

宏观

证券研究报告

二季度经济数据中的亮点

2023年07月20日

二季度经济数据偏弱很大程度受地产快速回落的影响，其中房地产开发投资、传统基建投资、民间投资、地产链相关工业产出、地产后周期消费等等表现偏弱。然后在地产之外，也存在经济复苏的亮点。

我们在《中国经济不是二次探底》中指出，二季度是N形复苏的底部，下半年居民收入改善、透支效应消除、政策适度发力，都是经济进入N形复苏第三阶段的驱动因素。即使不考虑出口的韧性，三类消费（汽车、出行、高端）、电力新基建、制造业投资，也是经济结构中的亮点。

风险提示：经济复苏低于预期、地产对经济拖累超预期、消费复苏不及预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

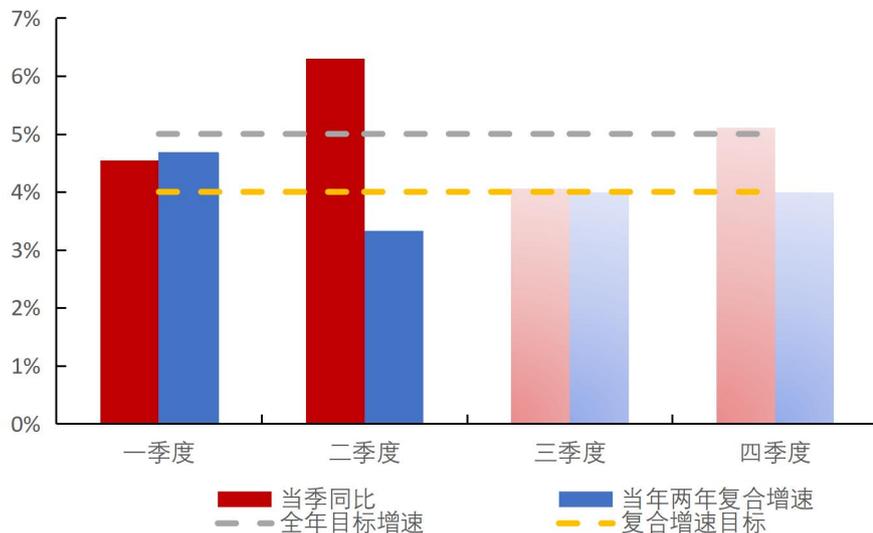
孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年7月第3周》
2023-07-17
- 2 《宏观报告：宏观-信用周期是否见底？》
2023-07-12
- 3 《宏观报告：宏观报告-从616国常会至今都有哪些政策出台？》
2023-07-10

2 季度 GDP 同比增速 6.3%，两年复合同比增速 3.3%，和我们在《实现全年 5%仍需努力》（2023.6.20）中的预测接近。在上半同比增长 5.5%后，要实现全年 5%的增速目标，下半年 GDP 同比增速需达到 4.6%，两年复合增速需达到 4%。

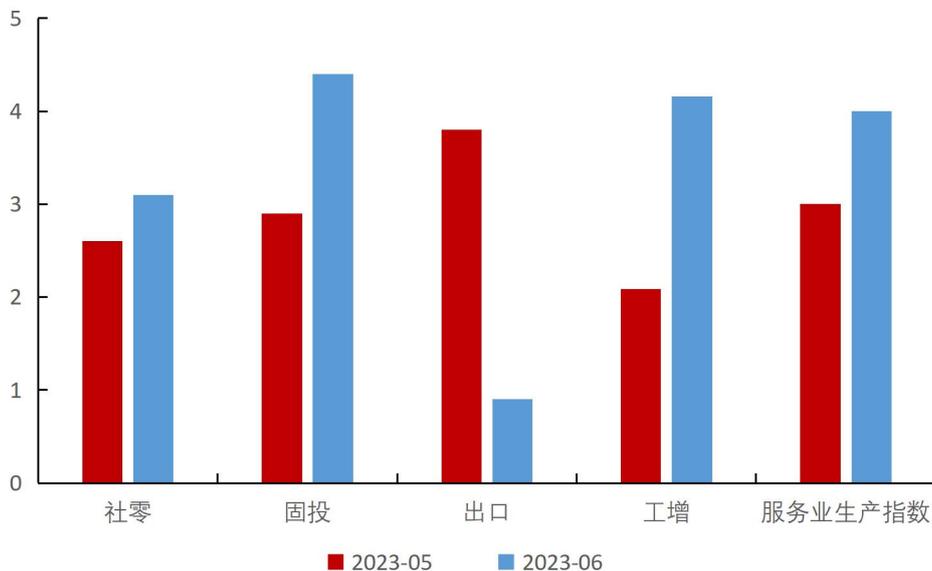
图 1：实现 5%所需要的下半年增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（三、四季度经济增速按照下半年 4%的两年复合增速估算）

单从 6 月经济数据看，经济正在走出疫后 N 形复苏的短期底部，其中社零、固投、工增和服务业生产指数的两年复合同比增速有所回升，下半年出口和居民消费或是推动经济 N 形复苏的主要因素。

图 2：6 月各经济指标两年复合同比增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：固定资产投资因口径变更，使用累计同比倒算得到 2022 年和 2021 年累计值，进而计算两年复合同比增速，工增使用工业增加值定基指数计算两年复合同比增速，服务业生产指数使用 2020 年为基期，按照同比增速计算定基指数，进而计算两年复合同比增速）

二季度经济数据偏弱很大程度受地产快速回落的影响，其中房地产开发投资、传统基建投资、民间投资、地产链相关工业产出、地产后周期消费等等表现偏弱。然后在地产之外，也存在经济复苏的亮点。

亮点一：三类消费持续改善

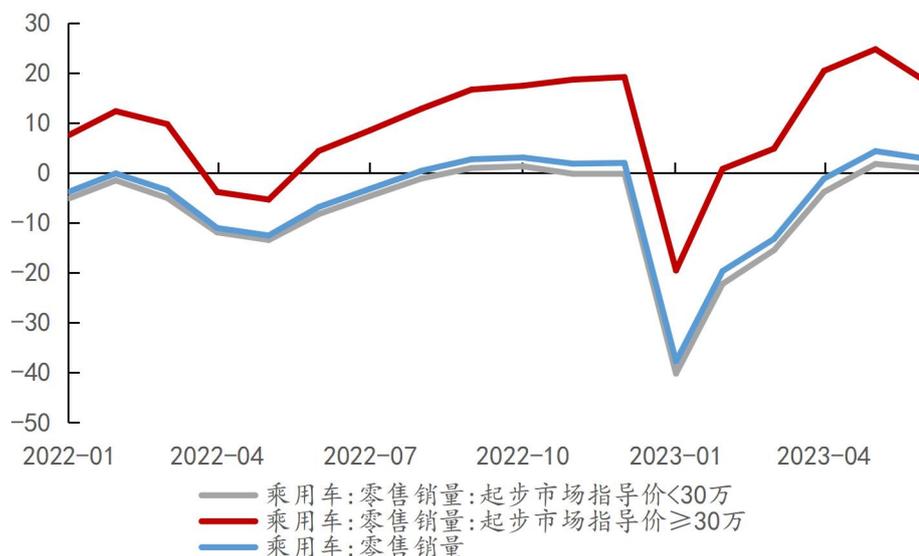
6月社零两年复合同比增速结束了自3月以来的下行趋势，相比5月上行0.5个百分点至3.1%。其中三类消费持续改善，支撑了社零增速回升。

一是去地产化的汽车消费。国内汽车消费特别是新能源车销售继续维持高增，乘联会口径下狭义乘用车零售销量两年复合同比增速9.3%，前值为3.4%。其中，新能源车两年复合同比增速更是达到了70.2%¹。

二是持续修复的出行类消费。年初以来居民出行持续修复，近几个月国内旅客周转量已经超过了2020-2022年同期水平。同时高频数据显示，随着暑期到来，6、7月国内航班执行架次明显上行也已经接近2021年同期水平。体现在社零数据中是餐饮、化妆品等与出行相关性高的商品6月两年复合增速维持5.6%和9%的较高增速。

三是维持高增的高端消费。消费场景放开后，持有更多超额储蓄的高收入人群的消费预期改善带动高端消费高增（详见《超额储蓄能否转化成超额消费？》，2022.12.31）。如汽车消费中30万以上的豪华车销量同比增速明显高于一般车型，五星级饭店的平均出租率一般会高于星级饭店的平均出租率。

图3：30万以上车型销量同比增速好于30万以下车型（单位：% ，当月同比）



资料来源：wind，天风证券研究

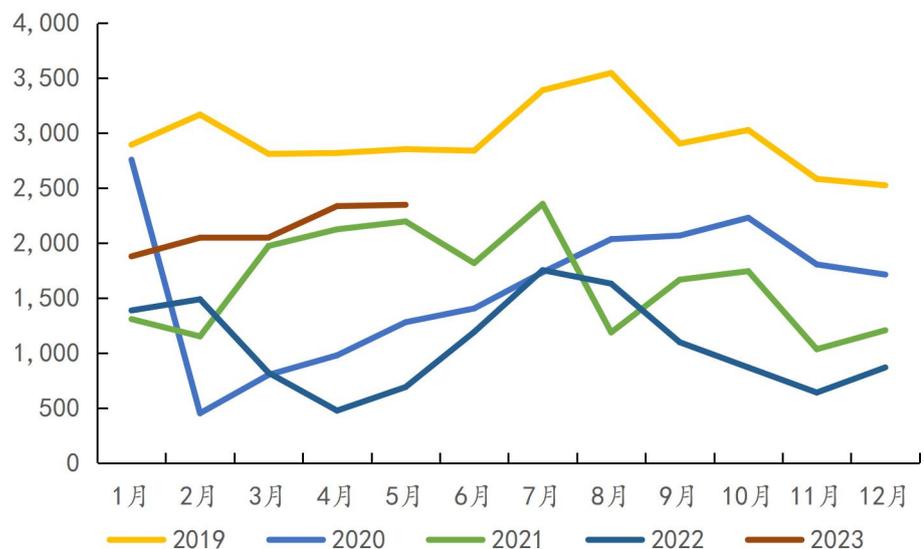
图4：居民航班数大幅回升（单位:架次）

¹ 之所以用乘联会口径是因为统计局口径汽车为规模以上销量，数据口径每年会有所变动，不容易算两年复合同比增速。



资料来源: wind, 天风证券研究(注: 国内航班执行航班 7 天移动均值, 去除数个异常值)

图 5: 2023 年旅客周转量已经超过 2020-2022 年水平 (单位: 亿人公里)



资料来源: wind, 天风证券研究

亮点二: 居民人均可支配收入改善、平均消费倾向回升

就业存在结构性问题, 尤其是 6 月青年失业率 21.3%, 创数据记录以来新高, 但是青年劳动人口占总劳动人口的比重仅有 7.6%²。真正影响居民收入和消费能力的是 25-59 岁劳动力就业情况, 这部分调查失业率在 6 月为 4.1%, 创 2018 年以来新低。总体城镇调查失业率 5.2%, 持平 5 月, 低于 5.5% 的城镇调查失业率预期目标。

就业主体稳住了, 居民收入和消费才能持续好转。二季度居民人均可支配收入同比增长 8.4% (两年复合同比增速 5.5%, 接近一季度 5.7% 的两年复合同比增速, 高于 2022 年 5% 的同比增速³), 工资性收入同比增长 9.2% (两年复合同比增速 5.7%, 接近一季度 5.8% 的两年复合增速, 高于 2022 年 4.9% 的同比增速)。同时居民实际收入同比增速也超过了不变价 GDP 同比增速 (一季度和 2022 年居民可支配收入增速低于不变价 GDP 同比增速)。

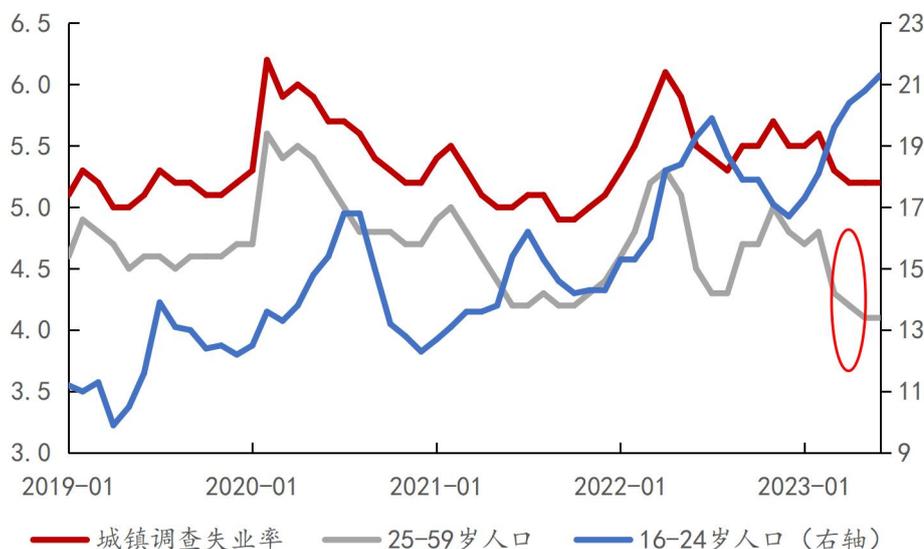
居民消费意愿也在随着实际可支配收入出现回暖, 二季度居民平均消费倾向 (消费支出/

² 2020 年人口普查数据

³ 因为 2022 年不方便使用两年同比增速因此这里依旧使用当年同比

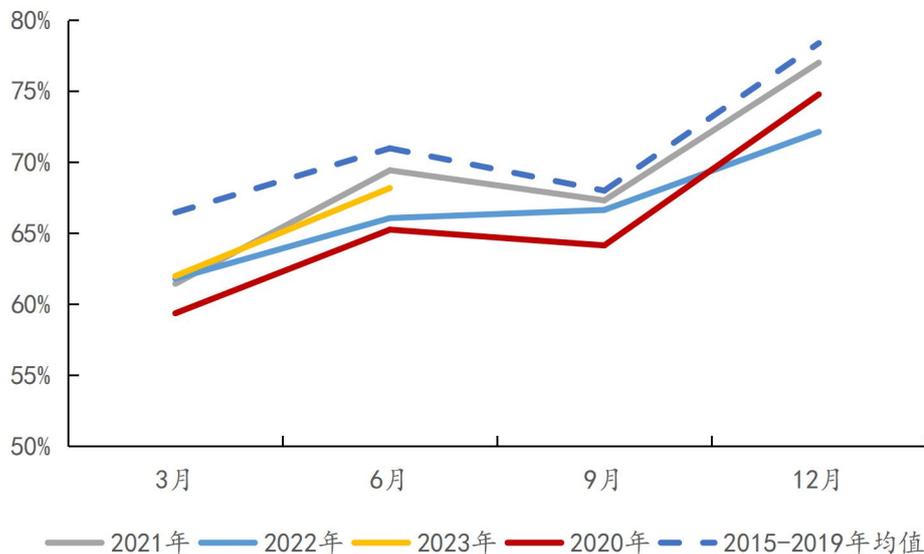
可支配收入) 回升至 68%，虽然仍低于 2015-2019 年 71% 的平均水平，但差距正在明显缩小。央行二季度问卷调查数据显示居民“更多消费”占比从 23.2% 上升至 24.5%。收入企稳改善是后续居民消费持续回暖的基础。

图 6: 居民总失业率继续维持低位 (单位:%)



资料来源: wind, 天风证券研究

图 7: 居民平均消费倾向有所回升 (单位:%)



资料来源: wind, 天风证券研究

亮点三: 电力投资、新基建高增。

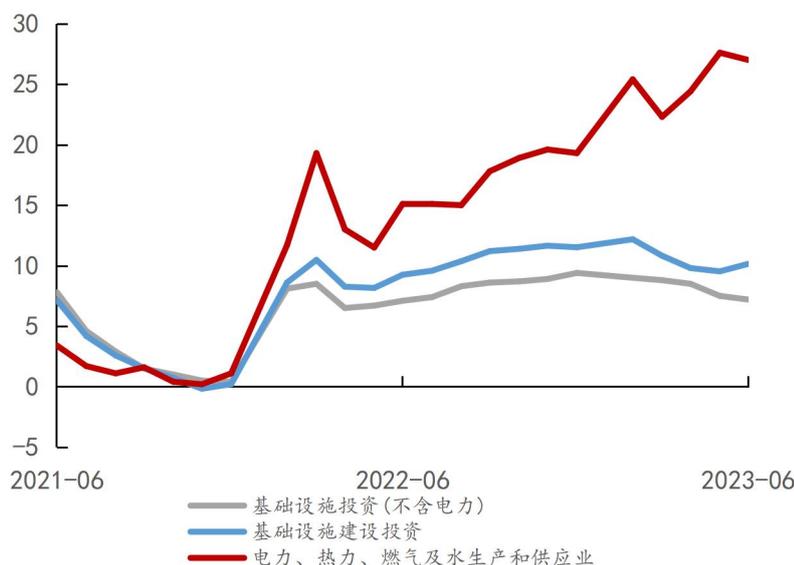
6 月基础设施投资累计同比增长 10.7%，相比于 4 月底回升 0.9 个百分点，其中水电热力行业同比增速 27%，工业互联网、智慧交通等融合类新型基础设施投资增长 34.1%，是基建投资回升的重要支撑。

2022 年以来水电热力行业投资增速持续高于基建投资增速，特别是以特高压、充电桩为代表的新型电力基础设施正处于建设高峰。今年 7 月中央深改委第二次会议，审议通过了三份和能源电力相关的改革文件——《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》、《关于进一步深化石油天然气市场体系改革提升国家油气安全保障能力的实施意见》、《关于深

化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》⁴。发改委等也提及要适度超前建设充电基础设施⁵。

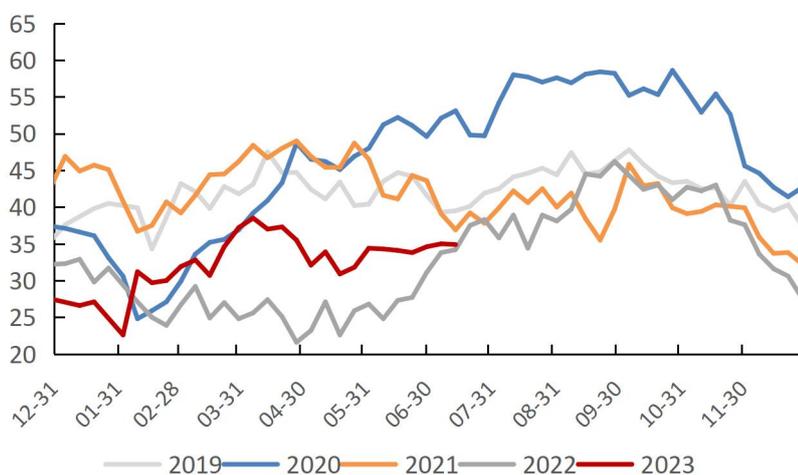
基建投资结构的变化也解释了年初以来水泥、石油沥青等高频数据表现与基建投资增速的背离。水泥、石油沥青等建筑建材一般用于道路运输等传统基础设施建设，今年道路运输业投资同比增速从年初的 5.9% 震荡回落至 6 月的 3.1%，对水泥、沥青等高频数据形成拖累。

图 8：基建投资的分化（单位：% ，累计同比）



资料来源：wind，天风证券研究

图 9：石油沥青装置开工率偏弱（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究

亮点四：制造业投资止跌。

6 月制造业投资同比增长 6%，持平 5 月增速，结束了去年 9 月以来的下行趋势。从已公布行业数据上看，6 月制造业投资增速相比 5 月回升的主要是食品制造业、纺织业、汽车制造业、铁路、船舶等运输设备制造业、有色金属冶炼及压延加工业等行业。

制造业投资企稳，一方面是经过了 4、5 月的加速去库后，6 月高频数据显示部分行业去库

⁴ https://mp.weixin.qq.com/s/X1htYatloZq1U521lma_WA

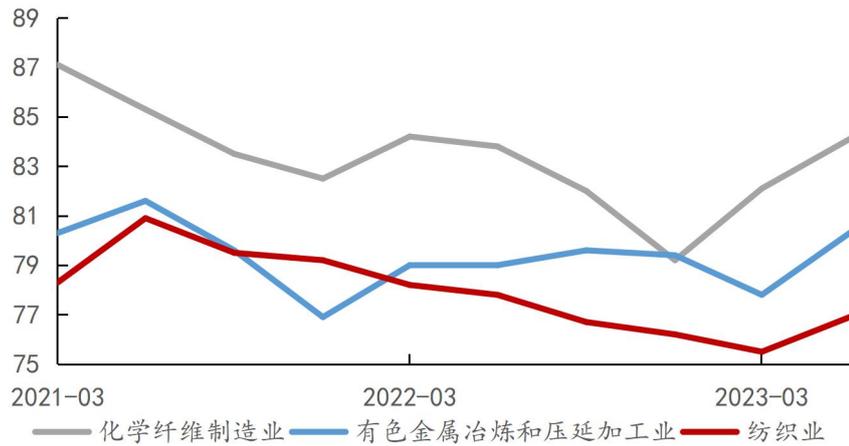
⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/0SrXnbtKhRv5wwAXhTUNdQ>

速度已经开始放缓，特别是部分下游行业如纺织有色等的库存水平已经位于低位。

另一方面是一些下游行业的需求不弱，如代表刚需消费的粮油、食品，6月零售额同比增长5.4%，代表出行消费的服装鞋帽针纺织品，6月零售额同比增长6.9%，均高于1.4%的商品零售增速。汽车销售和产出继续维持高位，6月汽车制造业增加值同比增长8.8%，6月铁路运输业固定资产投资增速20.5%，拉动铁路设备制造高增。

在库存水平下降、终端需求开始改善之后，一些行业如化纤制造、纺织服装、有色金属冶炼及压延加工等行业的产能利用率开始出现明显改善，进而驱动相关行业的投资回升。如有色金属冶炼及压延加工业投资增速从5月的6.5%上行至14.2%，汽车制造业的投资增速从17.9%上行至20%，纺织业的投资增速也从-3.6%上行至-2%。

图 10：二季度部分行业产能利用率率先企稳回升（单位：%）



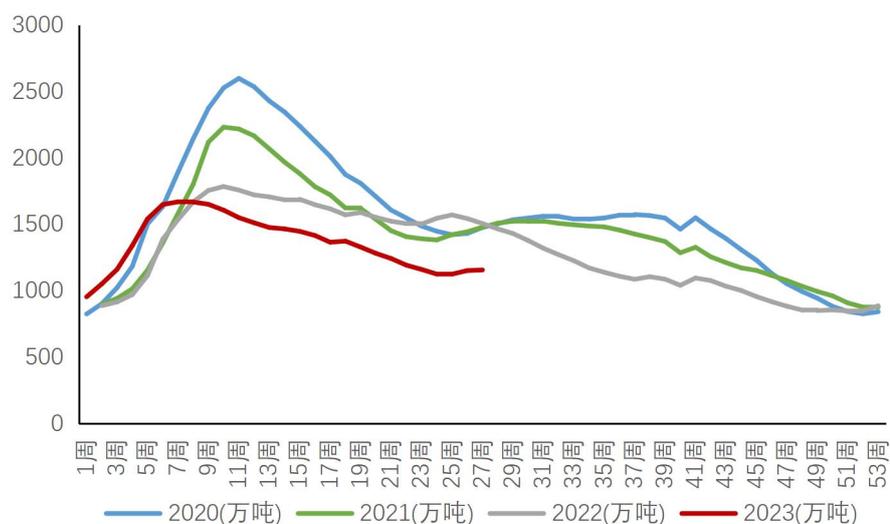
资料来源：wind，天风证券研究

图 11：部分行业库存同比增速已经位于历史低位（单位：%）

	营业收入累计同比			产成品存货同比		
	2023/05	历史分位数	相比于上月变化	2023/05	历史分位数	相比于上月变化
烟草制品业	6.3	24.1%	-0.5	18	73.9%	-6.5
采矿业	-7.2	17.7%	-2.7	8.3	72.4%	0.5
煤炭开采和洗选业	-9.1	16.1%	-3.1	17.7	66.0%	1.5
专用设备制造业	2.8	29.0%	0.6	13.2	60.9%	0.4
仪器仪表制造业	7.8	54.8%	0.7	13.1	60.4%	-1.4
食品制造业	2.3	20.9%	0.3	11.2	56.2%	-2.3
汽车制造	14.3	88.7%	2.8	8.7	39.4%	-3.2
非金属矿物制品业	-6.1	9.6%	-0.5	8	38.6%	-1.5
酒、饮料和精制茶制造业	5.9	30.6%	3.2	7.4	38.1%	4.1
电力、燃气及水的生产和供应业	5.6	17.7%	-1.1	4.2	36.2%	-2.8
农副食品加工业	5.4	59.6%	-1.1	6.2	34.4%	-1.6
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-7.4	11.2%	-1	7.8	32.0%	-1.7
医药制造业	-3.8	6.4%	0.3	9.7	32.0%	1.7
化学原料及化学制品制造业	-7.8	11.2%	-1.2	6.1	30.6%	-2.1
黑色金属矿采选业	-9	17.7%	-3.3	1.8	29.3%	-0.6
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.6	66.1%	-0.6	4.1	25.5%	2.1
有色金属冶炼及压延加工业	0.3	11.2%	-0.3	3.3	23.7%	-7.2
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-10.5	20.9%	4.8	3.4	20.9%	0.3
有色金属矿采选业	-0.8	24.1%	-1.8	-3.3	20.4%	-1.2
电气机械及器材制造业	15.1	62.9%	-0.5	4.9	20.4%	-5
造纸及纸制品业	-5.4	14.5%	-0.4	0.2	16.2%	-3.2
非金属矿采选业	-4.7	6.4%	-0.3	2.6	15.8%	0.5
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-1.7	24.1%	0.8	4.9	15.8%	-3.1
石油、煤炭及其他燃料加工业	-0.1	17.7%	-2.4	-9.3	13.9%	-3.7
制造业	0	17.7%	-0.2	3	12.0%	-2.8
橡胶和塑料制品业	-3.9	17.7%	0.4	0.1	11.2%	-0.8
石油和天然气开采业	-6.2	16.1%	-2.6	-12	11.1%	-1.3
纺织业	-5.2	20.9%	-0.1	0.9	10.6%	-0.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	-4.2	8.0%	0.5	-0.4	9.7%	-6.5
化学纤维制造业	-3	22.5%	0.7	-10.3	7.4%	-2.8
黑色金属冶炼及压延加工业	-8.8	9.6%	-2.3	-11.2	4.6%	-5.8
通用设备制造业	5	51.6%	0.6	2.1	3.7%	-1.4
家具制造业	-10.5	16.1%	0.5	-1.7	1.3%	0.7
印刷业和记录媒介的复制	-6.3	16.1%	-0.3	-4.6	0.9%	1
纺织服装、服饰业	-7.5	22.5%	0.9	-3.6	0.0%	-1.3
金属制品业	-3.4	16.1%	0.4	-4	0.0%	-1.7

资料来源：wind，天风证券研究

图 12: 主要钢材产品库存 (单位:万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究

我们在《中国经济不是二次探底》(2023.06.22)中指出,二季度是N形复苏的底部,下半年居民收入改善、透支效应消除、政策适度发力,都是经济进入N形复苏第三阶段的驱动因素。即使不考虑出口的韧性,三类消费(汽车、出行、高端)、电力新基建、制造业投资,也是经济结构中的亮点。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com