回暖、投资改善，服务业动能放缓、但出行需求仍有支持.....	3
2、常规跟踪：经济延续恢复性增长，生产端修复有所加快.....	5
风险提示.....	8

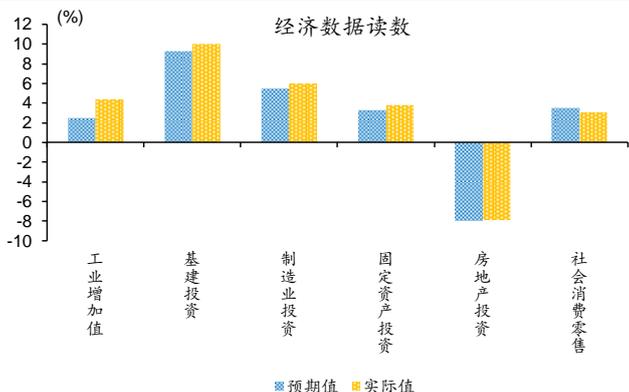
图表目录

图表 1：6 月，多数经济指标好于预期.....	3
图表 2：新能源相关工业品产量同比回升.....	3
图表 3：6 月，新能源相关产业产能利用率明显提升.....	3
图表 4：近期，全国代表钢厂盈利率明显回升.....	3
图表 5：6 月，出口景气度延续回落.....	4
图表 6：5 月，发改委审批速度加快.....	4
图表 7：6 月，服务业新订单和预期企稳.....	4
图表 8：近期，全国迁徙规模指数大幅回升.....	4
图表 9：近期，国内、国际执行航班架次延续提升.....	4
图表 10：近期，全国样本城市地铁客流量回升.....	4
图表 11：二季度 GDP 延续恢复性增长.....	5
图表 12：二季度服务业生产指数冲高回落.....	5
图表 13：6 月，工业生产加快修复.....	5
图表 14：6 月，制造业生产普遍改善.....	5
图表 15：6 月，基建投资明显回升.....	6
图表 16：电热燃投资对基建支撑较强.....	6
图表 17：6 月，制造业投资明显回升.....	6
图表 18：6 月，部分中上游制造业明显改善.....	6
图表 19：6 月，竣工对地产的支撑延续走弱.....	6
图表 20：商品房成交仍处于历史低位.....	6
图表 21：6 月，餐饮收入对社零的支撑仍较强.....	7
图表 22：6 月，可选消费边际改善.....	7
图表 23：农村消费占比回升.....	7
图表 24：网上消费增速有所回落.....	7
图表 25：二季度农村居民收入改善快于城镇居民.....	8
图表 26：二季度支出修复放缓.....	8
图表 27：二季度，食品和衣着支出增长较快.....	8
图表 28：二季度，服务类消费修复放缓.....	8
图表 29：城镇调查失业率持平上月.....	8
图表 30：青年失业率再创新高.....	8

1、生产回暖、投资改善，服务业动能放缓、但出行需求仍有支持

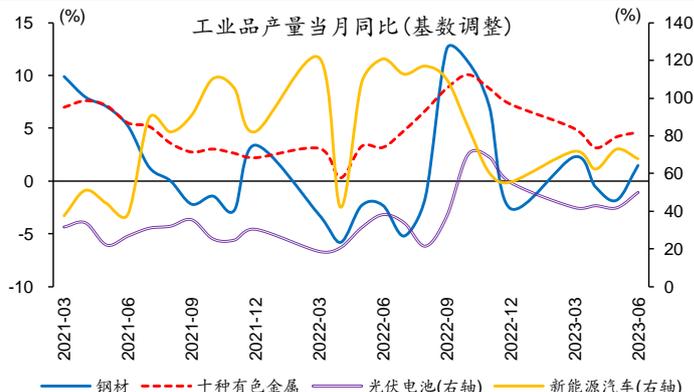
当前经济仍处于恢复性增长阶段，但工业生产已率先好转。6月，工业增加值当月同比增长4.4%、好于市场预期1.9个百分点。从主要工业品产量看，与新能源产业链相关的有色金属、光伏电池、新能源汽车等产品当月同比均有所改善或保持较高增速。生产带动下，有色金属、电气机械和汽车行业的产能利用率分别回升2.5、1.3和1.3个百分点。与此同时，黑色金属等上游行业生产修复也明显加快，或与原材料成本下降、利润率回升有关，高频数据显示近期钢厂盈利率持续回升。

图表 1：6月，多数经济指标好于预期



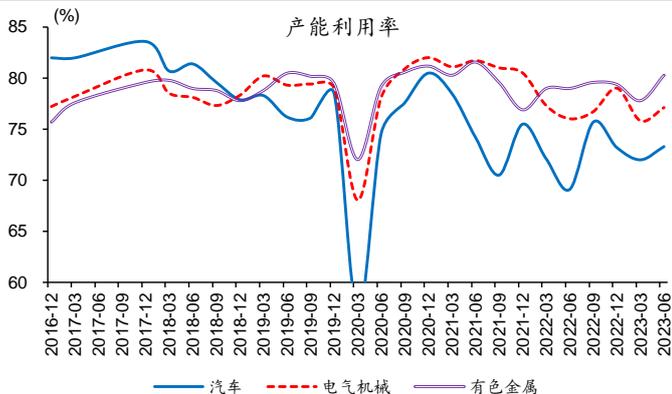
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：新能源相关工业品产量同比回升



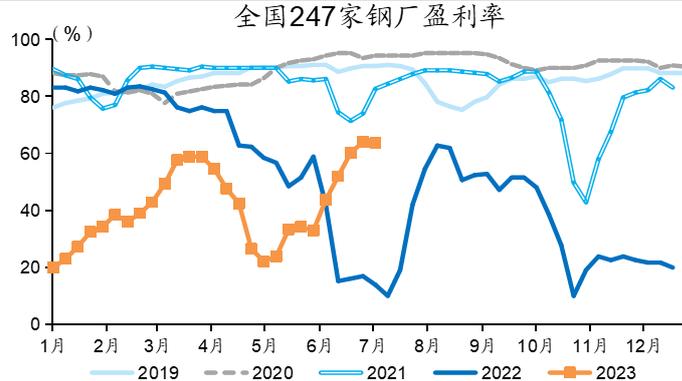
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：6月，新能源相关产业产能利用率明显提升



来源：Wind、国金证券研究所

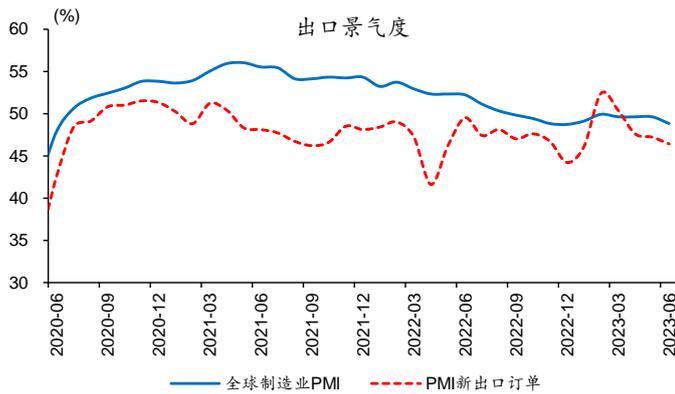
图表 4：近期，全国代表钢厂盈利率明显回升



来源：Wind、国金证券研究所

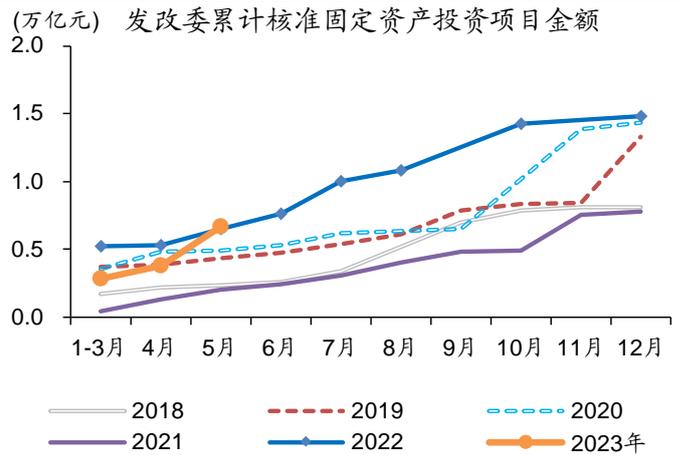
投资韧性再度显现，但持续性有待观察。6月，受需求修复、生产回暖及低库存等因素综合推动，新能源产业链、医药产业链和信息产业链相关行业资本开支明显扩张。但也要看到，出口景气度还在回落、或对出口依赖度较高的相关产业产生冲击，全球制造业 PMI 和中国出口新订单指数均回落 0.8 个百分点至 48.8% 和 46.4%。项目审批加快下，基建投资有望保持较高增速，但部分项目仍受资本金掣肘，需跟踪政策性金融工具的推出。

图表 5: 6月, 出口景气度延续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

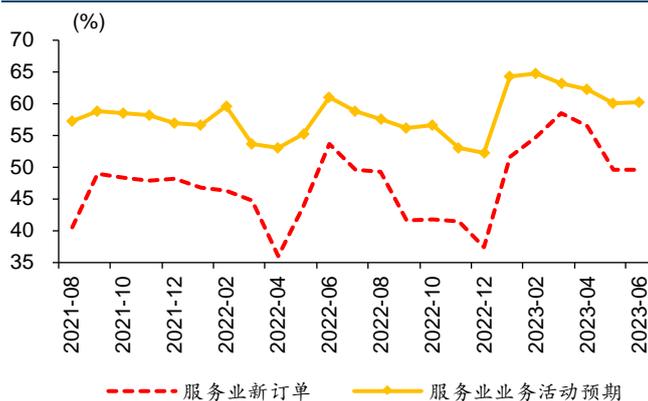
图表 6: 5月, 发改委审批速度加快



来源: 国家发改委、国金证券研究所

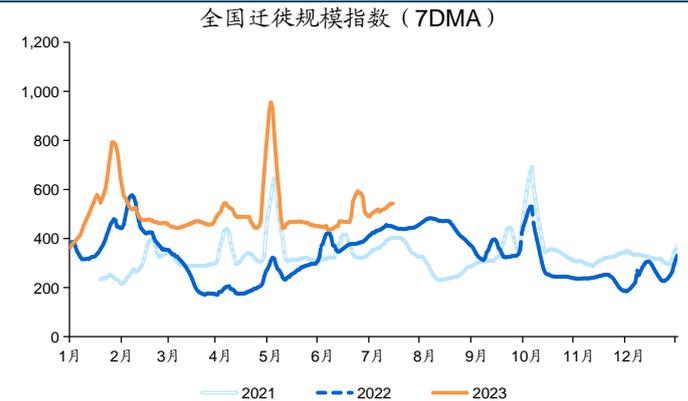
服务业动能已然放缓, 但出行需求仍有一定支撑。尽管二季度服务业的复苏动能有所减弱, 但 6 月服务业新订单和业务活动预期都已边际企稳。进入 7 月, 跨区域和市内出行活动不断走强, 迁徙规模指数和地铁客流量近期均大幅提升、日均执行航班数也延续上升。伴随暑假旅游和系列促销费活动的发酵, 服务业短期或仍有需求支撑。

图表 7: 6月, 服务业新订单和预期企稳



来源: 各地政府网站、中国地方政府信息公开平台、国金证券研究所

图表 8: 近期, 全国迁徙规模指数大幅回升



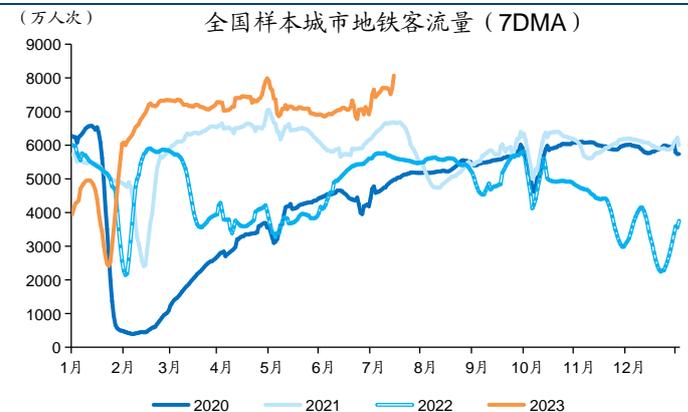
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 近期, 国内、国际执行航班架次延续提升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 近期, 全国样本城市地铁客流量回升



来源: Wind、国金证券研究所

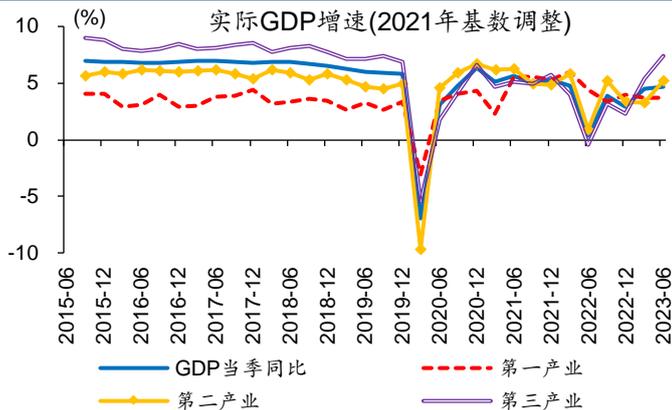
重申观点: 6 月经济读数显示经济已底部企稳, 积极信号不断增多。伴随稳增长力度加大、政策落地效果显现, 生产端的修复已然加快、制造业投资明显改善。但与此同时, 居民收入的修复依然偏慢、商品消费仍有待改善, 地产链和出口链对经济的拖累仍然较

大，经济内生动能修复仍需政策持续托底，后续可关注7月政治局会议的政策基调。

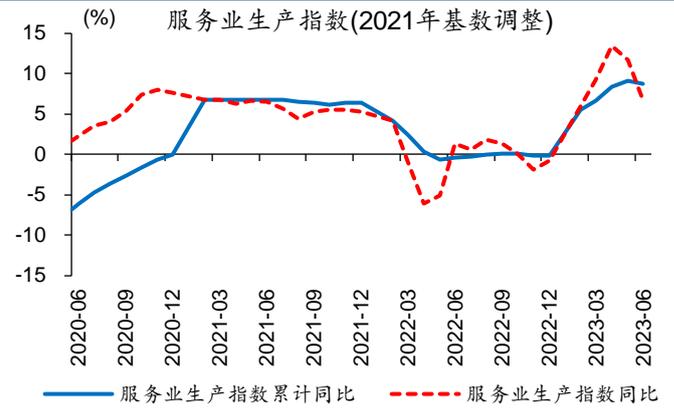
2、常规跟踪：经济延续恢复性增长，生产端修复有所加快

GDP 延续恢复性增长，服务业的支撑有所减弱。二季度 GDP 增长 6.3%、略低于市场预期的 6.8%，两年复合同比 3.3%。其中，服务业对经济的拉动有所减弱，第三产业 GDP 同比 7.4%，两年复合同比 3.4%、较一季度回落 1.3 个百分点。第二产业 GDP 同比 5.2%，两年复合同比 3%、较一季度回落 1.5 个百分点。6 月，服务业生产指数同比 6.8%，两年复合 4%、较 5 月小幅回升 1 个百分点。伴随暑期旅游高峰的到来，服务业生产或仍有韧性。

图表 11：二季度 GDP 延续恢复性增长

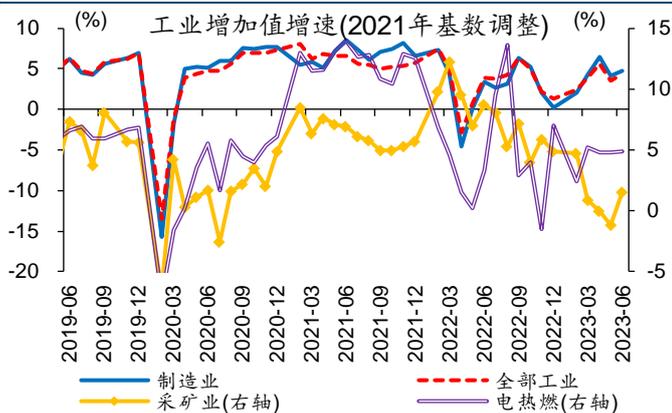


图表 12：二季度服务业生产指数冲高回落

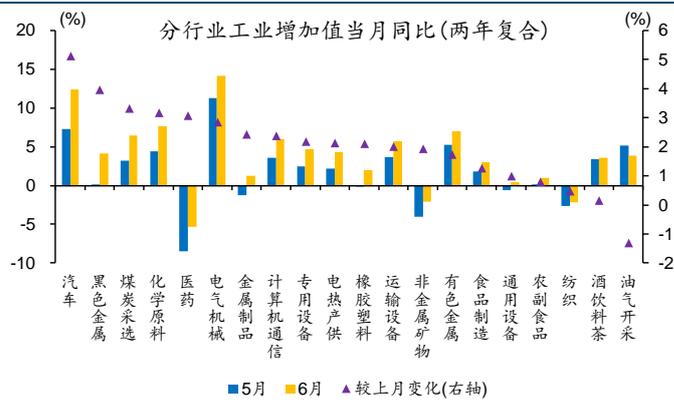


工业生产加快修复，中上游制造改善幅度较大。6 月，工业增加值当月同比 4.4%、环比增长 0.68%，两年复合同比 4.1%、较 5 月回升 2 个百分点。其中，制造业生产当月同比 4.8%，两年复合同比 4.1%、较上月抬升 2 个百分点。两年复合看，多数制造业行业生产边际好转，汽车、黑色金属、化学原料、医药、电气机械等行业较 5 月明显改善。

图表 13：6 月，工业生产加快修复

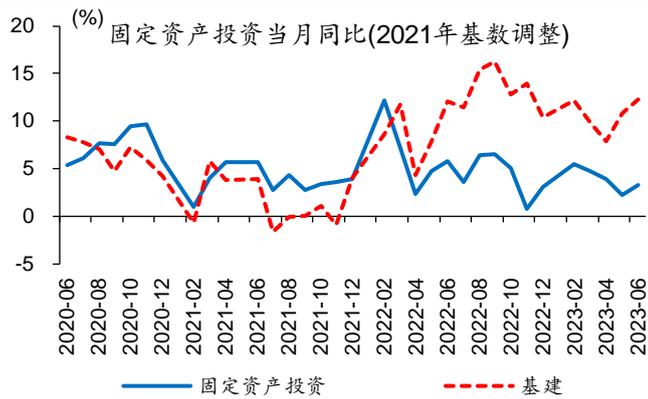


图表 14：6 月，制造业生产普遍改善

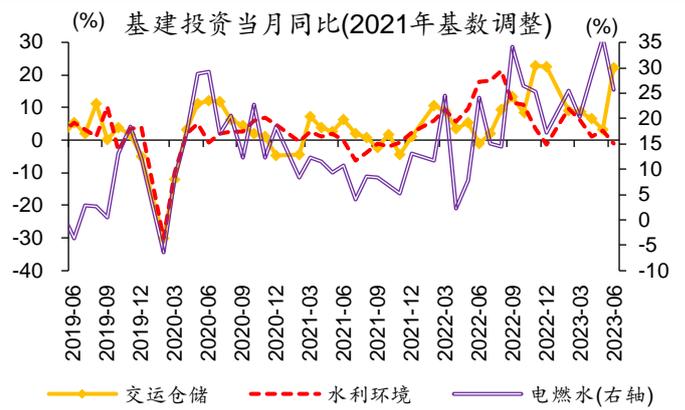


固定资产投资延续环比扩张、基建表现亮眼。6 月，固定资产投资当月同比 3.3%、环比上月回升 0.39%，两年复合同比 4.6%、较 5 月回升 1.4 个百分点。其中，基建投资当月同比 12.3%、指向稳增长继续加力，两年复合同比 12.2%、较 5 月抬升 2.8 个百分点。分项看，交运仓储、电燃水和水利环境两年复合同比分别为 9.9%、24.9%和 8.1%，分别较 5 月回升 5.5、3.8 和 1.9 个百分点。

图表 15: 6月, 基建投资明显回升



图表 16: 电热燃投资对基建支撑较强



来源: Wind、国金证券研究所

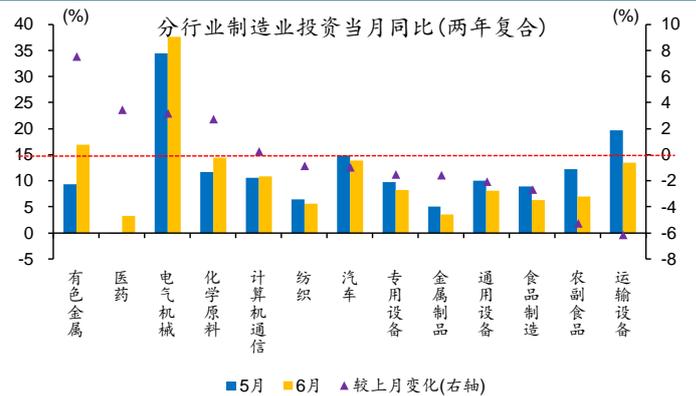
来源: Wind、国金证券研究所

制造业投资回暖, 但结构继续分化。6月, 制造业投资当月同比 6%、较上月回升 0.1 个百分点, 两年复合同比 7.9%、较上月回升 2 个百分点。两年复合看, 有色金属、医药、电气机械、化学原料、计算机通信等中上游行业投资边际改善, 农副食品、食品制造、纺织等下游消费品行业投资仍有待转好。

图表 17: 6月, 制造业投资明显回升



图表 18: 6月, 部分中上游制造业明显改善

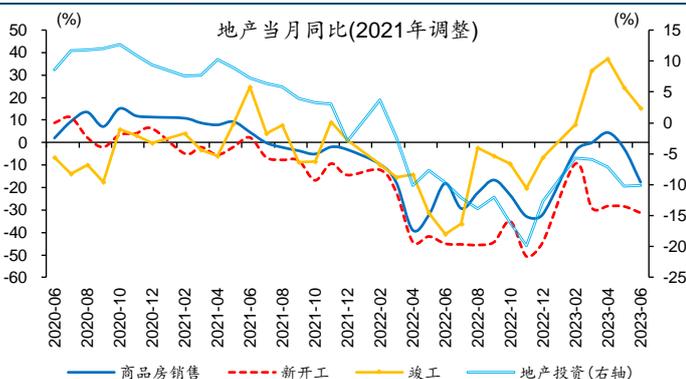


来源: Wind、国金证券研究所

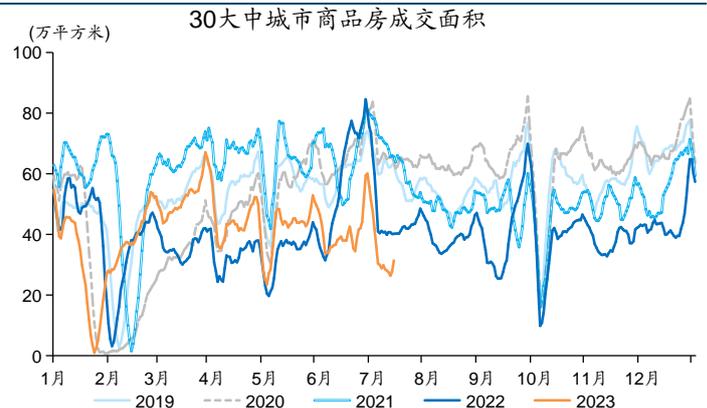
来源: Wind、国金证券研究所

房地产投资延续低迷, 竣工端持续走弱。6月, 房地产投资当月同比-10.2%、基本持平于上月。其中, 竣工进一步走弱, 两年复合-17.4%、较 5 月回落 9.9 个百分点; 新开工延续疲软, 两年复合-38.6%、降幅较上月扩大 3.1 个百分点。商品房销售表现依然低迷, 两年复合-17.8%、降幅较上月收窄 0.9 个百分点。高频数据显示, 30 大中城市商品房成交面积仍明显低于近年同期水平, 需求不振对地产投资的压制或持续。

图表 19: 6月, 竣工对地产的支撑延续走弱



图表 20: 商品房成交仍处于历史低位

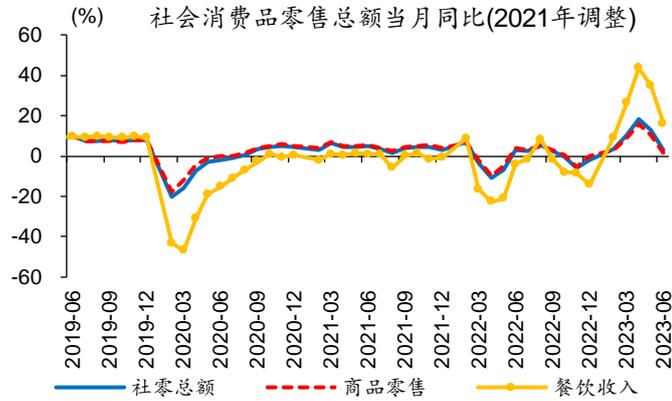


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

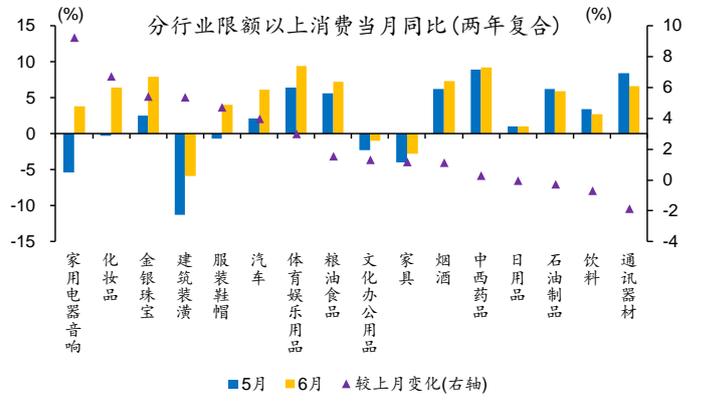
社零延续修复，餐饮收入仍是主要支撑。6月，社会消费品零售总额同比3.1%，两年复合同比3.1%、较5月回升0.6个百分点。其中，商品消费小幅改善、当月同比1.7%，两年复合2.8%、较上月回升0.5个百分点；餐饮收入明显回升、当月同比16.1%，两年复合5.6%、较上月回升2.4个百分点。分行业看，家用电器音响、化妆品、金银珠宝、服装鞋帽、汽车等行业两年复合同比明显改善，通讯器材、饮料、石油制品等行业走弱。此外，受去年同期基数影响、网上社会消费增速有所回落。

图表 21: 6月，餐饮收入对社零的支撑仍较强



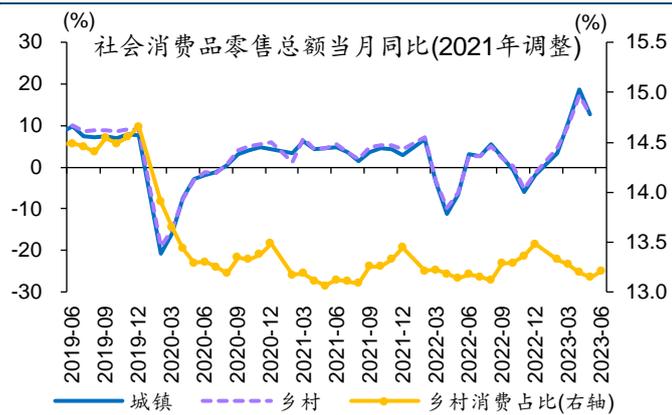
来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 6月，可选消费边际改善



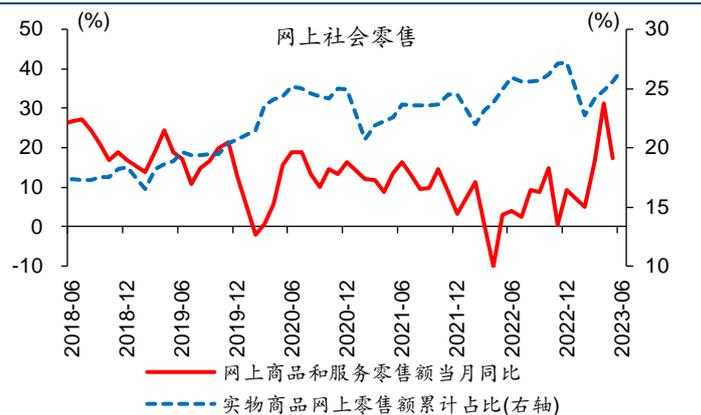
来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 农村消费占比回升



来源: Wind、国金证券研究所

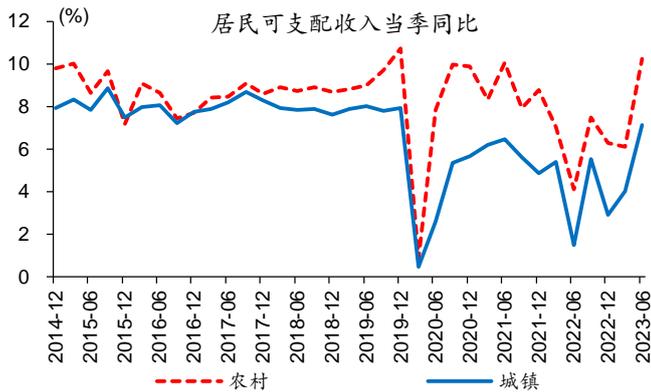
图表 24: 网上消费增速有所回落



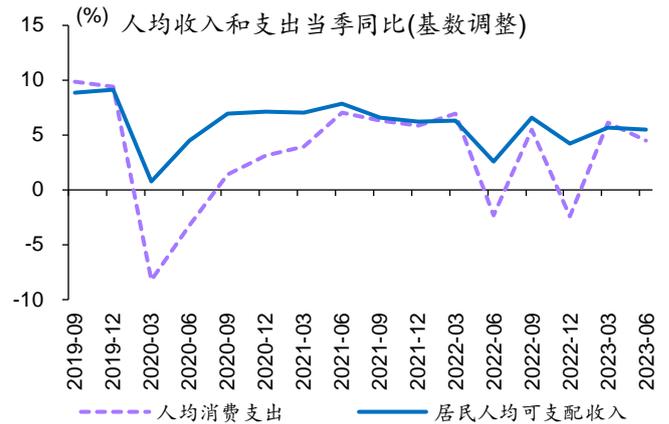
来源: Wind、国金证券研究所

居民收入修复仍偏慢，支出增长还要慢于收入。二季度居民人均可支配收入同比增长8.4%，两年复合同比5.7%、较一季度回落0.2个百分点。其中，城镇居民收入同比增长7.1%，两年复合同比4.7%、较一季度回落0.4个百分点；农村居民收入同比增长10.3%，两年复合同比7.2%、较一季度回升0.6个百分点。人均消费支出增速同比增长4.5%，不仅慢于一季度的6.2%、也慢于同期人均可支配收入增速的5.5%。分行业看，食品、医疗保健和其他用品及服务保持较快支出增速。

图表 25: 二季度农村居民收入改善快于城镇居民



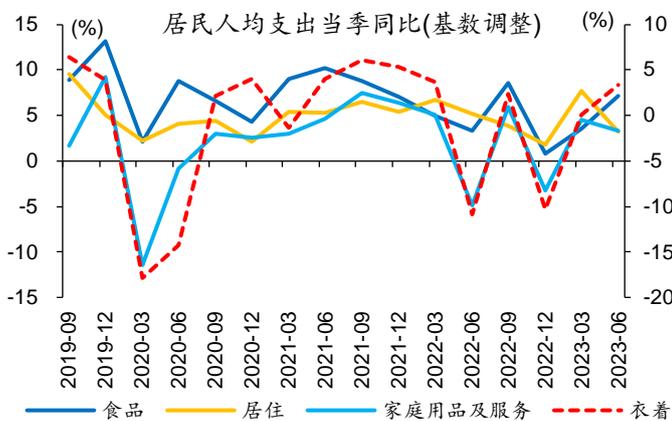
图表 26: 二季度支出修复放缓



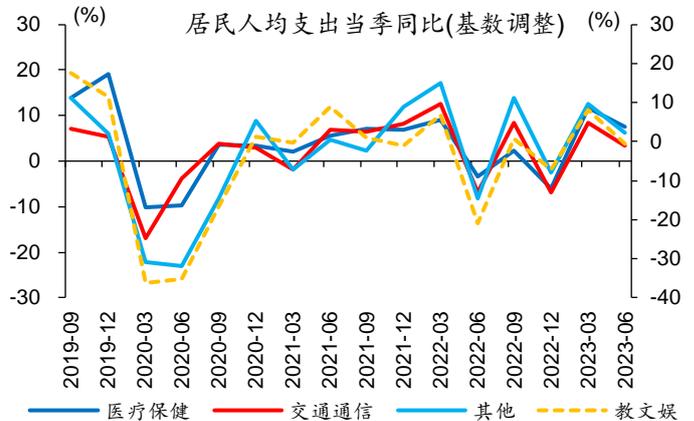
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 二季度, 食品和衣着支出增长较快



图表 28: 二季度, 服务类消费修复放缓

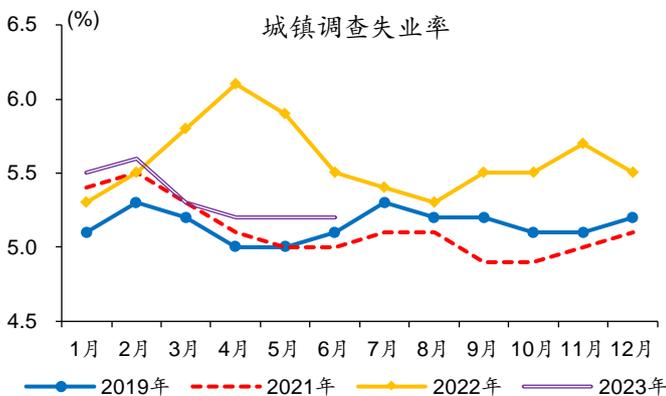


来源: Wind、国金证券研究所

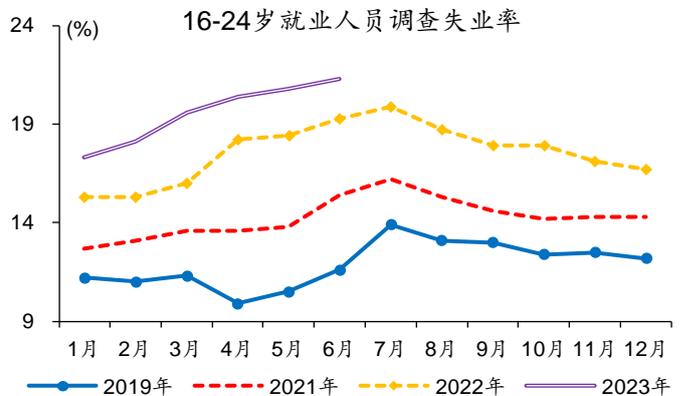
来源: Wind、国金证券研究所

城镇调查失业率保持基本稳定, 青年失业率再创新高。6 月, 城镇调查失业率 5.2%、持平于上月, 25-59 岁人口失业率继续录得 5.1%, 外来户籍人口就业小幅改善、失业率由 5.4% 降至 5.3%。与此同时, 青年群体就业压力不减。受毕业季影响, 16-24 岁人口失业率攀升至 21.3%、进一步上升 0.5 个百分点。

图表 29: 城镇调查失业率持平上月



图表 30: 青年失业率再创新高



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留

金融体系等。

2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402