宏观经济月报

报告日期：2023 年 07 月 01 日

2023 年 6 月宏观经济预测：预计二季度 GDP 增速 6.7%

核心观点

我们认为，6 月份经济运行延续前期态势，预计二季度 GDP 增速为 6.7%，全年 GDP 增速 5.1%。当前工业企业利润增速承压，被动去库趋势延续，预计三季度末库存可能筑底，但若需求不强则补库初期强度或将偏弱。整体而言，年内经济动能高点已过，经济向上和向下弹性都不大，但阶段性减退税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。6 月央行实施降息，货币政策宽松基调正式确认。我们继续提示，在企业内生修复动力不足的情况下，下半年货币政策仍有可能进一步发力从成本端助力企业盈利修复：三季度可能降准、四季度可能降息。我们认为，年内无风险收益率将进一步下探，国内利率债和成长股受益。

- **经济动能高点已过，预计二季度 GDP 增速 6.7%**

  我们预计二季度 GDP 实际增速 6.7%，2023 年 GDP 增速为 5.1%。我们认为，全年经济向上和向下弹性都不大，阶段性减退税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。下半年美联储加息暂缓后，中国将受益于国际收支、汇率改善，货币政策空间打开，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

- **工业略有恢复，服务保持景气**

  6 月工业生产景气环比有所回升但强度仍有待加强，盈利压力及去库周期仍使工业企业对扩产保持谨慎，我们预计 6 月规模以上工业增加值同比增速回升至 4.0%，二季度同比增速约为 4.3%。6 月服务业生产虽略有回落但仍维持较高景气，接触型及新动能服务业保持向好态势，但房地产销售景气略显不足。

- **投资需求延续放缓态势，制造业依然面临较大不确定性**

  我们预计，1-6 月固定资产投资（不含农户）累计增速为 3.9%。其中，制造业投资同比增速为 5.9%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为 6.8%，房地产开发投资同比增速为-8.5%。综合研判，固定资产投资的最大不确定性来自制造业。我们重点提示，外需增长存在不确定性，国内市场需求制约不足仍然存在，近期部分大宗商品价格继续下行，制造业市场价格总体回落，企业效益恢复面临不少困难。

- **社零增速回落，主因基数影响**

  预计 6 月社会消费品零售总额同比+2.5%（前值 12.7%），两年复合增速为 2.8%，受基数影响，社零同比有所回落。端午假期文化和旅游市场延续修复态势，但较五一假期出行热度有所下降。年中购物节活动对线上消费起到一定支撑作用，通讯器材、家具家电等可选耐用品消费有所改善。车市延续平稳修复，促销政策持续助力汽车板块恢复。

- **高基数阶段性扰动，供给优势维稳出口**

  2023 年 6 月，预计人民币计价出口同比增长-2.7%，贸易顺差 800 亿美元，预计人民币计价进口同比增长 2.6%。我们继续提示结构重于趋势，关注三大结构性的产业趋势对我国出口的差异性影响：

  其一是发达经济体贫富差距扩大导致收入 K 型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺服、轻工、机械、家电、家具等领域的中高端品类或将受益。

  其二是新兴市场国家经济发展过程中，伴随着这些国家的现代化进程，“中国制造”出海带动我国出口增长。

  其三是全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧
执业证书号：S1230520070006
sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪
执业证书号：S1230520080001
zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩
执业证书号：S1230521050001
zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理：廖博
liaobo@stocke.com.cn

研究助理：潘高远
pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1 《6 月 PMI：需求恢复较缓，去库趋势延续》 2023.06.30

2 《如何看待当前美国地产市场？》 2023.06.29

3 《盈利稳步修复，延续被动去库》 2023.06.28

- **CPI 维持低位，PPI 跌幅收窄**

  预计 6 月 CPI 环比-0.1%，同比+0.2%（前值 0.2%），CPI 维持低位。肉类价格出现不同幅度下降，蔬菜价格上涨明显，价格明显强于季节性表现，鲜果价格高位波动，肉价菜价对冲，CPI 食品项保持稳定。预计 6 月 PPI 环比-0.2%，同比-4.8%（前值-4.6%），PPI 继续下探，但跌幅有所收窄。6 月煤炭价格持续下探，钢材价格底部企稳，原油价格波动下行，有色金属涨跌不一，整体来看工业品涨价仍缺乏需求端的拉动力

- **失业压力小幅上行，整体就业基本稳定**

  预计 6 月全国城镇调查失业率为 5.3%，较前值上升 0.1 个百分点，失业压力小幅上行，毕业季青年人口面临阶段性压力。一方面，国内出行强度开始向常态化回归，与之对应的住宿餐饮业、交通运输业等第三产业吸纳劳动力的作用边际收敛；另一方面，工业企业盈利持续承压，部分需求不足和产能过剩行业面临用工需求收缩的问题。

- **金融数据或悉数承压**

  由于去年 6 月各项金融数据基数均明显上行，我们预计今年 6 月数据或均有承压，自当前至 7 月中旬数据发布，将对市场情绪逐步产生影响，提示关注。预计 6 月人民币贷款新增 2.2 万亿，同比大幅少增约 6100 亿，对应增速回落 0.5 个百分点至 10.9%；预计 6 月社融新增 3.39 万亿，同比大幅少增约 1.8 万亿，增速较前值降 0.7 个百分点至 8.8%，刷新年内新低，结构中，预计同比拖累主要来自政府债券、信贷、未贴现银行承兑汇票；而企业债券、信托贷款、股票融资及委托贷款或小幅同比多增。

  对于 M2，去年基数逐步走高及今年 6 月信贷同比较弱、财政支出也受到一定掣肘的情况下，预计 6 月 M2 增速较前值回落 0.8 个百分点至 10.8%。对于 M1，地产销售低迷、居民消费活跃度分化，去年基数走高，预计 6 月 M1 增速较前值继续下行 1.6 个百分点至 3.1%。**我们预计，较弱的 6 月数据发布后，叠加经济高频数据同比走弱，尤其是 7 月大学生毕业季可能推升失业压力，后续货币政策进一步宽松预期也将逐步强化，我们仍认为下半年有全面降准和降息，降准在三季度的概率大。**

- **风险提示**

  大国博弈超预期；地缘政治形势变化超预期。

正文目录

1 经济动能高点已过，预计二季度 GDP 增速 6.7% **5**
2 工业略有恢复，服务保持景气 **5**
3 投资动能边际走弱，预计 6 月固定资产投资累计增速 3.9% **6**
3.1 制造业投资延续放缓趋势，预计 1-6 月制造业投资累计增速为 5.9% 8
3.2 卖地收入不足，高温降雨扰动，基建边际承压 9
3.3 预计 1-6 月地产投资累计增速-8.5%，投资增速持续承压 11
4 社零增速回落，主因基数影响 **12**
5 高基数阶段性扰动，供给优势维稳出口 **13**
6 CPI 维持低位，PPI 跌幅收窄 **15**
6.1 肉类价格下降，CPI 低位企稳 16
6.2 工业生产回暖，PPI 跌幅收窄 17
7 失业压力小幅上升，整体就业基本稳定 **19**
8 预计 2023 年 6 月信贷新增 2.2 万亿，社融新增 3.39 万亿，增速分别为 10.9%和 8.8% **20**
9 风险提示 **21**

图表目录

图 1: 经济内生动能偏弱 5
图 2: 基建是总需求侧的重要支撑 6
图 3: 各领域投资的内生动能均有所放缓 6
图 4: 6 月 PMI 仍低于荣枯线 6
图 5: 企业盈利仍处于下行通道 7
图 6: 私营部门利润总额降幅收窄速度较慢 7
图 7: 中小企业资本开支尚未修复至疫情前中枢位置 8
图 8: 高技术制造业投资增速高于整体制造业平均水平 8
图 9: 近 30 天全国气温距平实况图 9
图 10: 近 30 天全国降水距平百分率图 9
图 11: 2023 年 6-8 月降水距百分率 10
图 12: 2023 年 6-8 月气温距平 10
图 13: 商品房销售面积当年累计增速恢复尚可（%） 11
图 14: 商品房当月销售面积两年复合增速实际仍然低迷（%） 11
图 15: 预计 6 月社会消费品零售总额同比+2.5% 12
图 16: “端午”假期旅游收入较疫情前仍有不足 12
图 17: 12 城市 7 日移动平均地铁客运量保持历史同期最高水平 12
图 18: 民航执行客运航班量月底超过 2019 年同期 12
图 19: 预计 6 月份狭义乘用车零售销量 183 万辆，车市保持企稳 13
图 20: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长 15
图 21: 6 月猪肉价格降幅进一步收窄 16
图 22: 6 月牛肉价格下降明显 16
图 23: 6 月蔬菜价格继续上涨 16
图 24: 水果价格高位震荡 16
图 25: 北京酒店平均价格小幅下跌 17
图 26: 6 月布伦特原油价格下降 17
图 27: 6 月国内汽油、柴油价格下降 17
图 28: 6 月国内天然气价格下降 18
图 29: 6 月煤炭价格下跌 18
图 30: 6 月高炉开工率有所回升 18
图 31: 6 月中电联企业日均发电量显著抬升 18
图 32: 预计 6 月调查失业率为 5.3%，较前值上升 0.1 个百分点 19
图 33: 工业企业利润承压 19
图 34: 16-24 岁人口调查失业率仍居高位 19
图 35: 高校毕业生创历史新高 19
图 36: 6 月票据-同业存单利差先升后降 21

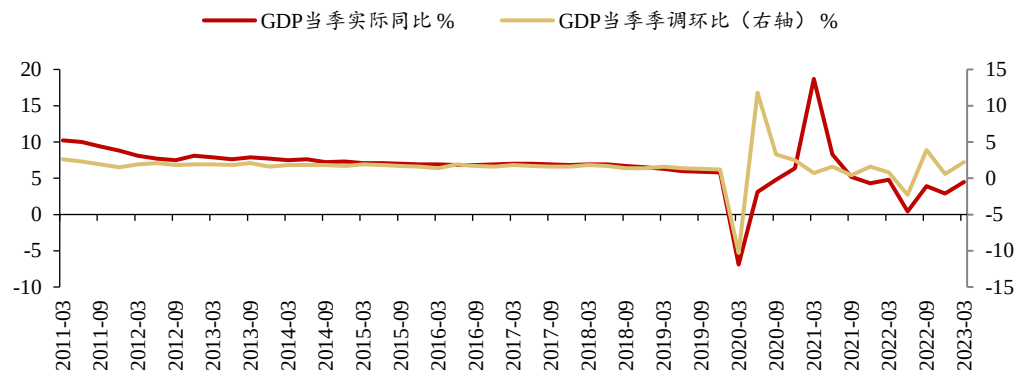
表 1: 6 月宏观经济数据预测 23

1 经济动能高点已过，预计二季度 GDP 增速 6.7%

我们判断，年内经济动能的高点已过，6 月份制造业 PMI 依然位于临界点以下。究其原因，既有前几个月恢复发展所形成的基数效应，也反映出市场需求仍有不足、经济发展内生动力有待进一步提升等问题。总体而言，市场需求维持收缩趋势，房地产市场偏弱和企业盈利下行的问题没有得到显著改善，叠加价格持续回落导致企业盈利承压，市场信心仍存不足。

结合二季度以来的月度数据以及高频宏观变量所蕴含的信息，我们预计二季度 GDP 实际增速 6.7%，2023 年 GDP 增速为 5.1%。我们认为，全年经济向上和向下弹性都不大，阶段性减退税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。下半年美联储加息暂缓后，中国将受益于国际收支、汇率改善，货币政策空间打开，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

图1： 经济内生动能偏弱



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 工业略有恢复，服务保持景气

6 月工业生产景气环比有所回升，但盈利压力及去库周期仍使工业企业对扩产保持谨慎，我们预计 6 月规模以上工业增加值同比增速回升至 4.0%，二季度同比增速为 4.3%。

从高频数据上看，工业生产景气度总体较上月小幅回升但强度仍有待加强。汽车半钢胎开工率、高炉开工率、焦炉生产率、螺纹钢产量环比上月小幅回升，而 PTA 环比有所回落，在工业生产景气恢复与高温天气作用下，南方八省电厂日均耗煤量环比上月大幅提升。

但当前工业企业盈利增速虽有所修复但面临较大压力，工业库存周期处于去库过程，内外需求对工业生产的支撑仍然分化，稳预期强信心仍十分必要。内需方面，受制于企业盈利压力制造业投资强度回落；地产修复持续性不佳，6 月份 30 大中城市商品房成交面积有所回落；基建投资相对韧性，但 6 月建筑业商务活动指数较上月有所回落，国内高温天气对基建实物工作量的形成或有一定负面影响。6 月 PMI 新订单指数虽小幅回升但仍处于收缩区间，表明制造业市场需求修复强度有待加强。外需方面，6 月新出口订单进一步回落，体现出口虽有结构亮点但总体或有下行压力。

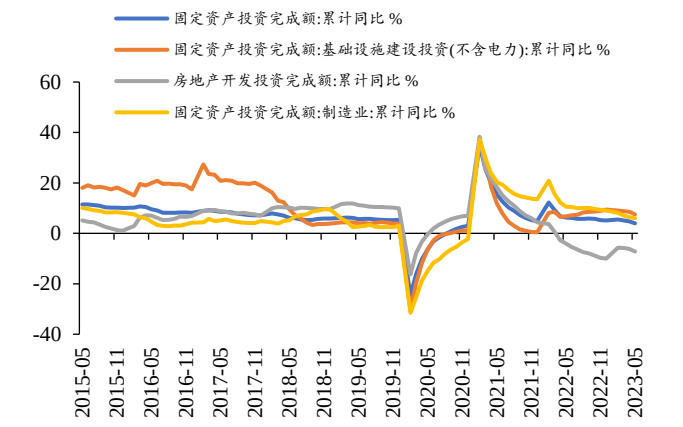
6 月服务业生产虽略有回落但仍维持较高景气，接触型及新动能服务业保持向好态势，但房地产销售景气略显不足。在“端午”节日效应带动下，旅游出行、线下消费等较为活跃，

国内主要城市地铁客流量高位运行，国内执飞航班数量回升，体现居民出行意愿仍强，铁路运输、航空运输、餐饮等行业业务活动预期维持较高景气。货运物流方面，6 月供应商配送时间指数仍处于扩张区间，表明制造业原材料供应商交货时间继续加快。服务业新动能行业发展保持向好态势，电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业景气度较高。

3 投资动能边际走弱，预计 6 月固定资产投资累计增速 3.9%

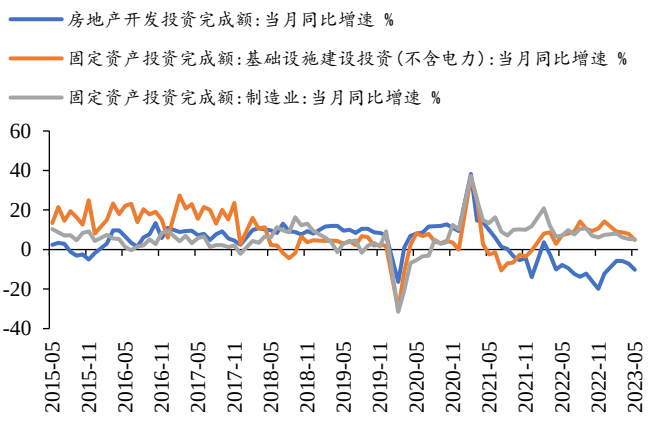
我们预计，1-6 月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 3.9%。其中，制造业投资同比增速为 5.9%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为 6.8%，房地产开发投资同比增速为-8.5%。综合研判，固定资产投资的最大不确定性来自制造业，6 月份制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平有所改善。我们重点提示，外需增长存在不确定性，国内市场需求制约不足仍然存在，近期部分大宗商品价格继续下行，制造业市场价格总体回落，企业效益恢复面临不少困难。

图2： 基建是总需求侧的重要支撑



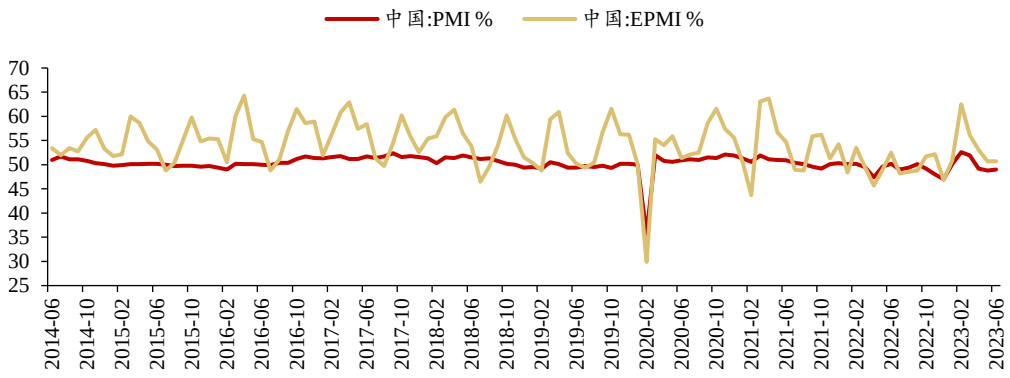
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3： 各领域投资的内生动能均有所放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

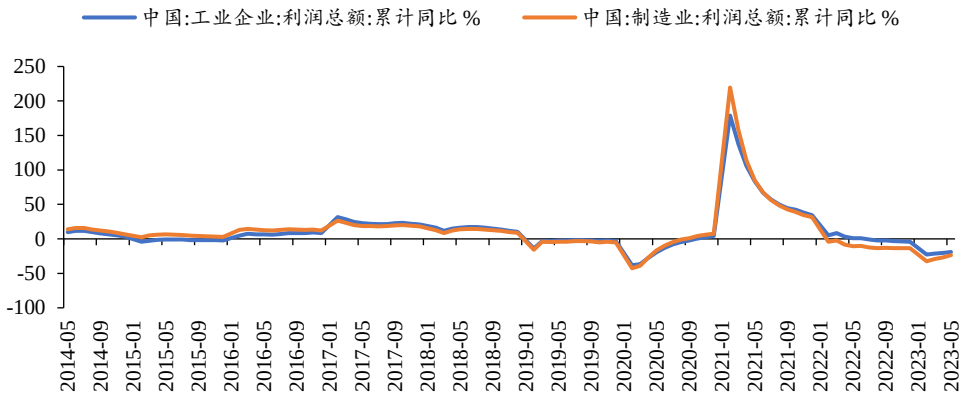
图4： 6 月 PMI 仍低于荣枯线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

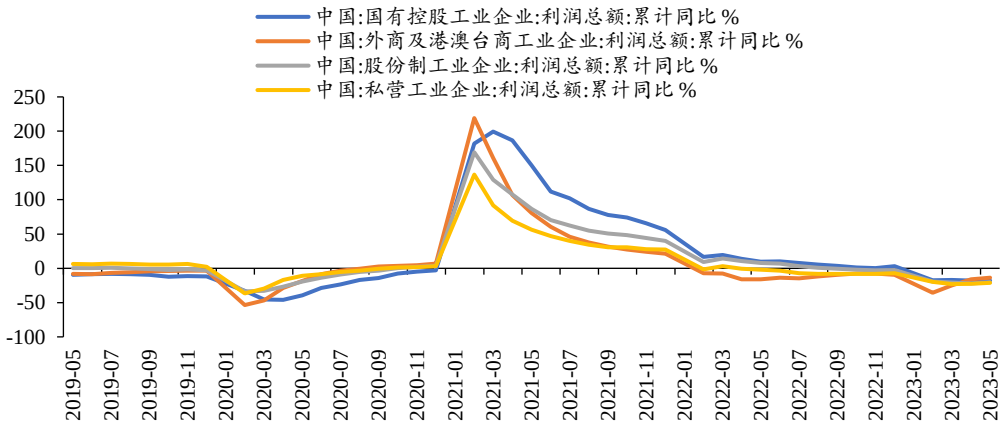
第一，企业盈利尚未走出下行通道。2023 年 1-5 月份，在 41 个工业大类行业中，14 个行业利润总额同比增长，1 个行业持平，24 个行业下降，2 个行业由盈转亏。整体来看，制造业企业面临国际环境严峻复杂和需求不足的制约明显，企业盈利持续恢复面临较多困难。分行业看，非金属矿物制品业下降 25.9%，纺织业下降 27.8%，农副食品加工业下降 39.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 49.2%，化学原料和化学制品制造业下降 52.4%，有色金属冶炼和压延加工业下降 53.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 92.8%，黑色金属冶炼和压延加工业由盈利转为亏损。

图5： 企业盈利仍处于下行通道



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6： 私营部门利润总额降幅收窄速度较慢



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第二，基础设施投资有效支撑投资需求平稳增长。1-5 月份，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 7.5%。其中，铁路运输业投资增长 16.4%，水利管理业投资增长 11.5%，道路运输业投资增长 4.4%，公共设施管理业投资增长 3.9%。我们认为，2023 年重大项目主要围绕“十四五”规划 102 项重大工程从新开工项目、拟建项目计划总投资等指标看，后续投资还存在较大潜力。

第三，地产投资仍处于结构调整的关键节点。1-5 月份，全国房地产开发投资 45701 亿元，同比下降 7.2%；其中，住宅投资 34809 亿元，下降 6.4%。我们判断，后续地产调控政

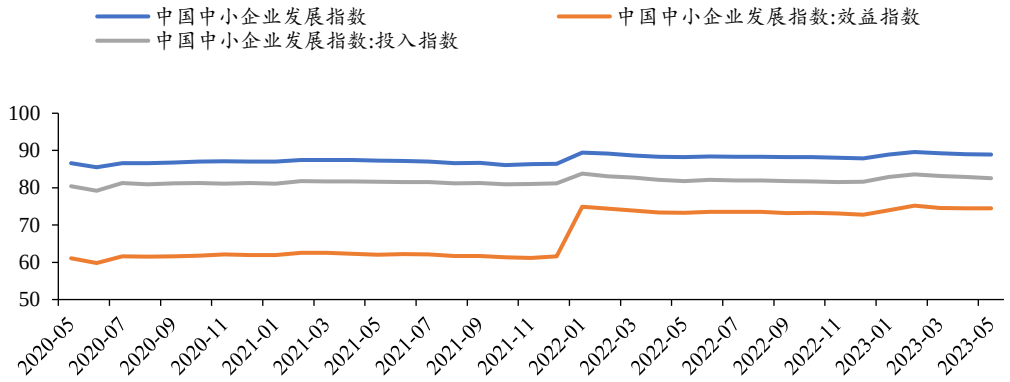
策将聚焦于供给主体即地产企业，核心要求是低杠杆、低负债、低周转，其他方面的要求可能阶段性淡化。

3.1 制造业投资延续放缓趋势，预计 1-6 月制造业投资累计增速为 5.9%

我们预计，1-6 月份制造业投资累计增速为 5.9%。6 月份，受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，制造业 PMI 继续位于临界点以下，或进一步压制投资需求。

第一，中小企业资本开支未见明显修复。中国中小企业协会近日发布的数据显示，5 月份中小企业发展指数为 88.9，比上月下降 0.1 点。作为反映中小企业经济运行状况的综合指数，中小企业发展指数回落，表明中小企业仍处于疫后恢复期，企稳回升的基础尚不牢固。

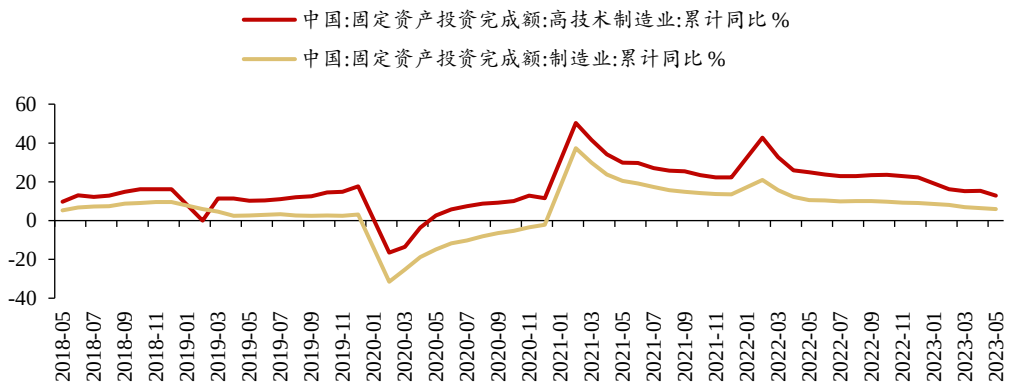
图7： 中小企业资本开支尚未修复至疫情前中枢位置



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第二，高技术制造业主要制造业投资。2023 年 1-5 月份，高技术制造业投资同比增长 12.8%，增速比 1-4 月份放缓 2.5 个百分点，但依然比制造业投资高 6.8 个百分点。其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 18.8%、16.1%。

图8： 高技术制造业投资增速高于整体制造业平均水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

展望下半年，我们判断经济结构调整面临一定压力，出行、旅游等消费需求逐步释放，但企业信心仍存不足，经济总体尚未回归潜在增速，制造业或面临较多挑战，后续民间投资还面临企业效益下滑、市场预期不稳等制约因素。2023 年 1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 26688.9 亿元，同比下降 18.8%，我们认为，后续盈利增速不足压制企业扩产积极性，结合低位徘徊的工业产能利用率、企业利润增速以及进一步下行的工业品价格来看，制造业扩大供给的意愿较低。综合研判，后续制造业的资本开支取决于中下游需求侧的修复斜率及其对应的持续性，预计 2023 年制造业投资呈现震荡走低的态势。

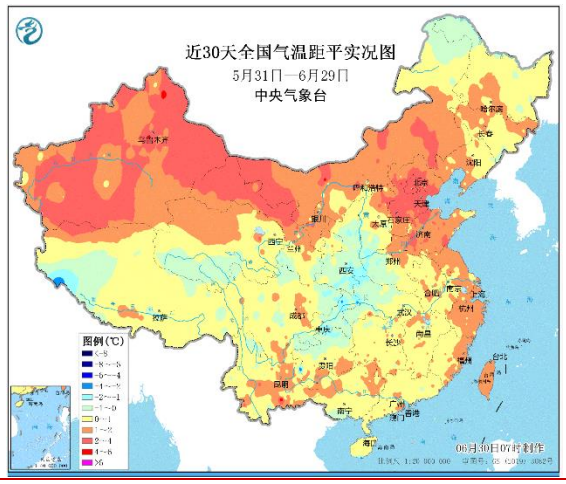
3.2 卖地收入不足，高温降雨扰动，基建边际承压

预计 2023 年 1-6 月基建投资（统计局口径）同比增长 6.8%。我们继续提示关注卖地收入不足及厄尔尼诺气候对基建施工的扰动，预计 Q2 末及 Q3 基建可能边际承压，未来重点关注准财政工具的出台。

财政前置发力，重大项目加速，基建平稳增长。2023 年以来在积极的财政政策要提质增效的背景下，财政支出前置配合各省重大项目加速开工建设，从需求侧来看，基建投资成为拉动经济增长的重要方式，一方面 1-5 月财政支出增速达到 5.8%，高于 5.6%的预算目标，支出进度达到了 38.1%，是 2020 年疫后以来同期最高水平；另一方面，截至 2023 年 4 月下旬，已有超过 20 个省出台了地方重大项目投资方案，根据我们梳理，可比口径下 19 个省 2023 年重大项目计划投资同比增长 6%，高于全年 5%的经济增长目标，将成为稳增长的重要支撑。

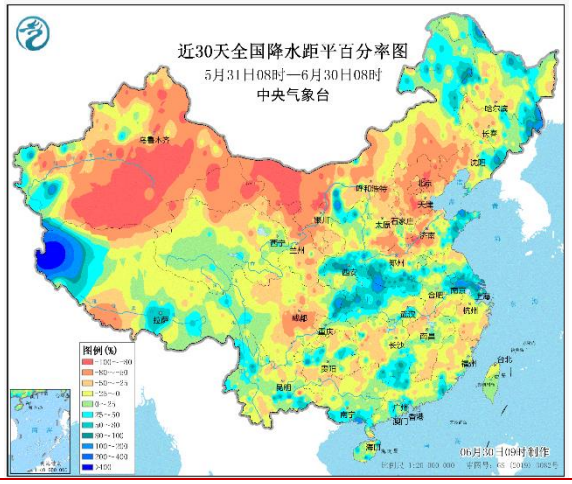
卖地收入不足和天气因素边际扰动基建。我们从 4 月起开始提示关注卖地收入不足和厄尔尼诺现象对未来基建的扰动，逻辑正不断兑现，一方面 2023 年以来政府性基金科目中卖地收入增速仍处于较低水平，截至 5 月仍较 2022 年下降近 4000 亿元，专项债集中加速发行有一定作用，但考虑专项债对项目收益率要求较高和专款专用的使用方式，难以完全填补卖地收入不足对狭义基建的扰动；另一方面，厄尔尼诺现象逐步对我国产生实质性影响，伴随着极端高温天气和大规模降雨的出现，基建施工将受到不同水平的影响，6 月我国呈现了明显的“北方高温、南方多雨”天气现象，其中北京、天津、内蒙古等地气温较往年平均水平高 4-6 度，华中及华南地区降雨也较往年有所上升。

图9： 近 30 天全国气温距平实况图



资料来源：中国气象局国家气象中心，浙商证券研究所

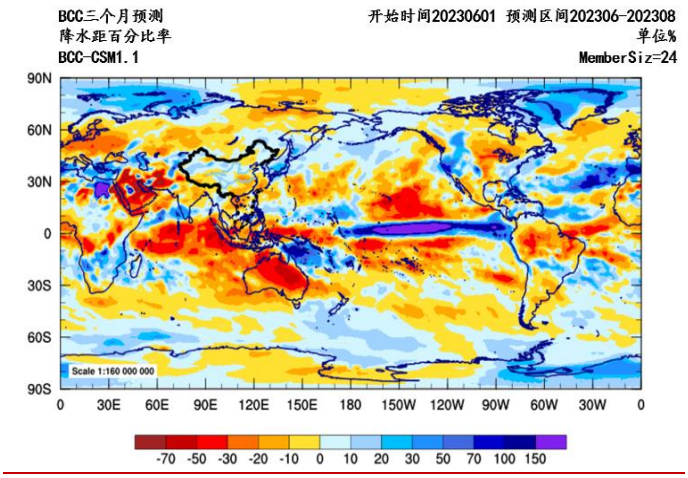
图10： 近 30 天全国降水距平百分率图



资料来源：中国气象局国家气象中心，浙商证券研究所

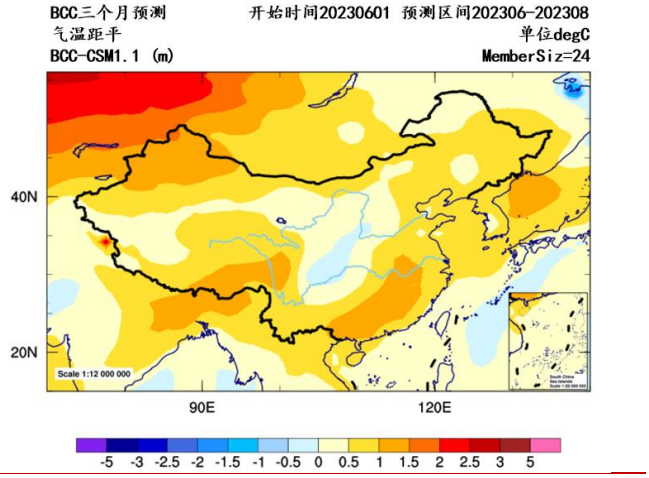
后续卖地收入不足关注准财政发力，天气因素在 Q3 仍是重要变量。考虑卖地收入是分期支付，不论是去年房企买地的尾款还是当前的土地成交“首付”，整体上均表现的相对较弱，我们预计卖地收入仍将承压一段时间，并将对基建产生一定扰动，结合 2022 年政策经验，我们认为随着新增专项债上半年集中发行，Q3 基建到位资金可能存在压力，有较大概率继续推出政策性金融工具等准财政工具，补充到位资金，服务于基建投资。此外，厄尔尼诺效应仍将继续发酵，Q3 天气因素对基建仍是关键变量，结合中央气象局预判，我们预计 6-8 月除黑龙江中部和北部气温较常年同期略偏低外，全国大部地区气温接近常年的同期偏高水平，考虑高温可能导致室外露天作业出现阶段性停工，而南方的极端高温几率降低但可能出现大规模降雨，我们认为，不论是极端高温天气导致阶段性停止室外施工，还是大规模降雨导致基建、房建施工中断，都可能对基建投资带来一定负面扰动。

图11： 2023 年 6-8 月降水距百分率



资料来源：中国气象局国家气象中心，浙商证券研究所

图12： 2023 年 6-8 月气温距平



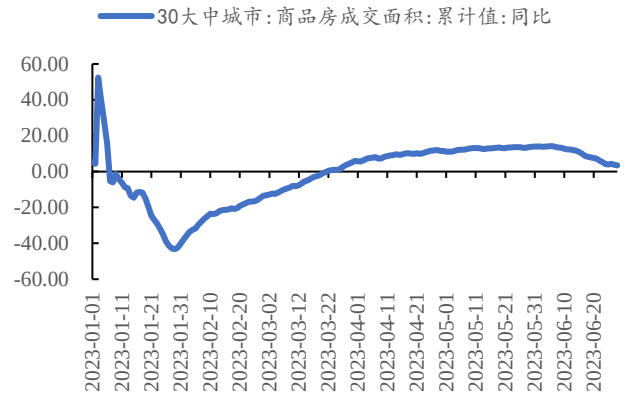
资料来源：中国气象局国家气象中心，浙商证券研究所

3.3 预计 1-6 月地产投资累计增速-8.5%，投资增速持续承压

预计 2023 年 1-6 月房地产开发投资累计增速为-8.5%，在前值基础上仍有进一步下行压力。6 月以来地产行业市场环境未有明显改善，地产销售两年复合增速持续低迷。

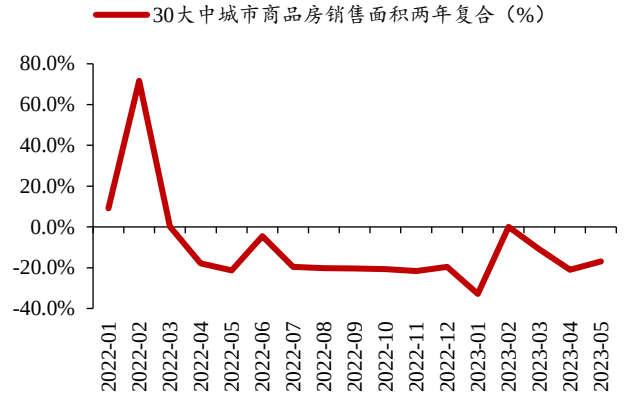
从销售端来看，6 月销售数据实际仍然低迷，截至 6 月 28 日，30 大中城市商品房销售面积累计增速同比已降至 3.5%，相较上月末水平 14.0%继续回落，我们曾于前期报告指出，年内商品房销售的阶段性高增速主要源于 2022 年同期因为疫情而导致的低基数效应，从两年复合来看，4 月、5 月 30 大中城市商品房当月销售面积两年复合分别为-21.0%和-16.9%，与 2022 年下半年相比未有明显改善。

图13： 商品房销售面积当年累计增速恢复尚可（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14： 商品房当月销售面积两年复合增速实际仍然低迷（%）

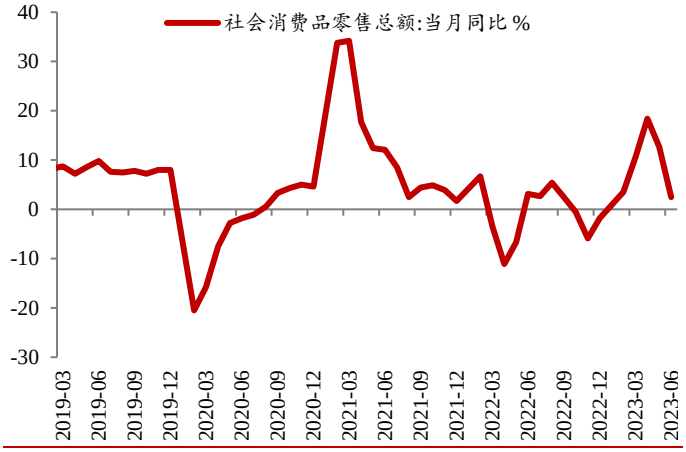


资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 社零增速回落，主因基数影响

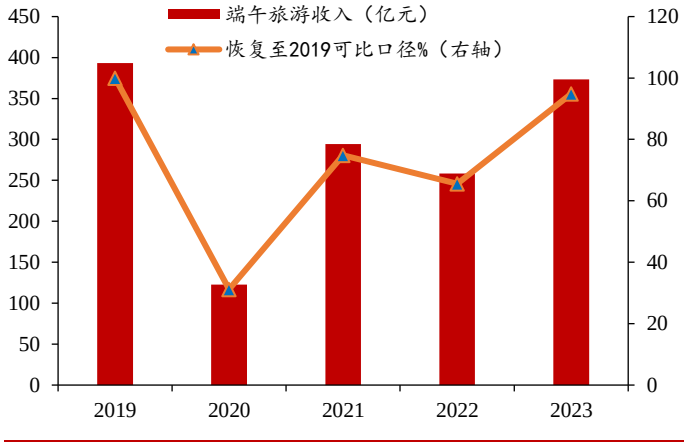
预计 6 月社会消费品零售总额同比+2.5%（前值 12.7%），两年复合增速为 2.8%，受基数影响，社零同比有所回落。端午假期文化和旅游市场延续复苏态势，但较五一假期出行热度有所下降。年中购物节活动对消费起到一定支撑作用，通讯器材、家具家电等可选耐用品消费有所改善。车市延续平稳修复，持续的促销政策对汽车板块有所助力。

图15： 预计 6 月社会消费品零售总额同比+2.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

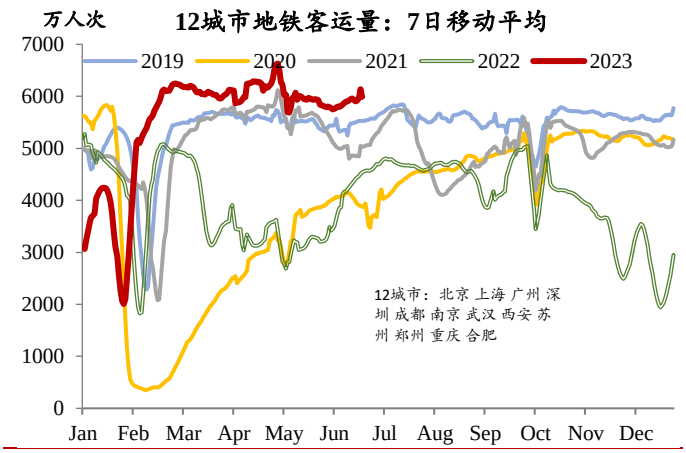
图16： “端午”假期旅游收入较疫情前仍有不足



资料来源：Wind，浙商证券研究所

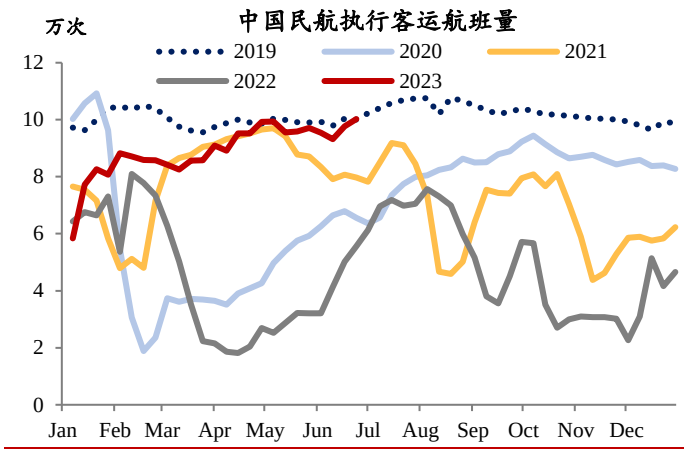
文化和旅游市场延续平稳复苏，但较五一假期出行热度有所回落。据文化和旅游部披露，端午假期国内旅游出游 1.06 亿人次，实现国内旅游收入 373.1 亿元，按可比口径分别恢复至 2019 年同期的 112.8%、94.9%，旅游收入与 2019 年同期相比略有不足。人员流动强度维持良好，民航执行客运航班量月底再超 2019 年同期，地铁客运量保持历史高位。

图17： 12 城市 7 日移动平均地铁客运量保持历史同期最高水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18： 民航执行客运航班量月底超过 2019 年同期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/246042025232010134