

2023年07月18日

## 当前经济的支撑

固定收益研究团队

## ——2023年6月经济数据点评

陈曦 (分析师)

chenxi2@kysec.cn

证书编号: S0790521100002

张鑫楠 (联系人)

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号: S0790122030068

### ● 核心观点

1. 二季度GDP同比+6.3% (前值+4.5%, 下同)。6月工增同比+4.4% (+3.5%); 社零同比+3.1% (+12.7%); 固投同比+3.1% (+1.6%), 房地产开发投资同比-10.3% (-10.5%), 制造业投资同比+6.0% (+5.1%), 基建投资同比+12.3% (+10.8%); 出口同比-12.4% (-7.5%); 城镇调查失业率5.2% (5.2%)。

2. 6月经济反映了一是**内需正在成为主要的拉动抓手**, 在外需回落对经济出现拖累的情况下, 由投资和外需对经济的拉动正在转为消费和投资的拉动, 据国家统计局, “上半年, 最终消费支出对经济增长贡献率超过70%。服务业增长对经济增长贡献率超过60%。”二是**新旧动能转换**, 地产等旧动能仍然在低位磨底, 正处在向“新发展模式”转变的阶段, 制造业中电气机械、汽车等均保持了高增长。三是**由于仍处于恢复阶段, 当前内生动能偏弱。但政府同样在发力逆周期调节, 比如基建投资的两位数增长, 政策如降息、再贷款、企业座谈会**对经济、预期的改善。

3. 工增的恢复相对来说是更好的, 一是在基数回升的基础上涨幅扩大, 二是生产端恢复是高于市场预期的。大类来看, 制造业、公用事业增速均不低, 只有采矿业由于较高基数导致读数偏低。产销率绝对值仍然处于低位, 或许证明生产向需求的传导仍然存在时滞。行业中, 装备制造业的增加值的表现依旧较为突出, 反映在电气器械、汽车等行业的增加值上。

4. 社零增速的大幅下降和同期基数的回升有直接关系, 但实际上, 6月社零的两年同比是+3.1%, 要高于5月的+2.5%。其次, 随着疫情影响的消退和同期的基数问题, 餐饮恢复是好于商品恢复的。**服务业生产指数的恢复逻辑和餐饮较为相似, 接触性的服务活动逐步恢复至常态**。从高频来看, 地铁客流量、电影票房都恢复到近五年同期高位。从具体的商品类别来看, 可选消费中的服饰、化妆品、珠宝、娱乐用品等受“618”活动增速较快, 建筑材料仍然是持续的负增长。

5. 由于地产数据口径的调整, 地产累计值的同比和累计同比在近期的数据中出现分化, **因此我们先倒推出可比口径再计算当月同比**。从可比口径的地产单月同比可以看出地产投资仍在磨底, 商品房销售面积随着基数上升降幅再次出现了扩大趋势, 资金端同样是降幅扩大, 高频数据中的商品房销售面积仍然处于季节性低位。从国家统计局发言人讲话来看, “房地产市场供给正经历阶段性调整。随着调整逐步到位, 市场供给也会逐步趋于稳定”。同样, 从央行发布会来看, “房住不炒”、“保交楼、保民生”仍是主基调, 印证了6月数据中新开工和施工的大幅下行, 但是竣工端继续正增长。但央行也提到了“供求关系变化, 过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间”。因此, 投资增速、因城施策和边际优化、商品房销售高频数据都是观察地产企稳时点的关键数据。

6. 基建保持了两位数的高增速, 尤其是在同期基数上涨的情况下。央行在近期连续提到逆周期调节, **基建是政策逆周期发力的主要抓手**。基建的高增长证明政策在发力支撑经济。

7. 制造业单月投资增速有所上涨, 制造业各行业中, 投资增速超过整体增速的行业多为装备制造业和新兴产业, 包括电气机械、汽车、有色加工、电子设备等, 在产业升级的大背景下, 科技创新、绿色发展等相关行业的动能正在形成。同样, 从工增结构中, 从量的角度观察, 增速居前的仍包括电气机械、有色加工、汽车等行业, 政策对产业升级、高端制造业的支撑力度有望持续。

8. 居民部门的失业率与5月持平, 里面有两点需要关注, 一是由于毕业临近, 供给出现增加青年失业率保持高位。二是外出务工人数在上升。居民的储蓄意愿持平, 仍然较高, 消费和投资意愿呈现“此消彼长”的状态, 居民部门的预期仍有上升空间。

9. 经济数据反映的是过去的情况, 4-5月的经济对二季度GDP存在一定拖累, 但央行表述“4、5月份有所回调, 6月份再次回升。”或许可以证明全年经济较弱的阶段已经过去。随着经济从低位回升, 可能会对权益和转债起到积极作用, 将对债市形成压制。

● **风险提示:** 政策变化超预期; 经济修复不及预期; 海外风险超预期。

### 相关研究报告

《晶澳转债投资价值分析: 积极推进一体化的光伏行业龙头—固收专题》

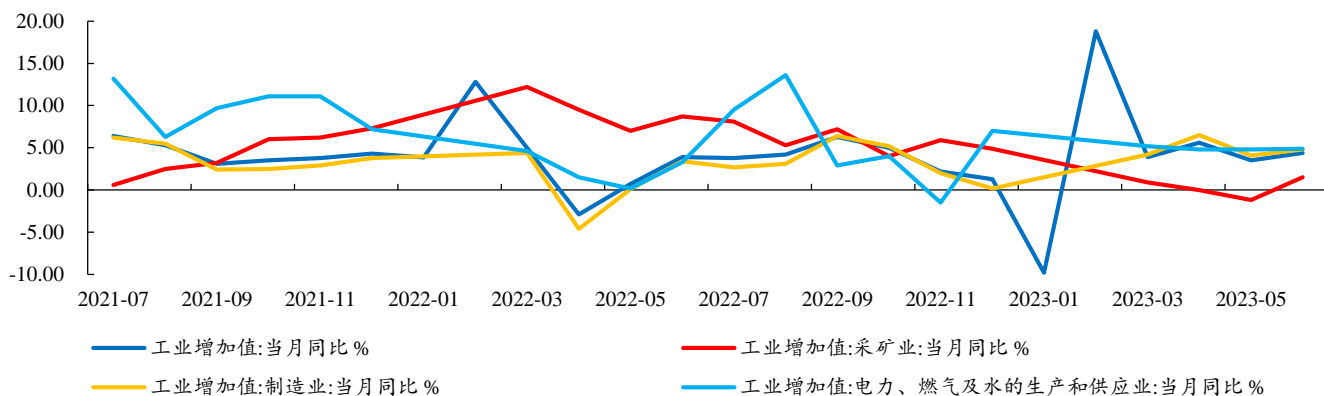
-2023.7.18

《金宏转债投资价值分析: 国内领先的综合气体供应商—固收专题》

-2023.7.16

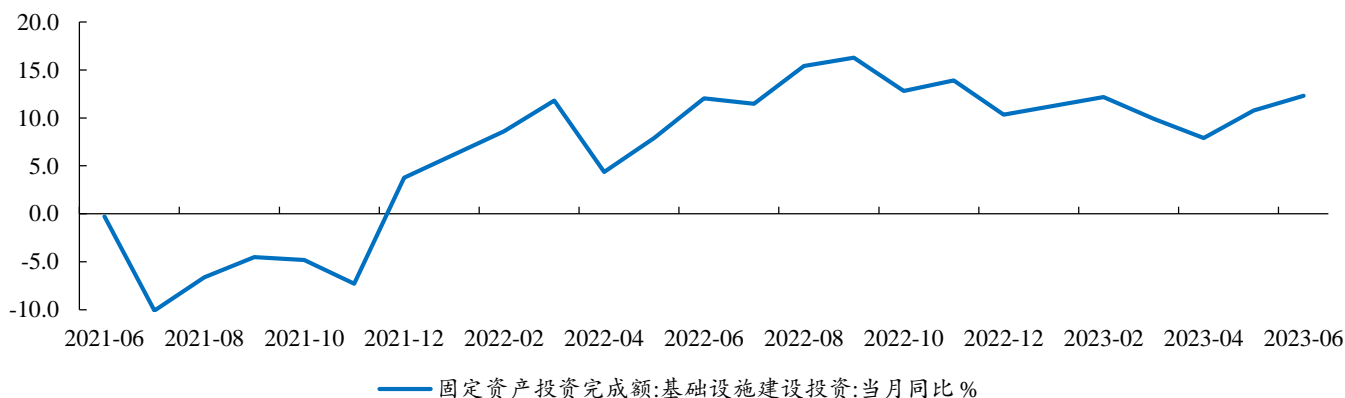
《部分农产品价格下降—高频数据周报》-2023.7.16

附图 1：生产端持续恢复



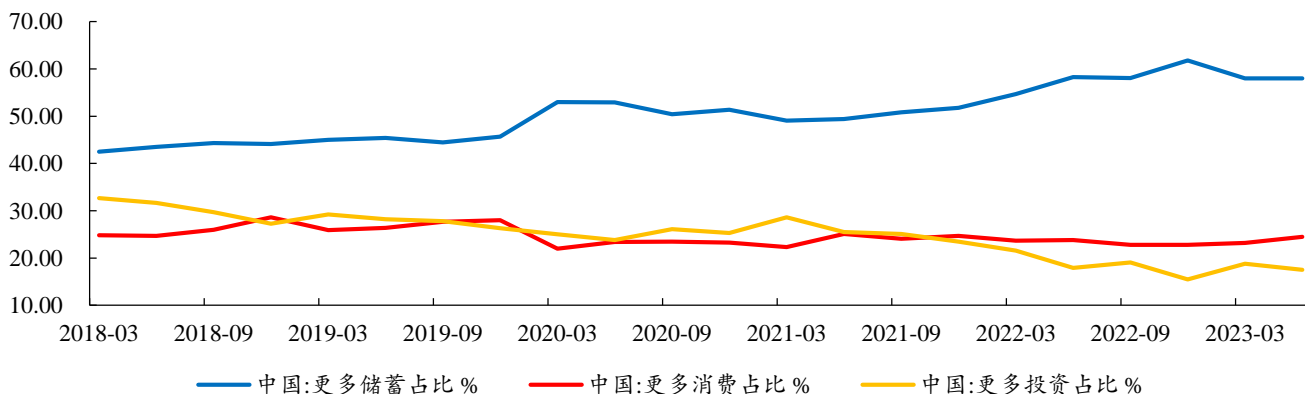
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：基建投资保持两位数增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：居民储蓄意愿仍保持较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn