

2023年07月18日

证券研究报告 | 事件点评报告

二季度经济低于预期，需求仍是短板

2023年二季度及6月经济数据点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

① 二季度 GDP 同比增速略低于预期，疫后积压需求逐步释放后，总需求恢复较慢，经济复苏动能有所减弱。外需继续承压，内需单月数据小幅改善，但仍面临考验。

② 6月消费在端午假期叠加暑假影响下小幅复苏。此外，二季度失业率较一季度有所改善，但需要注意到青年就业压力仍较大，且剔除基数因素后，居民人均可支配收入偏弱。同时央行收入感受指数也表明居民对于未来收入预期偏弱，消费持续性还需继续观察。

③ 固定资产投资增速继续小幅走弱。其中基建投资增速保持一定韧性，制造业投资增速受到部分高质量产业的拉动保持韧性，但房地产投资继续走弱，且供需双弱局面进一步加剧，不过考虑去年低基数因素，下半年降幅有望收窄。

④ 基建投资拉动叠加部分行业库存处在较低水平，6月规模以上工业增加值有所改善，其中上游行业回暖较为明显。虽然上游行业出现补库现象，但持续性可能不足，且在外需走弱，内需修复速度偏弱的背景下，尤其是当前工业企业利润仍然承压，部分中下游行业库存去化速度可能较慢，可能会对工业增加值造成一定拖累，后续还需观察是否有会出台更具针对性的政策，助力制造业加速恢复。

⑤ 从上半年的情况来看，尽管经济总量略低于预期，但仍处于“底线之上”，完成全年 GDP 同比增长 5% 左右目标的难度不高，下半年增速略高于 4.5% 即可完成全面目标。下半年政策或在保持定力的前提下，以针对性政策措施为主，适度发力稳增长，达成高质量发展目标。

⑥ **风险提示：国际形势演变超预期；美国金融风险/经济衰退超预期；国内经济复苏不及预期；政策不及预期。**

事件:

2023年7月17日,国家统计局公布了2023年6月份的经济数据,具体见下图(图1-3):

图1:经济数据情况(%)

	2023-06	2023-05	2023-04
工业增加值:当月同比	4.40	3.50	5.60
服务业生产指数:当月同比	6.80	11.70	13.50
投资			
基建投资:累计同比	10.71	10.07	9.80
制造业:累计同比	6.00	6.00	6.40
房地产:累计同比	-7.90	-7.20	-6.20
社会消费品零售总额:当月同比	3.10	12.70	18.40
出口金额:当月同比	-12.40	-7.50	8.50

资料来源:Wind,华宝证券研究创新部

图2:社会零售总额情况(%)

	2023-06	2023-05	2023-04
社会消费品零售总额:累计值	227,588.00	187,636.00	149,832.90
社会消费品零售总额:累计同比	8.20	9.30	8.50
社会消费品零售总额:当月值(亿元)	39,951.00	37,803.00	34,910.50
社会消费品零售总额:当月同比(%)	3.10	12.70	18.40
其中:除汽车以外的消费品零售额	3.70	11.50	16.50
其中:限额以上企业消费品零售总额	2.30	12.50	19.00
按经营地区分			
城镇:当月同比	3.00	12.70	18.60
乡村:当月同比	4.20	12.80	17.30
按消费类型分			
餐饮收入:当月同比	16.10	35.10	43.80
其中:限额以上企业餐饮收入总额	15.40	31.40	44.60
商品零售:当月同比	1.70	10.50	15.90
其中:限额以上企业商品零售总额	1.40	11.10	17.30
粮油、食品类	5.40	-0.70	1.00
饮料类	3.60	-0.70	-3.40
烟酒类	9.60	8.60	14.90
服装鞋帽针纺织品类	6.90	17.60	32.40
化妆品类	4.80	11.70	24.30
金银珠宝类	7.80	24.40	44.70
日用品类	-2.20	9.40	10.10
家用电器和音像器材类	4.50	0.10	4.70
中西药品类	6.60	7.10	3.70
文化办公用品类	-9.90	-1.20	-4.90
家具类	1.20	5.00	3.40
通讯器材类	6.60	27.40	14.60
石油及制品类	-2.20	4.10	13.50
汽车类	-1.10	24.20	38.00
建筑及装潢材料类	-6.80	-14.60	-11.20

资料来源:Wind,华宝证券研究创新部

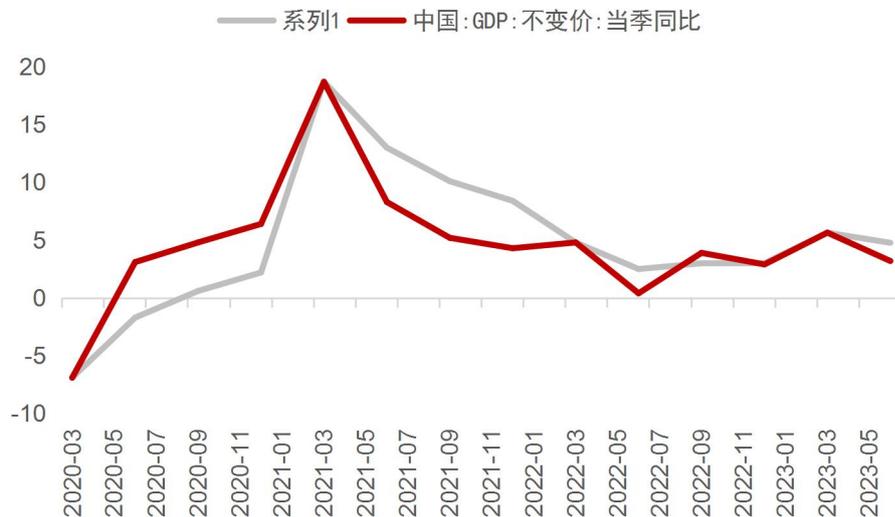
同比增长 5%左右目标的难度不高，下半年增速略高于 4.5%即可完成全面目标。下半年政策或在保持定力的前提下，以针对性政策措施为主，适度发力稳增长，达成高质量发展目标。

1. 经济复苏斜率放缓，二季度经济总量略弱于市场预期

随着疫后积压需求集中释放后，经济复苏斜率有所放缓，结构性问题逐步显现，包括企业端“去库-盈利-扩张”、居民端“就业-收入-消费”、地产端“销售-投资-开工”三大链条均尚受阻。政策方面延续宽松的主基调，但并未有“大水漫灌”的总量刺激政策，货币政策主要以灵活调节为主。财政政策方面，6月初央行重提逆周期调节，但考虑到地方政府债务压力较大，且财政收入偏弱，财政政策力度有限。

虽然二季度经济总量同比增长达到 6.3%，但弱于市场一致预期，且考虑到 2022 年同期基数偏低，从两年平均增速来看，2023 年二季度国内生产总值两年平均增速 3.2%，处于相对较低水平，同时较一季度有所回落，体现出经济复苏斜率有所放缓。

图 4：国内 GDP 增速同比 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：其中从 2023 年开始为两年平均增速，其余为同比增速

2. 6 月消费小幅复苏，持续性需继续关注

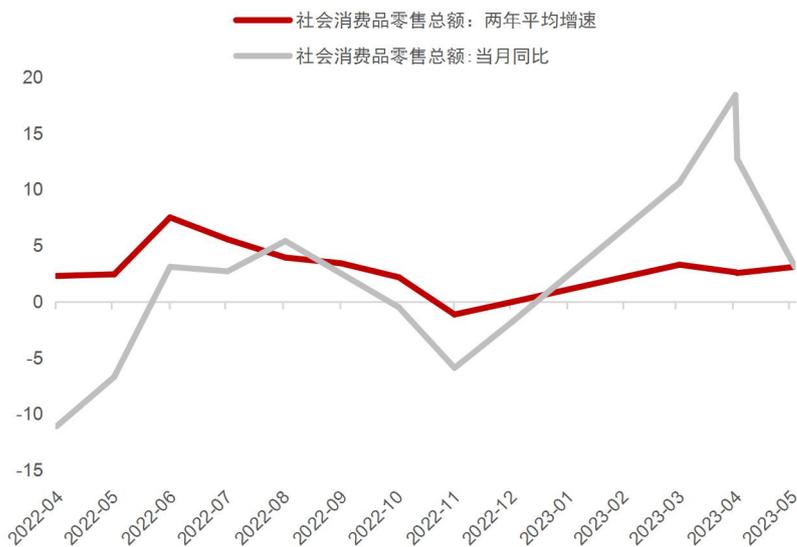
6 月端午假期叠加暑假，居民出行有所增多，也带动相关可选消费有所改善。此外，由于厄尔尼诺现象下极端天气变多，居民对于空调风扇等家电需求也有所增强。二季度失业率有所改善，但青年就业压力仍较大，且剔除基数因素后，居民人均可支配收入偏弱。同时央行收入感受指数也表明居民对于未来收入预期偏弱，消费持续性还需继续观察。

旅游旺季叠加极端天气影响下，消费出现一定改善。6 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%，虽然较 5 月明显回落 9.6 个百分点。如果剔除基数效应，两年平均增速较 5 月小幅回升 0.55 个百分点至 3.1%。消费的改善主要是端午假期加上暑假，家庭出行意愿较强。从消费类型看，可选消费出现较为明显改善，其中化妆品、金银珠宝等可选消费两年平均增速分别为 9% 和 5.5%，均较上月有明显改善。同时，受厄尔尼诺现象影响，高温天气带动居民对于空调、风扇等家电消费增多。

二季度失业率有所改善，但剔除基数因素后，居民人均可支配收入偏弱。上半年全国城镇

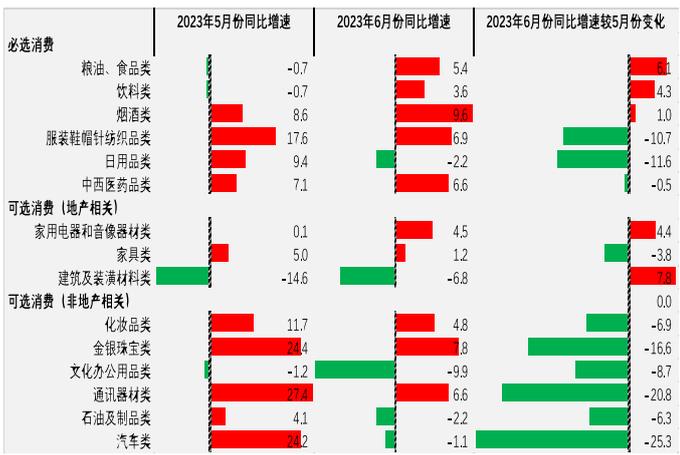
调查失业率平均值为 5.3%，比一季度下降 0.2 个百分点，6 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，与前月持平。受毕业季影响，16-24 岁劳动力调查失业率继续上升 0.5 个百分点至 21.3。此外，全国居民人均可支配收入 19672 元，同比名义增长 6.5%，比一季度加快 1.4 个百分点。不过考虑去年多地存在疫情封控情况，存在基数扰动，如果从两年平均增速来看，二季度全国居民人均可支配收入 5.5%，较一季度下降 0.2 个百分点。也和央行收入感受指数相互印证，表明居民对于未来收入预期偏弱，消费持续性还需观察。

图 5：剔除基数影响，消费小幅改善（%）



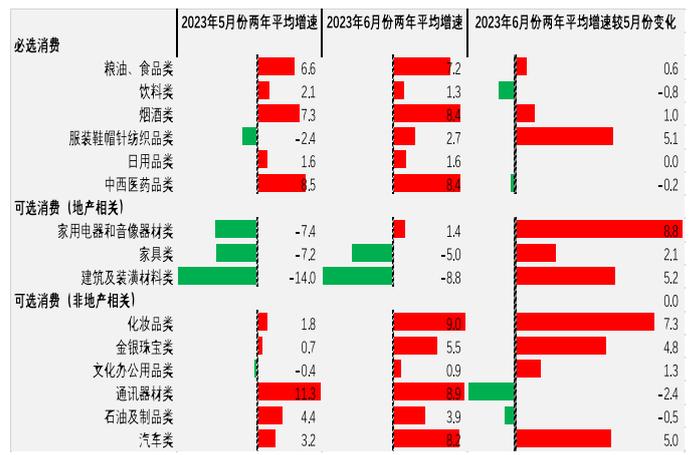
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：消费分项同比增速（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：消费分项两年平均增速（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 基建及制造业投资保持韧性，地产投资继续走弱

总的来看，固定资产投资增速继续小幅走弱。其中基建投资增速保持一定韧性，6 月热力、燃气及水生产和供应业投资增速较高，给基建投资提供一定支撑。制造业方面，当前部分行业（如化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业）库存已经处于偏低水平，以及部分高质量产业（如汽车制造业、电气机械和器材制造业和计算机、通信和其他电子设备制造

业)受到政策支持,均具有较高投资增速,带动制造业投资增速保持韧性。但需注意到房地产投资继续走弱,且供需双弱局面进一步加剧,后续仍存下行风险,但考虑去年低基数因素,下半年降幅有望收窄。

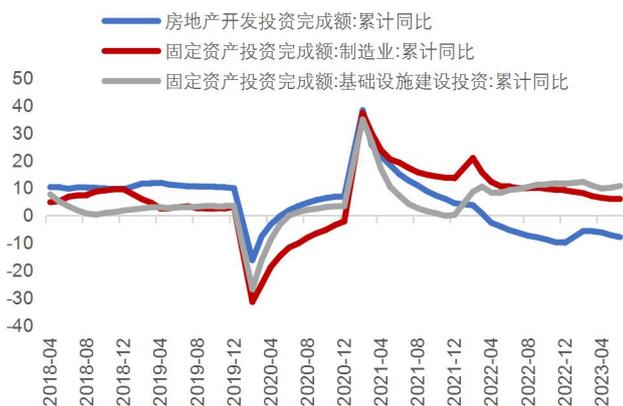
2023年上半年,全国固定资产投资(不含农户)243113亿元,同比增长3.8%(前值4%),较上月继续走弱。其中,民间固定资产投资128570亿元,同比下降0.2%。分产业看,第一产业投资5152亿元,同比增长0.1%;第二产业投资74839亿元,增长8.9%;第三产业投资163123亿元,增长1.6%。

6月基建投资保持韧性,主要以电力、热力、燃气及水生产和供应业方面为主。6月狭义基础设施投资(不含电热水)同比增长7.2%(前值7.5%),较上月小幅回落,但广义基础设施投资同比增长10.7%(前值10.1%)。其中,电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长27%。此外,铁路运输业投资增长20.5%,水利管理业增长9.6%,均给基建投资带来较强支撑。往后看,在经济复苏斜率放缓背景下,基建作为稳增长的重要抓手之一,或继续保持韧性。

制造业投资增速持平,部分高质量行业投资仍具韧性。6月制造业投资同比增长6%,与上月持平。分行业来看,由于库存去化速度较快,当前库存偏低,化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业投资维持较高增速,分别为13.9%(前值15.9%)和14.2%(前值6.5%)。此外,部分高质量行业依旧保持较高投资增速,如汽车制造业、电气机械和器材制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业分别增长20%、38.9%、9.4%。高质量发展仍将作为重点任务,后续或出台更多针对高质量发展政策。

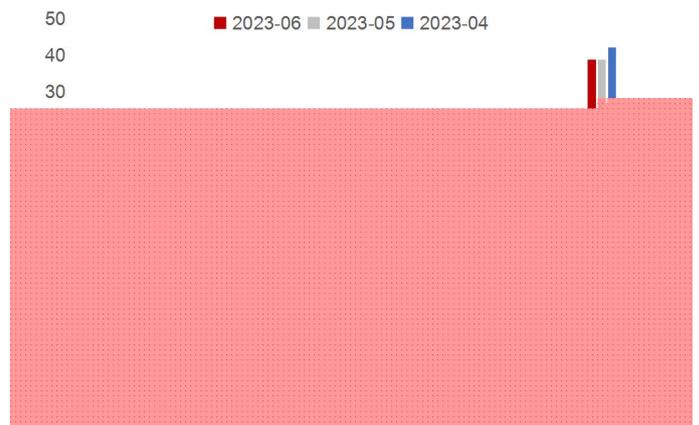
地产投资继续走弱,供需双弱局面下,仍存下行风险。2023年1-6月份,全国房地产开发投资58550亿元,同比下降7.9%(前值下降7.2%)。根据分项来看,房地产新开工、施工面积当月同比增速均为负增长,分别为-31.35%和-30.34%(前值分别为-28.48%和-36.35%)。虽然“保交楼”政策继续发力,但竣工面积已经出现回落迹象,单月同比增速15.24%(前值24.52%),后续支撑力度或进一步走弱。需求侧也继续下行,6月商品房销售面积当月同比增速继续下行8.4个百分点至-28.1%。地产供需均继续走弱,后续下行风险犹存,但考虑去年低基数因素,下半年降幅有望收窄。

图8:基建及地产投资保持韧性,地产投资继续走弱(%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图9:部分高质量行业投资仍具韧性(%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

分析师承诺

本人承诺，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本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 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。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。