

# 经济增长不及市场预期，后续关键在稳增长政策效力

## ——2023Q2及6月经济数据点评

### 核心观点

虽然因去年的低基数，Q2 经济增速仍然超过 Q1，但从支出法角度的月度经济数据看，进入 Q2 之后，经济动能出现了相对明显的走弱。消费方面，在经过 Q1 的报复性增长后，4 月和 5 月和 6 月社零同比持续不及市场预期（其中 4 月和 5 月社零因去年的低基数同比录得较高值），环比上分别录得 2011 年以来（共 13 年）同月的倒数第 3、倒数第 3 和倒数第 1 位，显示消费动能持续走弱。出口方面，Q1 积压订单释放完成后，全球经济放缓对我国出口的压制作用开始体现，5 月、6 月连续 2 个月出口录得负值，且均低于市场预期。投资方面，制造业投资保持韧性、基建投资继续维持高增速，但 Q1 降幅有所缩窄的房地产投资在 Q2 各月降幅总体加深，未来仍存在较大不确定性。综合来看，在进出口对经济的支撑力度减弱、消费修复速度明显放缓和房地产投资修复速度偏慢的叠加下，后续经济动能回升关键在稳增长政策的效力。我们认为可全年 GDP 有望实现+5.2%左右的增速：

#### (1) 6月消费动能仍然较弱

2023年6月，社零环比为+0.23%，较上月-0.16PCTS。季节性上，6月社零环比为2011年以来同月最低值，显示继5月之后，6月消费复苏动能继续放缓。总体来看，6月社零同比虽然较5月明显下降，但主要系基数效应影响，更值得关注的是社零环比录得历年6月最低值，表明6月消费动能仍然较弱。从居民收入增速角度看，Q2居民收入增速虽然较Q1回升，但仍然较疫情前有较明显的差距。从居民消费倾向看，今年H1居民消费倾向仍然明显低于疫情之前。目前居民消费倾向的疲软，核心的因素仍然是居民收入增速下降、资产负债表受损之下，居民消费信心的疲软和避险倾向的增强。假设2023年H1社零占全年比例回归疫情前10年均值，预计2023年社零年度同比增速录得+9.0%左右。

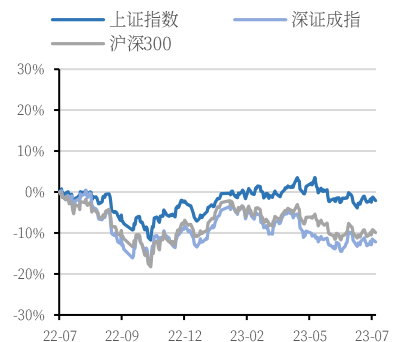
#### (2) 6月制造业投资增速回升

2023年6月，制造业投资增速+6.0%，较5月+0.9PCTS，带动6月固投总体增速+3.7PCTS。6月制造业投资同比较5月的回升体现了制造业投资的韧性，也体现了在政府多项稳增长政策以及货币政策的支持引导下，制造业企业预期的边际改善。往后看，外需方面，下半年人民币对美元的弱势或对出口有一定积极作用，同时，一带一路政策下，新兴市场对出口也将有一定支撑，总体看出口有望筑底企稳，但强势回升的概率较低。内需方面，地产链条的弱势之下，短期内或仍难有较明显改善。今年6月，PPI同比-5.4%，从主要原材料角度，50种流通中的重要生产原料中，价格环比为正的仅有14种，反映出需求不足的问题持续制约工业企业的景气度。产能利用率角度，Q2工业和制造业产能利用率分别为74.5%和74.8%，均较Q1略微回升，但总体上仍较疫情前差距较大，且均处于2021年6月以来的下

### 主要数据

上证指数	3209.6298
沪深300	3867.1749
深证成指	11010.3578

### 主要指数走势图



### 作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

### 相关研究报告

- 外部流动性预期边际改善，经济企稳仍需稳增长政策发力—2023-07-16
- 高基数下出口同比增速跌幅加深—2023-07-14
- 社融和信贷温和改善，宽货币向宽信用转化仍是关键—2023-07-13

行趋势中，意味着制造业投资出现较大幅度回升的概率或仍然不大。预计后续制造业投资整体上仍具一定韧性，全年增速在 5.5%到 6.0%之间。

### (3) 6月房地产投资依然疲软

2023 年 6 月房地产相关数据呈现四个主要特征：1，房地产开发投资虽然降幅小幅缩窄，但仍然达到 10%以上，显示房企投资意愿和能力依然不高。2，房企开发资金同比降幅较 5 月明显加大。3，房屋施工面积同比降幅依然较大，保交房依然是主要特点。4，居民购房意愿依然不高。今年 6 月，商品房销售额和销售面积环比分别排在近 10 年同月由高到低的第 10 位和第 7 位，销售额和销售面积同比分别较 5 月由正转负和降幅加深，房屋销售在 6 月出现了明显走弱。

6 月房地产相关数据难言改善。6 月，房地产开发投资同比降幅依然较高、房企开发资金继续萎缩，同时，6 月商品房销售也不太理想。我们统计的数据显示，7 月上半月一线、二线和三四线商品房销售面积同比仍然为负。总体来看，站在当前时点，房地产投资未来走势不确定性仍然较大。7 月 10 日，中国人民银行、金融监管总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，明确“金融 16 条”中的政策有适用期限的，将适用期限统一延长至 2024 年 12 月 31 日。政策支持期限的延长，有助于房地产行业进一步企稳。总体上我们预计，下半年随着房地产销售端的改善向投资端的传导，房企预期有望随之回升，进而带动下半年房地产投资回升，2023 年全年房地产开发投资增速降幅有望录得-3%左右，较我们此前做出的全年增速为 0 的预期有所下滑。

### (4) 基建投资增速上行，依然是固投的“稳定器”

2023 年 6 月，基建投资同比+12.3%，较 5 月+1.5PCTS，增速上行，排在近 60 个月月度同比增速的第 5 位（2021 年为两年复合增速）。往后看，在充足资金的支撑下，下半年基建预计仍将维持强势。去年专项债发行节奏较今年明显靠前，今年 1-6 月新增专项债发行占全年预算安排新增专项债限额的 57.15%，而去年同期的发行进度为 81.75%，下半年新增专项债尚余 1.6 万亿元的限额。

### (5) 2023 年 6 月工业生产边际回暖，企稳迹象明显

2023 年 6 月，规模以上工业增加值同比+4.4%，高于市场预期（+2.51%），较 5 月份上行 0.9PCTS；环比增长 0.68%，环比增速较 5 月（0.63%）有小幅改善。在政府多项稳增长政策以及货币政策的支持引导下，工业生产边际改善明显，有从底部向上修复的趋势。外需方面，虽然高基数影响下 6 月出口同比增速较 5 月有所下行，但是出口金额环比+0.5%，国内全产业链韧性犹存使得出口规模相对稳定。往后看，下半年美元兑人民币或仍处于相对高位，对出口有一定积极作用；一带一路政策下新兴市场对出口的支撑作用上升，叠加美国经济软着陆的概率上行，外需进一步下行的概率不大，整体来看出口有望筑底企稳。内需恢复偏慢的核心仍然在于地产链条的弱势。需求不足的问题继续制约工业企业的景气度，进而对工业企业出厂价格环比继续产生压制作用，整体物价延续下行，进一步印证需求疲软。因此，我国经济运动的重要矛盾仍然是内需不足，居民和企业预期的疲软仍是制约经济进一步企稳修复的关键。

风险提示：稳增长政策不及预期，海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

## 一、Q2 经济动能走弱，后续关键在稳增长政策的效力

GDP 增速方面，今年 Q2 的 GDP 季调环比为+0.8%，较 Q1-1.4PCTS，为 2011 年以来历年第二低，仅高于去年 Q2，GDP 不变价同比+6.3%，因去年 Q2 的低基数较 Q1+1.8PCTS，低于市场预期的+6.8%。

生产法角度，由于去年同期的低基数，2023 年 Q2 第二和第三产业 GDP 同比增速均较 Q1 上行，分别实现+5.2%和+7.4%的同比增速，分别带动 Q2 不变价 GDP 同比增速上行 2.0 和 4.0 个百分点。

虽然因去年的低基数，支出法角度看 Q2 经济增速仍然超过 Q1，但从支出法角度的月度经济数据看，进入 Q2 之后，经济动能出现了相对明显的走弱。消费方面，在经过 Q1 的报复性增长后，4 月和 5 月和 6 月社零同比持续不及市场预期（其中 4 月和 5 月社零因去年的低基数同比录得较高值），环比上分别录得 2011 年以来（共 13 年）同月的倒数第 3、倒数第 3 和倒数第 1 位，显示消费动能持续走弱。出口方面，Q1 积压订单释放完成后，全球经济放缓对我国出口的压制作用开始体现，5 月、6 月连续 2 个月出口录得负值，且均低于市场预期。投资方面，制造业投资保持韧性、基建投资继续维持高增速，但 Q1 降幅有所缩窄的房地产投资在 Q2 各月降幅总体加深，未来仍存在较大不确定性。

综合来看，在进出口对经济的支撑力度减弱、消费修复速度明显放缓和房地产投资修复速度偏慢的叠加下，后续经济动能能否回升很大程度上取决于稳增长政策的效力。站在当前时点，我们认为全年 GDP 有望实现+5.2%左右的增速。

图1 2019 年以来 GDP 生产法计各项目各季度实际增速(%)

	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-09	2019-06	2019-03
GDP	6.30	4.50	2.90	3.90	0.40	4.80	4.30	5.20	8.30	18.70	6.30	4.80	3.10	-0.90	5.80	5.90	6.00	6.30
第一产业	3.70	3.70	4.00	3.40	4.40	6.00	6.30	7.10	7.60	8.10	4.80	4.10	3.50	-3.10	3.40	2.70	3.30	2.70
第二产业	5.20	3.30	3.40	5.20	0.90	5.80	3.00	4.00	7.90	24.90	6.70	5.90	4.60	-1.70	5.00	4.50	4.70	5.30
工业	-	2.90	2.50	4.60	0.40	6.90	4.60	5.60	9.80	23.20	6.80	5.50	4.10	-1.50	5.00	4.20	4.70	5.20
制造业	-	2.80	2.30	4.00	-0.30	6.10	4.60	6.10	10.60	28.40	7.40	6.30	4.60	-1.10	4.80	3.80	4.40	5.30
建筑业	-	6.70	7.00	7.80	3.60	1.40	-3.20	-2.80	0.70	21.70	5.80	7.30	7.00	1.20	4.90	5.80	4.70	5.80
第三产业	7.10	5.40	2.30	3.20	-0.40	4.90	4.90	5.70	8.80	13.90	6.80	4.20	1.80	-3.40	6.90	7.40	7.20	7.20
批发和零售业	-	5.50	0.30	1.60	-1.80	3.90	5.70	7.80	9.80	26.30	6.80	3.60	1.60	-1.50	5.80	5.50	5.90	5.70
交通运输、仓储和邮政业	-	4.80	-3.90	2.60	-3.50	2.10	6.30	8.90	15.50	36.10	8.80	4.30	2.00	-1.60	5.70	6.90	6.80	6.80
住宿和餐饮业	-	13.60	-3.80	2.80	-5.30	-0.30	5.80	6.80	18.30	43.10	-0.80	-1.70	-21.70	-39.50	5.80	5.90	5.60	5.20
金融业	-	6.90	5.90	5.50	5.90	5.10	4.70	3.20	3.30	4.60	5.90	6.80	6.00	4.90	6.50	6.50	7.10	6.50
房地产业	-	1.30	-1.20	-4.20	-7.00	-2.00	-4.50	-3.10	5.80	19.50	4.90	4.60	2.40	-1.60	2.10	3.90	2.10	2.20
信息传输、软件和信息技术服务业	-	11.20	10.00	7.90	7.30	10.80	11.70	16.80	19.80	21.40	21.00	20.10	17.30	14.60	18.60	21.00	23.20	24.30
租赁和商务服务业	-	6.00	5.60	5.40	-3.30	5.10	10.40	10.70	10.80	13.10	4.80	-4.20	-3.30	-6.70	10.00	8.70	7.50	8.50
其他行业	-	4.00	5.70	4.40	-0.20	4.90	5.50	5.80	6.80	9.40	4.40	2.10	-1.10	-2.00	7.10	7.40	6.80	6.50

资料来源：wind，中航证券研究所

**图2 2019年以来GDP生产法计各项目各季度对实际GDP增速的拉动作用 (%)**

	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-09	2019-06	2019-03
GDP	6.30	4.50	2.90	3.90	0.40	4.80	4.30	5.20	3.30	8.70	6.40	4.80	3.10	6.90	5.80	5.90	6.00	6.80
第一产业	0.25	0.17	0.41	0.29	0.28	0.27	0.64	0.60	0.49	0.40	0.43	0.36	0.22	0.13	0.35	0.24	0.21	0.12
第二产业	2.04	1.24	1.29	1.94	0.35	2.15	1.15	1.51	3.10	3.79	2.63	2.29	1.87	3.75	1.98	1.77	1.93	2.07
工业	-	0.96	0.76	1.41	0.13	2.09	1.40	1.71	3.05	7.80	2.16	1.77	1.40	2.90	1.60	1.37	1.62	1.79
制造业	-	0.79	0.60	1.04	-0.08	1.70	1.20	1.58	2.91	7.32	2.01	1.71	1.34	2.92	1.32	1.05	1.30	1.55
建筑业	-	0.30	0.54	0.54	0.26	0.06	-0.26	-0.21	0.05	0.98	0.45	0.50	0.48	-0.87	0.38	0.40	0.33	0.28
第三产业	4.00	3.13	1.19	1.73	-0.22	2.33	2.52	3.07	4.67	9.50	3.36	2.21	0.96	3.08	3.48	3.83	3.78	4.08
批发和零售业	-	0.53	0.03	0.16	-0.17	0.38	0.55	0.70	0.89	2.40	0.67	0.35	0.16	-1.82	0.52	0.54	0.58	0.60
交通运输、仓储和邮政业	-	0.20	-0.16	0.11	-0.15	0.09	0.26	0.37	0.64	1.35	0.36	0.20	0.10	0.61	0.26	0.32	0.31	0.31
住宿和餐饮业	-	0.20	-0.10	0.05	-0.08	0.00	0.10	0.11	0.24	0.57	-0.01	-0.16	-0.37	-0.76	0.10	0.11	0.10	0.10
金融业	-	0.62	0.41	0.44	0.47	0.46	0.33	0.26	0.27	0.47	0.41	0.52	0.47	0.43	0.45	0.50	0.55	0.57
房地产业	-	0.09	-0.46	-0.28	-0.51	-0.15	-0.31	-0.22	0.40	1.45	0.28	0.27	0.14	-0.47	0.13	0.23	0.13	0.14
信息传输、软件和信息技术服务业	-	0.55	0.37	0.30	0.34	0.50	0.40	0.57	0.79	0.96	0.85	0.81	0.77	0.71	0.67	0.74	0.89	1.00
租赁和商务服务业	-	0.20	0.20	0.18	-0.10	0.17	0.34	0.33	0.32	0.46	0.15	-0.13	-0.16	-0.22	0.30	0.26	0.22	0.27
其他行业	-	0.72	0.86	0.72	-0.03	0.88	0.82	0.94	1.10	1.83	0.62	0.32	-0.17	0.34	0.99	1.10	0.99	1.09

资料来源: wind, 中航证券研究所

**图3 月度经济数据情况**

	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零(当月同比)	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%	3.5%	-1.8%	5.9%	-0.5%	2.5%	3.4%	2.7%	3.1%	5.7%	11.1%	3.5%
社零: 商品零售(当月同比)	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%	5.6%	0.5%	3.0%	5.1%	3.2%	3.9%	5.0%	9.7%	2.1%
社零: 餐饮(当月同比)	16.1%	35.1%	48.8%	26.3%	9.2%	14.1%	8.4%	3.1%	-1.7%	8.4%	-1.5%	4.0%	21.1%	22.7%	16.4%
固投(累计同比)	3.8%	4.0%	4.7%	3.1%	5.5%	5.1%	3.3%	3.8%	5.9%	3.8%	3.7%	6.1%	6.2%	6.8%	9.3%
制造业投资(累计同比)	6.0%	6.0%	4.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%	10.0%	9.9%	10.4%	10.6%	12.2%	15.6%
基建投资(累计同比)	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%	10.4%	9.6%	9.3%	8.2%	8.3%	10.5%
房地产开发投资(累计同比)	7.9%	7.2%	5.2%	5.8%	5.7%	10.0%	9.8%	3.8%	3.0%	7.4%	6.4%	5.4%	-1.0%	-2.7%	0.7%
固投(当月同比)	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%	6.7%	3.0%	6.6%	6.5%	3.5%	5.8%	4.5%	1.8%	3.7%
制造业投资(当月同比)	6.0%	5.1%	3.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	6.9%	10.7%	10.6%	7.5%	9.9%	7.1%	6.4%	11.9%
基建投资(当月同比)	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	13.9%	12.8%	15.3%	15.4%	11.5%	12.0%	7.9%	4.3%	11.8%
房地产开发投资(当月同比)	10.3%	10.5%	7.3%	5.9%	5.7%	12.7%	19.9%	16.1%	12.1%	13.8%	12.1%	9.6%	7.7%	10.1%	12.4%
出口金额(美元, 当月同比)	12.40%	7.5%	3.5%	14.8%	6.8%	9.9%	8.7%	-0.3%	5.9%	7.2%	18.0%	17.1%	16.3%	3.5%	14.4%
进口金额(美元, 当月同比)	14.80%	4.5%	7.9%	-1.4%	10.2%	7.5%	0.6%	-0.7%	0.3%	0.2%	2.0%	0.4%	3.7%	0.2%	0.7%
工业增加值(当月同比)	4.40%	3.5%	5.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	3.0%	6.3%	4.2%	3.8%	3.9%	0.7%	2.9%	1.0%
服务业生产指数(当月同比)	6.80%	11.7%	13.5%	9.2%	5.5%	-0.8%	-1.9%	0.1%	1.3%	1.8%	0.6%	1.3%	5.1%	6.1%	0.9%
制造业PMI	49	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	53.2	54.5	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	55.7	58.2	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	52.8	53.8	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40	46.7

资料来源: wind, 中航证券研究所

## 二、6月消费动能仍然较弱

2023年6月,社零环比为+0.23%,较上月-0.16PCTS。季节性上,6月社零环比为2011年以来同月最低值,显示继5月之后,6月消费复苏动能继续放缓。低基数效应消退之后,2023年6月,社零同比+3.1%(市场预期+3.5%),较5月-9.6PCTS。

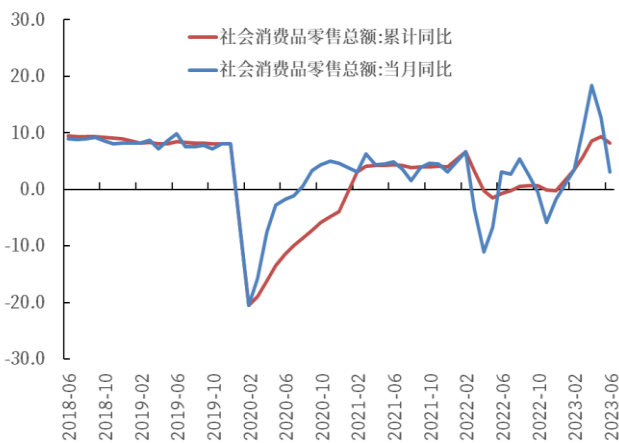
分大类看,6月商品零售同比+1.7%(5月+10.5%)、餐饮收入同比+16.1%(5月+35.1%),限额以上社零同比+2.3%(5月+12.5%)。从限额以上商品零售的具体商品类别角度,2023年6月:汽车类同比增速由正转负,录得-1.1%,对6月限额以上商品零售增速的带动为-0.33PCTS;石油制品类因油价回落同比增速同样由正转负,录得-2.2%,对6月限额以上商品零售增速的带动为-0.29PCTS;必选消费品(粮油、饮料、



烟酒、化妆品、日用品及中西药品)中,除日用品类消费金额同比增速由正转负外,其余品类6月消费额均录得正值;可选消费品中,金银珠宝类同比增速最高,录得+7.8%,文化办公用品类同比增速最低,录得-9.9%,降幅较5月加深。

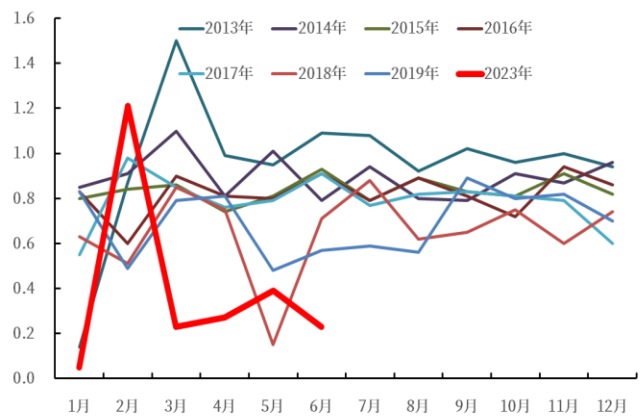
总体来看,6月社零同比虽然较5月明显下降,但主要系基数效应影响,更值得关注的是社零环比录得历年6月最低值,表明6月消费动能仍然较弱。从居民收入增速角度看,Q2居民收入增速虽然较Q1回升,但仍然较疫情前有较明显的差距。从居民消费倾向看,今年H1居民消费倾向仍然明显低于疫情之前。目前居民消费倾向的疲软,核心的因素仍然是居民收入增速下降、资产负债表受损之下,居民消费信心的疲软和避险倾向的增强。假设2023年H1社零占全年比例回归疫情前10年均值,预计2023年社零年度同比增速录得+9.0%左右。

图4 基数效应消退,6月社零同比走低(%)



资料来源:wind,中航证券研究所(2021年为两年复合增速)

图5 6月社零环比与历年6月相比不算强(%)

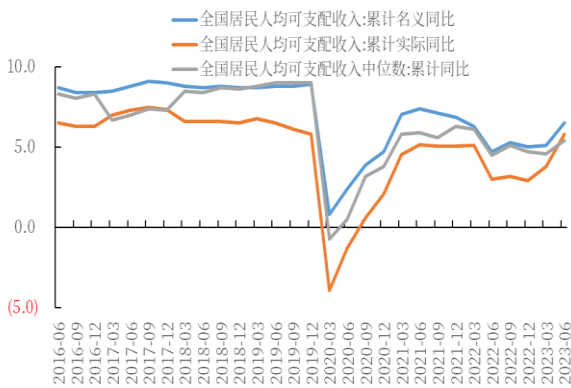


资料来源:wind,中航证券研究所

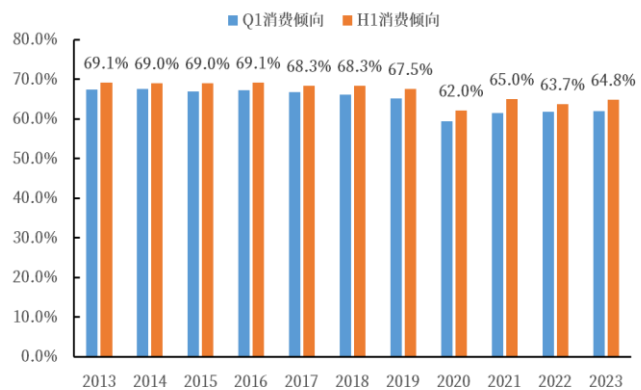
图6 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
限额以上企业商品零售总额	1.40%	1.10%	7.30%	8.50%	1.50%	1.50%	-0.20%	-5.70%	0.00%	6.60%	9.10%	7.50%
粮油、食品类	0.55%	-0.09%	0.13%	0.51%	1.11%	0.98%	1.07%	0.42%	0.90%	0.92%	0.87%	0.64%
服装鞋帽、针、纺织品类	0.52%	1.38%	2.47%	1.32%	0.50%	0.42%	-1.24%	-1.51%	-0.61%	-0.04%	0.40%	0.07%
家用电器和音像器材类	0.32%	0.01%	0.26%	-0.08%	-0.09%	-0.10%	-0.96%	-0.96%	-0.82%	-0.38%	0.23%	0.53%
通讯器材类	0.32%	0.94%	0.50%	0.07%	-0.35%	-0.31%	-0.22%	-0.90%	-0.38%	0.18%	-0.17%	0.23%
烟酒类	0.26%	0.25%	0.45%	0.27%	0.24%	0.19%	-0.23%	-0.06%	-0.02%	-0.31%	0.23%	0.21%
中西药品类	0.24%	0.31%	0.18%	0.49%	0.71%	0.87%	1.17%	0.29%	0.33%	0.36%	0.36%	0.29%
化妆品类	0.13%	0.30%	0.52%	0.26%	0.09%	0.07%	-0.91%	-0.11%	-0.09%	-0.08%	-0.15%	0.02%
金银珠宝类	0.13%	0.45%	0.68%	0.59%	0.15%	0.09%	-0.39%	-0.13%	-0.05%	0.04%	0.14%	0.32%
饮料类	0.07%	-0.01%	-0.07%	-0.09%	0.10%	0.08%	0.09%	-0.11%	0.08%	0.10%	0.11%	0.06%
家具类	0.01%	0.05%	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%	-0.07%	-0.04%	-0.07%	-0.08%	-0.10%	-0.07%
建筑及装潢材料类	-0.07%	-0.18%	-0.14%	-0.06%	-0.01%	-0.01%	-0.12%	-0.13%	-0.11%	-0.11%	-0.13%	-0.10%
日用品类	-0.11%	0.45%	0.48%	0.36%	0.19%	0.17%	-0.50%	-0.42%	-0.10%	0.26%	0.17%	0.04%
石油及制品类	-0.29%	0.64%	2.20%	1.35%	1.46%	1.23%	-0.39%	-0.24%	0.13%	1.51%	2.53%	1.81%
文化办公用品类	-0.32%	-0.03%	-0.13%	-0.05%	-0.03%	-0.03%	-0.01%	-0.04%	-0.07%	0.25%	0.17%	0.35%
汽车类	-0.33%	6.57%	9.57%	3.32%	-2.65%	-3.32%	1.13%	-1.15%	1.11%	1.04%	4.48%	2.77%

资料来源:wind,中航证券研究所

**图7 居民收入增速回升，但未恢复至疫情前 (%)**


资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021 年为两年复合增速)

**图8 居民消费倾向仍然不高**


资料来源: wind, 中航证券研究所

## 二、6月固投增速回升，房地产投资仍为拖累项

2023年6月，固投同比+3.1%，较5月+1.5PCTS，较1-5月-0.2PCTS，带动1-6月固投累计增速录得+3.8%（市场预期+3.3%）。2023年6月，制造业投资同比+6.0%（较5月+0.9PCTS），基建投资同比+12.3%（较5月+1.5PCTS），房地产投资同比-10.3%（较5月+0.2PCTS）。6月，制造业和房地产投资同比均较5月上行且不同程度上高于市场预期，房地产投资依然下跌，跌幅与5月相近，仍然是固投的拖累项。

### (1) 制造业投资增速回升

2023年6月，制造业投资增速+6.0%，较5月+0.9PCTS，带动6月固投总体增速+3.7PCTS。

从具体的行业看，已公布数据的制造业子行业上半年累计同比增速出现明显分化。上半年投资增速为正、同时增速较1-5月上行的行业有5个，分别是有色、铁路船舶航空航天、医药制造、汽车制造和食品制造业。上半年投资增速为正，但增速较1-5月下行的有6个行业，分别是通用设备制造、金属制品、专用设备制造、计算机通信和其他电子设备制造、农副食品加工、化学原料和制品制造业。

6月制造业投资同比较5月的回升体现了制造业投资的韧性，也体现了在政府多项稳增长政策以及货币政策的支持引导下，制造业企业预期的边际改善。往后看，外需方面，下半年人民币对美元的弱势或对出口有一定积极作用，同时，一带一路政策下，新兴市场对出口也将有一定支撑，总体看出口有望筑底企稳，但强势回升的概率较低。内需方面，地产链条的弱势之下，短期内或仍难有较明显改善。今年6月，PPI同比-5.4%，从主要原材料角度，50种流通中的重要生产原料中，价格环比为正的仅有14种，反映出需求不足的问题持续制约工业企业的景气度。产能利用率角度，Q2工业和制造业产能利用率分别为74.5%和74.8%，均较Q1略微回升，但总体上仍较疫情前差距较大，且均处于2021年6月以来的下行趋势中，意味着制造业投资出现较大幅度回升的概率或仍然不大。预计后续制造业投资整体上仍具一定韧性，全年增速在5.5%到6.0%

之间。

## (2) 房地产投资依然疲软，难言改善

2023年6月，房地产投资增速-10.3%，较5月+0.2PCTS，基本与5月持平，带动6月固投增速-2.8PCTS。2023年6月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-10.4%、-12.9%和-14.5%，分别较5月+0.9PCTS、-18.9PCTS和+6.6PCTS，占比最大的住宅投资额降幅连续2个月扩大后，6月出现降幅缩窄，但缩窄幅度较有限。

房屋销售方面，2023年6月商品房销售额和销售面积同比分别为-19.2%和-18.2%，销售额同比由正转负，较5月-26.1PCTS，销售面积同比降幅加深，较5月-15.2PCTS。房地产施工方面，2023年6月房屋施工面积同比-26.8%（较5月+14.4PCTS），其中新开工面积同比-30.3%（较5月-2.9PCTS）、竣工面积同比+16.3%（较5月-8.1PCTS）。房地产开发资金方面，2023年6月房企开发到位资金同比-21.9%（较5月-12.8PCTS），其中国内贷款同比-13.9%（较5月+0.7PCTS）、自筹资金同比-30.3%（较5月+0.7PCTS）、定金及预收款同比-19.5%（较5月-23.9PCTS）、个人按揭贷款同比-12.5%（较5月-34.5%）。

2023年6月房地产相关数据呈现四个主要特征：**1，房地产开发投资虽然降幅小幅缩窄，但仍然达到10%以上，显示房企投资意愿和能力依然不高。****2，房企开发资金同比降幅较5月明显加大。**今年6月，房企开发到位资金中，来自居民的定金及预收款、个人按揭贷款同比涨幅分别较5月由正转负和降幅加深，房企国内贷款和房企自筹资金降幅较5月略微缩窄，但降幅仍然分别达到13%和30%以上，显示房企融资仍需政策进一步加强支持。**3，房屋施工面积同比降幅依然较大，保交房依然是主要特点。**在保交房的压力下，6月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。**4，居民购房意愿依然不高。**今年6月，商品房销售额和销售面积环比分别排在近10年同月由高到低的第10位和第7位，销售额和销售面积同比分别较5月由正转负和降幅加深，显示房屋销售在6月出现了明显走弱，居民购房意愿依然不高。

6月房地产相关数据难言改善。6月，房地产开发投资同比降幅依然较高、房企开发资金继续萎缩，同时，6月商品房销售也不太理想。我们统计的数据显示，7月上半月一线、二线和三四线商品房销售面积同比仍然为负。总体来看，站在当前时点，房地产投资未来走势不确定性仍然较大。

7月10日，中国人民银行、金融监管总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，明确“金融16条”中的政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日。政策支持期限的延长，有助于房地产行业进一步企稳。总体上我们预计，下半年随着房地产销售端的改善向投资端的传导，房企预期有望随之回升，进而带动下半年房地产投资回升，2023年全年房地产开发投资增速有望录得-3%左右，较我们此前所预期的全年增速为0的有所下滑。

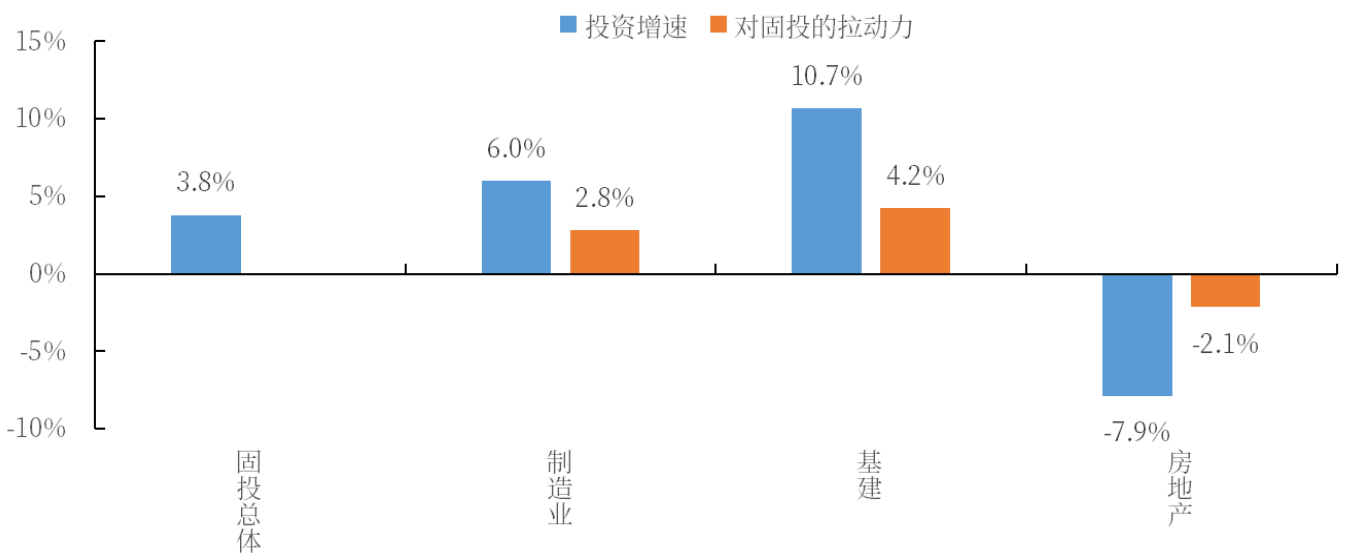
## (3) 基建投资增速上行，依然是固投的“稳定器”

2023年6月，基建投资同比+12.3%，较5月+1.5PCTS，增速上行，排在近60个

月月度同比增速的第 5 位（2021 年为两年复合增速）。分三大基建类别看，电力热力燃气及水的生产和供应投资维持高速，上半年同比录得+27.0%，较前 5 月略微下滑 0.6PCTS，显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政上半年投资同比录得+11.0%，较前 5 月+4.1PCTS，增速上行幅度较大，水利环境和公共设施管理上半年投资同比录得+3.0%，较前 5 月-1.7PCTS。

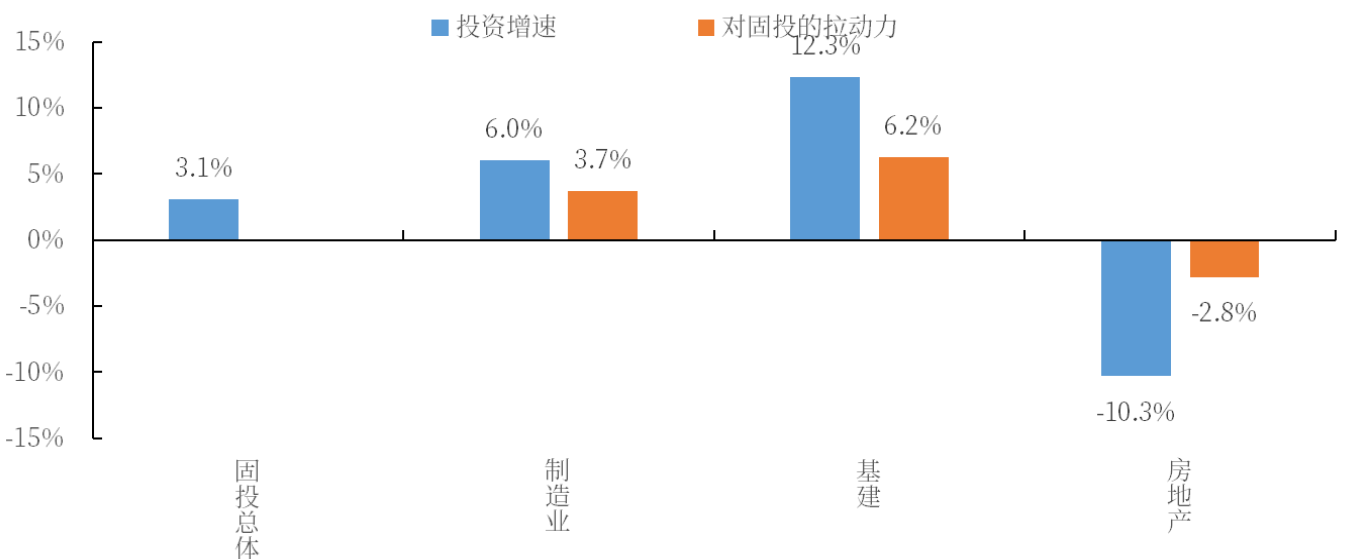
往后看，在充足资金的支撑下，下半年基建预计仍将维持强势。去年专项债发行节奏较今年明显靠前，今年 1-6 月新增专项债发行占全年预算安排新增专项债限额的 57.15%，而去年同期的发行进度为 81.75%，下半年新增专项债尚余 1.6 万亿元的限额。

图9 2023 年上半年固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

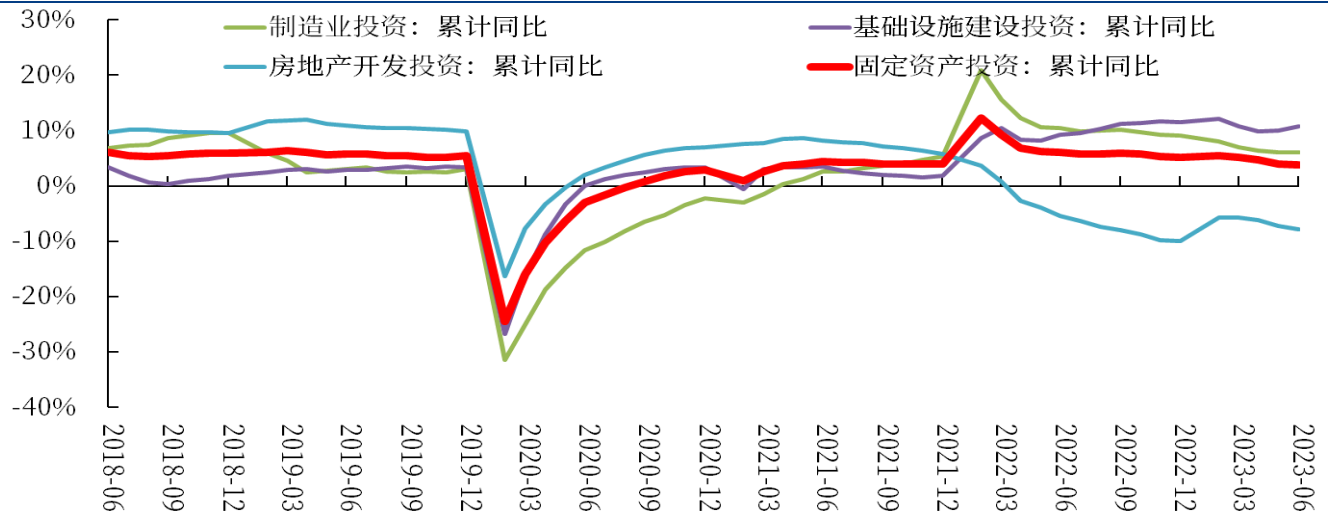
图10 2023 年 6 月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

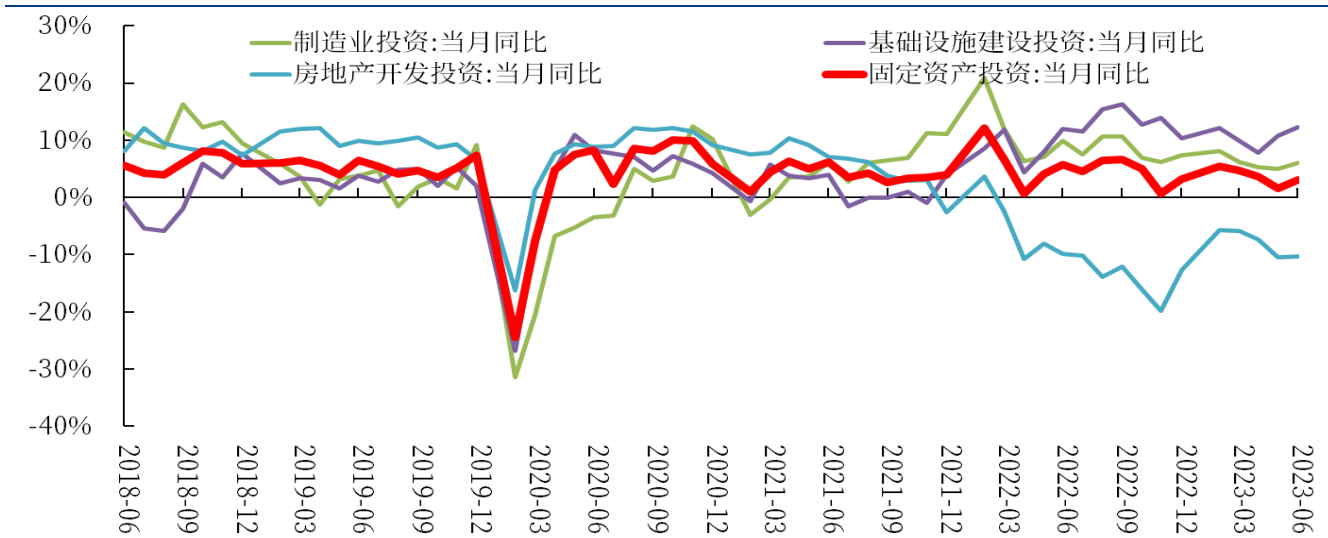


图11 固投及主要分项累计同比走势



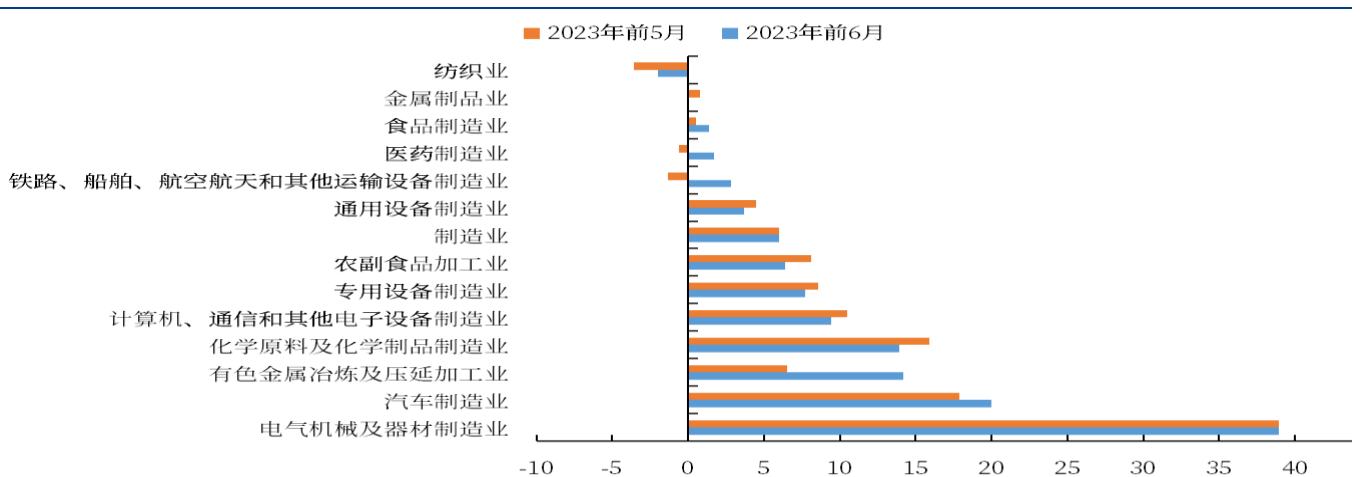
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图12 固投及主要分项当月同比走势



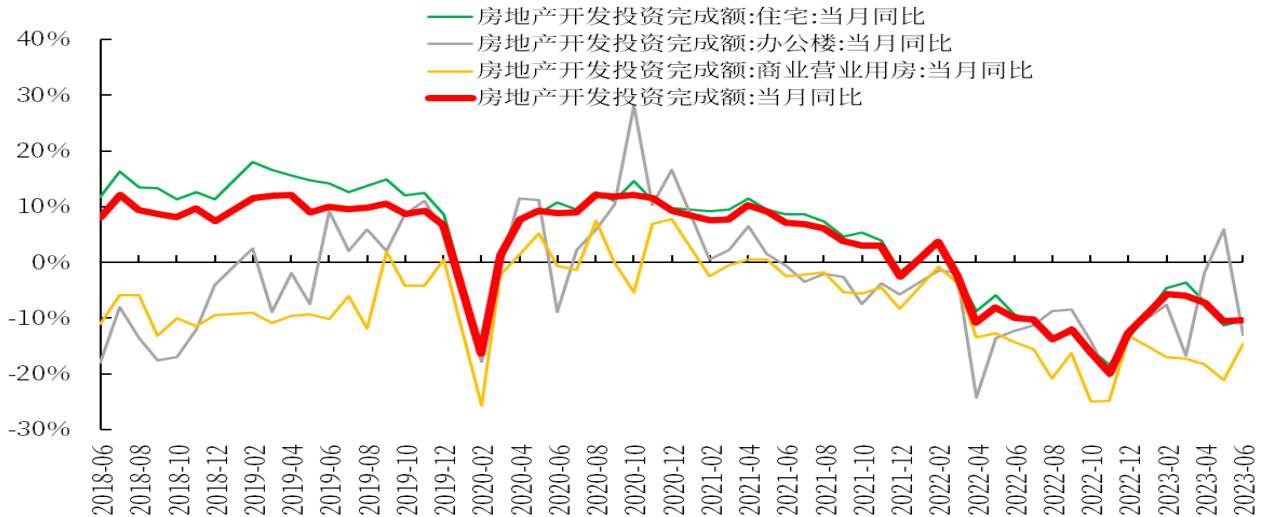
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图13 制造业分行业累计投资增速 (%)



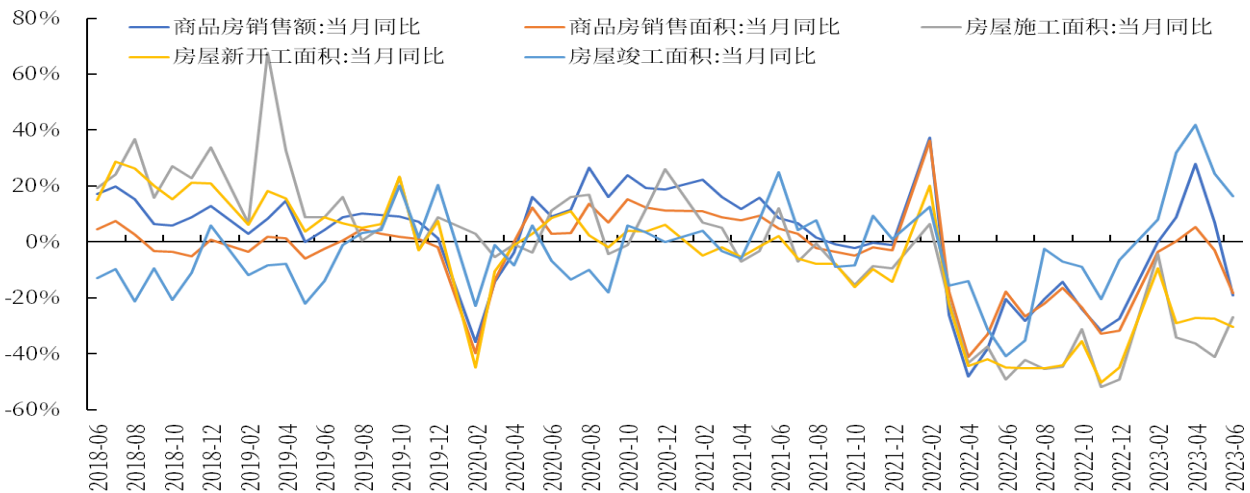
资料来源: wind, 中航证券研究所

图14 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



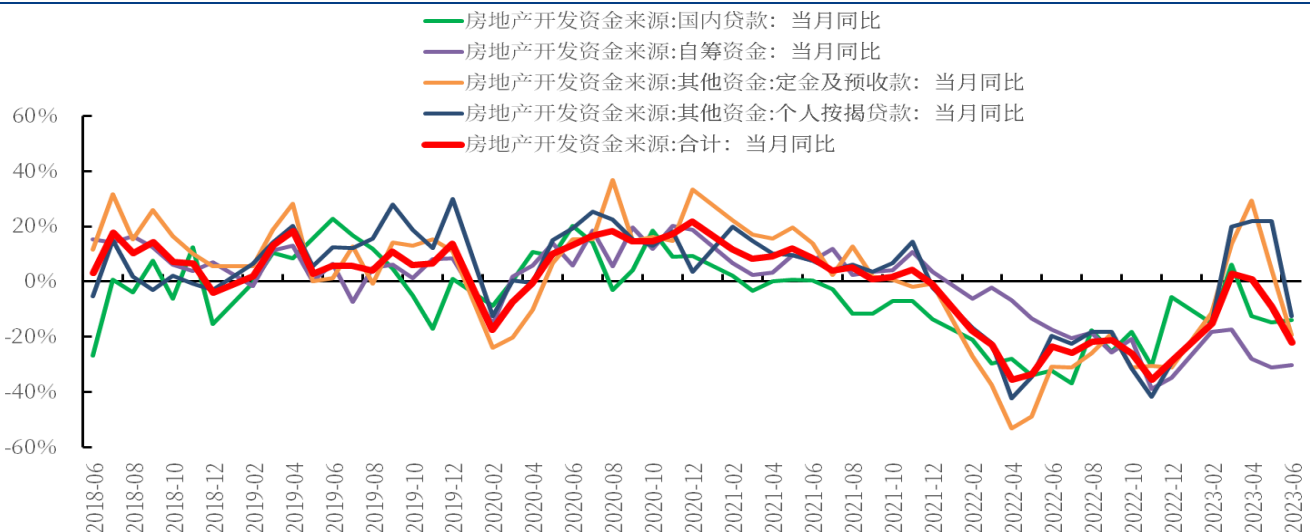
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图15 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图16 房地产开发资金到位情况走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

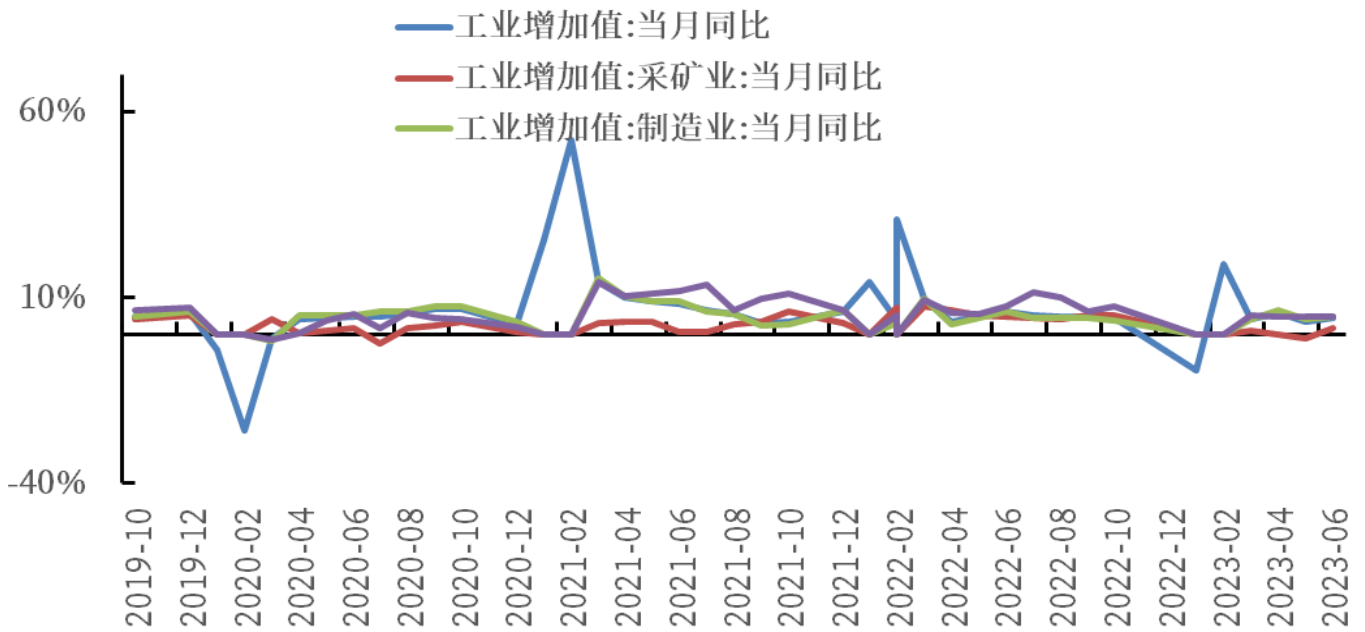
### 三、2023年6月工业生产边际回暖，企稳迹象明显

2023年6月，规模以上工业增加值同比+4.4%，高于市场预期（+2.51%），较5月份上行0.9PCTS；环比增长0.68%，环比增速较5月（0.63%）有小幅改善。2023年上半年规模以上工业增加值同比增长3.8%，较1-5月份累计同比增速上行0.2PCTS。从环比和累计同比增速来看，6月份工业生产边际回暖，企稳迹象明显。分三大门类看，采矿业增加值同+1.5%（前值-1.2%），制造业+4.8%（前值+4.1%），公用事业同比+4.9%（前值+4.8%），同比增速均较上月有所改善。

6月工业运行的整体数据表明在政府多项稳增长政策以及货币政策的支持引导下，工业生产边际改善明显，有从底部向上修复的趋势。从子行业来看，已公布当月增加值增速的17个子行业中，有13个子行业同比增速录得正值，其中汽车制造业（+8.8%）、电气机械及器材制造业（+15.4%）、有色金属冶炼及压延加工业（+9.1%）、黑色金属冶炼及压延加工业（+7.8%）、化学原料及化学制品制造业（+9.9%）、通用设备制造业（+6.1%）以及电力、热力的生产和供应业（+5.4%）录得5个百分点以上的涨幅，汽车产业链以及采矿业较去年同期有显著改善。

6月官方制造业PMI录得49.0，虽然还处于荣枯线之下，但环比较5月有所改善。外需方面，虽然高基数影响下6月出口同比增速较5月有所下行，但是出口金额环比+0.5%，国内全产业链韧性犹存使得出口规模相对稳定。往后看，下半年美元兑人民币或仍处于相对高位，对出口有一定积极作用；一带一路政策下新兴市场对出口的支撑作用上升，叠加美国通胀下行速度高于市场预期，美联储加息预期降温，美国经济软着陆的概率上行，外需进一步下行的概率不大，整体来看出口有望筑底企稳。内需恢复偏慢的核心仍然在于地产链条的弱势。地产链条恢复偏慢，带动大宗商品价格下跌。2023年6月，PPI同比-5.4%，从主要原材料角度，50种流通中的重要生产原料中，价格环比为正的仅有14种。需求不足的问题继续制约工业企业的景气度，进而对工业企业出厂价格环比继续产生压制作用，整体物价延续下行，进一步印证需求疲软。因此，我国经济运动的重要矛盾仍然是内需不足，居民和企业预期的疲软仍是制约经济进一步企稳修复的关键。

图17 工业增加值分行业同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637