



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

经济将进入平稳运行期，托底政策需维持

——2023年6月经济数据点评

日期： 2023年07月27日

分析师： 胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师： 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《经济、通胀平稳，货币回落》
——2023年07月10日
- 《经济平稳不变 物价下行中结构改善》
——2023年07月06日
- 《汇率 POLL：虽弱无忧》
——2023年06月26日

■ 投资摘要

经济将进入平稳运行期

6月经济数据显示，工业超预期加快，固定资产投资继续回落，但仍好于预期，消费受基数拖累，表现低于预期。我们认为，作为经济第一增长动力的投资持续下滑，表明经济内生增长动力仍然偏软。基建投资增长乏力，后续项目建设需有力有序推进；制造业投资虽然企稳，但制造业景气度下滑，后续或仍将稳中偏弱；地产投资各项数据表现不佳，地产仍需政策支持。作为经济成效综合体现的工业经济加快回升，反映了经济回暖中缓回升的态势不变，但整体仍偏弱。消费受基数拖累，两年平均增速下，整体表现回升。二季度GDP录得6.3%，低基数推动下，较一季度明显回升。整体来看，随着2023年经济、社会生活正常化的进行，经济增长在渡过先期的反弹后逐渐进入平稳运行期。

市场不改波动中回暖态势

随着经济增长逐渐进入平稳运行期，宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

经济动能仍需加强，托底政策仍需维持

2季度受去年全年低点的低基数影响，增速加快，上半年5.5%的增速，也有助于全年5%目标的实现。但从当前的数据表现来看，我们认为经济内在动力仍需加强，托底经济政策仍需维持，尤其是投资激励和降低资本成本方面需要持续发力。我们认为2023年货币政策大概率仍会进一步降准、降息。随着海外主要经济体加息进程进入尾声，中国经济运行的国内外环境改变，降准、降息的时机将更趋成熟、条件将更趋完备。

■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：6 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产超预期回升.....	3
2.2 汽车受基数影响较大.....	4
2.3 基建下滑、制造业投资企稳.....	5
2.4 地产投资仍弱.....	5
2.5 基数拖累，消费不弱.....	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 经济将进入平稳运行期.....	7
3.2 市场不改波动中回暖态势	7
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 经济动能仍需加强，托底政策仍需维持	8
5 风险提示：	8

图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本月经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：6 月份宏观数据公布

工业生产有所加快。6 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.4%。

固定资产投资小幅下滑。上半年，全国固定资产投资（不含农户）243113 亿元，同比增长 3.8%（按可比口径计算）。其中，民间固定资产投资 128570 亿元，同比下降 0.2%。从环比看，6 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.39%。

消费继续回落。6 月份，社会消费品零售总额 39951 亿元，同比增长 3.1%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	前值	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	4.4	3.5	2.5
固定资产投资（不含农户）	3.8	4.0	3.3
社会消费品零售（当月）	3.1	12.7	3.5
二季度 GDP	6.3	4.5	6.8

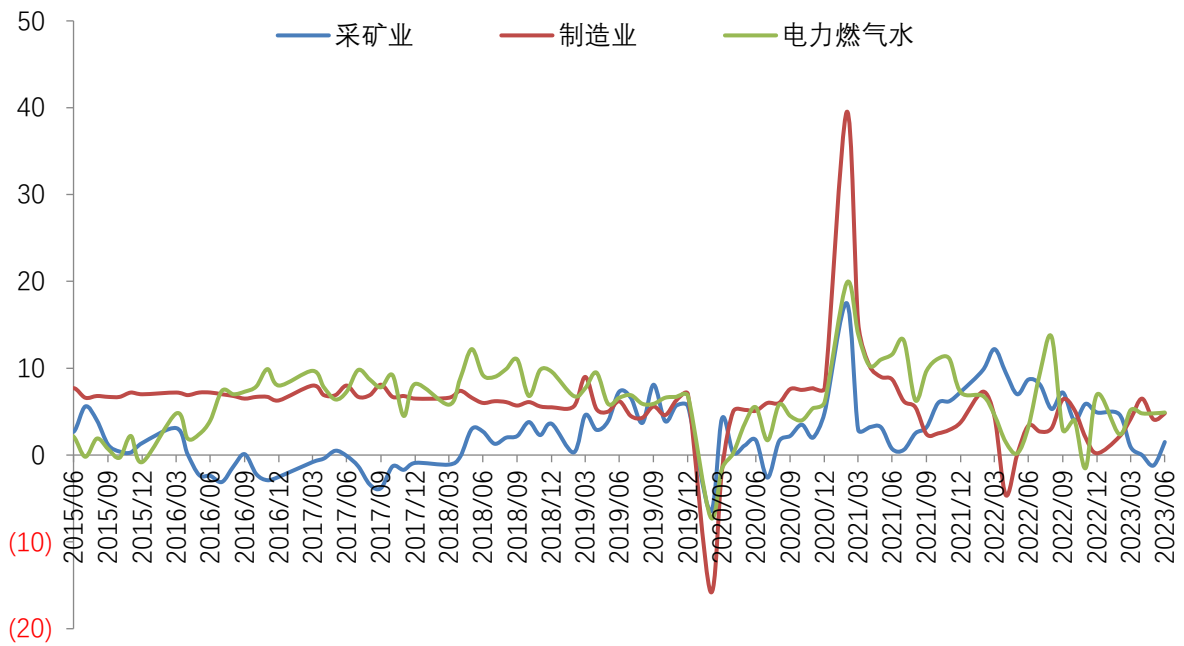
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产超预期回升

6 月工业生产加快，回升 0.9 个百分点，高于市场预期。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 1.5%，制造业增长 4.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.9%。三大门类产业均生产加快，采矿业由负转正。从产量的增速来看，主要商品以下降为主。由于去年疫情形势变化，6 月以来生产加快恢复，尤其是制造业，导致了相关基数的抬高，制造业中多数商品增速回落。汽车产量增速同比就出现了显著的下降。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

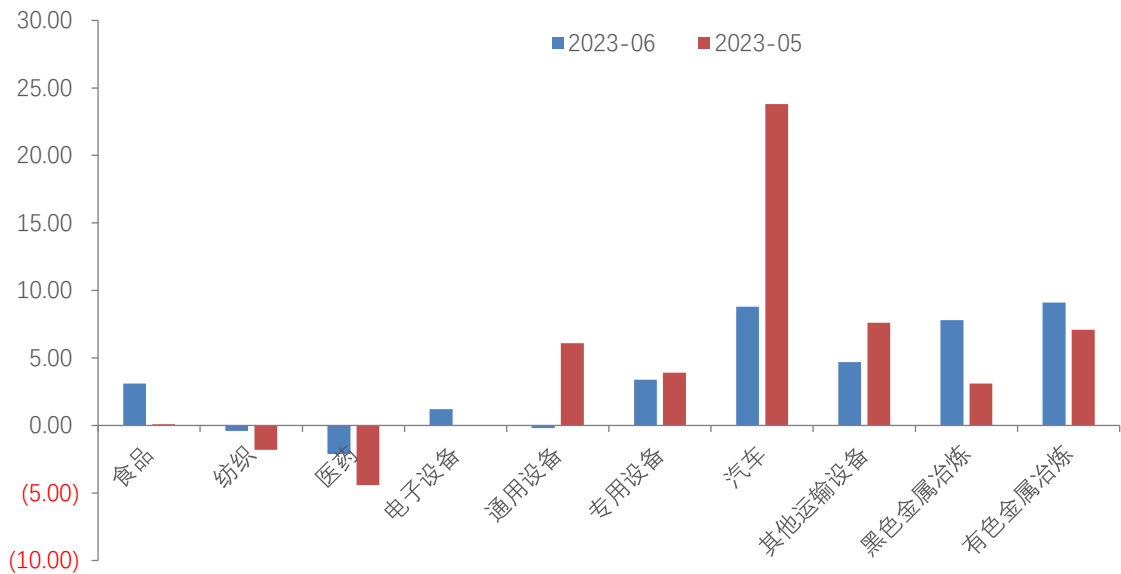


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 汽车受基数影响较大

分行业看，6月份，主要行业涨跌不一，食品、电子设备、黑色金属、有色金属工业增加值有所上升。纺织、医药等行业跌幅收窄。运输设备、汽车、专用设备、通用设备均出现了不同程度的回落，但这主要受基数变化影响。以两年平均增速来看，该4个行业保持增长加快，尤其是汽车行业产值增长较为突出。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



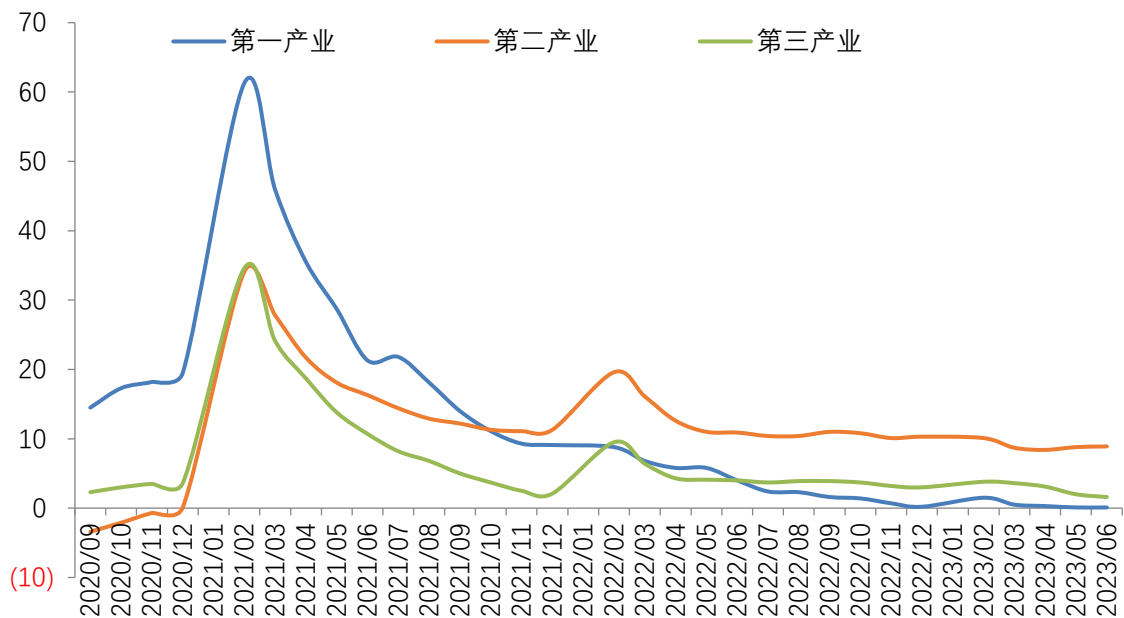
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.3 基建下滑、制造业投资企稳

1—6 月份，全国固定资产投资（不含农户）243113 亿元，同比增长 3.8%，较上月下降 0.2 个百分点。其中，民间固定资产投资 128570 亿元，同比下降 0.2%。从环比看，6 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.39%。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%。三大产业中仅制造业有所回升。

分项来看，基建投资继续小幅下滑，前期项目落地后，要有序有力推进后续重大项目建设，形成更多实物工作量，支撑基建投资后续增长。而制造业投资企稳，持平上月，结合制造业景气度的持续位于收缩区间，制造业投资增长或稳中偏弱。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）

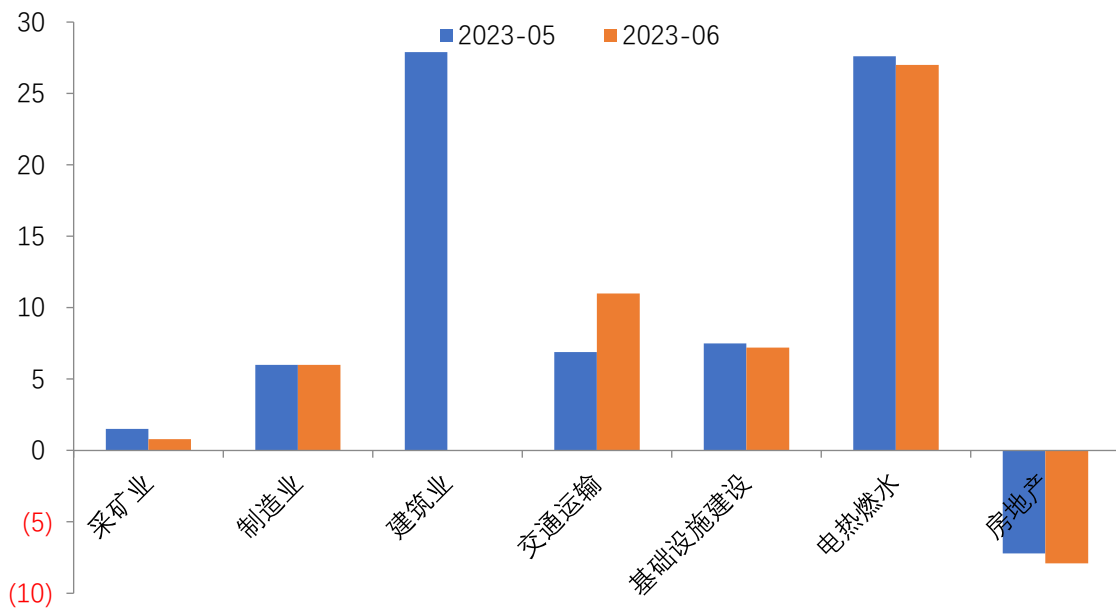


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 地产投资仍弱

上半年，全国房地产开发投资 58550 亿元，同比下降 7.9%，跌幅持续扩大，地产投资仍较低迷。分项来看，地产销售面积跌幅扩大，需求仍然偏弱；供给端新开工和施工均跌幅加深，地产施工建设偏慢。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅扩大，各项资金全面回落。房地产各项数据表现不佳，地产仍弱，仍需政策支持。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

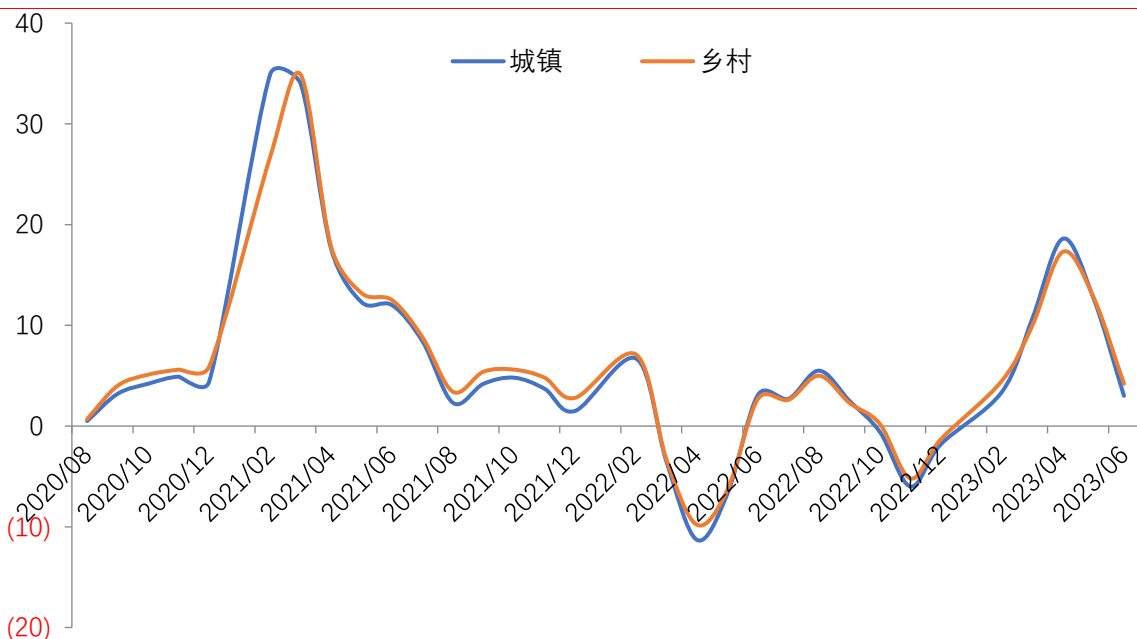


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 基数拖累，消费不弱

6月份，社会消费品零售总额 39951 亿元，同比增长 3.1%，涨幅明显回落，但如以两年平均增速来看，增速反而有所回升，也就意味着消费的变动也受到去年基数的影响较大。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 3.0%；乡村消费品零售额增长 4.2%。受基数影响，城乡消费均有所回落。

图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）

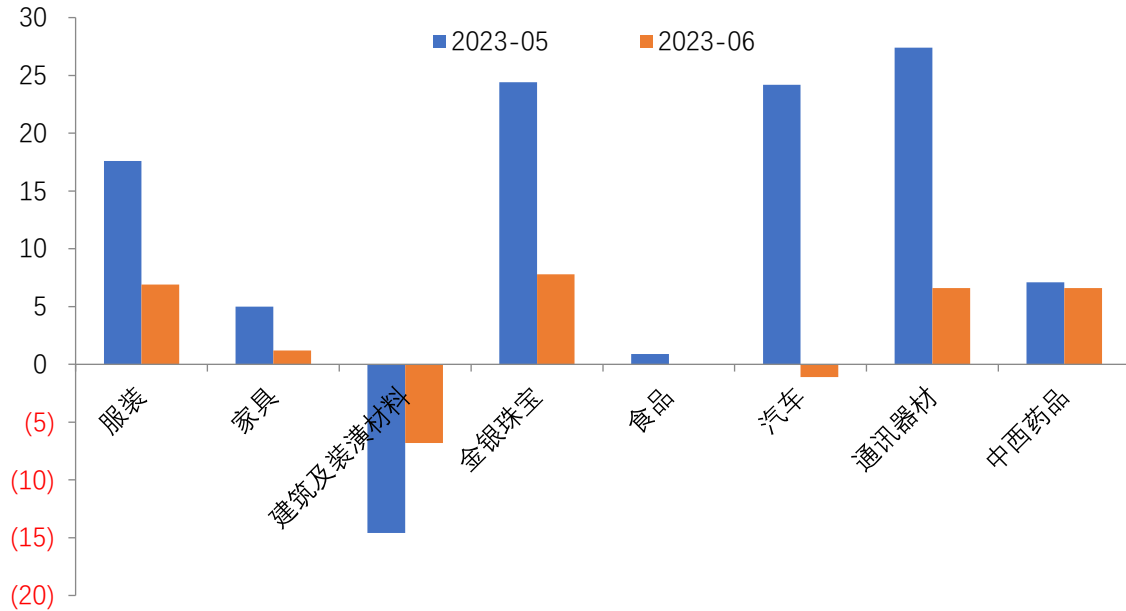


资料来源：Wind，上海证券研究所

从消费类型来看，主要消费以下滑为主，且降幅较大。但如

果以两年平均增速来看的话，除通讯器材有所回落外，其余商品项均有所增长。随着经济生活的正常化，接触性消费加快恢复，餐饮消费表现持续好于商品消费。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 经济将进入平稳运行期

6 月经济数据显示，工业超预期加快，固定投资继续回落，但仍好于预期，消费受基数拖累，表现低于预期。我们认为，作为经济第一增长动力的投资持续下滑，表明经济内生增长动力仍然偏软。基建投资增长乏力，后续项目建设需有力有序推进；制造业投资虽然企稳，但制造业景气度下滑，后续或仍将稳中偏弱；地产投资各项数据表现不佳，地产仍需政策支持。作为经济成效综合体现的工业经济加快回升，反映了经济回暖中缓回升的态势不变，但整体仍偏弱。消费受基数拖累，两年平均增速下，整体表现回升。二季度 GDP 录得 6.3%，低基数推动下，较一季度明显回升。整体来看，随着 2023 年经济、社会生活正常化的进行，经济增长在渡过先期的反弹后逐渐进入平稳运行期。

3.2 市场不改波动中回暖态势

随着经济增长逐渐进入平稳运行期，宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，

因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

4 事件预测：趋势判断

4.1 经济动能仍需加强，托底政策仍需维持

2 季度受去年全年低点的低基数影响，增速加快，上半年 5.5% 的增速，也有助于全年 5% 目标的实现。但从当前的数据表现来看，我们认为经济内在动力仍需加强，托底经济政策仍需维持，尤其是投资激励和降低资本成本方面需要持续发力。我们认为 2023 年货币政策大概率仍会进一步降准、降息。随着海外主要经济体加息进程进入尾声，中国经济运行的国内外环境改变，降准、降息的时机将更趋成熟、条件将更趋完备。

5 风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储政策超预期变动，均将对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。