

## 7月宏观月报

## 经济稳步回升，政策多重利好

## 投资要点：

**上半年经济整体稳步回升。**初步核算，上半年国内生产总值59万亿元，按不变价格计算，上半年GDP同比增长5.5%，比一季度加快1.0个百分点；分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%。分产业来看，服务业经营情况持续改善，是拉动经济稳步回升的主要动力。生产端，工业生产稳步恢复，企业利润持续改善，结构上，在装备制造业强劲势头的带动下制造业整体盈利改善明显。需求端，上半年消费复苏的方向明确，服务类消费维持高增长，居民消费意愿也在逐步修复。不过单月来看，消费回升的势头有所减弱。投资增速韧性较强，结构上基建投资与制造业投资增速均要高于整体固定资产投资增速，房地产投资继续磨底。

**宏观经济与微观感受间的温差。**所谓的温差，就是宏观经济数据和微观切身感受之间的差别。对于这个温差，我们认为主要是以PPI为代表的价格因素导致的。上市公司企业盈利、居民收入等指标均为包含价格因素的名义变量，上半年因为价格的持续低迷以及PPI同比的负增长而形成拖累。二季度出口增速呈现出下滑态势，主要是因为海外经济的持续疲软导致短期内外需有所回落。从内在逻辑上看，PPI同比、国内出口增速以及欧美制造业PMI指数都反映出全球工业生产活动当前处在周期底部。往后看，相关指标继续高台跳水大幅下行的空间和可能性均已变小，在目前海外加息周期趋向于尾声、国内扩大内需政策陆续出台之际，我们判断下半年国内通胀出口等经济数据有望触底回升，下半年的温差也有望缩小。

**政策端迎来多重利好。**7月份政策端迎来多重利好，值得重点关注的主要包括：一是关于平台经济和民营企业。民间投资对中国经济增长意义重大，面对民间投资的低迷，政策端的相关利好措施已经在陆续出台，向全社会释放了积极的信号。二是关于房地产市场。中共中央政治局会议提出了要“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，随着房地产政策不断优化及房地产市场逐步调整到位，未来房地产销售开发将逐步回到合理水平。三是关于活跃资本市场。此次中央政治局会议罕见地提出“活跃资本市场，提振投资者信心”意义重大，显示国家政策对于资本市场的高度重视和殷切期望。四是促进消费。今年以来消费对经济增长的拉动作用明显增强，但回升势头仍需巩固。扩大内需的各项政策仍在陆续发力出台，积极因素不断累积，预计将对下半年的经济发展形成有力支撑。

## ➤ 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

## 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯  
执业证书编号：S0210523060005  
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成  
执业证书编号：S0210523060003  
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗  
执业证书编号：S0210523060002  
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡  
执业证书编号：S0210523060006  
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

## 相关报告

- 1、《人民币汇率点评：本轮人民币汇率波动原因及影响》—2023.07.01
- 2、《利润降幅收窄，结构分化明显：工业企业利润数据点评》—2023.06.30
- 3、《新兴产业投资稳步增长、制造业支持政策有望加码》—2023.06.29

## 正文目录

1	上半年经济整体稳步回升.....	1
2	宏观经济与微观感受间的温差.....	5
3	政策端迎来多重利好.....	7
4	风险提示.....	8

## 图表目录

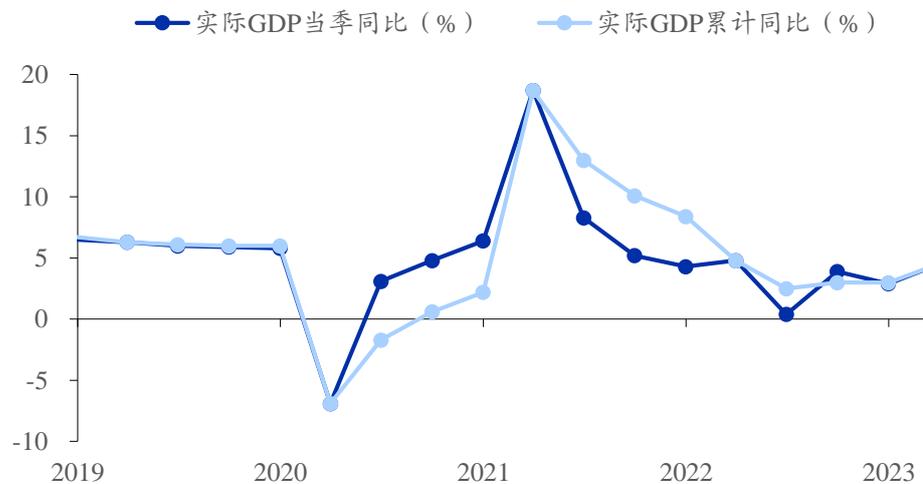
图表 1: 2023 年二季度实际 GDP 同比增速稳步回升.....	1
图表 2: 2023 年二季度名义 GDP 同比增速小幅下降.....	2
图表 3: 三大产业对上半年名义 GDP 同比增速的贡献情况.....	2
图表 4: 工业企业利润总额同比增速变化情况.....	3
图表 5: 采矿业、制造业以及电气水企业利润总额累计增速走势.....	3
图表 6: 2023 年 6 月份消费增速有所放缓.....	4
图表 7: 基建、制造业及房地产开发投资增速走势.....	4
图表 8: PPI 当月同比及环比走势.....	5
图表 9: 6 月中国出口同比增速较上月有所下降.....	6
图表 10: 2008 年以来美国及欧元区制造业 PMI 走势.....	6

## 1 上半年经济整体稳步回升

7月份统计局公布了上半年的经济数据。初步核算,上半年国内生产总值 593034 亿元,同比增长 4.9%,较一季度小幅下降 0.1 个百分点,主要是受到价格持续低迷的影响。按不变价格计算,上半年 GDP 同比增长 5.5%,比一季度加快 1.0 个百分点;分季度看,一季度国内生产总值同比增长 4.5%,二季度增长 6.3%。

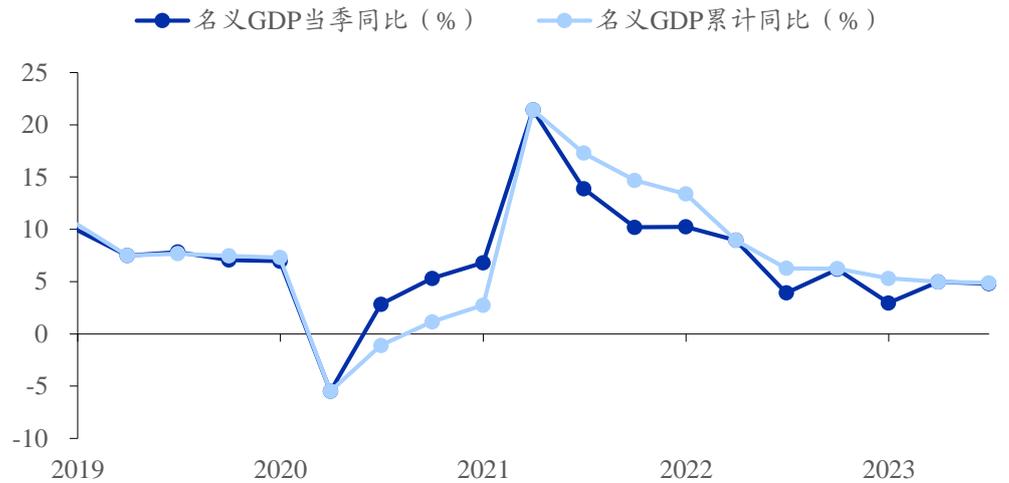
分产业来看,服务业经营情况持续改善,是拉动经济稳步回升的主要动力。上半年,第一产业拉动名义 GDP 增长 0.2 个百分点,第二产业拉动 0.3 个百分点;第三产业服务业上半年累计拉动 4.3 个百分点。单季度来看,二季度名义 GDP 的增长几乎都是由服务业经营活动的改善带来的。二季度名义 GDP 当季同比增速为 4.8%,其中 4.6 个百分点是由第三产业带动的,剩下的 0.2 个百分点由第一产业拉动,第二产业对当季名义 GDP 的增长贡献为 0。

图表 1: 2023 年二季度实际 GDP 同比增速稳步回升



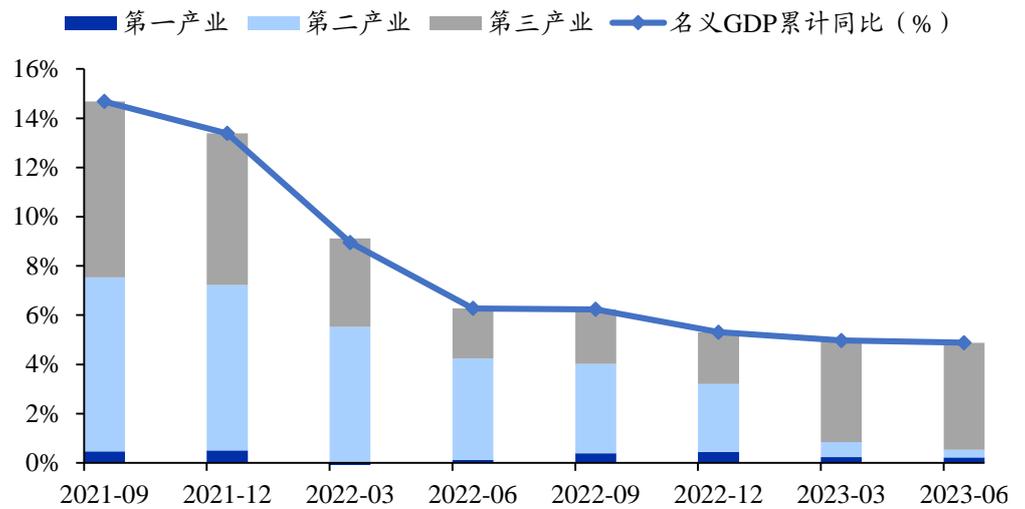
来源: iFind、华福证券研究所

图表 2：2023 年二季度名义 GDP 同比增速小幅下降



来源：iFind、华福证券研究所

图表 3：三大产业对上半年名义 GDP 同比增速的贡献情况



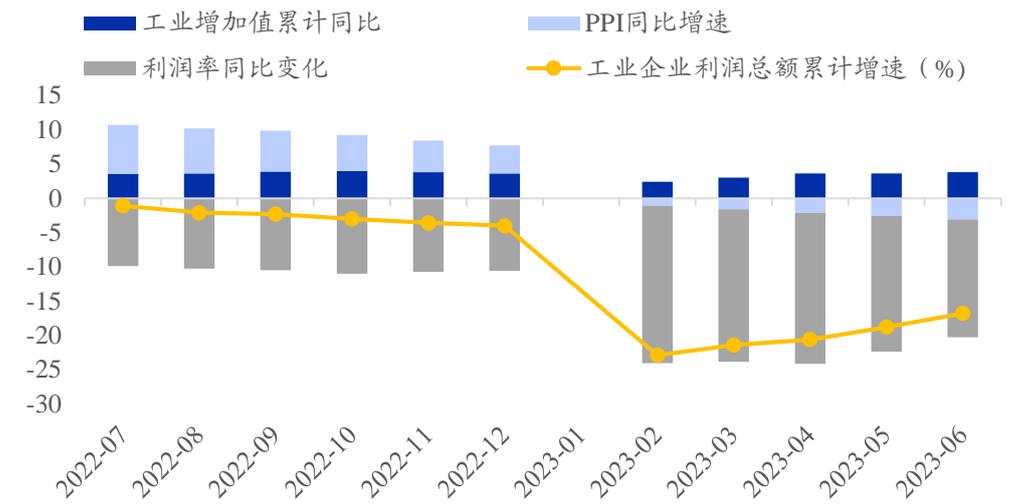
来源：iFind、华福证券研究所

生产端来看，工业生产稳步恢复，企业利润持续改善，结构上，在装备制造业强劲势头的带动下制造业整体盈利改善明显。上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。6 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.4%，高于去年同期数据。三大门类中，采矿业 6 月增加值同比增长 1.5%，前值-1.2%，已经转为正增长；制造业依旧维持高增速，6 月增长 4.8%；“电气水” 6 月同比增长 4.9%。

6 月份，工业利润总额累计同比下降 16.8%，同比降幅连续四个月收窄。从营收成本的角度来看，PPI 同比降幅的扩大拖累企业营收，但企业经营效益有所改善，成

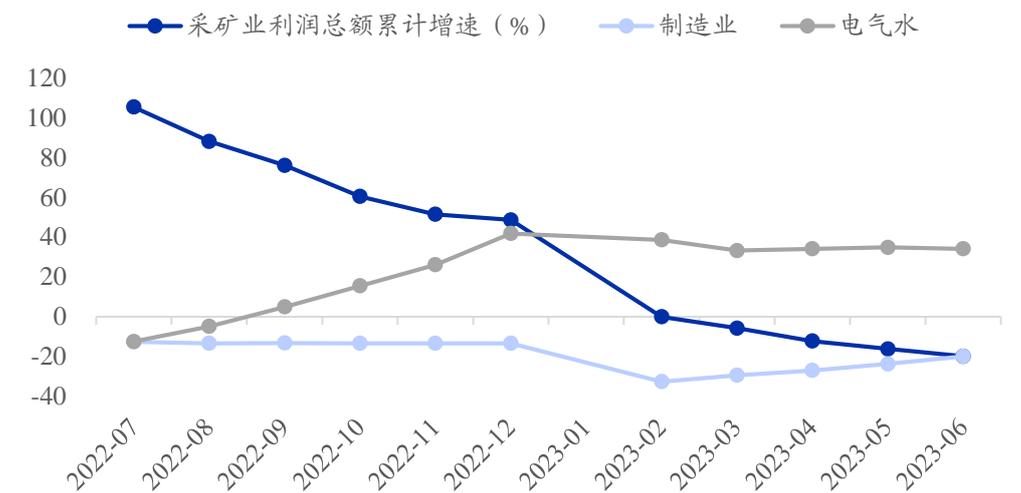
本费用拖累逐渐缩小，企业营收利润率及毛利率均有所回升。分行业大类看，采矿业利润同比增速继续走弱，上半年同比降幅持续扩大；在装备制造业的带动下，制造业利润持续改善，累计同比增速较前5个月上升3.7个百分点，对工业企业利润的拖累收窄了2.6个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润稳定较高增长。

**图表 4：工业企业利润总额同比增速变化情况**



来源：iFind、华福证券研究所

**图表 5：采矿业、制造业以及电气水企业利润总额累计增速走势**

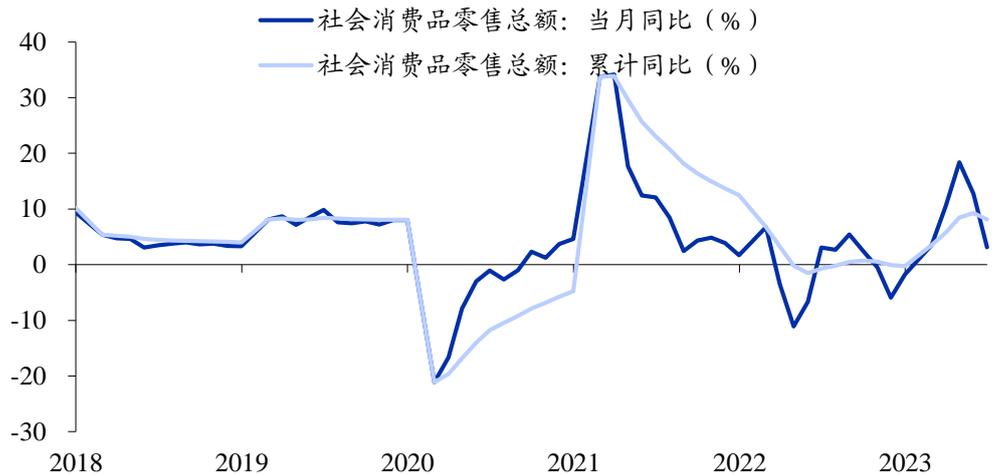


来源：iFind、华福证券研究所

需求端来看，上半年消费复苏的方向明确，服务类消费维持高增长，居民消费意愿也在逐步修复。不过单月来看，消费回升的势头有所减弱。上半年，社会消费品零售总额同比增长8.2%，比一季度加快2.4个百分点。其中，商品零售同比增长6.8%，带动社会消费品零售总额整体回升了6.11个百分点；餐饮收入增长21.4%，拉动社

会消费品零售总额增长了 2.04 个百分点。不过单月来看，回升势头有所减弱，6 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.1%，较 5 月份的 12.7% 出现了明显回落。其中，商品零售同比增长 1.7%，餐饮收入同比增长 16.1%，商品零售与餐饮收入对当月社会消费品零售总额的拉动作用已经基本持平。

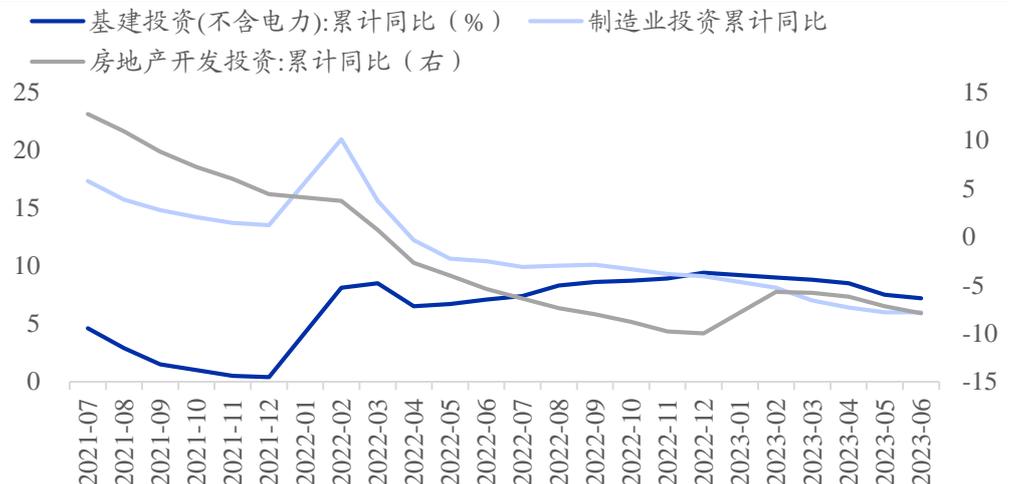
**图表 6：2023 年 6 月份消费增速有所放缓**



来源：iFind，华福证券研究所

投资增速韧性较强，结构上看，基建投资与制造业投资增速均要高于整体固定资产投资增速，房地产投资则继续磨底。上半年，全国固定资产投资同比增长 3.8%。其中，基建投资(不含电力)6月累计同比增长 7.2%，略高于去年同期 7.1% 的增速；制造业投资 6 月累计同比增长 6%，环比持平，显示制造业韧性较好。上半年全国房地产开发投资同比下降 7.9%，其中，住宅投资下降 7.3%。销售来看，商品房销售面积同比下降 5.3%，销售额同比增长 1.1%，整体均出现回落。

**图表 7：基建、制造业及房地产开发投资增速走势**



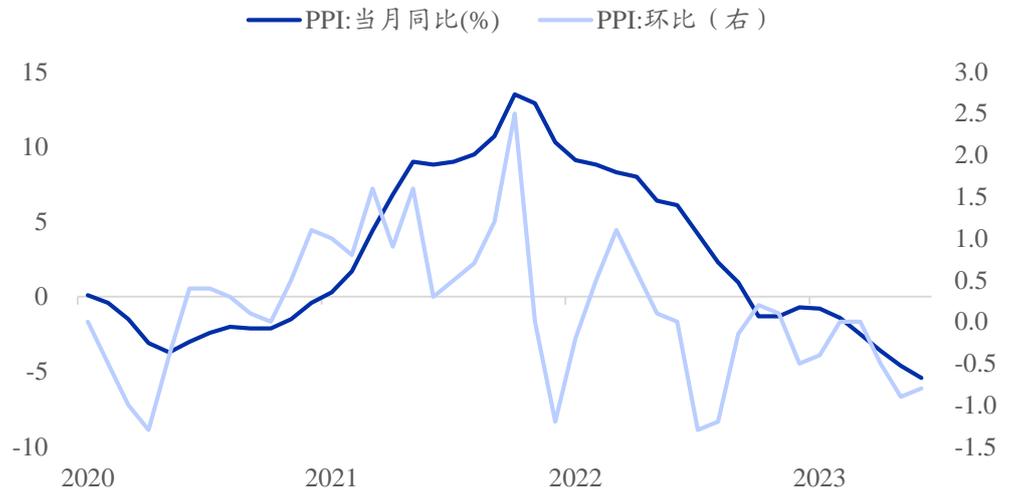
来源：iFind，华福证券研究所

## 2 宏观经济与微观感受间的温差

国家统计局发言人近日表示，要正确认识宏观数据和微观感受之间的“温差”。而所谓的温差，就是宏观经济数据和微观切身感受之间的差别，宏观数据表现不错，但微观感受并未出现明显改善。对于这个温差，我们认为主要是以 PPI 为代表的价格因素导致的。

国家统计局公布的通胀数据显示，6 月份全国居民消费价格指数（CPI）同比增长 0%、工业生产者出厂价格（PPI）同比负增长 5.4%，其中 PPI 同比已经连续 9 月负增长。上市公司企业盈利、居民收入等指标均为包含价格因素的名义变量，上半年因为价格的持续低迷以及 PPI 同比的负增长而形成拖累。

**图表 8：PPI 当月同比及环比走势**

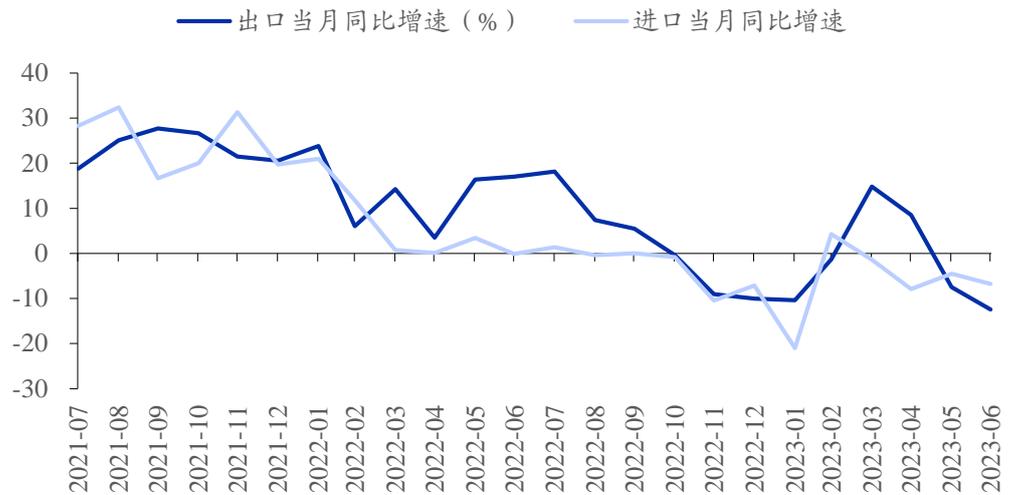


来源：iFind，华福证券研究所

PPI 代表的是工业部门所面临的物价指数，与大宗商品价格的走势密切相关。从内在逻辑来说，PPI 在一定程度上反映了全球工业生产活动的情况，短期内与国内出口增速以及欧美制造业 PMI 表现保持一致。

根据海关统计，以人民币计价，今年上半年我国货物贸易进出口总值 20.1 万亿元，同比增长 2.1%，货物贸易进出口规模创历史同期新高。但从短期来看，二季度出口增速呈现出下滑态势，以美元计价，中国 6 月出口同比降 12.4%，前值降 7.5%；进口降 6.8%，前值降 4.5%；贸易顺差 706.2 亿美元。分国别来看，6 月份，我国对主要国家和地区的出口降幅短期均有所扩大。商品结构上，6 月份不同类别产品出口情况短期均走弱，其中机电产品对出口的拖累最为显著。

**图表 9：6 月中国出口同比增速较上月有所下降**



来源：iFind，华福证券研究所

二季度我国出口增速的下滑主要是因为海外经济的持续疲软导致短期内外需有所回落。美国 6 月制造业 PMI 是 46，连续第 8 个月处于收缩期间，是 2008 年的金融危机以来持续时间最长的一次。欧元区 6 月制造业 PMI 更是下探至 43.4，连续第 12 个月处于 50 以下的收缩区间。从美国的生产销售情况来看，美国经济目前都处于疲弱较为低迷的状态。

**图表 10：2008 年以来美国及欧元区制造业 PMI 走势**



来源：iFind，华福证券研究所

PPI 同比、国内出口增速以及欧美制造业 PMI 指数都反映出全球工业生产活动当前处在周期底部。往后看，相关指标继续高台跳水大幅下行的空间和可能性均已变小，在目前海外加息周期趋向于尾声、国内扩大内需政策陆续出台之际，我们判断下半年国内通胀出口等经济数据有望触底回升，下半年的温差也有望缩小。

### 3 政策端迎来多重利好

7 月份政策端迎来多重利好，值得重点关注的主要包括：

一是关于平台经济和民营企业。6 月份，民间固定资产投资累计同比增速为-0.2%，较前 5 个月继续小幅下降 0.1 个百分点。民间投资对中国经济增长意义重大，面对民间投资的低迷，政策端的相关利好措施已经在陆续出台。7 月 12 日，国务院总理李强主持召开平台企业座谈会，听取对更好促进平台经济规范健康持续发展的意见建议。与此同时，7 月 10 日，郑栅洁再次召开与民营企业沟通交流机制座谈会，认真听取民营企业经营发展情况、面临的困难问题和相关意见建议，这是继 7 月 3 日国家发展改革委主任郑栅洁主持召开民营企业座谈会后，短期内第二次座谈会。随后《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布，共提出了八个方面 31 条举措。短期内民营企业座谈会的两次召开以及《意见》的发布，向全社会释放了积极的信号，政府对当前民营经济发展高度重视，将通过务实管用的政策举措，尽力帮助企业解决实际困难，为民营企业营造良好的发展环境。

二是关于房地产市场。7 月 24 日召开的中共中央政治局会议提出了“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”以及“积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设”。此前 7 月 21 日的国务院常务会议中审议通过了《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，7 月 28 日在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议也在京召开。随着房地产政策不断优化及房地产市场逐步调整到位，未来房地产销售开发将逐步回到合理水平，城中村改造也有望迎来新机遇。

三是关于活跃资本市场。此次中央政治局会议罕见地提出“活跃资本市场，提振投资者信心”意义重大，显示国家政策对于资本市场的高度重视和殷切期望。在随后召开的中国证监会 2023 年系统年中工作座谈会中，证监会表示“从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力，确保党中央大政方针在资本市场领域不折不扣落实到位”。

四是促进消费。中央政治局会议强调，要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。为深入实施扩大内需战略，充分发挥消费对经济发展的基础性作用，7 月 31 日，国务院办公厅转发国家发展改革

委《关于恢复和扩大消费措施》的通知，针对大宗消费、服务消费、农村消费、新型消费、消费设施和消费环境六个方面，提出二十条具体的举措。

#### **4 风险提示**

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn