

## 2023年上半年经济增长数据解读

# 七问上半年中国经济

### 证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
张璐	投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨	投资咨询资格编号 S1060522080003 CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



### 平安观点：

- **1、如何看待上半年 GDP 成绩单？** 2023 年二季度 GDP 增速不及市场预期，但对于全年完成 5%左右增速目标仍提供了支持。我们对全年 GDP 推算如下：一、二季度 GDP 季调环比折年率分别为 9.1%和 3.2%，若下半年 GDP 在全年占比与 2015-2019 年水平相符（考虑到目前经济恢复基础仍不稳固，这算一个偏强假设），那么全年实际 GDP 增速仍可达 5.6%。
- **2、如何看待 GDP 平减指数转负？** 二季度 GDP 平减指数从一季度的 0.94%下降到-0.92%，为 2016 年以来首次转负、2009 年四季度以来新低，主要是工业原材料供给过剩和农产品实现丰产的影响，而第三产业平减指数仍达到 2.08%，放在 2018 年以来各个季度看并不算低。
- **3、如何看待经济增长动能企稳？** 固定资产投资、社会消费品零售总额、工业增加值的环比增速在 4 月都弱于历史同期均值，至 5 月恢复至历史均值附近，到 6 月已呈现超季节性走高。当前消费复苏有两条主线：一是，出行社交活动恢复；二是，地产后周期相关耐用品消费跌幅收窄。工业增加值逆势企稳，则主要得益于投资、消费以及高温天气下电力需求的复苏。
- **4、如何看待制造业高质量发展？** 制造业投资驱动特征有三：一是，装备制造投资“一枝独秀”，二季度以来原材料和消费制造行业投资增速呈低位企稳迹象。二是，制造业投资的结构动能有切换迹象，下半年制造业投资的走向取决于房地产投资企稳回升与出口下行幅度之间的角力。三是，民间投资在制造业投资中的占比显著上升，稳定民营企业信心至关重要。
- **5、如何看待青年与农民工就业“冷热不均”？** 2020 年以来高校大幅扩招，解决了当时就业难题，却为当下青年人口失业率抬升埋下伏笔。2023 年以来中国经济复苏以接触性、聚集性服务业恢复增长为主，而从事这些行业的多为农民工和中低学历人群，可能也加剧了就业结构的分化。
- **6、如何看待消费复苏的后劲？** 二季度居民收入随经济复苏获得改善，且居民消费倾向已有抬升迹象，消费增长的持续性有望增强。上半年全国居民人均消费支出占人均可支配收入的 65%，明显好于 2020 和 2022 年同期。今年上半年相比于疫情前的 2019 年同期，居民用于食品烟酒、医疗保健和居住的比例仍然高于疫情前。随着疫情影响退散和居民收入水平整体改善，消费结构预计仍将向疫情前调整，可选消费有进一步释放空间。
- **7、如何看待外需收缩下的外贸增长？** 今年 5、6 月份外需收缩压力进一步显现，工业企业出口交货值与以美元计的中国出口同比增速同步转负。外需对中国经济的带动作用转弱，宏观政策加码的必要性增强，体现为基建投资在高基数下增速提升，“接棒”失去的需求。

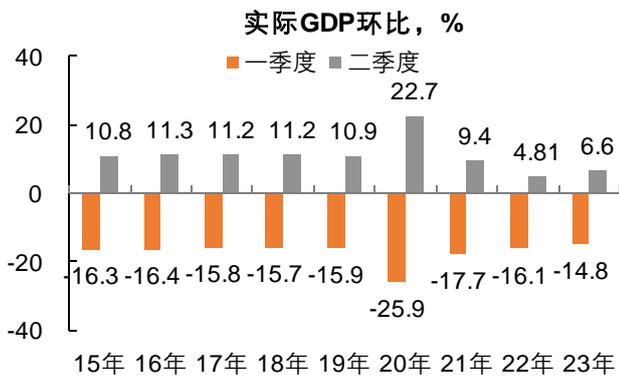
## 一、如何看待上半年 GDP 成绩单？

2023 年二季度 GDP 实际增速虽不及市场此前预期，但对于全年完成 5%左右增速目标仍然提供了支持。

2023 年二季度实际 GDP 增长 6.3%，上半年中国 GDP 交出 5.5%成绩单。二季度 GDP 增速之所以不及市场预期，主要在于一季度经济超季节性增长后，二季度相比一季度的环比增速出现明显放缓，而市场预期往往采用在季度 GDP 环比均值基础上加点/减点的方式进行，因而预估了相对较高的二季度 GDP 环比。事实上，今年一季度实际 GDP 环比显著好于历年水平，但二季度实际 GDP 环比仅好于去年同期，显著低于历年水平。这种季度之间环比高低的错落变化不易精准把握，是造成市场预期与实际值之间偏差的主要原因。

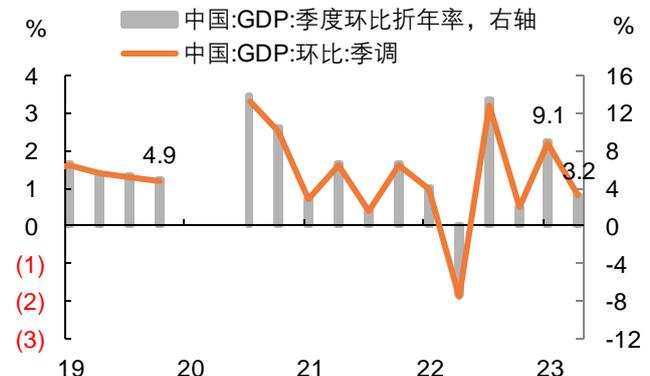
考虑到历史上中国四个季度 GDP 在全年的占比基本稳定，且今年没有疫情造成阶段性冲击，我们对全年 GDP 做如下推算：一、二季度 GDP 季调环比折年率分别为 9.1%和 3.2%，按照 2015-2019 年四个季度 GDP 占比的均值进行加权平均，则上半年的 GDP 环比折年率可达到 6%。如果下半年 GDP 在全年的占比与 2015-2019 年水平相符（考虑到目前经济恢复基础仍不稳固，这算一个偏强假设），那么全年实际 GDP 增速仍可达 5.6%，高于 5%左右的经济增速目标。

图表1 前两季度 GDP 环比分别显著高于和低于历史同期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 二季度 GDP 季调环比在高基数上向下波动

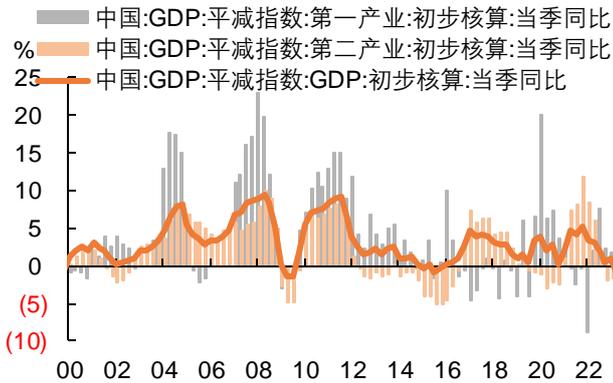


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、如何看待 GDP 平减指数转负？

今年二季度 GDP 平减指数转负主要是工业原材料供给过剩和农产品实现丰产的体现，而服务业价格仍保持温和上涨。二季度 GDP 平减指数从一季度的 0.94% 下降到 -0.92%，为 2016 年以来首次转负、2009 年四季度以来新低。其中：1) 第二产业 GDP 平减指数从一季度的 -1.59% 进一步下滑至 -4.72% 是主要拖累。该指数与 PPI 的变化基本吻合，而主导今年以来 PPI 同比走低的主要是黑色、化工、石油、有色、煤炭、非金属这几大工业原材料行业，上半年共拖累 PPI -2.8 个百分点（上半年 PPI 累计同比为 -3.1%），体现了国际油价同比走低和国内工业原材料供大于求的形势。2) 第一产业平减指数从 1.9% 转为 -0.08% 也帮助拉低了物价水平。上半年生猪出栏量同比增长 2.6%、全国夏粮总产量居历史第二高位，农产品供给充裕导致第一产业平减指数走低。3) 但第三产业平减指数仍达到 2.08%，放在 2018 年以来各个季度看并不算低。今年上半年第三产业对中国实际 GDP 累计同比的贡献率达到 64.3%，二、三产业的贡献率均基本回到了疫情前水平，物价水平的分化与经济增长结构的回归相互印证。

图表3 二季度 GDP 平减指数转负集中在第一、二产业



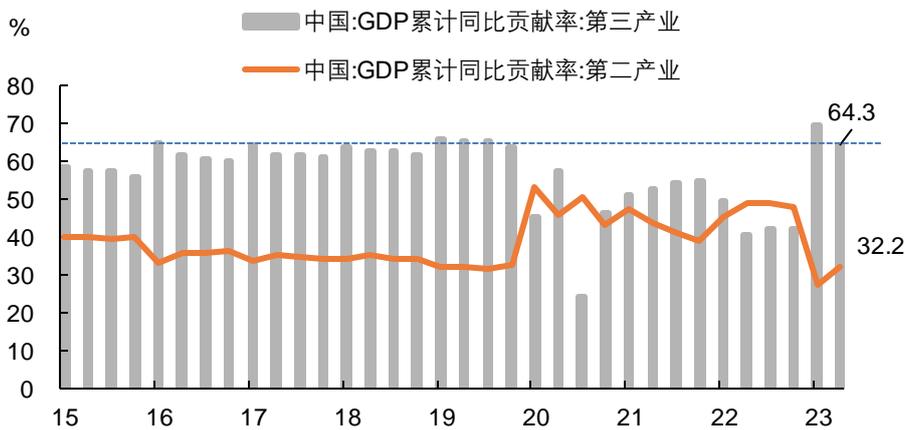
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 二季度 GDP 平减指数指向第三产业价格温和上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 二、三产业对 GDP 的贡献率基本回到疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、如何看待经济增长动能企稳?

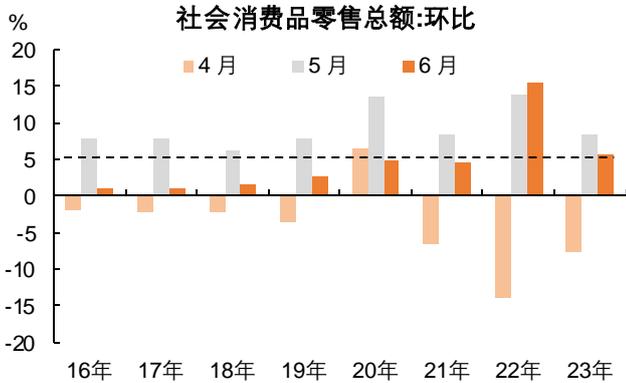
5、6月份中国经济增长企稳信号增多。固定资产投资、社会消费品零售总额以及工业增加值的环比增速在4月都弱于历史同期的均值水平，至5月恢复至历史均值附近，到6月已呈现超季节性走高。国家统计局发布的三项指标的季调环比，也在5、6月份悉数转为正增长。

从社会消费品零售总额及限额以上零售总额的分项看，当前消费复苏有两条主线：一是，出行社交活动恢复，与之相关的餐饮消费二季度连续三个月录得双位数增长，而体育娱乐用品、金银珠宝、化妆品、服装鞋帽以及汽车、通讯器材等商品在5至6月的两年平均增速也较4月明显提升；二是，地产后周期相关耐用品消费跌幅收窄，保交楼地产竣工持续推进、“6·18”企业借势降价促销，提振家电音响、家具、建筑及装潢材料需求，体现为5至6月相关商品零售额跌幅较4月收窄。

在出口交货值进一步下探之际，工业增加值逆势企稳，得益于投资、消费以及高温天气下电力需求的复苏。其一，6月份基建投资加大托底力度，地产新开工有企稳迹象，有效稳定了原材料需求，助力黑色金属、有色金属、非金属矿物、化学原料制品等行业增加值同比增速走高。其二，6月全国高温天气多发，增加能源及电力消耗，助力水电燃气、上游石油煤

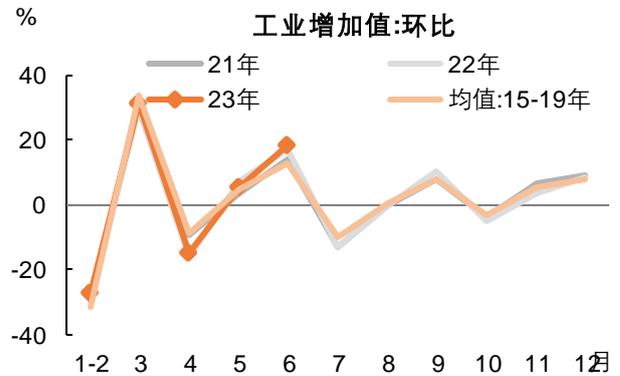
炭开采板块增速超季节性走高。据中国气象局报道，6月全国平均气温较常年同期偏高0.7℃，为1961年以来历史同期第二高。其三，消费的持续复苏对相关制造行业产生一定带动，农副产品加工、食品制造、酒饮料茶等必选消费行业同比增速走高，而纺织、医药制造等行业同比跌幅明显收窄。

图表6 6月社会消费品零售总额环比超季节性走高



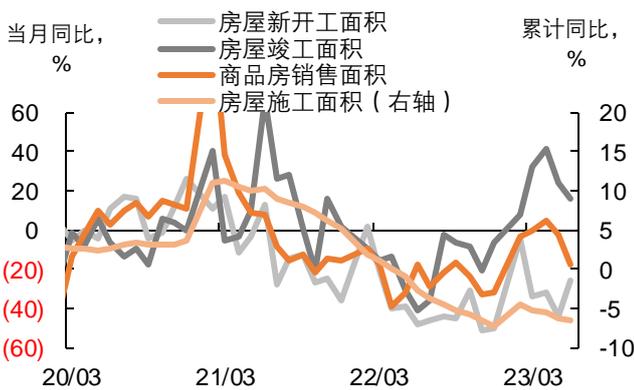
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 6月工业增加值环比增速创历史同期新高



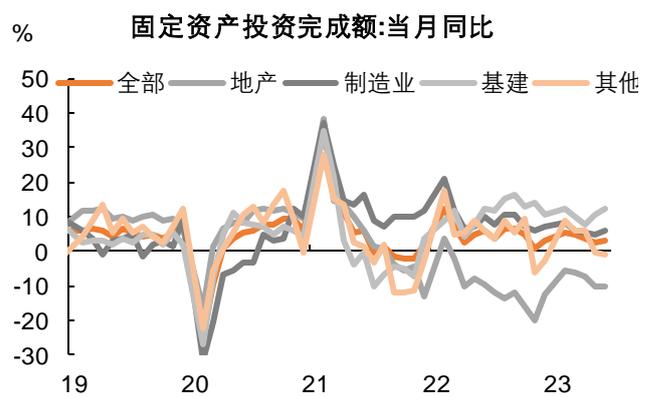
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 6月房地产新开工面积增速有回升迹象



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 6月基建和制造业投资增速均企稳回升



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 四、如何看待制造业高质量发展?

今年上半年制造业投资增速呈高位放缓态势，其驱动特征主要有以下几点：

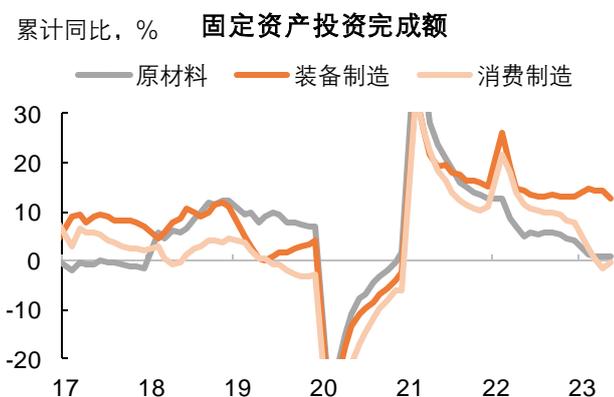
一是，装备制造业投资“一枝独秀”。上半年制造业投资同比增长6%，其中装备制造业投资增长14.4%，而上游原材料和下游消费制造业均已下降至零增长附近。二季度以来，原材料行业投资增速呈现低位企稳，消费制造业投资也在5月呈现企稳回升迹象，对于下半年制造业投资增速止跌具有积极意义。

二是，出口放缓和房地产市场调整对制造业投资施加了压力，不过制造业投资的结构动能有收敛切换的迹象。下半年我国制造业投资的走向取决于房地产投资企稳回升与出口下行幅度之间的角力，在外需放缓情况下稳定房地产投资不可或缺。我们将出口占终端需求10%以上、且出口对需求的贡献高于地产的行业定义为高出口依赖度行业；将地产占终端需求的10%以上、且地产对需求的贡献高于出口的行业定义为高地产依赖度行业。我们发现2018-2019年，高地产依赖度行业对制造业投资增长的贡献率达到42%，而2020-2021年和2022年分别下降到35%和16%，今年1-5月只有8%。可见，房地产

投资的深度调整已经对制造业投资产生了明显拖累，不过今年二季度以来高地产依赖度行业的制造业投资呈现低位企稳，对制造业投资的拖累或已见底。相反，高出口依赖度行业对 2020-2021 年、2022 年、今年 1-5 月制造业投资的贡献分别达到 61%、65%、71%，疫情以来中国出口高增长对于制造业投资产生了明显拉动。然而，随着二季度以来中国出口放缓，高出口依赖度中的中游制造业行业投资增速出现了明显放缓的迹象，而此前下滑猛烈的高出口依赖度中的下游制造业行业投资增速呈现出触底反弹迹象。

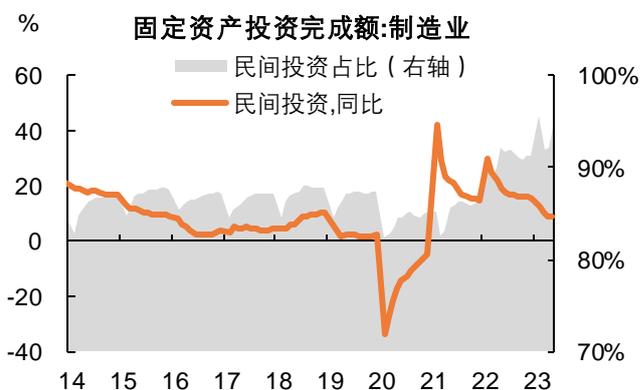
三是，2022 年以来民间投资在制造业投资中的占比显著上升，稳定民营企业信心对于稳定制造业投资至关重要。尽管上半年民间投资在总体固定资产投资中的占比创下 52.9% 的历史新低，但今年 1-5 月民间投资在制造业投资中的占比达到 94.3%，比疫情前平均水平高出 7.6 个百分点。今年以来政策高度关注企业家信心的恢复，对于促进制造业投资高质量发展具有重要意义。

图 10 装备制造业在制造业投资中一枝独秀



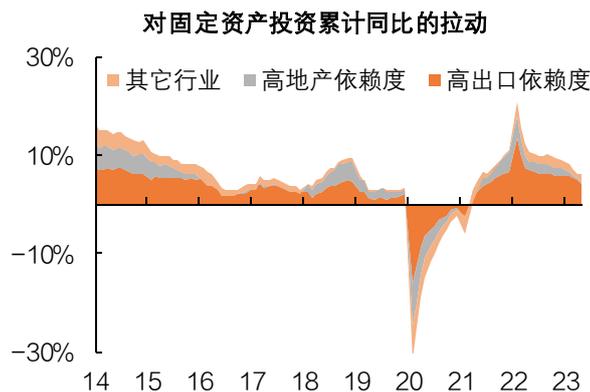
资料来源: wind, 平安证券研究所

图 11 2022 年以来民间投资在制造业投资中占比抬升



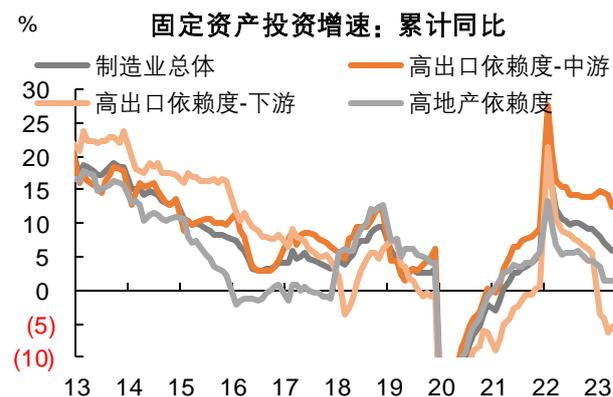
资料来源: wind, 平安证券研究所

图 12 高出口依赖度行业成为制造业投资增长“基石”



资料来源: wind, 平安证券研究所

图 13 二季度以来高地产依赖度制造业投资有企稳迹象



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 五、如何看待青年与农民工就业“冷热不均”？

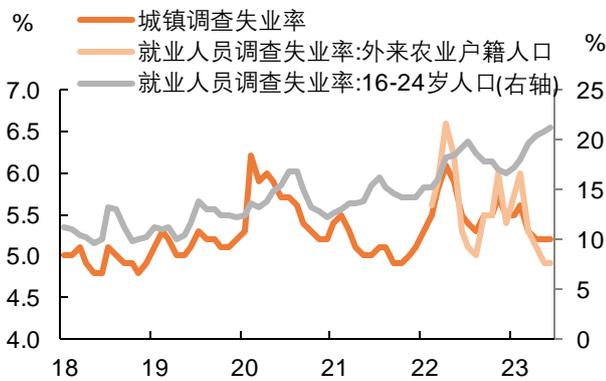
今年上半年中国就业形势整体向好，但结构上存在“冷热不均”，主要体现为 16-24 岁青年人口失业率不断抬升，而农民工和低学历人群失业率有所下降。二季度城镇调查失业率一直保持在 5.2%，比一季度有所下降。其中，16-24 岁青年人口

失业率从 3 月的 19.6% 进一步升至 21.3%，不断突破新高；而外来农业户籍人口失业率从 3 月的 5.3% 进一步降至 6 月的 4.9%，低于整体失业率水平。按学历划分，较低学历与较高学历人群就业压力差距有收窄势头：高中及以下学历失业率从 3 月的 4.8% 降至 6 月的 4.4%，而本科及以上学历失业率小幅上升 0.1 个百分点至 3.2%。

**2020 年以来高校大幅扩招，解决了当时的就业难题，却为当下青年人口失业率抬升埋下伏笔。**一方面，更多青年人口“升学深造”，初次就业的时点压力后延至 2022 到 2023 年；另一方面，扩招使高学历青年劳动力的供给更多，但其需求可能并未起量。从城镇就业人口的分布看，高学历人员更多从事教育、金融、信息技术等行业，这恰是过去几年受冲击较大的行业。**2023 年以来中国经济复苏以接触性、聚集性服务业恢复增长为主，而从事这些行业的多为农民工和中低学历人群，可能也加剧了当前就业结构的分化特征。**

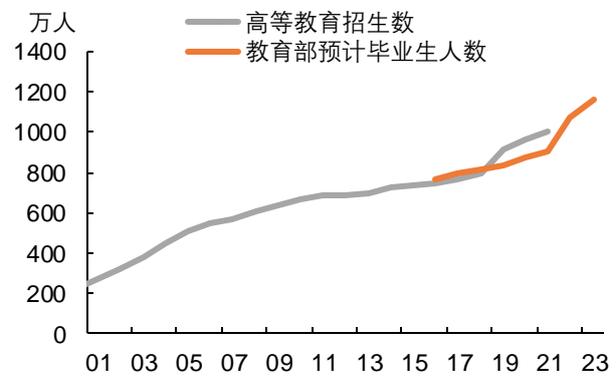
注意到，今年 3 月以来就业人员平均工作时间再上台阶，6 月达到 48.7 小时/周，可能反映出企业在招聘用工上的审慎倾向，因而整体性的就业压力依然存在，稳就业政策仍有必要持续护航。**考虑到 16-24 岁青年人失业率随毕业季来临而呈现明显季节性规律，每年 7 月达到全年高点，之后趋于回落，预计今年也将呈现同样特征。**

图表 14 二季度青年就业与农民工就业走势分化



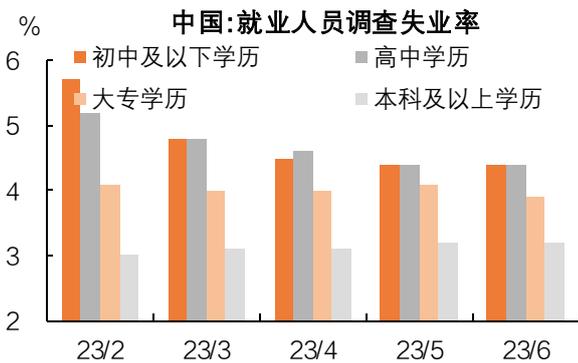
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 15 2020 年以来高校扩招，青年就业压力延后



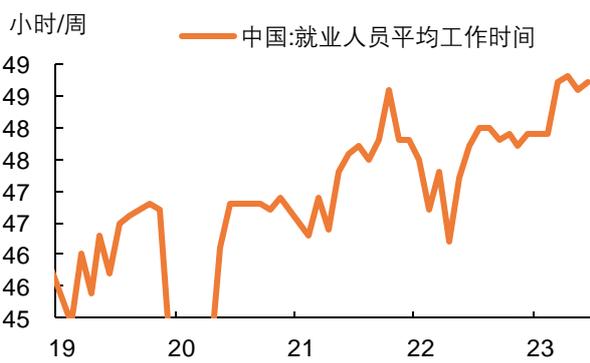
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 16 二季度较低学历人群失业率有所下降



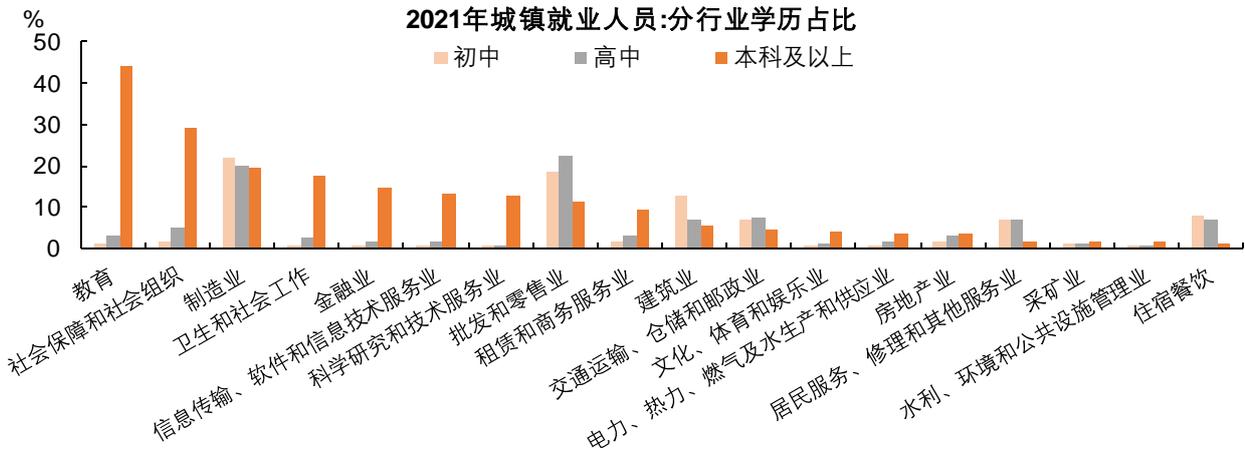
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 17 3 月以来就业人员平均工作时间内上台阶



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 高学历城镇就业人员集中于教育、金融、互联网、房地产等行业



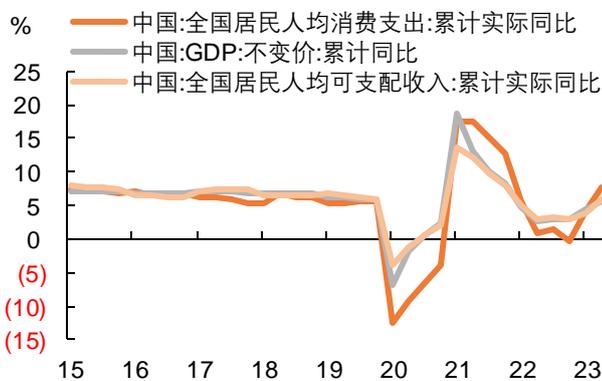
资料来源:《2022年中国劳动统计年鉴》,平安证券研究所

## 六、如何看待消费复苏的后劲?

今年二季度居民收入增速随经济复苏获得改善,且居民消费倾向有抬升迹象,消费增长的持续性有望增强。上半年全国居民人均可支配收入的实际同比从一季度的3.8%上升到5.8%,略高于实际GDP增速。历史上,居民可支配收入增速基本与GDP增速相一致,也就是说居民收入是经济增长的函数。随着中国经济复苏的持续,居民消费增长的动能也得到明显加强:上半年全国人均消费支出的实际同比从一季度4%抬升到7.6%,比收入增长展现出更大弹性;上半年全国居民人均消费支出占人均可支配收入的65%,这一比值虽仍不及疫情之前水平,但与2021年相近,明显好于2020和2022年同期,可见居民消费倾向也已步入改善。特别是,二季度农村外出务工劳动力人数同比增长3.2%,农民工月均收入同比增长6.5%,均较一季度显著抬升,且农民工月均收入增速创下历史新高,农民工作为边际消费倾向较高的群体,其就业与收入的同步改善对于整体消费倾向的抬升势必有所助益。

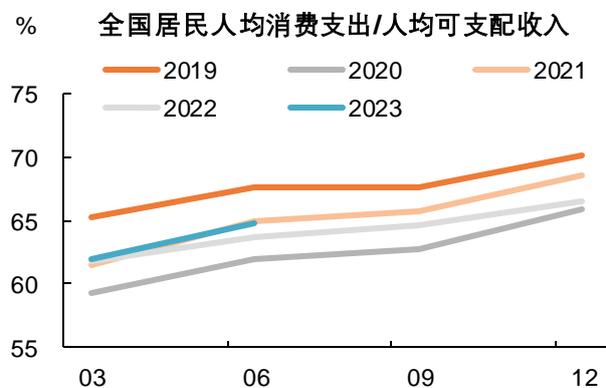
居民消费结构仍有调整动能,可选消费仍有增长空间。从全国城镇居民人均消费支出结构来看,今年上半年相比于疫情前的2019年同期,居民用于食品烟酒、医疗保健和居住的比例仍然高于疫情前,而用于衣着、教育文化娱乐、交通通信、生活用品及服务比例仍比疫情前偏低。随着疫情影响退散和居民收入水平整体改善,消费结构预计仍将向疫情前水平调整,可选消费仍有进一步释放空间。

图表19 二季度居民收入与支出均明显改善



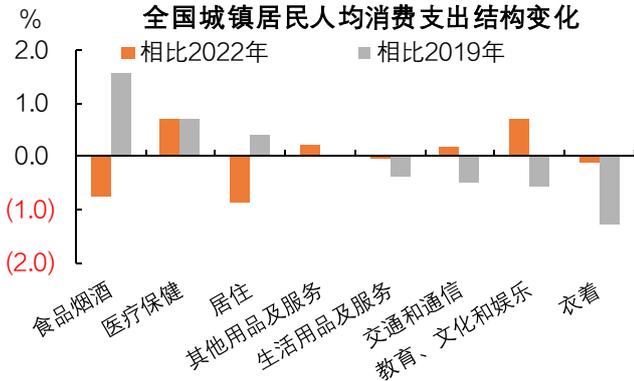
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表20 上半年居民消费倾向已步入改善



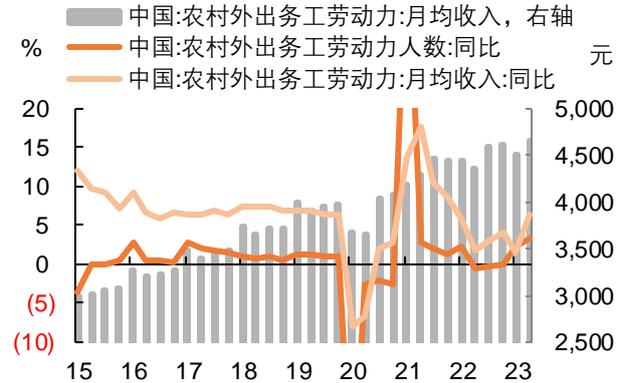
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表21 上半年居民消费相比疫情前仍偏向必选消费品



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表22 二季度农民工就业、工资齐升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

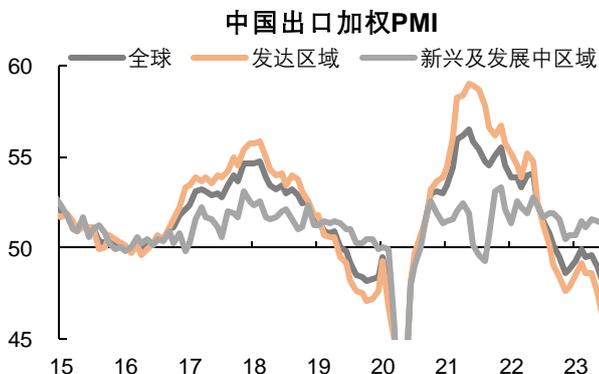
## 七、如何看待外需收缩下的外贸增长?

今年 5、6 月份外需收缩压力进一步显现，工业企业出口交货值与以美元计的中国出口同比增速同步转负。外需对中国经济的带动作用转弱，使宏观政策加码的必要性增强，体现为基建投资在高基数下增速提升，“接棒”失去的需求。

我们研究各项相关数据后认为，当前中国出口放缓的主要原因在于：一方面，5 月以来发达经济体制造业衰退加剧，外需收缩从发达国家向新兴和发展中国家传递，造成“一带一路”新生力量对我国出口的支撑亦不稳。6 月主要“一带一路”国家中，只有对俄罗斯的出口表现依然坚挺。另一方面，价格因素对中国出口的拖累进一步显化。5 月中国出口价格指数同比加速下滑并转负，放大了出口金额下行的幅度。以 RJ/CRB 商品价格指数对中国进出口价格指数的领先性看，大宗商品价格因素对中国出口的拖累可能持续扩大到今年四季度。

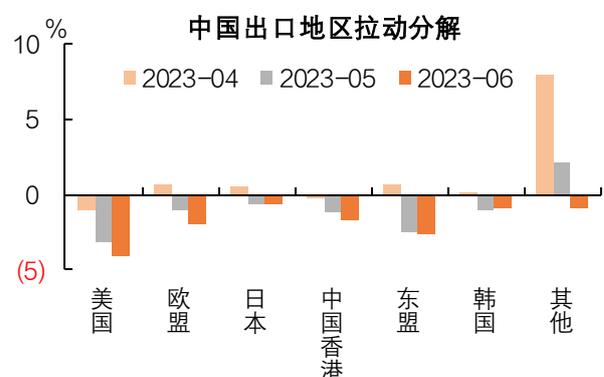
从结构上看，若干主要产品对中国出口的影响较为突出，而其动能在 6 月均有所转弱。一则，汽车相关产品是今年前五个月中国出口的最大亮点所在，但 6 月汽车和汽车底盘、汽车零配件对中国出口的拉动较 5 月回落。二则，原材料对中国出口的支撑减弱，其中成品油、钢铁及其制品扩张效应衰减，去年显著受益于欧洲能源危机的化工品对中国出口由支撑转为拖累。三则，机电产品同为进口和出口的最大拖累。今年前五个月“机电、音像设备及其零件、附件”对中国进口、出口的拖累分别为 3.1 和 1.4 个百分点，均是各分项中拖累最大的。除海外需求总体收缩外，外围“卡脖子”的影响已然显化，对中国中长期产业升级、科技突围的不利影响值得警惕。

图表23 以中国出口加权的全球 PMI 从 5 月即开始下滑



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表24 6 月中国对各区域出口的拉动均转负



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层