

# 经济数据的谜底背后仍然是窄幅震荡市

## ——6月经济数据点评

报告日期：2023-07-18

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：杨佩霖

执业证书号：S0010523070002

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件

7月17日，统计局公布上半年及6月经济数据。6月GDP同比增长6.3%，低于Wind一致预期6.8%，名义GDP增长率为4.8%，由不变价测算得到的上半年GDP同比增长率约为5.5%。

#### ● 供给端：工业稳步复苏，服务业修复斜率放缓

工业增加值表现亮眼，同比增速4.4%高于Wind一致预期，采矿业当月同比增速转正。从具体分项来看，电器机械维持增速涨幅较大，汽车制造业涨幅出现收窄。而服务业增幅则逐渐放缓，生产指数出现下行。

#### ● 需求端：消费稳中有升、投资受地产拖累、出口延续下行趋势

基数效应减退，消费同比涨幅收窄较多。6月，社零同比增长3.1%，涨幅较前值减少9.6pct。除汽车以外的消费品零售额同比增长3.7%，涨幅较前值减少7.8pct，增速回落较大。社零季调环比增长0.23%，增幅有所放缓。

#### 基建、制造业增速小幅上升，地产投资持续低迷：

● 地产投资整体低迷，竣工端增速继续回落，商品房销售降幅进一步扩大。地产投资当月同比录得-20.6%，降幅较前值收窄0.9pct；施工端来看，与5月相比，施工面积同比降幅收窄6pct，新开工面积同比降幅扩大2.9pct；竣工面积同比上涨15.2%，涨幅较5月收窄9.3pct。

● 基建投资增速较上月小幅上升，其中交通投资较上月增长明显，电热汽水投资维持较高增速。宽、窄口径基建投资当月同比增速分别录得11.7%、6.4%，增幅分别较5月扩大2.8pct、1.5pct。

● 制造业投资速度有所上升，但经营预期较为谨慎。制造业投资当月同比增速录得6%，较5月扩大0.9pct。6月制造业PMI为49.0%，处于荣枯线以下，制造业恢复预期总体稳定但仍处于收缩区间，非制造业增速收窄。

6月份出口同比跌幅明显，同比增速较上月下降4.9pct至-12.4%。分国别来看，外需维持下行趋势，整体出口下滑明显。对俄罗斯出口维持高增，增幅继续扩张，对东盟出口同比延续5月下滑趋势，其余国家同比降幅扩大。对俄罗

斯出口累计同比增速大幅扩张至 78.1%。

● **就业：与上月持平，就业压力仍在**

城镇就业情况与上月持平，16-24 岁人口失业率连续 3 月处于 20%高位，就业压力仍在。针对不同年龄段人群的调查显示，16-24 岁人口失业率自今年 4 月突破 20%后依旧延续上升趋势，到 6 月份已到达 21.3%，较前值上行 0.5pct；25-29 岁人口失业率为 4.1%，与上月持平

● **债市策略：持券看路，没有必要刻意求变**

债市观点方面，我们此前观点认为震荡市下应静待增量信息，而当前 10Y 国债收益率位于 MLF 下方 3bp 左右，事实证明多看少动这一策略是最佳选择。

二季度经济增速低于 Wind 一致预期，地产销售仍较疲软，但经济修复也释放出一些积极信号，如工增好转、社零稳步复苏、制造业与基建投资增速再度高增。

经济数据的谜底揭开后，多看少动的债市策略需要调整吗？——不必过度反映，拿住是最好的选择。

1、二季度整体弱，地产是症结，理论上地产政策的力度会加大，但市场目前的“阈值”提到了置换存量房贷这个层次，否则将被视为政策不及预期。

2、季末复苏略抬头，但是 7 月以来的高频数据并未延续趋势，经过半年的复苏交易，市场也充分意识到复苏趋势的转向更可能是个“钝角”。

3、央行近期表态进一步强化了市场对宽松的预期，解决的是对整个下半年的预期分歧。

综合来看，短期可多，突破前低仍有难度：中长期后劲不足，但最佳策略还是持券看路。

● **风险提示**

流动性风险，数据统计与提取产生的误差。

## 正文目录

1	事件.....	5
2	生产：工业稳步复苏，服务业修复斜率放缓.....	5
2.1	工业生产整体向好，稳步恢复.....	5
2.2	服务业修复斜率放缓，与工业同比增幅逐渐接近.....	5
3	需求端：消费稳中有升、投资受地产拖累、出口延续下行趋势.....	6
3.1	社零：基数效应减退，消费同比涨幅收窄较多.....	6
3.2	固定资产投资：基建、制造业增速小幅上升，地产投资持续低迷.....	7
3.3	进出口同比降幅进一步扩大.....	8
4	就业：与上月持平，就业压力仍在.....	10
5	风险提示：.....	11

## 图表目录

图表 1 三大门类工业增加值同比 (单位: %)	5
图表 2 各主要行业工业增加值同比 (单位: %)	5
图表 3 工业增加值与服务业生产指数 (单位: %)	6
图表 4 社会消费品零售额同比 (单位: %)	7
图表 5 各主要门类商品社零销售额同比 (单位: %)	7
图表 6 固投分项同比 (单位: %)	7
图表 7 地产投资分项同比 (单位: %)	8
图表 8 基建投资分项同比 (单位: %)	8
图表 9 进出口总值当月同比 (单位: %)	9
图表 10 分国别出口额 (单位: 亿美元)	9
图表 11 分国别出口累计同比 (单位: %)	9
图表 12 分国别进口额 (单位: 亿美元)	10
图表 13 分国别进口累计同比 (单位: %)	10
图表 14 城镇调查失业率 (单位: %)	10
图表 15 分户籍城镇调查失业率 (单位: %)	10
图表 16 16-24 岁人口城镇调查失业率 (单位: %)	11
图表 17 25-59 岁人口城镇调查失业率 (单位: %)	11

# 1 事件

7月17日，统计局公布上半年及6月经济数据，按不变价格计算，2023年上半年国内生产总值同比增长5.5%，比一季度加快1.0个百分点。全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资（不含农户）累计同比分别为3.8%、8.2%、3.8%。

## 2 生产：工业稳步复苏，服务业修复斜率放缓

### 2.1 工业生产整体向好，稳步恢复

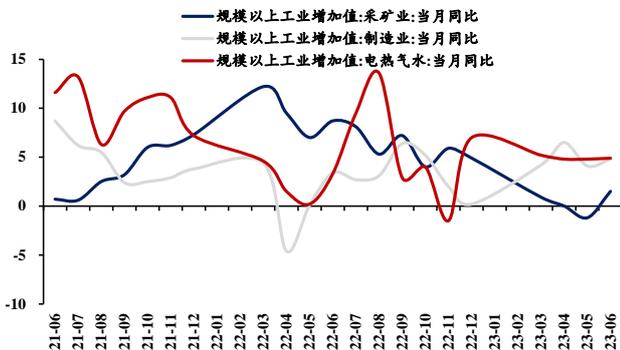
6月，工业增加值同比增长4.4%，前值增3.5%。季调环比录得0.68%，前值为0.63%。

分三大门类看，整体恢复向好，其中采矿业改善较为明显，同比由负转正涨幅回升。

6月采矿业增加值同比增长1.5%，涨幅较前值扩大2.7pct；制造业增加值同比增长4.8%，涨幅较前值扩大0.7pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长4.9%，涨幅基本与前值持平。

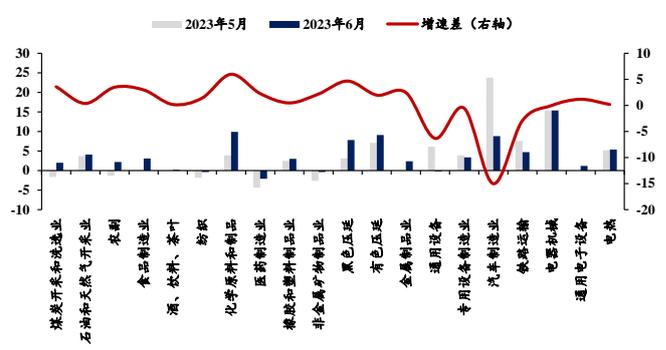
分行业看，多数工业生产行业涨幅扩大，其中电器机械维持增速涨幅最快，汽车制造业涨幅收窄较多。20个主要行业中有16个行业增加值保持同比增长。其中电器机械(+15.4%)涨幅与前值持平；化学原料和制品(+9.9%)、有色压延(+9.1%)、黑色压延(+7.8%)、电热(+5.4%)、石油和天然气开采业(+4.1%)、食品制造业(+3.1%)、橡胶和塑料制品业(+3%)、煤炭开采和洗选业(+2%)、通用电子设备(+1.2%)、酒/饮料/茶叶(+0.2%)同比增速扩大；汽车制造业(+8.8%)、铁路运输(+4.7%)、专用设备制造业(+3.4%)同比增速收窄；金属制品业(+2.4%)、农副(+2.2%)同比增速由负转正；医药制造业(-2.1%)、非金属矿物制品业(-0.4%)、纺织(-0.4%)增加值同比下降减缓；通用设备(-0.2%)同比由正转负。

图表1 三大门类工业增加值同比（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表2 各主要行业工业增加值同比（单位：%）

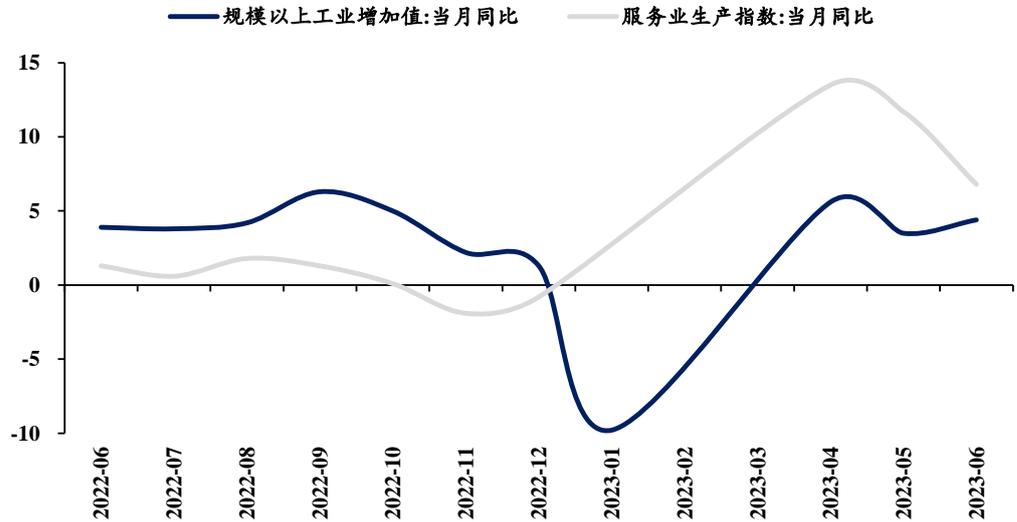


资料来源：Wind，华安证券研究所

### 2.2 服务业修复斜率放缓，与工业同比增幅逐渐接近

6月服务业生产指数同比增长6.8%，增速较5月降低4.9pct。上半年以来服务业生产指数同比增速持续超工业增加值增长，自4月开始服务业修复斜率放缓，两者数值逐渐接近，总体来看，6月服务业增速回落扩大，但依旧维持较高增速。

图表3 工业增加值与服务业生产指数（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

### 3 需求端：消费稳中有升、投资受地产拖累、出口延续下行趋势

#### 3.1 社零：基数效应减退，消费同比涨幅收窄较多

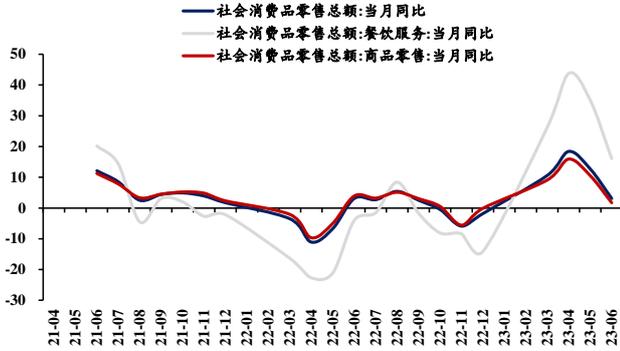
6月，社零同比增长3.1%，涨幅较前值减少9.6pct。由于受去年低基数影响，年初以来消费同比维持较高增速，而随着6月基数效应减退，本月同比涨幅下降明显。除汽车以外的消费品零售额同比增长3.7%，涨幅较前值减少7.8pct，增速回落较大。社零季调环比增长0.23%，增幅有所放缓。

从消费类型来看，6月份，商品零售额同比增长6.8%，增幅较前值回落3.7pct；餐饮收入同比上升16.1%，前值为35.1%，增速回落19pct，餐饮业增速继续放缓，但整体依旧维持较高增速好于商品零售。

分品类来看，16个限额以上商品零售额中有11个同比增速为正，仅5项同比录得负值。其中，烟酒(+9.6%)、家用电器和音像器材(+4.5%)增速扩大；粮油/食品(+5.4%)、饮料(+3.6%)增速由负转正；体育/娱乐用品(+9.2%)、金银珠宝(+7.8%)、服装鞋帽/针纺织品(+6.9%)、中西药品(+6.6%)、通讯器材(+6.6%)、化妆品(+4.8%)、家具(+1.2%)同比增速收窄；建筑及装潢材料(-6.8%)降幅收窄；日用品(-2.2%)、石油及制品(-2.2%)、汽车(-1.1%)

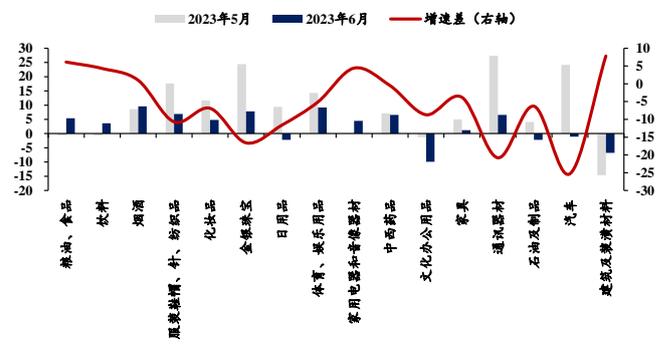
增速由正转负；文化办公用品(-9.9%)降幅扩大。与前值相比，汽车同比由正转负下降最多，减少 25.3pct；同比增速收窄最多的品类为通讯器材、金银珠宝，分别减少 20.8pct、16.6pct；粮油/食品、饮料同比由负转正，分别增加 6.1pct、4.3pct。

图表 4 社会消费品零售额同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 各主要门类商品社零销售额同比 (单位: %)

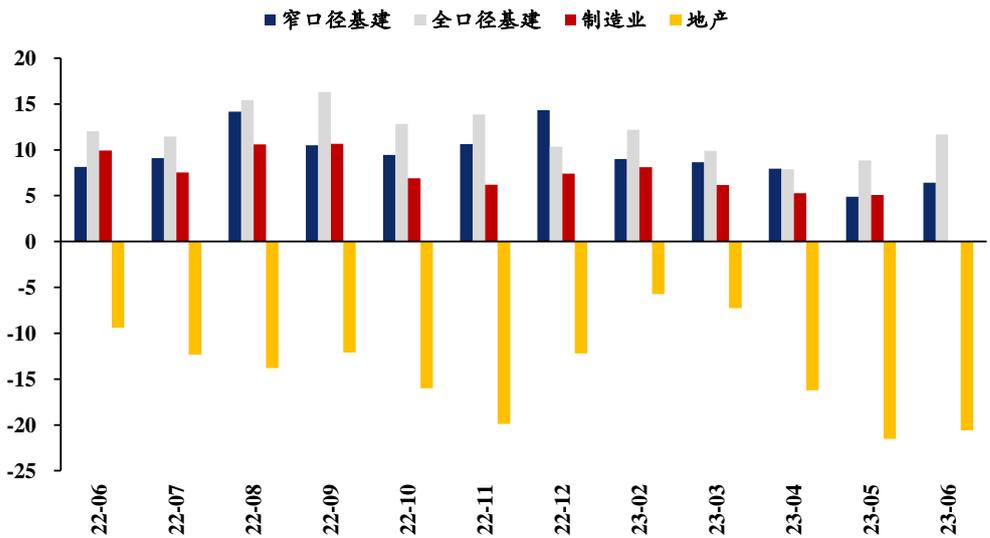


资料来源: Wind, 华安证券研究所

### 3.2 固定资产投资: 基建、制造业增速小幅上升, 地产投资持续低迷

6 月份, 固定资产投资同比增速录得 3.1%, 较 5 月扩大 1.5pct; 固定资产投资(不含农户)完成额季调环比录得 0.39%, 较 5 月增长 0.12pct。

图表 6 固投分项同比 (单位: %)



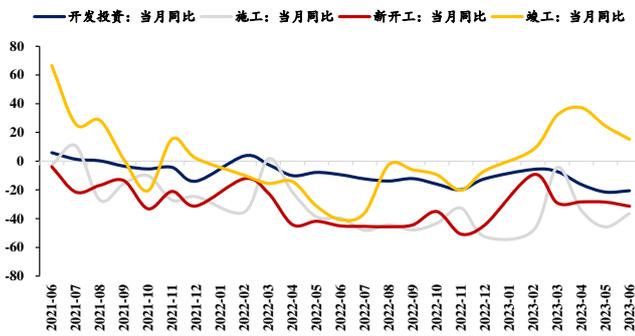
资料来源: Wind, 华安证券研究所

地产投资整体低迷, 竣工端增速继续回落, 商品房销售降幅进一步扩大。地产投资当月同比录得-20.6%, 降幅较前值收窄 0.9pct; 施工端来看, 与 5 月相比, 施工面积同比

降幅收窄 6pct，新开工面积同比降幅扩大 2.9pct；竣工面积同比上涨 15.2%，涨幅较 5 月收窄 9.3pct。从消费端来看，商品房销售面积当月同比录得-28.1%，降幅较前值扩大 8.4pct；销售额同比录得-25%，较前值减少 20pct，销售面积和销售额增速下滑明显。

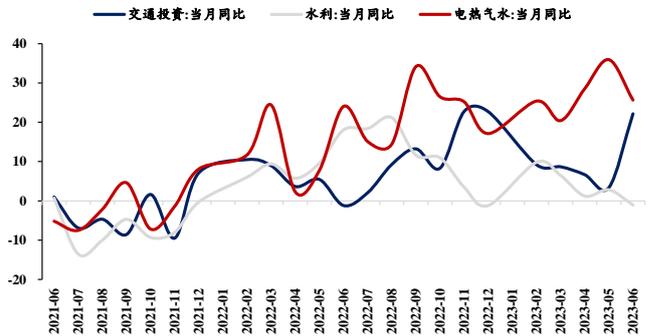
**基建投资增速较上月小幅上升，其中交通投资较上月增长明显，电热汽水投资维持较高增速。**宽、窄口径基建投资当月同比增速分别录得 11.7%、6.4%，增幅分别较 5 月扩大 2.8pct、1.5pct。分类别来看，交通投资当月同比增速录得 22.2%，增幅较前值扩大 18.8pct；水利投资当月同比增速录得-1.1%，增幅较前值缩窄 3.9pct；电热汽水投资当月同比录得 25.7%，增幅较前值缩窄 10.3pct。

图表 7 地产投资分项同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 基建投资分项同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

**制造业投资速度有所上升，但经营预期较为谨慎。**制造业投资当月同比增速录得 6%，较 5 月扩大 0.9pct。6 月制造业 PMI 为 49.0%，处于荣枯线以下，制造业恢复预期总体稳定但仍处于收缩区间，非制造业增速收窄；生产经营活动预期录得 53.4%，较 5 月减少 0.7pct，低于历史均值 56.4%，经营预期整体处于较高水平但继续下滑。

### 3.3 进出口同比降幅进一步扩大

6 月份出口增速跌幅明显，同比增速较上月下降 4.9pct 至 -12.4%；进口总值同比录得 -6.8%，降幅较前值扩大，增加了 2.3pct。由于去年疫后基数效应减退，6 月出口同比降幅扩大，进口持续走弱，贸易面临压力。

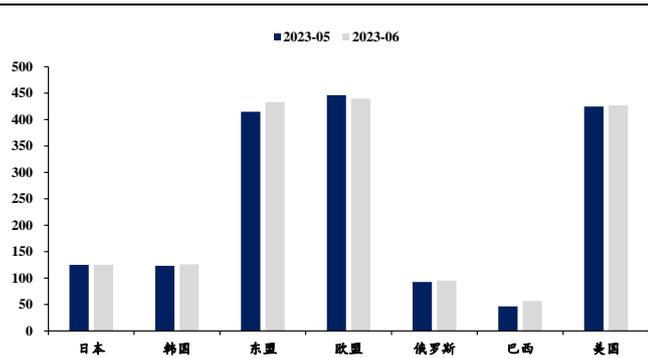
图表9 进出口总值当月同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

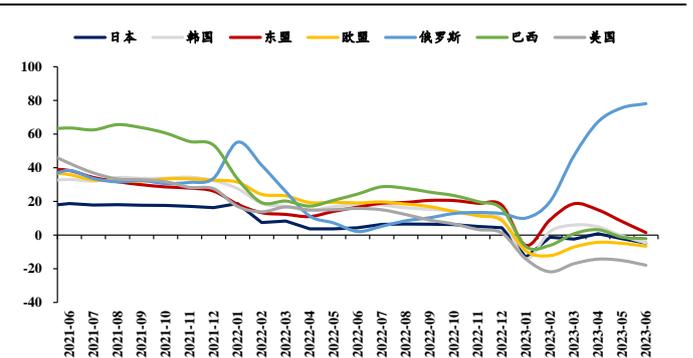
**分国别来看, 外需维持下行趋势, 整体出口下滑明显。**6月, 中国对主要经济体出口额为: 日本(125亿美元)、韩国(126亿美元)、东盟(433亿美元)、欧盟(440亿美元)、俄罗斯(96亿美元)、巴西(57亿美元)、美国(427亿美元), 占出口总额比重分别为4.4%、4.4%、15.2%、15.4%、3.3%、2.0%、15.0%。**对俄罗斯出口维持高增, 增幅继续扩张, 对东盟出口同比延续5月下滑趋势, 其余国家同比降幅扩大。**对俄罗斯出口累计同比增速大幅扩张至78.1%, 对东盟增速缩窄至1.5%, 对日本、韩国、欧盟、巴西、美国出口累计同比降幅继续扩大, 分别为-4.7%、-4.6%、-6.6%、-2.1%、-17.9%。

图表10 分国别出口额 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表11 分国别出口累计同比 (单位: %)

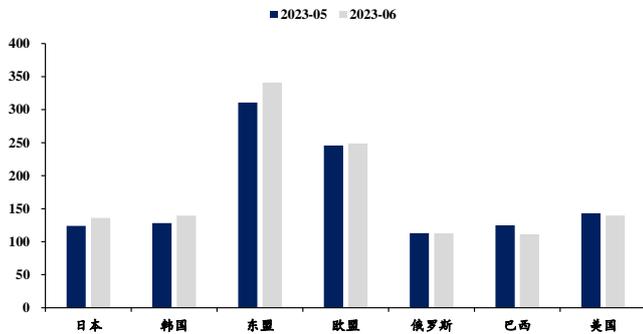


资料来源: Wind, 华安证券研究所

**进口总值下降, 俄罗斯、巴西维持增速, 其余多国累计同比降幅均有收窄。**6月, 中国对主要经济体进口额为: 日本(136亿美元)、韩国(140亿美元)、东盟(341亿美元)、欧盟(249亿美元)、俄罗斯(113亿美元)、巴西(111亿美元)、美国(140亿美元), 占出口总额比重分别为6.3%、6.5%、15.9%、11.6%、5.3%、5.2%、6.5%。进口累计同比增速分别为日本(-17.0%)、韩国(-24.9%)、东盟(-5.5%)、欧盟(-1.4%)、俄罗斯(+19.4%)、巴西(+2.0%)、美国(-3.7%), 其中, 对俄罗斯进口增速小幅收

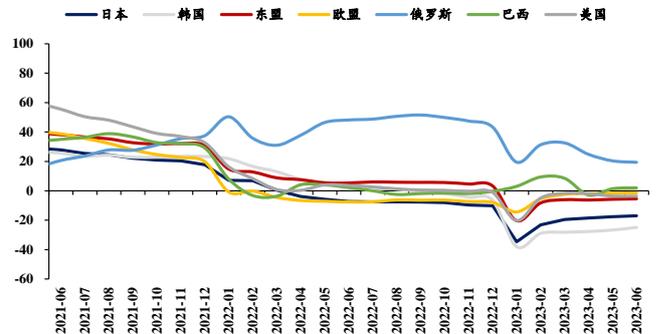
窄，对巴西同比增速小幅扩大，对日本、韩国、东盟、欧盟进口同比降幅继续收窄，对美国进口同比降幅有所扩大。

图表 12 分国别进口额 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 分国别进口累计同比 (单位: %)

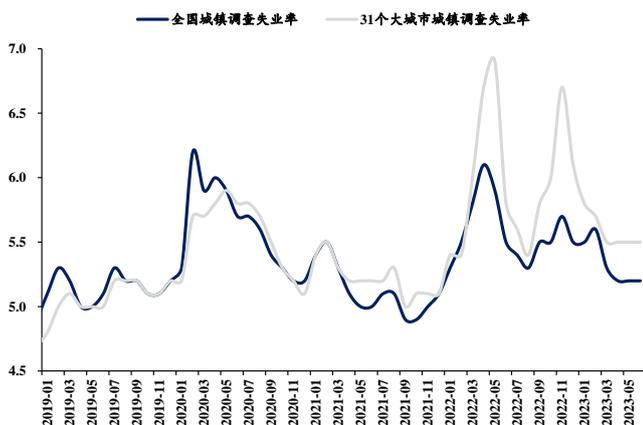


资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 4 就业: 与上月持平, 就业压力仍在

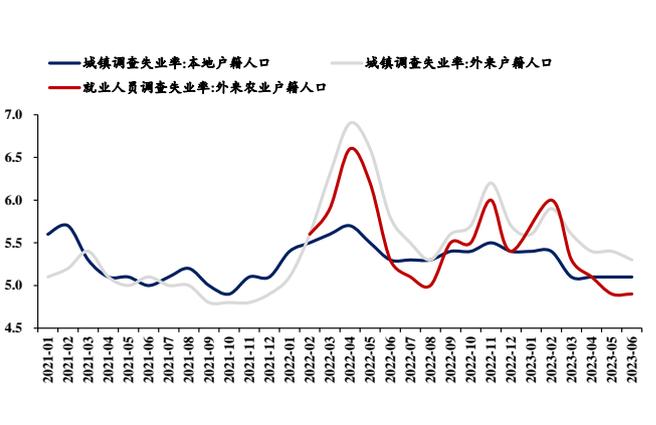
**城镇就业情况与上月持平, 16-24 岁人口失业率连续 3 月处于 20% 高位, 就业压力仍在。** 6 月, 全国城镇调查失业率、31 个大城市城镇调查失业率分别录得 5.2%、5.5%, 与 5 月持平。本地户籍、外来户籍失业率分别为 5.1%、5.3%, 外来户籍失业率略微改善, 外来农业户籍人口录得 4.9%, 与 5 月持平。针对不同年龄段人群的调查显示, 16-24 岁人口失业率自今年 4 月突破 20% 后依旧延续上升趋势, 到 6 月份已到达 21.3%, 较前值上行 0.5pct, ; 25-29 岁人口失业率为 4.1%, 与上月持平。

图表 14 城镇调查失业率 (单位: %)



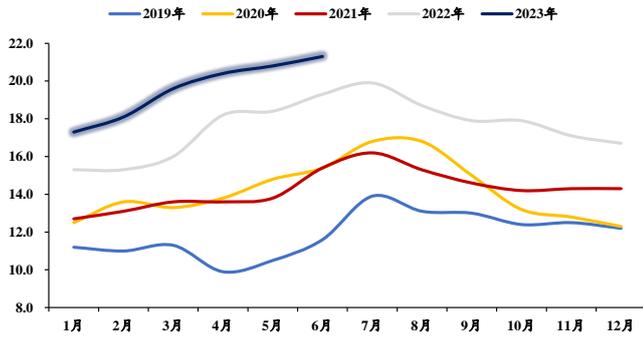
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 分户籍城镇调查失业率 (单位: %)



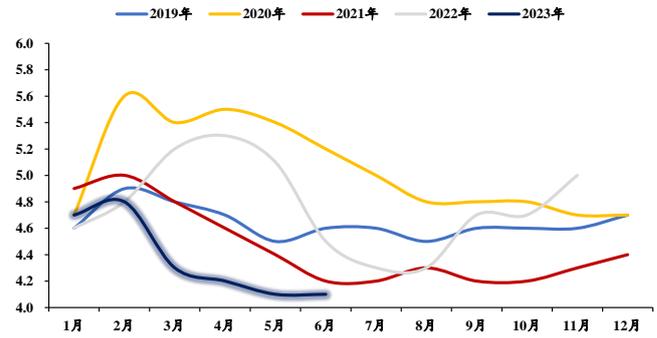
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 16-24 岁人口城镇调查失业率 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 17 25-59 岁人口城镇调查失业率 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 5 风险提示:

流动性风险, 数据统计与提取产生的误差。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

**分析师：**杨佩霖，华安固收分析师，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。