



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:魏冉  
SAC 登记编号:S1340123020012  
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《警惕海外转向交易美加息与衰退的风险》 - 2023.07.16

宏观研究

## 质的提升已显现，量的增长看目标

### ● 核心观点

二季度经济恢复性动能由强转弱。基建再发力平滑经济动能过渡期，制造业投资整体平稳，房地产市场底部企稳。内生动能逐步强化，消费的改善与居民收入增长有密切关系。下半年，伴随基数回升，经济表观增速将较二季度回落，从环比增长动力看，恢复性动能和经济内生动能依然是关注点。假设稳增长政策不做大幅度调整的前提下，三季度、四季度 GDP 当季同比有望达到 5% 左右，全年 GDP 不变价同比则有望达到 5.2%。假如全年 GDP 增速冲击更高增速，比如 5.5% 以上，那么房地产、基建、制造业的投资领域需要政策助力，为内生动能提供额外补充，保证三、四季度 GDP 增速分别达到 5.4%、5.5% 以上。策略上，假设稳增长政策不做大幅度调整，配置前期调整过的人工智能、数字经济、卫星互联网、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向；假如全年 GDP 增速冲击更高增速，此时可适当关注顺周期行业政策预期，适当参与房地产。

### ● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

## 图表目录

图表 1: GDP 不变价同比 .....	3
图表 2: 生产法 GDP .....	3
图表 3: 基建投资增长情况 .....	4
图表 4: 高技术投资增长情况 .....	4
图表 5: 商品房销售 .....	5
图表 6: 新开工、施工、竣工面积增速 .....	5
图表 7: 消费分品类增速 .....	6
图表 8: 居民收入、支出增长 .....	6
图表 9: 美国防控严格指数 .....	8
图表 10: 美国服务业 PMI .....	8
图表 11: 新加坡防控严格指数 .....	8
图表 12: 新加坡 PMI .....	8

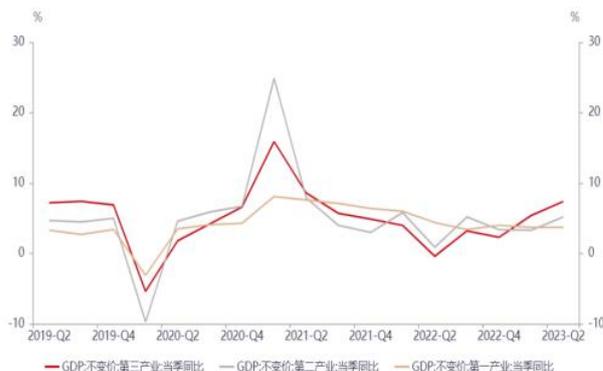
**二季度经济恢复性动能由强转弱。**二季度 GDP 不变价同比增长 6.3%，较一季度提高 1.8 个百分点。考虑低基数影响，看两年平均增速，一、二季度分别为 4.7%、3.3%，二季度以来经济恢复性增长动能由强转弱。从生产法来看，二季度一产、二产、三产 GDP 当季同比分别为 3.7%、5.2%、7.4%（一季度为 3.7%、3.3%、5.4%）；同样剔除基数影响，对比二季度较一季度两年平均增速变动，一产、二产、三产分别放缓 0.8、1.5、1.3 个百分点至 4.1%、3.0%、3.4%。剔除掉去年二季度经济承受外部冲击的因素，二季度工业、服务业的扩张进度均较一季度放缓，与海外经济体相似，恢复性动能已越过高峰，为推动经济运行持续整体好转，6 月投资率先发力，助力经济筑底。

图表1：GDP 不变价同比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：生产法 GDP



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**基建再发力平滑经济动能过渡期。**上半年固定资产投资累计同比 3.8%，呈持续放缓态势。基建投资、房地产开发投资、制造业投资累计同比分别为 10.2%、-7.9%、6.0%（1-5 月累计同比为 9.5%、-7.2%、6.0%）。基建投资重回两位数增长，其中铁路运输业、水利管理业投资分别增长 20.5%和 9.6%；新型基础设施建设投资同比增长 16.2%，超出基建投资整体增速 6 个百分点，其中 5G、数据中心等信息类新型基础设施投资增长 13.1%，工业互联网、智慧交通等融合类新型基础设施投资增长 34.1%。6 月份，政策加大宏观调控力度，推动了基建投资增速回升，下半年基建投资的扩张程度仍需关注项目以及地方政府配资的情况。

——制造业投资整体平稳，结构亮点突出。产业升级持续推进，其中装备制造业投资增长 14.4%，对制造业投资增长支撑作用明显。上半年，汽车制造业、

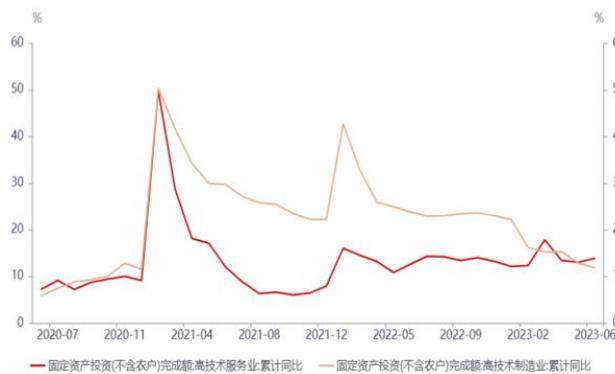
电气机械和器材制造业投资同比分别增长 20%和 38.9%。创新投资持续增加。高技术产业投资增长 12.5%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 11.8%、13.9%。高技术制造业中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 16.8%、14.2%；高技术服务业中，专业技术服务业、科技成果转化服务业投资分别增长 51.6%、46.3%。随着经济数字化绿色化转型，相关投资保持较快增长。上半年，电子及通信设备制造业、电子商务服务投资分别增长 14.2%和 22.2%；清洁电力投资同比增长 40.5%，其中太阳能发电投资增长 84.4%，风力发电投资增长 16%。

图表3：基建投资增长情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

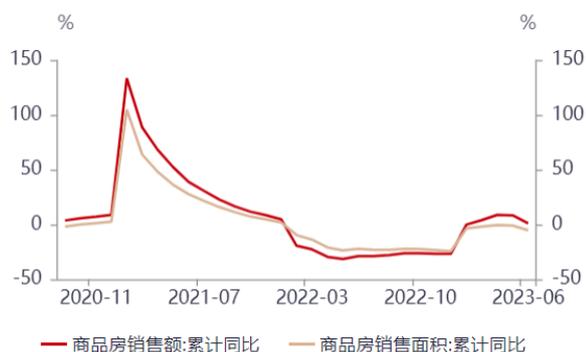
图表4：高技术投资增长情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

——房地产市场底部企稳。商品房销售寻底，6月商品房销售面积、销售额同比分别为-28.1%、-25%，因基数抬升降幅较5月明显扩大，两年平均增速分别为-23.2%、-22.9%（5月为-25.8%、-21.3%），基本底部平稳。上半年新开工、施工面积同比分别为-24.3%、-6.6%，降幅继续扩大，竣工面积同比19%，较5月略放缓0.6个百分点。房地产“金融16条”政策明确延期有助于保交楼持续突进。在一季度前期积压的购房需求集中释放带动房地产市场改善之后，二季度房地产市场逐步回归常态化运行，总体呈现企稳态势。考虑房地产新开工面积还在下降，竣工面积在增加，施工面积整体下降，房地产投资还会处于低位运行。

图表5：商品房销售



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：新开工、施工、竣工面积增速



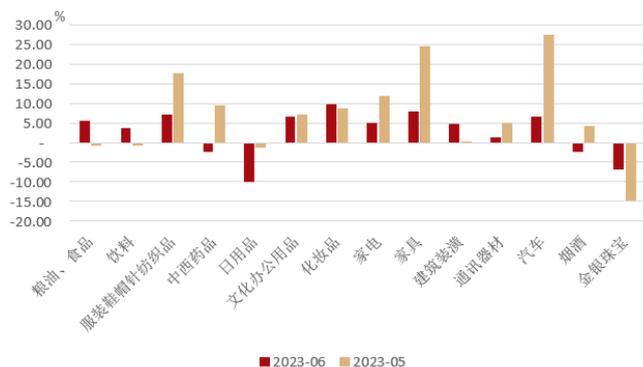
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**内生动能逐步强化。**6月份在基建投资发力的同时,经济内生动能逐步积累,最典型体现在消费改善。上半年,最终消费支出对经济增长的贡献率达到77.2%,为2019年以来最高。6月社会消费品零售额同比增长3.1%,因基数抬升同比增速大幅回落,看两年平均增速为3.1%,为二季度以来最高(4、5月分别为2.6%、2.5%)。6月汽车零售额、除汽车以外的消费品零售额同比分别为-1.1%、3.7%,两年平均增速分别为6.1%、2.8%,汽车零售额两年平均增速为今年以来最高,对于6月消费形成明显提振。其他品类,食品饮料、烟酒、家电同比增速较5月改善,建筑装潢降幅收窄;大数据监测显示,“6.18”期间,智能家电和音像器材类商品成交额明显较快,对家电消费形成提振。再看两年平均增速,除饮料、通讯器材、石油制品零售额增速放缓以外,其他品类较5月普遍改善。

——消费的改善与居民收入增长有密切关系。上半年全国居民人均可支配收入19672元,同比增长6.5%,较一季度提高1.4个百分点,为2022年以来最高,并连续两个季度快于GDP增速。看两年平均增速,上半年可支配收入两年平均增长5.6%,较一季度基本持平。上半年全国居民消费支出同比8.4%,较一季度加快3个百分点,但是两年平均增速为5.4%,低于一季度0.8个百分点。另外,6月城镇调查失业率5.2%,连续3个月不变,16-24岁人口失业率升至21.3%,续创新高。国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长付凌晖提到,从下个月情况看,由于青年毕业生、年轻人集中进入劳动力市场,(失业率)有可能还会有所提高。一般随着毕业季过去,年轻人逐步找到工作,从历史规律来看,8

月份以后，会逐步下降。因此，从就业、收入的角度看，消费动能的提升进展仍在偏初期阶段。

**图表7：消费分品类增速**



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表8：居民收入、支出增长**



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**调结构持续推进。**在需求端制造业投资产业升级、创新投资增加的同时，生产端亦体现出高质量发展的特征。6月工业增加值同比增长4.4%，采矿业、制造业、公用事业同比分别为1.5%、2.8%、2.9%（前值-1.2%、4.1%、4.8%），库存压力缓和后，采矿业扩张。上半年，全国规模以上工业增加值同比增长3.8%，比一季度加快0.8个百分点。装备制造业增加值增长6.5%，对全部规模以上工业增长的贡献率达到53.9%，占规模以上工业增加值的比重达到32.3%，比上年同期提高1.4个百分点。其中电气机械和器材制造业、汽车制造业增加值同比分别增长15.7%、13.1%。上半年，规模以上航空航天器及设备制造业、锂离子电池制造业增加值同比分别增长22.9%、29.7%。围绕着克服“卡脖子”工程，上半年半导体相关行业制造业增长比较快，半导体器件专用设备制造业增加值增长30.9%。分产品看，上半年航空航天铝材、太阳能电池、新能源汽车、充电桩、工业控制计算机及系统产量分别增长23.3%、54.5%、35.0%、53.1%、34.1%。

——上半年，服务业增加值同比增长6.4%，比一季度加快1.0个百分点。接触型服务业较快增长，上半年住宿和餐饮业、批发和零售业、交通运输、仓储和邮政业增加值同比分别增长15.5%、6.6%和6.9%，均保持较快增长。同时，6月份城镇就业人数比上年同期明显增加，其中批发零售、住宿和餐饮业、交通运输等行业就业人数增加较多。服务业的恢复助力居民就业改善。数字化发展持续深

入，信息服务需求不断扩大带动相关行业增长。上半年信息传输软件和信息技术服务业增加值同比增长 12.9%，商务活动加快恢复，会展、旅游等服务需求增加，相关服务业也保持了较快增长，上半年租赁和商务服务业增加值同比增长 10.1%。

下半年，伴随基数回升，经济表观增速将较二季度回落，从环比增长动力看，恢复性动能和经济内生动能依然是关注点。第一，恢复性动能在下半年的演进可以参考海外经验。在 2021 年中疫苗获得普及后，各国逐步放松管控。以美国为例观察美欧经济体，由于 2021 年四季度美国新增死亡人数显著回落，美国服务业 PMI 在 2021 年四季度快速冲高，2021 年 11 月触顶后震荡回落至 2022 年 6 月，之后至 2022 年 9 月基本稳定，2022 年四季度受美联储收紧货币政策的影响，服务业 PMI 再次回落。因此，美国经济的恢复性动能高峰出现在放松管控后的第一个感染高峰之后，经过大约一个季度左右触顶，再经过半年左右恢复性动能逐步衰减，此后还有一个季度的平稳期，总体持续大约一年左右的时间。再来看亚洲经济体，以新加坡为例，不同于美国在管控放松后较快出现恢复性动能的高峰，新加坡的峰值出现的更晚。新加坡自 2021 年 6 月逐步放松管控，8 月由“清零”转变至“与病毒共存”的新常态，2022 年 3 月调整各项防控政策，如放宽集会人数限制、允许线下工作等。但是由于 2021 年下半年新加坡出现了 2020 年以来的第一次死亡高峰，对居民消费偏好、防控政策形成明显影响，直至 2022 年 3 月第二次死亡高峰过后，新加坡的恢复性动能才正式启动，新加坡 PMI 在 2022 年二季度快速冲高，2022 年 5 月触顶后振荡回落至 2022 年 12 月，并在 2023 年一季度低位震荡，GDP 一度出现环比负增长。新加坡自 2022 年四季度开始的经济放缓，与全球经济增长受主要央行紧缩抑制而放缓有关，出口对制造业形成了明显冲击，但同时也反映恢复性增长动能消退已无法抵补外需降温。因此，新加坡经济的恢复性动能高峰出现在第二次感染高峰之后的一个季度，动能触顶后再经历了半年左右的衰减期，此后一个季度动能已经明显弱化（外需降温成为经济主导）。总结美欧以及亚洲经验，可以发现，虽然具体恢复性动能触顶时间点不同，但恢复节奏十分相似，均为在第一个季度短期快速冲顶，第二、三个季度逐步回落，第四个季度动能已明显弱化。中国人民银行副行长刘国强提到，一般认为，（消费和经济）恢复正常需要一年左右的时间。这与美国、新加坡的经验是一致的，因

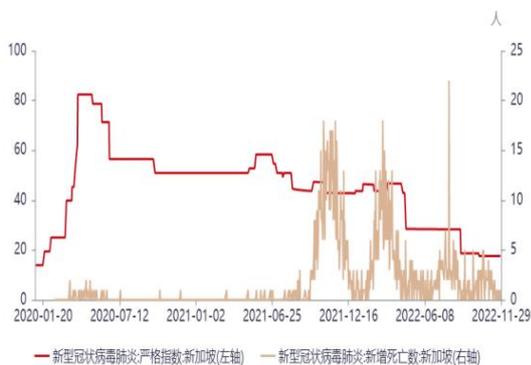
此，可以据此推测，今年一季度大概率是服务业恢复性动能的高峰，三季度将会延续二季度的动能衰减，四季度恢复性动能对于经济的影响将明显减小，内生动能的强弱成为关键。

**图表9：美国防控严格指数**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表10：美国服务业 PMI**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表11：新加坡防控严格指数**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表12：新加坡 PMI**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

第二，经济的内生动能。假设稳增长政策不做大幅度调整的前提下，考虑当前商品房销售持续趋弱，未来半年时间房地产投资将在低位企稳；制造业投资方面，大宗商品价格上涨动力不足，制约传统产业扩产意愿，前述产业升级、创新投资的扩张则会持续，有望带动制造业投资保持平稳；对于基建投资来说，项目和地方政府配置是关键。同时，恢复性动能带动的服务业扩张有助于增加劳动力需求，进而改善就业状况、居民收入，对居民消费形成支撑。另外，出口方面，考虑美国服务业 PMI 接近“软着陆”假设下的底部，同时 6 月份我国重点商品出口

数量增速平稳，6月出口交货值同比-4.8%，较5月-5%的降幅略有收窄，出口可能已接近底部。因此，内外需带动的工业生产有望维持6月偏强扩张。综合考虑服务业的恢复性动能演变，三季度、四季度GDP当季同比有望达到5%左右，全年GDP不变价同比则有望达到5.2%。假如全年GDP增速冲击更高增速，比如5.5%以上，那么房地产、基建、制造业的投资领域需要政策助力，为内生动能提供额外补充，保证三、四季度GDP增速分别达到5.4%、5.5%以上。

策略上，假设稳增长政策不做大幅度调整，配置前期调整过的人工智能、数字经济、卫星互联网、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向；假如全年GDP增速冲击更高增速，此时可适当关注顺周期行业政策预期，适当参与房地产。

## 风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

电话：18717767929  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048