

中国经济半年报：上半年整体回升向好，下半年温差有望缩小

事件：

7月17日，国家统计局发布上半年经济数据。初步核算，上半年国内生产总值593034亿元，同比增长4.9%；按不变价格计算，同比增长5.5%。

投资要点：

今年以来，服务业经营情况持续改善，是拉动经济稳步回升的主要动力。上半年，第一产业拉动名义GDP增长0.2个百分点，第二产业拉动0.3个百分点；第三产业服务业上半年累计拉动4.3个百分点。单季度来看，二季度名义GDP的增长几乎都是由服务业经营活动的改善带来的。

生产端，上半年全国规模以上工业增加值同比增长3.8%，6月份同比增长4.4%，高于去年同期。其中，采矿业转为正增长；制造业依旧维持较高增速，6月增长4.8%，其中高技术产业6月同比增长2.7%；“电气水”6月同比增长4.9%。

需求端，消费方面，上半年社消增速较一季度有所加快，但单月（6月）增速已经明显回落。按消费类型分，由于商品零售占比较高，上半年社消零售总额的增长仍主要来自于商品零售的增长，但疫情后接触型聚集型服务业好转情况更为显著，上半年餐饮收入增速更快。不过单月来看，6月商品零售与餐饮收入对当月社消零售总额的拉动作用已基本持平。居民端看，居民消费能力在改善，人均可支配收入增速有所提升，消费意愿也在持续修复，居民消费支出同比明显加快。

投资方面，上半年全国固定资产投资同比增长3.8%，其中，基建投资（不含电力）6月累计同比增长7.2%，略高于去年同期7.1%的增速；制造业投资6月累计同比增长6%，环比持平。地产方面，上半年全国房地产开发投资同比下降7.9%，其中，住宅投资下降7.3%。销售来看，商品房销售面积同比下降5.3%，销售额同比增长1.1%，整体均出现回落。

总体来看，当前经济复苏方向明确，但复苏基础仍需稳固。而对于目前市场普遍讨论的微观感受与宏观数据中存在的温差，我们认为主要是因为价格因素导致的。上市公司企业盈利、居民收入等指标均为包含价格因素的名义变量，上半年因为价格的持续低迷以及PPI同比的负增长而形成拖累。往后看，由于基数效应的原因，后续PPI同比增速有望回升，下半年的温差有望缩小。

风险提示：一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

分析师 李清荷
执业证书编号：S0210522080001
邮箱：lqh3793@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《新兴产业投资稳步增长，制造业支持政策有望加码》—2023.06.29
- 2、《2023年1至5月投资数据评述》—2023.06.22
- 3、《通胀不及预期，但加息只是暂停：美国5月通胀及6月议息会议点评》—2023.6.15

正文目录

1	经济稳步回升，服务业改善明显	3
2	生产端：工业生产稳步恢复	4
3	需求端：消费复苏方向明确，投资增速韧性较强	6
3.1	餐饮收入持续高增，消费意愿逐步修复	6
3.2	基建维持较高增速，房地产投资继续磨底	9
4	总结与展望	12
5	风险提示	13

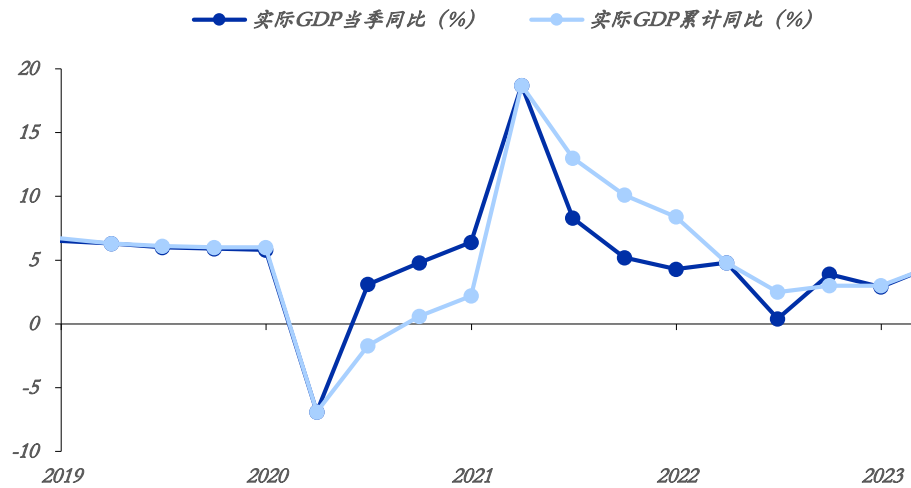
图表目录

图表 1：2023 年二季度实际 GDP 同比增速稳步回升	3
图表 2：2023 年二季度名义 GDP 同比增速小幅下降	3
图表 3：三大产业对上半年名义 GDP 同比增速的贡献情况	4
图表 4：三大产业对二季度名义 GDP 同比增速的贡献情况	4
图表 5：近期规模以上工业增加值同比增长情况	5
图表 6：三大门类工业增加值均出现环比改善	5
图表 7：国企、民企、股份制企业 6 月增加值均有提高	6
图表 8：主要细分行业工业增加值增长情况	6
图表 9：2023 年 6 月份消费增速有所放缓	7
图表 10：今年以来餐饮收入增速明显好于商品零售	8
图表 11：限额以上企业及非限额以上企业商品零售同比变化情况	8
图表 12：全国居民人均可支配收入及消费支出同比增速	9
图表 13：全国居民人均可支配收入及消费支出实际同比增速	9
图表 14：制造业、基建投资增长情况	10
图表 15：第一、二、三产业投资增长情况	10
图表 16：不同企业投资增长情况	11
图表 17：房地产开发投资累计同比情况	11
图表 18：地产销售面积与销售金额同比均出现回落	12
图表 19：6 月份，房地产开发景气指数有所回落	12

1 经济稳步回升，服务业改善明显

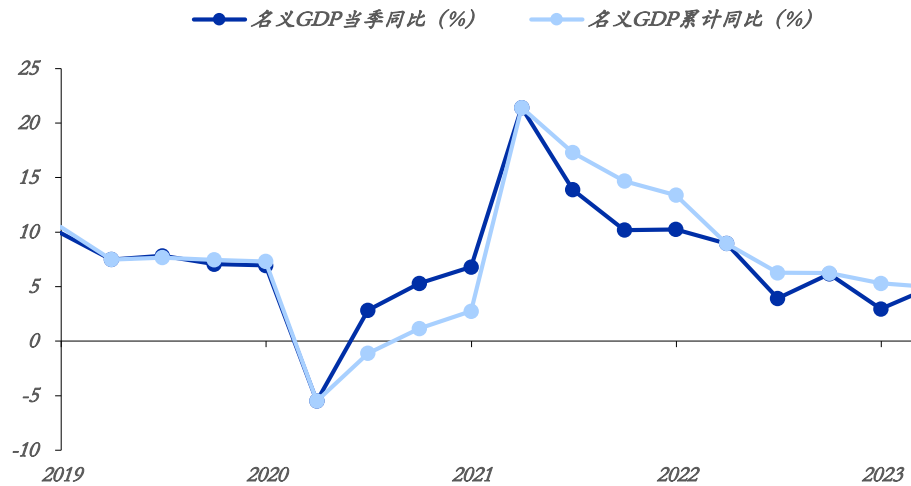
7月17日，国家统计局发布上半年及二季度经济数据。初步核算，上半年国内生产总值593034亿元，同比增长4.9%，较一季度小幅下降0.1个百分点，主要是受到价格持续低迷的影响。按不变价格计算，上半年GDP同比增长5.5%，比一季度加快1.0个百分点；分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%。

图表 1：2023 年二季度实际 GDP 同比增速稳步回升



来源：iFind、华福证券研究所

图表 2：2023 年二季度名义 GDP 同比增速小幅下降



来源：iFind、华福证券研究所

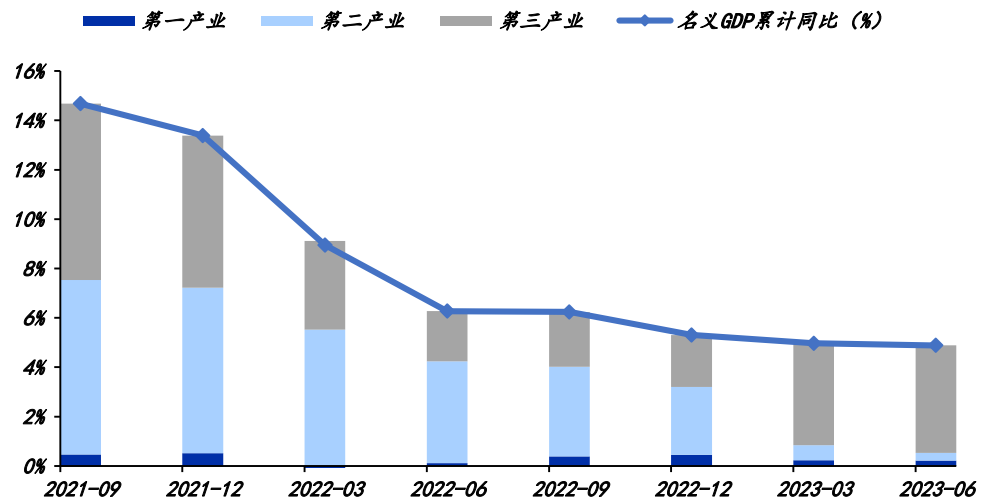
今年以来，服务业经营情况持续改善，是拉动经济稳步回升的主要动力。分产业看，上半年第一产业增加值30416亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值230682亿元，增长4.3%；第三产业增加值331937亿元，增长6.4%。

从三大产业对名义GDP的贡献来看，上半年，第一产业拉动名义GDP增长0.2个百分点，与一季度基本持平；受价格持续低迷影响，第二产业对名义GDP的拉动由一

季度的 0.6 个百分点下降至上半年的 0.3 个百分点；第三产业服务业对名义 GDP 的拉动稳步上升，上半年累计拉动 4.3 个百分点，较一季度的 4.1% 继续提升。

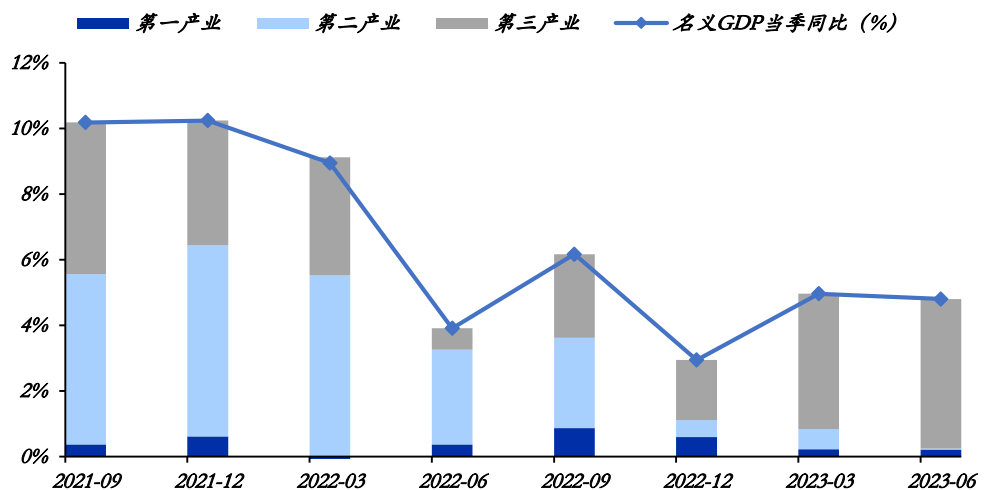
单季度来看，二季度名义 GDP 的增长几乎都是由服务业经营活动的改善带来的。二季度名义 GDP 当季同比增速为 4.8%，其中第一产业拉动当季名义 GDP 增长 0.2 个百分点，较一季度持平；第二产业对当季名义 GDP 的拉动由一季度的 0.6 个百分点下降至 0；而第三产业对名义 GDP 的拉动则由一季度的 4.1% 提高至 4.6%。

图表 3：三大产业对上半年名义 GDP 同比增速的贡献情况



来源：iFind、华福证券研究所

图表 4：三大产业对二季度名义 GDP 同比增速的贡献情况

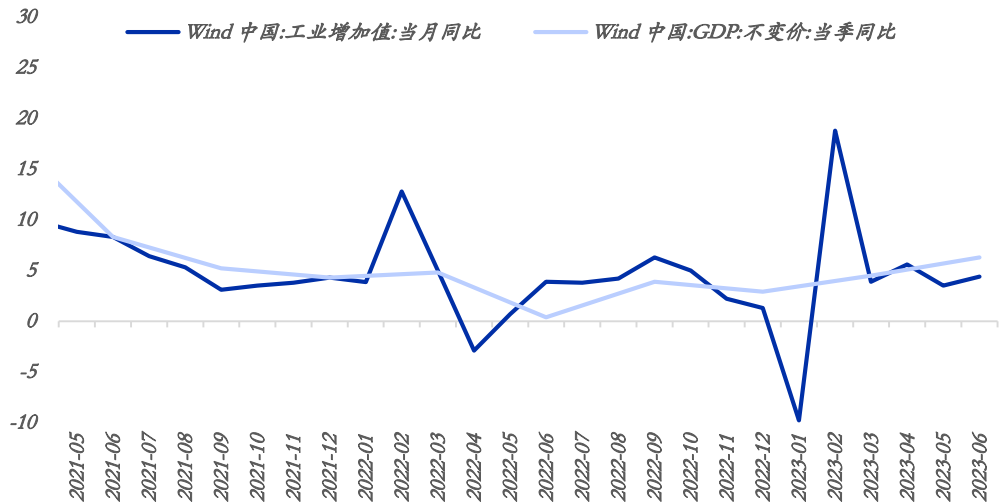


来源：iFind、华福证券研究所

2 生产端：工业生产稳步恢复

上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。6 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.4%，高于 Wind 一致预期的 2.5%，也高于去年同期数据。

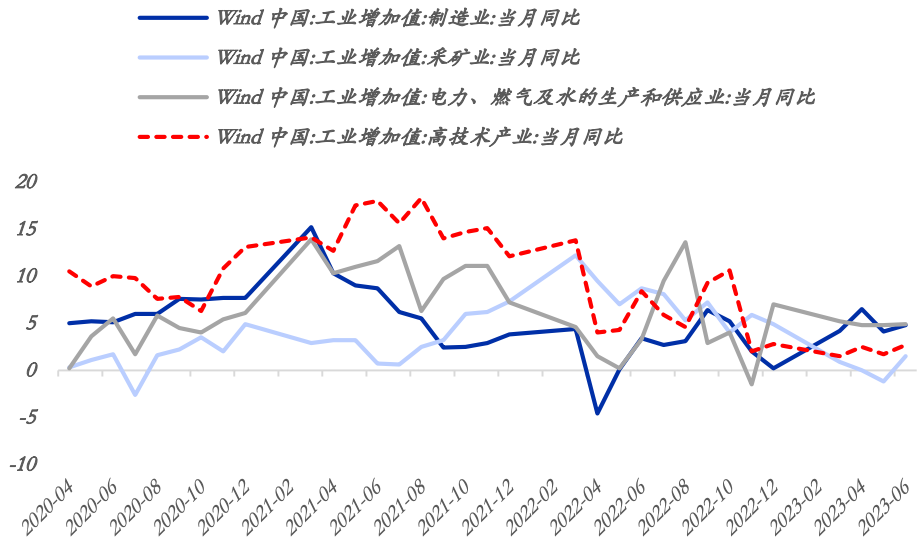
图表 5: 近期规模以上工业增加值同比增长情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

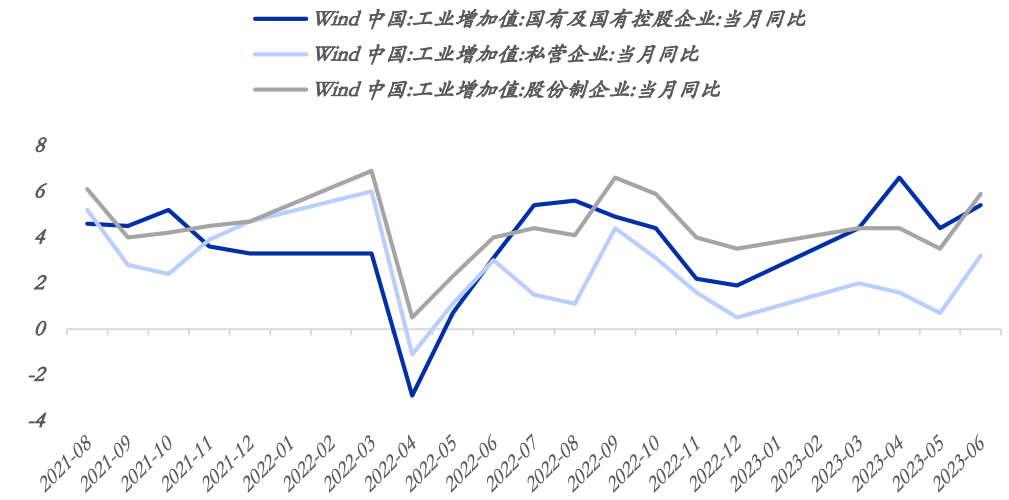
三大门类六月份环比均出现改善。其中,采矿业6月增加值同比增长1.5%,前值-1.2%,已经转为正增长;制造业依旧维持高增速,6月增长4.8%,其中高技术产业6月同比增长2.7%;“电气水”6月同比增长4.9%。分经济类型看,国有控股企业6月增加值同比增长5.4%,继续保持高增速;股份制企业6月增长5.9%;私营企业改善较为明显,6月增长3.2%,前值0.7%。细分行业中,电气机械依旧维持较高增长,化学原料及化学制品改善明显。

图表 6: 三大门类工业增加值均出现环比改善



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 7：国企、私企、股份制企业 6 月增加值均有提高



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 8：主要细分行业工业增加值增长情况

指标名称	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
中国:工业增加值:非金属矿物制品业:当月同比	-0.40	-2.60	-0.60	3.80
中国:工业增加值:化学原料及化学制品制造业:当月同比	9.90	3.90	7.50	7.10
中国:工业增加值:电力、热力的生产和供应业:当月同比	5.40	5.20	5.50	5.30
中国:工业增加值:汽车制造业:当月同比	8.80	23.80	44.60	13.50
中国:工业增加值:计算机、通信和其他电子设备制造业:当月同比	1.20	0.00	1.80	1.20
中国:工业增加值:黑色金属冶炼及压延加工业:当月同比	7.80	3.10	4.30	6.00
中国:工业增加值:农副食品加工业:当月同比	2.20	-1.30	-1.60	-4.90
中国:工业增加值:电气机械及器材制造业:当月同比	15.40	15.40	17.30	16.90
中国:工业增加值:煤炭开采和洗选业:当月同比	2.00	-1.60	-0.60	0.70
中国:工业增加值:金属制品业:当月同比	2.40	-0.10	2.70	4.80

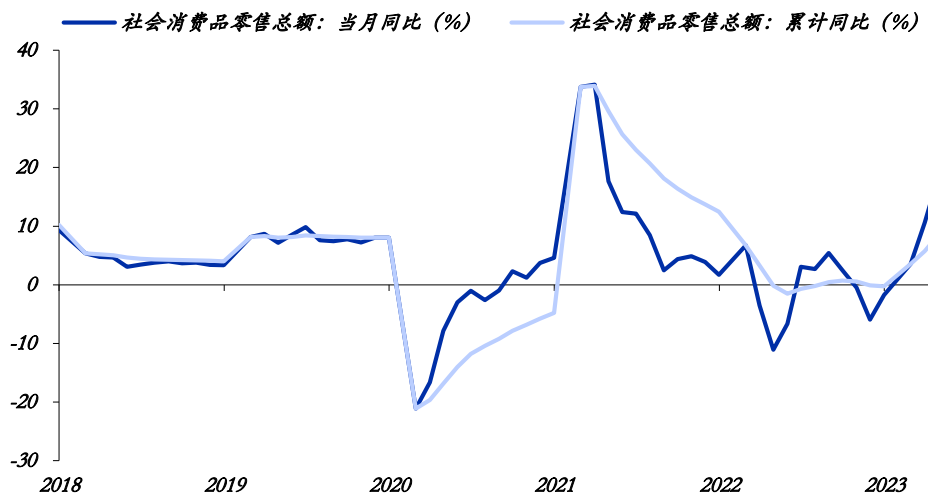
数据来源：Wind，华福证券研究所

3 需求端：消费复苏方向明确，投资增速韧性强

3.1 餐饮收入持续高增，消费意愿逐步修复

消费方面，上半年，社会消费品零售总额 227588 亿元，同比增长 8.2%，比一季度加快 2.4 个百分点，但比 1-5 月的 9.3% 放缓了 1.1 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 205178 亿元，增长 8.3%，同样较 1-5 月的 9.4% 放缓 1.1 个百分点。单月来看，6 月份，社会消费品零售总额 39951 亿元，同比增长 3.1%，较 5 月份的 12.7% 出现了明显回落。

图表 9：2023 年 6 月份消费增速有所放缓



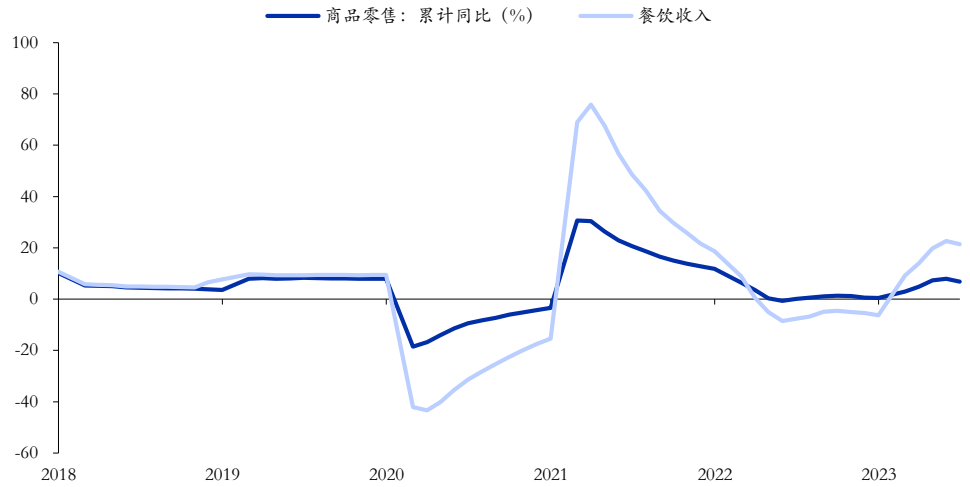
来源：iFind、华福证券研究所

按消费类型分，由于商品零售在社消总额中的占比高达 90%，上半年社会消费品零售总额的增长仍主要来自于商品零售的增长，但疫情后接触型聚集型服务业好转情况更为显著，上半年餐饮收入增速更快。上半年，商品零售 203259 亿元，同比增长 6.8%，带动社会消费品零售总额整体回升了 6.11 个百分点；餐饮收入 24329 亿元，增长 21.4%，拉动社会消费品零售总额增长了 2.04 个百分点。

不过单月来看，6 月份商品零售与餐饮收入对当月社会消费品零售总额的拉动作用已经基本持平。6 月份，商品零售当月同比增长仅为 1.7%，拉动社消零售总额增长 1.56 个百分点；餐饮收入同比增长为 16.1%，维持较高增速，同样拉动社消零售总额增长 1.56 个百分点。此外，商品零售中，非限额以上企业改善情况要好于限额以上企业，但小企业的改善幅度明显出现了放缓迹象。

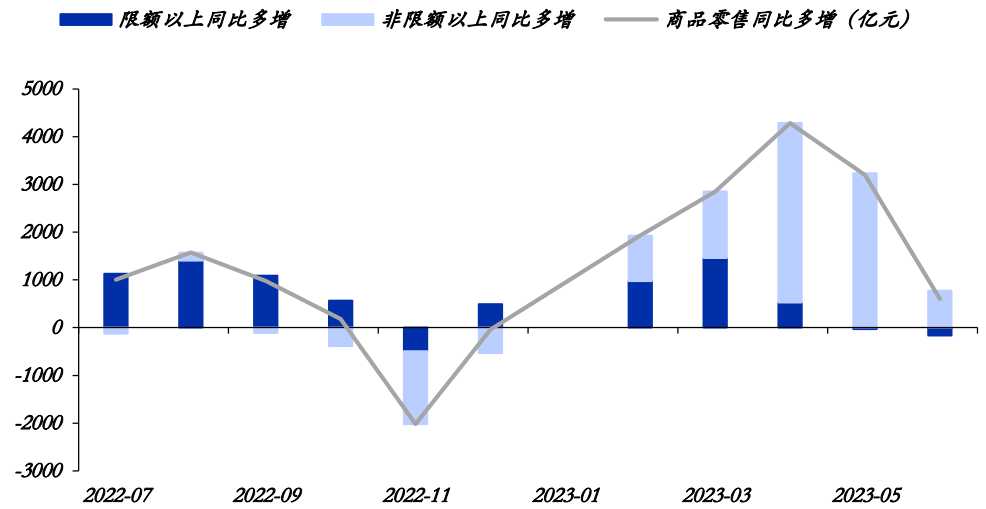
限额以上商品中，升级类商品销售增长较快，上半年金银珠宝类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额分别增长 17.5%、10.5%、8.6%。基本生活类维持稳定增长。上半年限额以上单位服装鞋帽针纺织品类、粮油食品类商品零售额分别增长 12.8%、4.8%。

图表 10：今年以来餐饮收入增速明显好于商品零售



来源：iFind、华福证券研究所

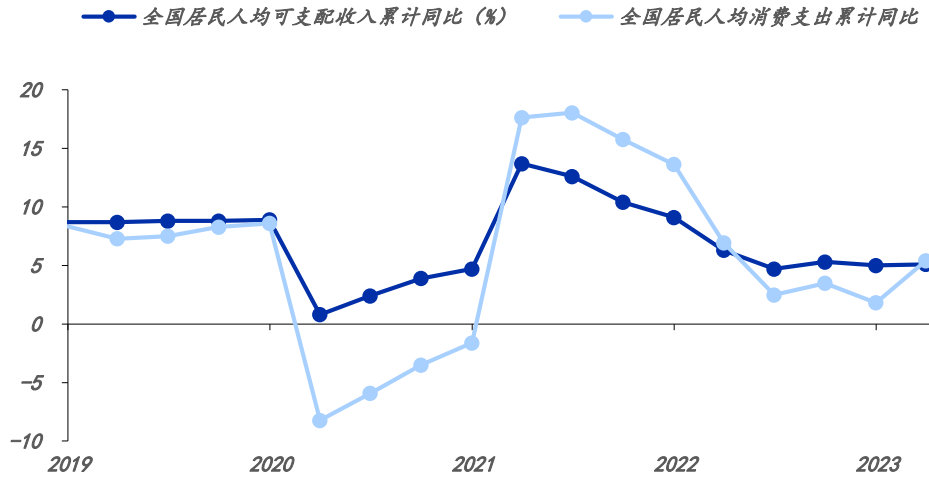
图表 11：限额以上企业及非限额以上企业商品零售同比变化情况



来源：iFind、华福证券研究所

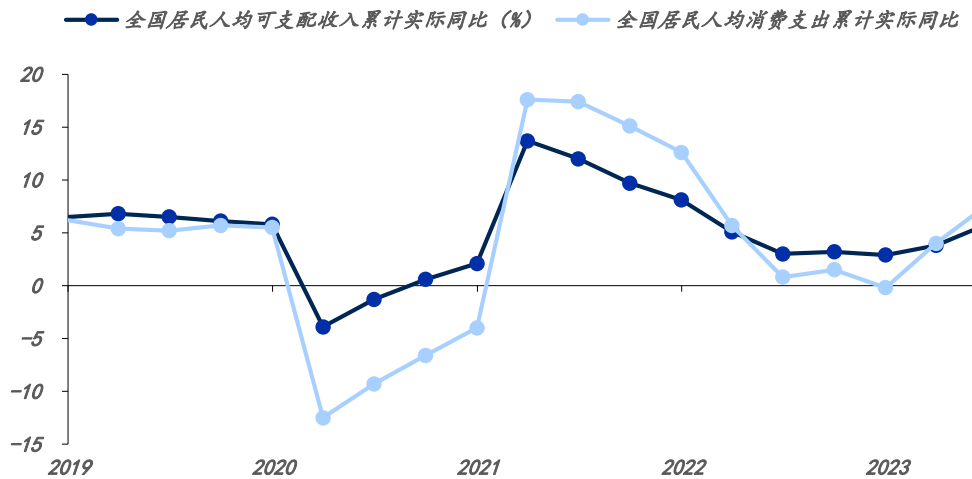
居民端看，居民消费能力改善，消费意愿也在持续修复。上半年，全国居民人均可支配收入 19672 元，比上年同期名义增长 6.5%，比一季度加快 1.4 个百分点；扣除价格因素，实际增长 5.8%，较一季度加快 2 个百分点。同期全国居民人均消费支出 12739 元，比上年同期名义增长 8.4%，较一季度加快 3 个百分点；扣除价格因素影响，实际增长 7.6%，较一季度加快 3.6 个百分点。

图表 12: 全国居民人均可支配收入及消费支出同比增速



来源: iFind、华福证券研究所

图表 13: 全国居民人均可支配收入及消费支出实际同比增速

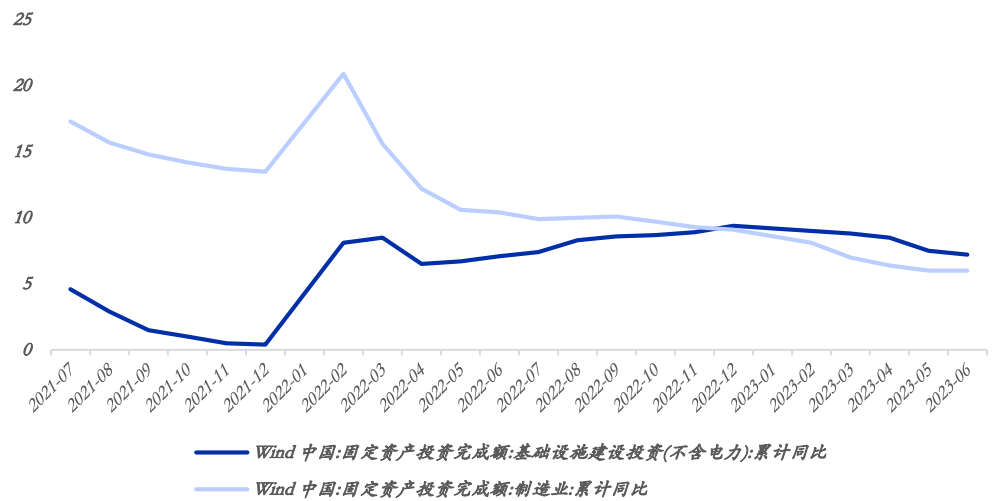


来源: iFind、华福证券研究所

3.2 基建维持较高增速，房地产投资继续磨底

上半年，全国固定资产投资同比增长 3.8%。其中，基建投资（不含电力）6 月累计同比增长 7.2%，略高于去年同期 7.1% 的增速；制造业投资 6 月累计同比增长 6%，环比持平，显示制造业韧性较好。

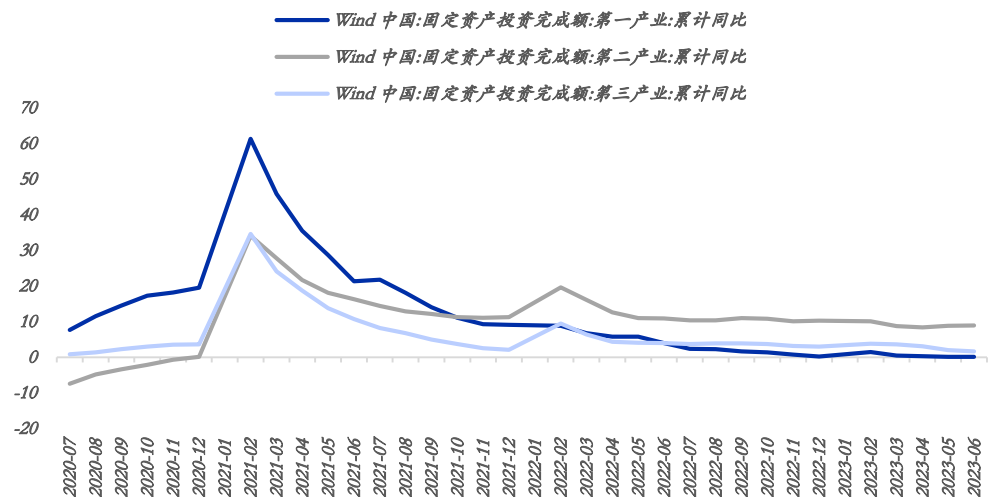
图表 14: 制造业、基建投资增长情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

从产业看,六月第一、二、三产业虽均维持了正向的增长,其中第二产业增速环比略有提高,第三产业增速环比略有下降。整个上半年,第一产业投资同比增长 0.1%;第二产业投资增长 8.9%,维持在较高增速:其中采矿业投资增长 0.8%,制造业投资增长 6.0%，“电热水”投资增长 27.0%。第三产业投资增长 1.6%:其中基础设施投资(不含“电热水”)同比增长 7.2%。

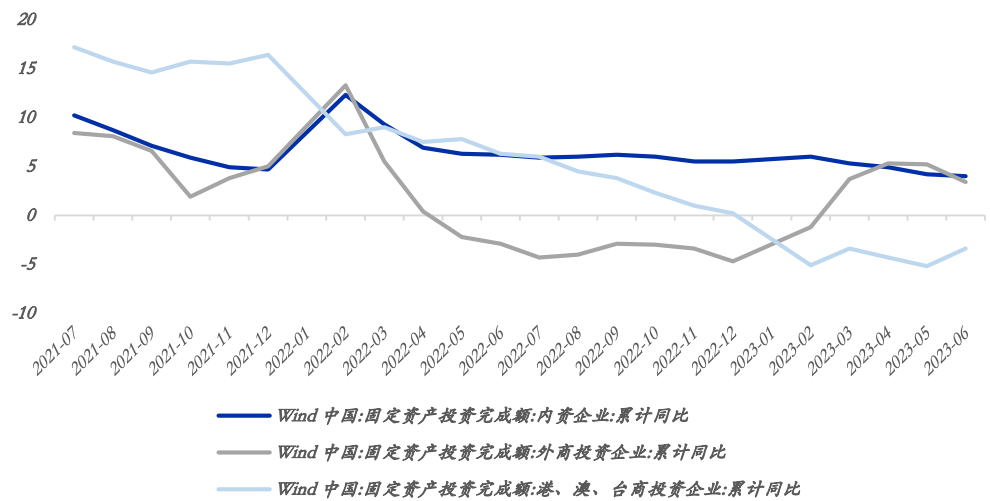
图表 15: 第一、二、三产业投资增长情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

分注册类型看,内资企业固定资产投资同比增长 4.0%,港澳台商企业固定资产投资下降 3.4%,下降幅度出现收窄,外商企业固定资产投资增长 3.4%,增速有所下降。

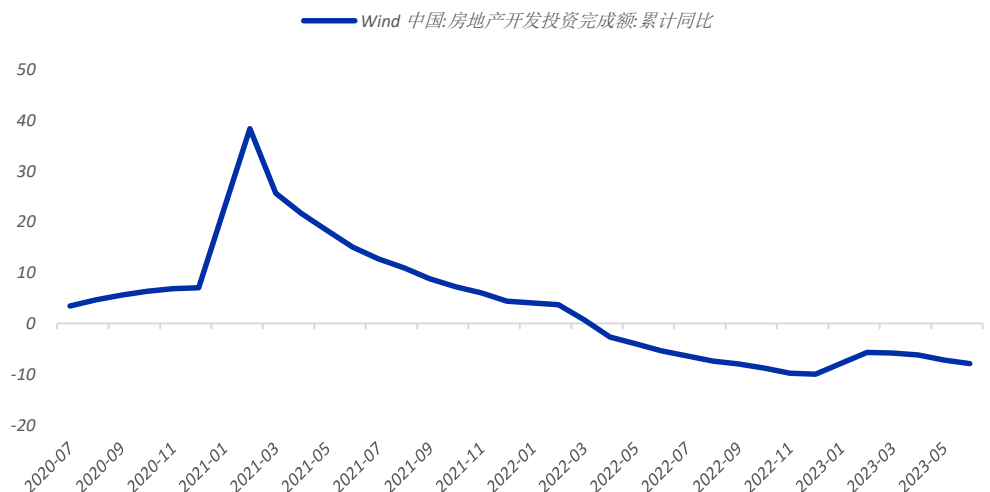
图表 16: 不同企业投资增长情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

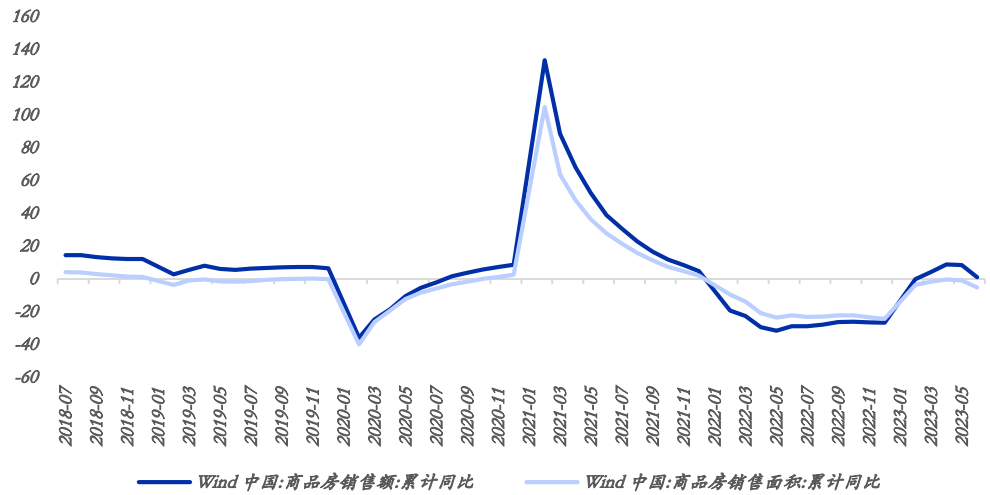
地产方面,上半年全国房地产开发投资同比下降 7.9%,其中,住宅投资下降 7.3%。销售来看,商品房销售面积同比下降 5.3%,销售额同比增长 1.1%,整体均出现回落,6 月份,房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为 94.06。当下,部分房地产企业“高杠杆、高负债、高周转”的经营模式难以为继,房地产市场供给正经历阶段性调整,未来随着调整逐步到位,市场供给也会逐步趋于稳定,随着经济恢复向好,促进房地产健康发展政策显效,房地产市场也将逐步走稳。从中长期来看,我国房地产市场正从过去的高速发展转向平稳发展,这是由房地产市场发展阶段变化、市场供求关系调整决定的。

图表 17: 房地产开发投资累计同比情况



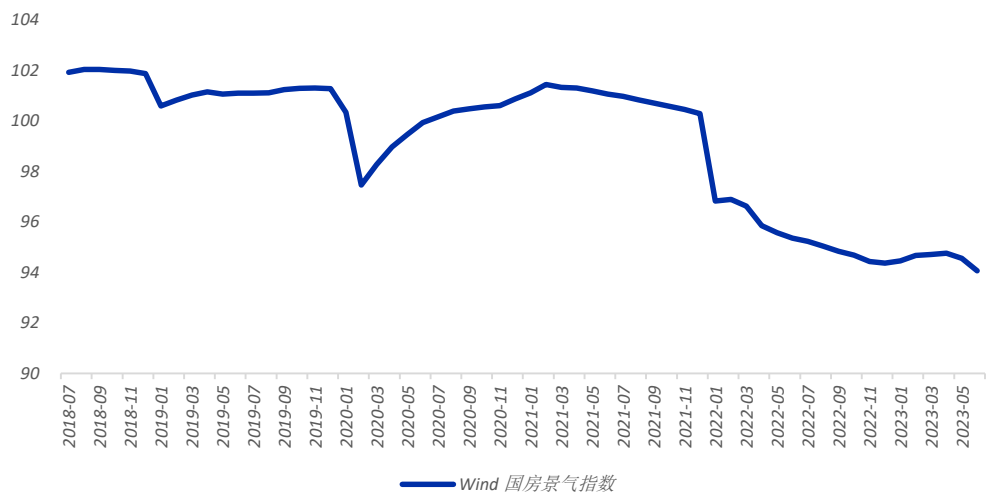
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 18: 地产销售面积与销售金额同比均出现回落



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 19: 6 月份, 房地产开发景气指数有所回落



数据来源: Wind, 华福证券研究所

4 总结与展望

从上半年及二季度经济数据来看, 服务业动能的持续释放带动上半年经济整体回升向好。需求端, 消费复苏的方向明确, 以餐饮收入为代表的服务消费维持高增, 但消费基础仍不稳固; 投资方面, 基建投资维持较高增速, 制造业投资韧性强, 房地产投资仍处于磨底阶段。供给端, 工业生产稳步恢复。

而对于目前市场普遍讨论的微观感受与宏观数据中存在的温差, 我们认为主要是因为价格因素导致的。上市公司企业盈利、居民收入等指标均为包含价格因素的名义变量, 上半年因为价格的持续低迷以及 PPI 同比的负增长而形成拖累。往后看, 由于基数效应的原因, 后续 PPI 同比增速有望回升, 下半年的温差有望缩小。

5 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn