

经济结构压力仍存，关注政策推进

——6月经济数据点评

2023年07月19日

- **事件：**2023 Q2，GDP 不变价同比 6.3%，环比 0.8%，上半年累计同比 5.5%。工业增加值当月同比上行 0.9 个 pct 至 4.4%，固投累计同比由 4%回落为 3.8%，其中制造业、基建、房地产投资分别由 6%、10.07%、-7%变动为 6%、10.71%、-7.9%，社零当月同比由 12.7%回落为 3.1%。
- **GDP 二季度同比增长 6.3%，第二、三产业同比抬升。**二季度 GDP 同比上行，国内经济内需不足问题逐步显现，生产在内需偏弱背景下受到一定约束，企业仍处于去库存周期，出口进入回落通道，给制造业带来一定拖累。房地产投资的拖累作用持续，也给二、三产业增速带来一定干扰。
- **工业生产稳步恢复，服务业形成支撑。**采矿业同比增速上行，但原煤、天然气等能源产量增速放缓。制造业增速上涨，上游原材料的有色、黑色冶炼、非金属矿、化工等加工业大多反弹，下游制造业表现分化，汽车制造在高基数作用下增速回落。中游设备制造业韧性持续。服务业生产指数在基数走高的影响下，增速逐步回落，但服务业生产带来的支撑作用仍强。
- **投资整体小幅回落，地产投资为主要拖累，新开工、施工面积持续下滑，销售走弱。**地产销售增速继续回落，销售“价”的跌幅相对“量”更大，商品房库存有所累积，LPR 利率下调短期效果尚未显现。房企资金来源持续收紧，开工、施工、拿地持续放缓，仅竣工在“保交房”政策下保持高位。“金融 16 条”政策延期，政策再提用好“第二只箭”，对房企政策仍在放松。
- **基建投资“压舱石”作用持续，制造业投资增速持平。**政策助力稳增长，基建的支撑作用在三季度仍将延续。分项来看，交通运输、仓储和邮政业增速上行，电力投资建设的拉动作用逐步放缓。民间固定资产投资增速继续下探，民企、中小型企业依然承压。高技术产业增速放缓，依然领跑制造业整体。
- **消费在基数作用下增速回落，可选消费整体下行。**餐饮收入在基数走高下增速高位回落，居民汽车消费、石油及其制品类、化妆品、金银珠宝类可选消费增速放缓。食品饮料类必选消费增速上行。地产下游的家电、建材类增速上行，地产竣工带来一定拉动。居民可支配收入累积同比由一季度的 5.1%上行为 6.5%，上行速度快于 GDP 增速，居民持续依然处于高位，居民消费意愿尚未修复，防御性储蓄仍强。年轻劳动力失业率继续上行，就业的结构性问题持续，服务业修复放缓，带来的岗位增量有限，年轻人口就业短期或持续承压。
- **风险因素：**海外经济衰退幅度超预期，居民消费、购房意愿持续低迷，政策推进和落地不及预期。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

非食品项拖累通胀，能源类持续下行
制造业产销回暖，库存持续去化
磨砺以须，待时而动

正文目录

事件.....	3
1 经济增速高于一季度，第二、三产业持续修复.....	3
2 工业生产稳步恢复，服务业形成支撑.....	3
3 投资：基建支撑作用延续，房地产投资仍处低位.....	5
3.1 房地产投资持续回落，新开工、施工延续负增.....	6
3.2 基建“压舱石”作用持续，电力投资拉动减弱.....	7
3.3 制造业投资持平，高技术业仍处高位.....	7
4 消费明显回落，餐饮收入增速高位回落.....	8
5 失业率持平，结构问题仍存.....	9
6 风险提示.....	10
图表 1: GDP 同比增速上行 (%).....	3
图表 2: 二季度工业产能利用率回升 (%).....	3
图表 3: 采矿业上行速度最快 (%).....	4
图表 4: 用电量当月同比增速放缓 (%).....	4
图表 5: 工业企业出口交货值增速回落(亿元, %).....	4
图表 6: 大多行业工业产能利用率边际提升 (%).....	4
图表 7: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%).....	5
图表 8: 服务业生产指数逐步回落 (%).....	5
图表 9: 服务业活动预期指数小幅好转 (%).....	5
图表 10: 房屋新开工、施工面积同比持续下行 (%).....	6
图表 11: 商品房销售回落，库存有所累积 (%).....	6
图表 12: 房企资金来源持续回落 (%).....	6
图表 13: 土地购置面积相对疲弱 (%).....	6
图表 14: 基建投资增速分化 (%).....	7
图表 15: 交运、仓储和邮政业增速上行(%).....	7
图表 16: 制造业投资增速持平 (%).....	8
图表 17: 企业经营状况指数继续下行 (%).....	8
图表 18: 居民可支配收入持续修复 (%).....	8
图表 19: 限额以上企业消费增速走势 (%).....	8
图表 20: 消费分项同比增速表现 (%).....	9
图表 21: 年轻劳动力就业依然承压 (%).....	9
图表 22: 企业招工意愿边际回落 (%).....	9

事件

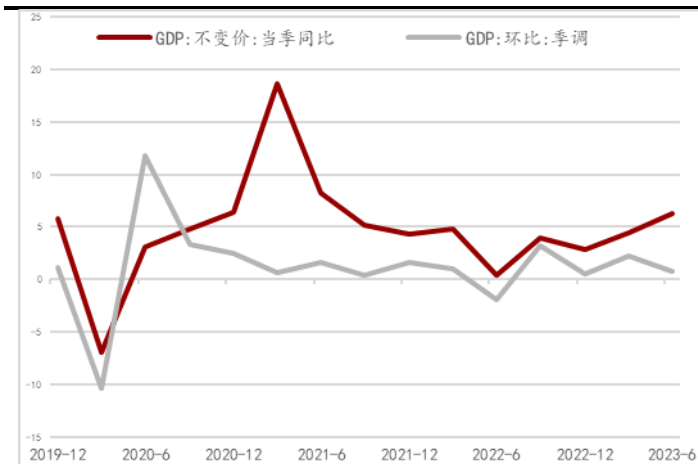
2023年6月，工业增加值当月同比增速上行0.9个百分点至4.4%，环比上涨0.68%，前值为0.63%。1-6月，固定资产投资累计同比增速3.8%，前值4%，其中，房地产开发投资累计同比增速回落0.7个百分点至-7.9%，基建投资累计同比增速上行0.64个百分点至10.71%，制造业投资增速累计同比持平于6%。社会消费品零售总额同比增速由上月的12.7%回落为3.1%。2023年二季度当季GDP不变价同比增速6.3%，一季度为4.5%，环比增速0.8%。

1 经济增速高于一季度，第二、三产业持续修复

GDP增速高于一季度，工业产能利用率季节性回升，第二、第三产业同比增速抬升。2023年第二季度，GDP按不变价格计算同比增长6.3%，低基数带来一定支撑，市场预期为6.8%，一季度同比增速为4.5%，上半年累计同比5.5%，二季度较一季度环比增长0.8%。分产业看，第一产业累计同比增速持平于一季度的3.7%；第二产业同比增速由3.3%上行为4.3%；第三产业同比5.4%上行为6.4%。工业产能利用率季节性回升，由一季度的74.3%小幅上行为74.5%。

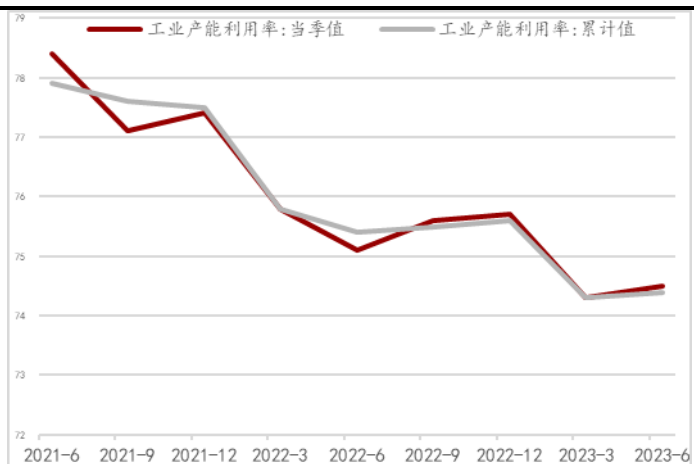
稳增长下，基建支撑经济作用延续，房地产依然为主要拖累项。二季度我国经济内需不足的问题逐步显现，生产在内需偏弱的背景下受到一定约束，企业依然处于去库存周期。出口进入回落通道，给制造业带来一定拖累，但仍表现出了一定韧性。房地产投资的拖累作用持续，基建逆周期调节作用加强。

图表1: GDP同比增速上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 二季度工业产能利用率回升(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

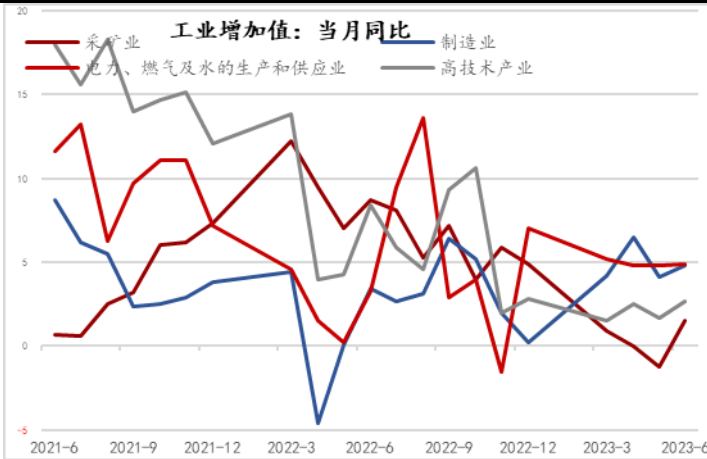
2 工业生产稳步恢复，服务业形成支撑

工业生产稳步恢复，用电量边际放缓。2023年6月，工业增加值当月同比增速4.4%，较5月的3.5%有所上行，上半年累计同比增速为3.8%，环比增速较5月的0.63%小幅提升为0.68%。全社会用电量当月同比由7.4%降至3.9%，居民生活用电量增速放缓，第一、二、三产业同比增速均有所下行。企业生产部分受到需求偏弱的掣肘，企业仍处

于去库存阶段，海外需求回落也给制造业带来一定干扰。

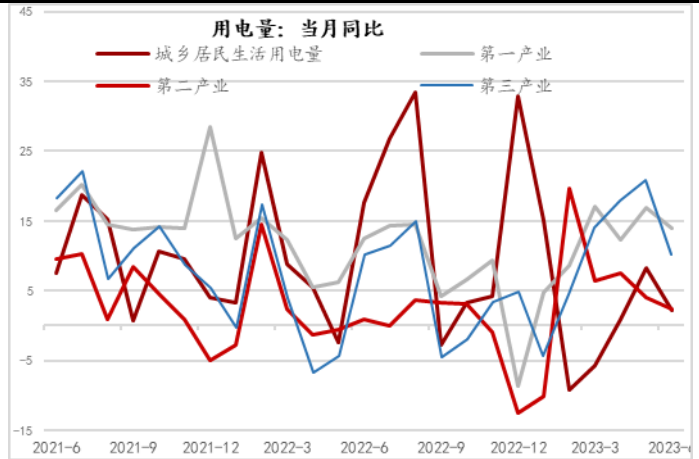
分大类看，6月，采矿业当月同比上行2.7个百分点至1.5%，原煤产量同比由5月的4.2%回落至2.48%，天然气产量同比回落1.67个百分点至5.53%。制造业同比由上月的4.1%上行至4.8%，高技术产业同比由上月的1.7%上行至2.7%。电力、燃气及水的生产和供应业同比上行0.1个百分点至4.9%。

图表3: 采矿业上行速度最快 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

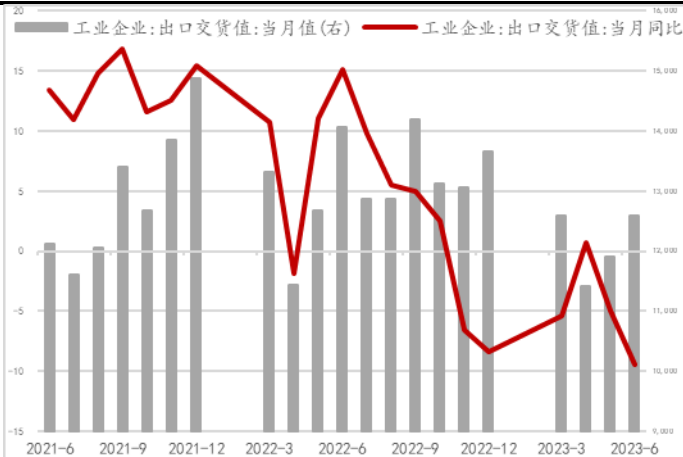
图表4: 用电量当月同比增速放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

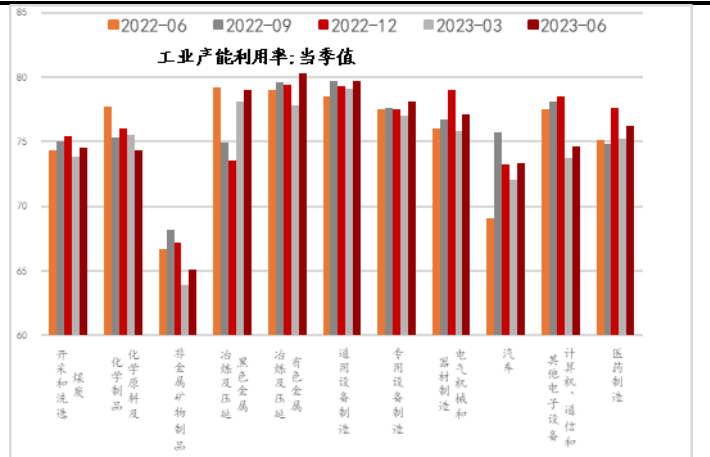
制造业增速上行，上游原料加工业大多反弹，下游表现分化，中游设备制造业也韧性持续。细分数据来看，下游制造业中，汽车制造业同比回落15个百分点至8.8%，汽车产量同比回落16.5个百分点至0.8%，医药制造业同比上行2.3个百分点至-2.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比由0%上行至1.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比回落2.9个百分点至4.7%。制造业中游中，通用设备制造业同比由6.1%回落至-0.2%，专用设备制造业同比由3.9%回落至3.4%，景气度依然不弱，电气机械及器材制造业同比持平于15.4%，纺织业同比上行1.4个百分点至-0.4%。制造业上游中，黑色金属冶炼及压延工业同比上行4.7个百分点至7.8%，有色同比上行2个百分点至9.1%，金属制品业、非金属矿物制品业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业分别由-0.1%、-2.6%、2.5%、3.9%变动为2.4%、-0.4%、3%、9.9%，均有所上行。

图表5: 工业企业出口交货值增速回落(亿元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 大多行业工业产能利用率边际提升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

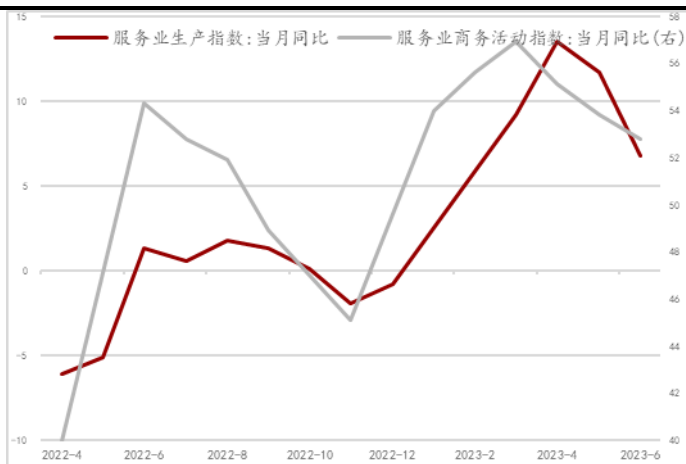
图表7: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%)

制造业具体行业	当月同比 (%)			累计同比 (%)				
	2023年6月	2023年5月	2022年6月	2023年6月	2023年5月	6-5月累计同比	2022年6月	2022年5月
上游 化学原料和化学制品制造业	9.90	3.90	5.40	7.40	6.90	0.50	4.00	3.60
上游 橡胶和塑料制品业	3.00	2.50	1.00	0.70	0.20	0.50	-1.00	-1.50
上游 非金属矿物制品业	-0.40	-2.60	-3.70	0.40	0.60	-0.20	-2.40	-2.00
上游 黑色金属冶炼及压延加工业	7.80	3.10	0.60	5.50	5.00	0.50	-2.20	-2.80
上游 有色金属冶炼及压延加工业	9.10	7.10	4.90	7.40	7.10	0.30	4.10	3.90
上游 金属制品业	2.40	-0.10	0.10	1.50	1.30	0.20	0.50	0.60
中游 通用设备制造业	-0.20	6.10	1.10	3.60	4.50	-0.90	-2.70	-3.60
中游 专用设备制造业	3.40	3.90	6.00	5.50	5.90	-0.40	4.10	3.60
中游 电气机械及器材制造业	15.40	15.40	12.90	15.70	15.70	0.00	9.70	8.80
中游 农副食品加工业	2.20	-1.30	-0.30	-0.80	-1.50	0.70	3.30	4.10
中游 纺织业	-0.40	-1.80	-3.90	-2.40	-3.00	0.60	-1.10	-0.40
下游 食品制造业	3.10	0.10	3.00	2.70	2.50	0.20	4.10	4.30
下游 医药制造业	-2.10	-4.40	-8.50	-4.90	-5.40	0.50	0.90	3.10
下游 汽车制造业	8.80	23.80	16.20	13.10	14.20	-1.10	-1.90	-5.70
下游 计算机、通信和其他电子设备制造业	1.20	0.00	11.00	0.00	-0.30	0.30	10.20	9.90
下游 船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.70	7.60	6.70	8.00	8.90	-0.90	1.60	0.30

资料来源: Wind, 万联证券研究所

服务业生产指数逐步回落, 线下消费和服务走向平缓。服务业生产指数6月累计同比由9.1%回落为8.7%, 当月同比由11.7%回落为6.8%, 服务业商务活动指数有所下调。但服务业活动预期指数小幅反弹, 由60.1%上行为60.3%。线下服务业修复逐步放缓。

图表8: 服务业生产指数逐步回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 服务业活动预期指数小幅好转 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 投资: 基建支撑作用延续, 房地产投资仍处低位

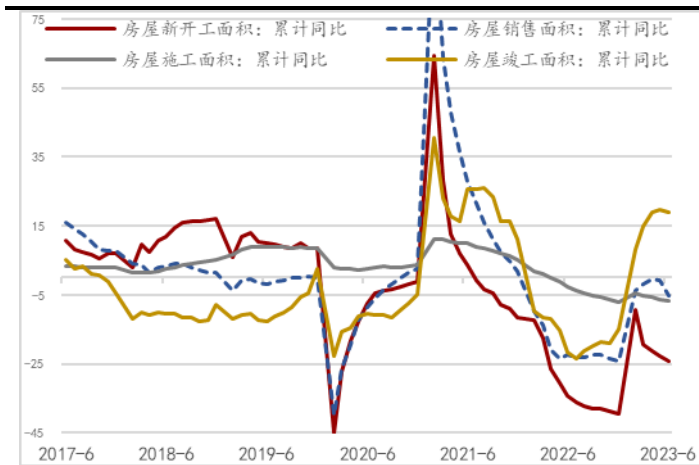
固定在资产投资环比增速上行, 同比增速回落, 基建为重要支撑。2023年上半年, 固定资产投资累计同比增速回落8%, 固投季调的环比增速为0.39%, 前值为0.27%。其中, 房地产开发投资累计同比增速回落0.7个百分点至-7.9%, 基建累计同比增速上行0.64个百分点至10.71%, 基建(不含电力)累计同比增速回落0.3个百分点至7.2%, 制造业累计同比增速持平于6%, 民间固定资产投资继续回落0.1个百分点至-0.2%。

3.1 房地产投资持续回落，新开工、施工延续负增

房地产投资延续回落，新开工、施工面积持续下探，竣工增速高位放缓。房地产投资增速由-7.2%回落至-7.9%。细分项来看，新开工面积增速持续放缓，由-22.6%回落为-24.3%，房屋施工同比增速也由-6.2%回落为-6.6%；竣工增速高位边际放缓，由19.6%回落为19%。当前“保交房”政策支持下，房地产竣工增速持续高位。

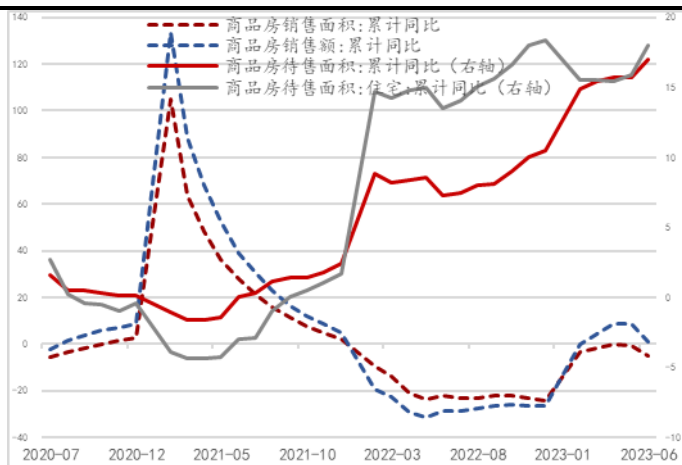
商品房销售行情持续走弱，商品房库存有所累积。商品房销售面积累计同比由-0.9%继续下探至-5.3%，商品房销售额由8.4%下跌为1.1%，房地产销售“价”的跌幅相对“量”更大，部分城市房价有所下探。2022年二季度地产销售持续低迷，在低基数作用下，地产销售表现疲弱。6月LPR利率下调10bp，短期对地产销售的提振效果有限。

图表10: 房屋新开工、施工面积同比持续下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 商品房销售回落, 库存有所累积 (%)



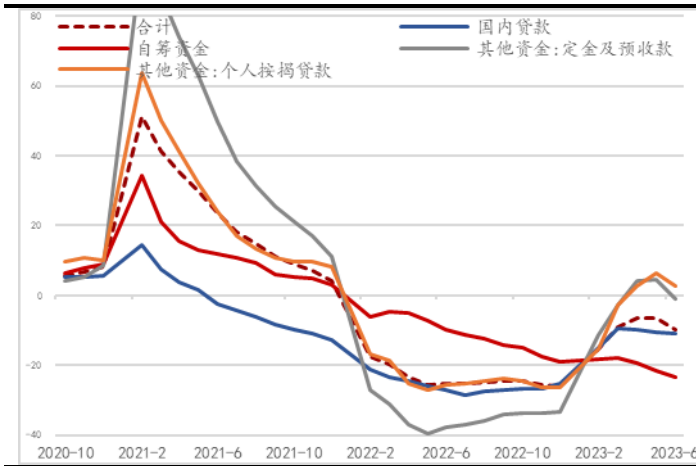
资料来源: Wind, 万联证券研究所

房企资金来源跌幅扩大，延续承压，销售下行给资金来源带来一定拖累。房地产开发资金来源增速由-6.6%回落为-9.8%，其中，定金及预收款回落速度最快，由4.4%下行为-0.9%，其次为个人按揭贷款，和居民购房放缓相互印证，房企自筹资金、国内贷款依然持续回落。7月央行和银保监会提出将“金融16条”政策延期至2024年年底，支持房地产政策平稳健康发展。6月底银行间交易商协会提出用好“第二只箭”，为房企发债提供增信支持。政策从供需两端逐步对地产政策进行放松，政策效果仍需时间来消化。

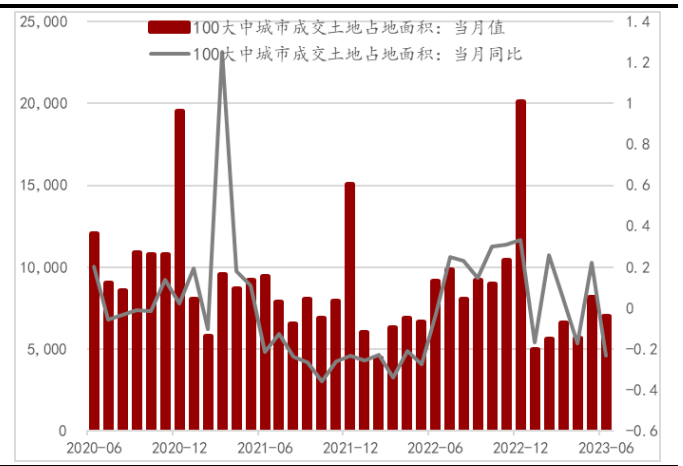
房企拿地持续谨慎。当前房企流动性依然偏紧，资金来源约束下，房企拿地在二季度依然表现较为低迷。从百城土地成交情况来看，6月增速再度回落。

图表12: 房企资金来源持续回落 (%)

图表13: 土地购置面积相对疲弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.2 基建“压舱石”作用持续，电力投资拉动减弱

基建投资“压舱石”作用持续，电力投资拉动作用持续减弱。基建累计同比增速上行0.64个百分点至10.71%，基建（不含电力）累计同比增速回落0.3个百分点至7.2%。高基数作用下，基建表现较强，电力投资建设的拉动作用逐步放缓。政策助力稳增长，基建逆周期调节作用显现。随着专项债投放在三季度再度发力，基建的支撑作用在三季度仍将延续。

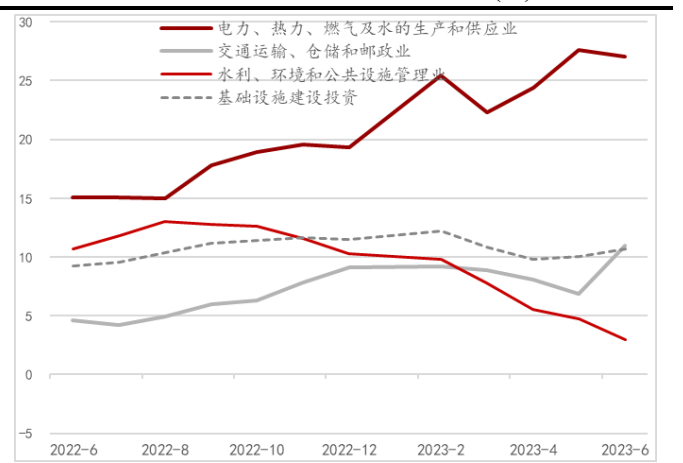
基建各分项增速表现分化。从细分项来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业保持高位，增速边际放缓，高基数作用带来一定影响。交通运输、仓储和邮政业增速上行，去年同期受疫情封控政策影响，供应链受到一定干扰，在低基数作用下该分项同比增速上行。当前基建的托举作用延续。

图表14: 基建投资增速分化 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 交运、仓储和邮政业增速上行 (%)



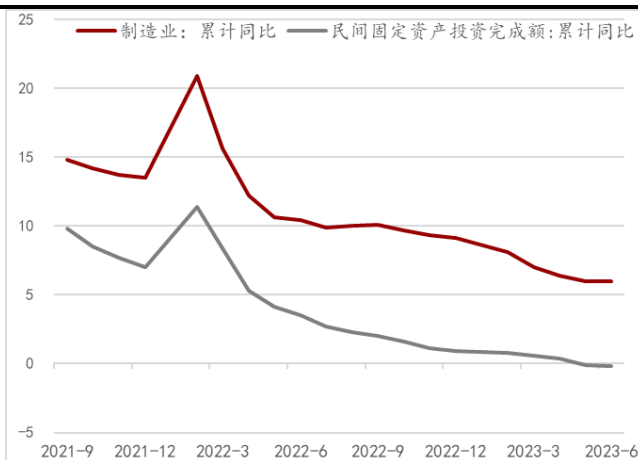
资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.3 制造业投资持平，高技术业仍处高位

制造业投资本月与上月持平，产业增速放缓，保持领跑制造业整体。制造业投资累计同比持平于上月的6%，民间固定资产投资累计增速由-0.1%回落为-0.2%，高技术产业累计增速由12.8%小幅回落为12.5%，依然领跑制造业整体。民间固定资产投资

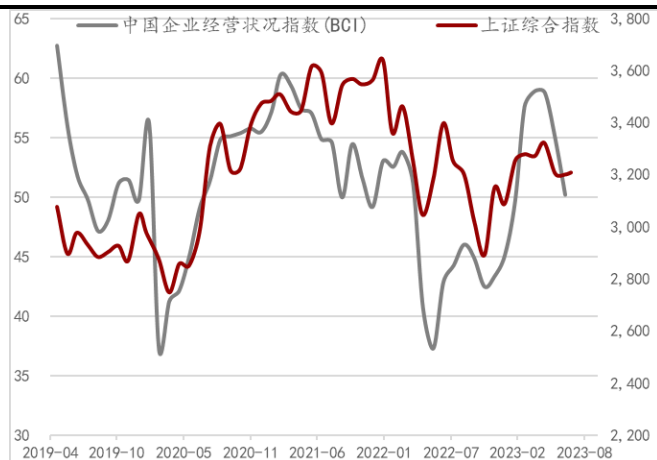
增速继续下探，民企、中小型企业依然承压。从企业经营状况指数 (BCI) 来看，也在继续下探。

图表16: 制造业投资增速持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 企业经营状况指数继续下行 (%)



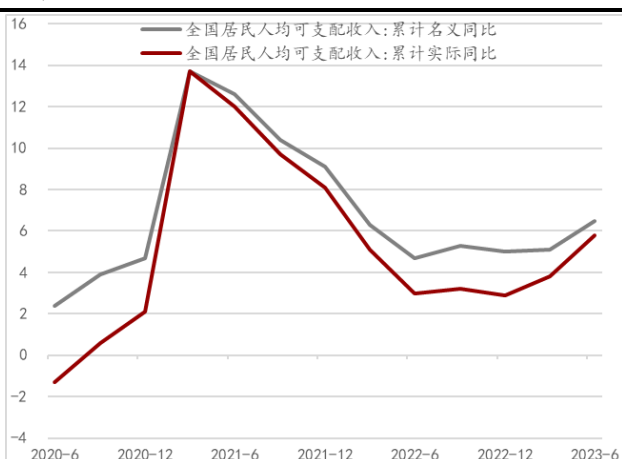
资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 消费明显回落，餐饮收入增速高位回落

消费增速显著回落，餐饮收入高位放缓，线下消费拉动边际放缓。6月，社会消费品零售总额同比增速由上月的12.7%回落为3.1%，市场预期3.5%；其中，除汽车以外的消费品零售增速由上月的11.5%回落为3.7%；限额以上企业零售同比由上月的12.5%回落为2.3%，回落幅度大于整体；餐饮收入高位回落，同比增速由35.1%回落为16.1%。

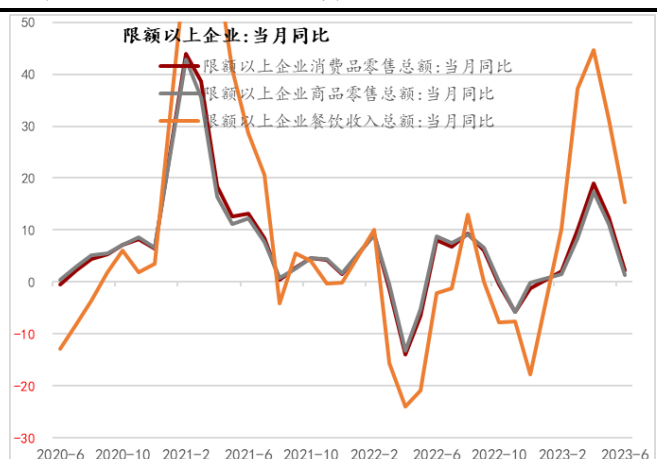
居民实际可支配收入增长，居民储蓄仍处高位。2023年二季度，居民人均名义可支配收入累计同比由一季度的5.1%上行至6.5%，实际可支配收入累计同比由3.8%上行至5.8%。居民新增存款依然处于高位，当前防御性出现依然较强，居民消费意愿相对偏低。

图表18: 居民可支配收入持续修复 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 限额以上企业消费增速走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

可选消费整体回落，高基数作用带来一定干扰，食品饮料类消费上行，地产下游部分行业好转。细分项来看，本月汽车类增速跌幅最大，主要是受到高基数作用影响，随

随着汽车行业降价带来的影响逐步消退，汽车消费整体表现平稳。国际原油价格回落影响下，石油及其制品类增速转负。餐饮的低基数作用逐步消退，同比增速高位回落。房地产下游的家电、建筑及装潢材料类增速上行，地产竣工的拉动效果有所显现，但家具类增速边际放缓。粮油、食品、饮料、烟酒类等必选消费同比增速上行，服饰、日用品类消费增速放缓。

图表20: 消费分项同比增速表现 (%)

同比增速	按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速					较上月变动	
	2023年6月	2023年5月	2022年6月	2021年6月			
粮油、食品类	5.4	-0.7	9	15.6	↑	6.1	必选消费
饮料类	3.6	-0.7	1.9	29.1	↑	4.3	必选消费
烟酒类	9.6	8.6	5.1	18.2	↑	1	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	6.9	17.6	1.2	12.8	↓	-10.7	必选消费
日用品类	-2.2	9.4	4.3	14	↓	-11.6	必选消费
中西药品类	6.6	7.1	11.9	8.5	↓	-0.5	必选消费
餐饮	16.1	35.1	-4	20.2	↓	-19	可选消费
化妆品类	4.8	11.7	8.1	13.5	↓	-6.9	可选消费
金银珠宝类	7.8	24.4	8.1	26	↓	-16.6	可选消费
文化办公用品类	-9.9	-1.2	8.9	25.9	↓	-8.7	可选消费
通讯器材类	6.6	27.4	6.6	15.9	↓	-20.8	可选消费
石油及制品类	-2.2	4.1	14.7	21.9	↓	-6.3	可选消费
汽车类	-1.1	24.2	13.9	4.5	↓	-25.3	可选消费
家用电器和音像器材类	4.5	0.1	3.2	8.9	↑	4.4	可选消费(地产)
家具类	1.2	5	-6.6	13.4	↓	-3.8	可选消费(地产)
建筑及装潢材料类	-6.8	-14.6	-4.9	19.1	↑	7.8	可选消费(地产)
社会消费品零售总额	3.1	12.7	3.1	12.1	↓	-9.6	整体
限额以上企业消费品零售总额	2.3	12.5	8.1	13.2	↓	-10.2	整体
除汽车以外社零	3.7	11.5	1.8	13.1	↓	-7.8	整体

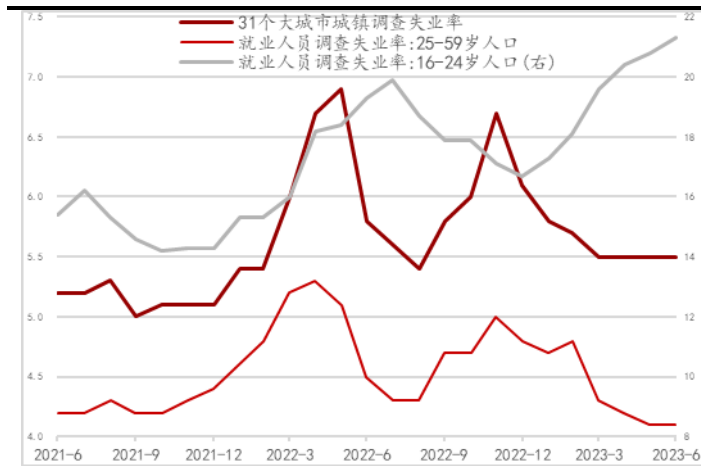
资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 失业率持平，结构问题仍存

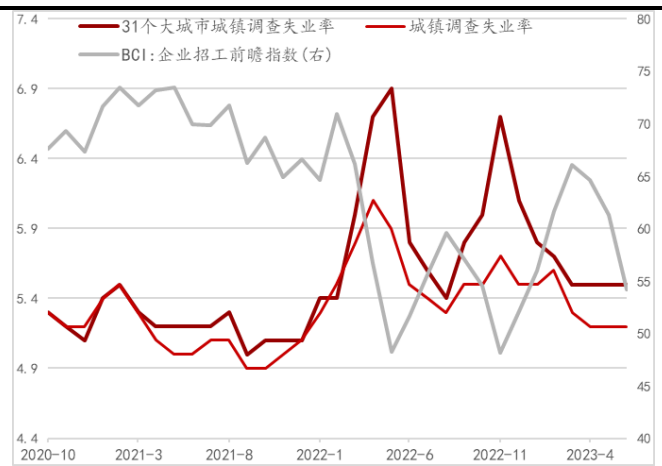
失业率延续持平，年轻劳动力就业依然承压。城镇失业率连续3个月持平于5.2%，31个大城市城镇失业率连续4个月持平于5.5%。从年龄结构来看，25-59岁失业率持平于4.1%，16-24岁年轻和相对廉价的劳动力失业率延续上行，由上月的20.8%上行至21.3%，应届生毕业季到来，年轻劳动力就业压力尚未得到有效解决。企业招工前瞻指数持续回落。服务业复苏动能放缓，年轻人口就业或仍在高位一段时间。

图表21: 年轻劳动力就业依然承压 (%)

图表22: 企业招工意愿边际回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所



资料来源: Wind, 万联证券研究所

6 风险提示

海外经济衰退幅度超预期,居民消费、购房意愿持续低迷,政策推进和落地不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场