

经济修复势头减缓 市场信心有待提升

随着前期积压需求集中释放，市场主体信心恢复缓慢，二季度中国经济修复势头放缓、力度减弱，分化复苏特征凸显。工业生产回升徐缓，服务业反弹强劲。需求疲软下，价格似临通缩压力，不过在经济持续复苏下，预计下半年价格指数将触底回升。消费复苏动能出现衰减，而服务消费依然强劲，居民可支配收入与消费支出同步增长，齐超 GDP 增速，调整存量房贷利率有利于减轻居民房贷利息支付压力，增加可支配收入，继而促进消费增长。城镇调查失业率保持稳定，青年失业率迭创新高，8 月后或触顶回落。固定资产投资边际走低，民间投资走出“U”型调整后在政策呵护下有望止跌回升；基建投资上半年边际走低，下半年有望企稳；在稳增长政策托举下，制造业投资增长将保持韧性；地产行业复苏山重水复，居民购房信心降至低位，销售、投资继续下滑。受累于全球经济放缓，外需低迷持续，出口压力再现。

7 月 24 日中央政治局会议强调，做好下半年经济工作，要加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。惠誉博华预计，下半年政府将继续致力于稳定居民、民营经济等各个市场主体信心，恢复和扩大需求，加力提效财政政策，精准实施货币政策，勉力形成扩大需求的合力。考虑到复苏势头减缓，惠誉博华下修 2023 年中国经济增速至 5.3%。

惠誉博华

相关研究

惠誉博华 2023 年宏观经济前瞻：沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春（2023.2）
消费担纲增长引擎 经济复苏中流击水（2023.4）

分析师

常海中

+ 86 (10) 5663 3870

haizhong.chang@fitchbohua.com

刘濛洋, CPA, FRM

+ 86 (10) 5663 3875

mengyang.liu@fitchbohua.com

唐大千, CPA, CFA

+ 86 (10) 5663 3873

darius.tang@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

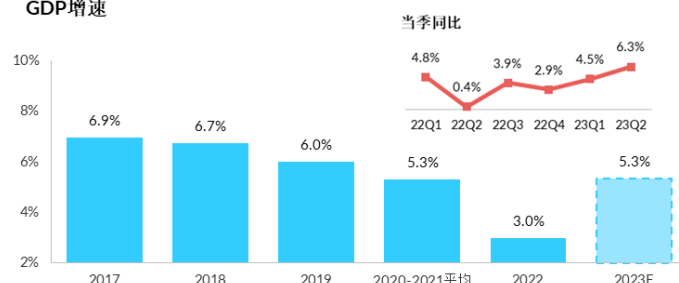
+ 86 (10) 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

二季度中国经济复苏势头减缓

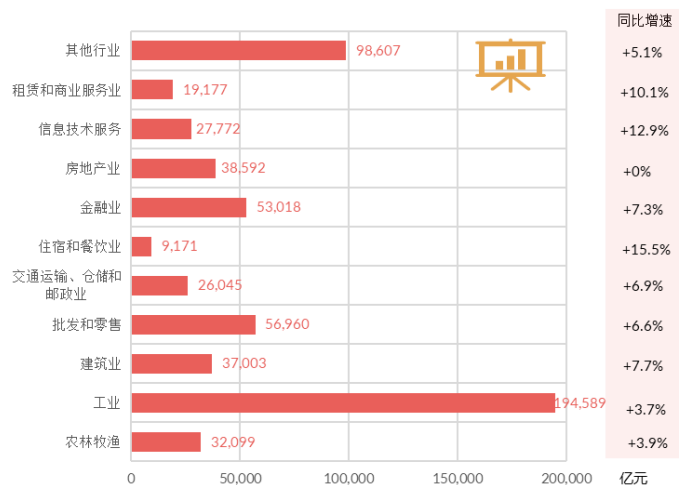
随着前期积压需求集中释放，二季度中国经济复苏势头减缓，挑战增多。按不变价格计算，上半年 GDP 同比增长 5.5%，比一季度加快 1.0 个百分点。分产业看，第一、第二与第三产业 GDP 同比分别增长 3.7%、4.3% 与 6.4%，其中仅第三产业增速快于整体增速，成为拉动 GDP 增长的核心力量。分季度看，一季度 GDP 同比增长 4.5%，二季度增长 6.3%，增速似有加快之势，但如果考虑 2022 年低基数效应，二季度 GDP 两年平均增速则仅为 3.3%，远不及一季度的两年平均增速（4.6%）。此外，二季度 GDP 平减指数同比下降 0.92%，2015 年四季度以来首次为负，凸显需求不足。

GDP 增速



资料来源：Wind，惠誉博华

分行业 GDP 及同比增速



资料来源：Wind，惠誉博华

从行业看，上半年住宿和餐饮业、信息技术服务、建筑业 GDP 同比分别增长 15.5%、12.9%、7.7%，显著高于 GDP 整体增速；而制造业、房地产 GDP 同比增速仅为 3.9%、0.0%，远低于经济增速。经济复苏继续呈现分化之势。

7 月 24 日召开的中央政治局会议指出，当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。会议强调，做好下半年经济工作，要加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预

期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。惠誉博华预计，下半年政府将继续致力于恢复和扩大需求，加力提效财政政策，精准实施货币政策，勉力形成扩大需求的合力。考虑到复苏势头减缓，惠誉博华下修 2023 年中国经济增速至 5.3%。

工业生产逐步恢复，服务业持续向好

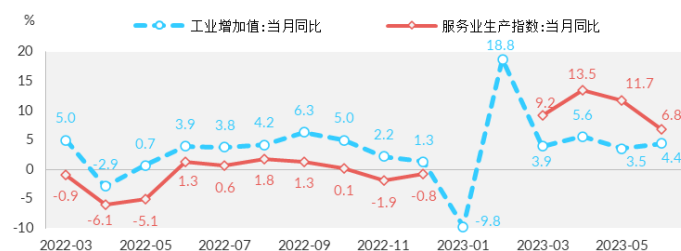
上半年，规模以上工业增加值同比增长 3.8%，比一季度加快 0.8 个百分点。分三大门类看，受大宗商品价格低迷、需求不旺拖累，采矿业增加值同比仅增长 1.7%，远低于全部规模以上工业增速；装备制造业继续保持高景气度，增加值增长 6.5%，比全部规模以上工业快 2.7 个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 4.4%，而私营企业仅增长 1.9%，可解释近期民间投资剧烈下滑原因。6 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.4%，高于 5 月的 3.5%，两年平均增速为 4.2%（3 月与 4 月的各自两年平均增速分别为 1.4%、2.1%），改善较为显著。

6 月份，制造业 PMI 为 49.0%，比上月小幅回升 0.2 个百分点，景气水平总体有所改善。生产指数为 50.3%，比上月上升 0.7 个百分点，重回扩张区间，制造业企业生产活动有所加快。装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 50.9%和 51.2%，比 5 月各上升 0.5 和 0.7 个百分点，均连续两个月回升，行业扩张力度有所加大。大型企业 PMI 为 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点，重返扩张区间，特别是生产指数和新订单指数连续两个月均高于临界点，产销持续增长，对本月制造业 PMI 拉动作用明显；中型企业 PMI 为 48.9%，比上月上升 1.3 个百分点，景气水平有所改善；小型企业 PMI 为 46.4%，比上月下降 1.5 个百分点，联袂处于收缩区间的中、小企业 PMI 也是私营企业增加值增速低、民间投资剧烈下滑的映射。

上半年，随着经济社会全面恢复常态化运行，服务业延续恢复向好态势，对经济增长贡献提升。上半年，服务业增加值同比增长 6.4%，比一季度加快 1.0 个百分点。服务业增加值占国内生产总值比重为 56.0%，比上年同期高 1.6 个百分点，对国民经济增长的贡献率为 66.1%，拉动国内生产总值增长 3.6 个百分点。

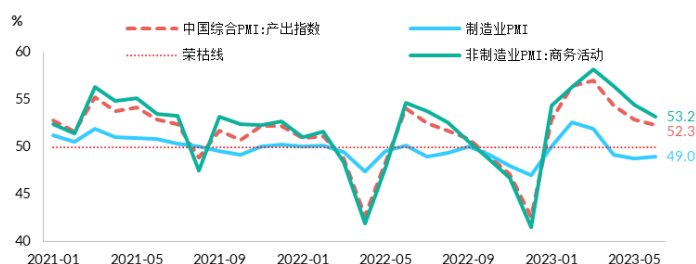
6 月份服务业生产指数同比增长 6.8%，低于前值的 11.7%，但仍属较高水平，两年平均增速为 4.1%，高于前值的 3.3%，预计将继续改善。上半年，服务业 PMI 持续位于扩张区间，均值为 54.7%，高于上年同期 6.5 个百分点。与实体经济发展密切相关的信息传输、软件和信息技术服务业，金融业等行业商务活动指数上半年均值升至 60.0%以上高位景气区间，业务总量增长较快。与居民消费及商旅出行密切相关的住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业等行业商务活动指数上半年均值均比上年同期大幅回升，市场活跃度明显提升。上半年，服务业业务活动预期指数均值为 62.5%，高于上年同期 6.0 个百分点，企业预期稳定向好。

工业增加值及服务生产指数同比增速



资料来源：Wind，惠誉博华

PMI



资料来源：Wind，惠誉博华

CPI 低位蛰伏，PPI 持续下探，预计下半年企稳回升

CPI 低位蛰伏。上半年，CPI 同比增速为 0.7%。1 月份，受春节效应等因素影响，CPI 同比上涨 2.1%，之后随着节后消费需求回落、国际能源价格下跌，CPI 同比涨幅不断走低，6 月份已降至 0%，整体呈现前高后低趋势，凸显需求不足挑战。

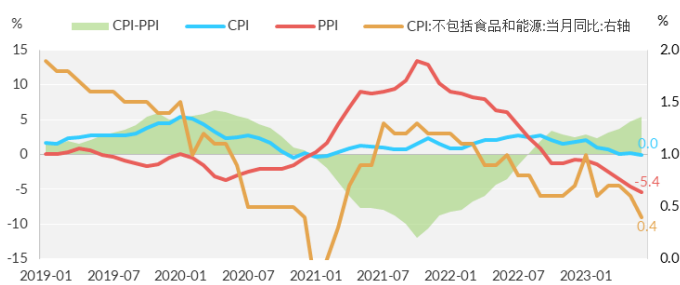
食品价格有所上涨。上半年，食品价格同比上涨 2.5%，影响 CPI 上涨约 0.45 个百分点。6 月份，食品价格上涨 2.3%，鲜菜、薯类、鲜果和禽肉类价格上涨较多，涨幅在 4.3%-10.8%之间；受供给过剩影响，猪肉价格大幅下降 7.2%，降幅比 5 月扩大 4.0 个百分点。

能源价格持续回落。受国际能源价格下行影响，国内能源价格持续回落，上半年同比平均下降 3.5%，影响 CPI 下降约 0.28 个百分点；6 月份，能源价格下降 9.3%，主要系国际原油价格下跌所致。

上半年，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.7%。其中，服务需求持续恢复，服务价格上涨 0.9%，涨幅比一季度扩大 0.1 个百分点。服务中，居民出行需求旺盛，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格分别上涨 20.2%、5.0%、8.6%和 7.1%。受汽车降价竞争拖累，燃油汽车价格下降 4.2%，降幅比一季度扩大 0.8 个百分点。6 月份，核心 CPI 同比上涨 0.4%，涨幅较上月继续回落 0.2 个百分点，其中，消费品 CPI 同比下降 0.5%，降幅较 5 月扩大 0.2 个百分点，服务 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅较 5 月收窄 0.2 个百分点。

针对 CPI 下半年走向，7 月 14 日央行在新闻发布会上表示“今年以来 CPI 同比涨幅震荡回落，7 月可能还会下行，主要是需求恢复时滞和基数效应导致的阶段性现象……8 月份后 CPI 有望开始逐步上行。预计全年 CPI 总体走势呈 U 型。年内物价水平先降后升，年底有望向 1%靠拢”。

CPI 及 PPI 走势



资料来源：Wind，惠誉博华

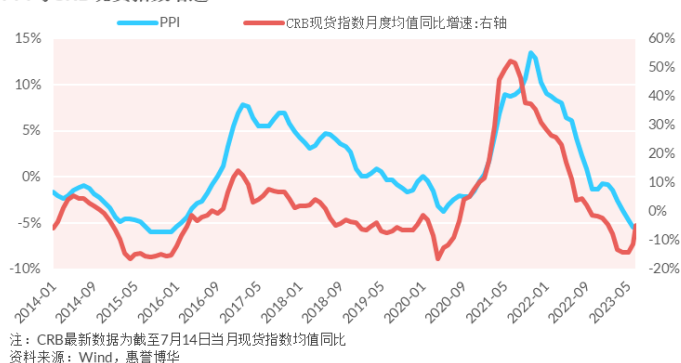
PPI 持续下探。上半年，PPI 同比增速为 -3.1%。其中，一季度下降 1.6%，二季度下降 4.5%。分月看，同比降幅逐月扩大。受石油、煤炭等大宗商品价格回落、市场需求不足及基数较高等因素影响，

PPI 同比降幅从 1 月份的 0.8%扩大至 6 月份的 5.4%，创下 2016 年 1 月以来最低值。

生产资料价格下降是带动 PPI 下行的主要因素。上半年，生产资料价格同比下降 4.1%，影响 PPI 下降约 3.06 个百分点。从产业链看，采掘工业、原材料工业、加工工业价格降幅随产业链自上而下逐级收窄。分行业看，国际石油、有色金属价格震荡下行，带动国内相关行业价格下降，包括石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业价格均有不小降幅。房屋新开工面积下降引致钢铁、建材等行业价格走低，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 13.3%。

PPI 与 CRB 现货指数走势一致性颇高。6 月以来 CRB 现货指数已触底回升，惠誉博华预计 6 月 PPI 大概率是本轮回调底部，7 月开始 PPI 跌幅将逐步收窄回升。

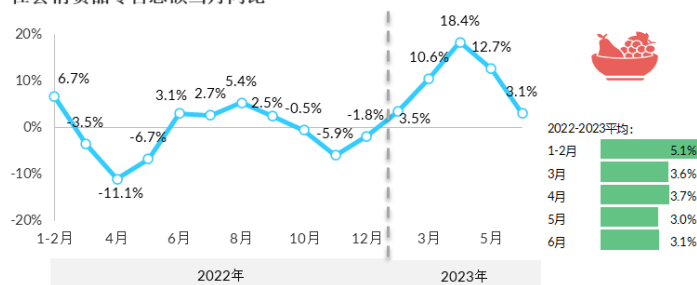
PPI与CRB现货指数增速



消费复苏动能衰减，服务消费依然强劲

上半年，社会消费品零售总额同比增长 8.2%，增速比一季度加快 2.4 个百分点。随着低基数效应逐渐消退，叠加居民消费能力相对偏弱、消费信心不足、收入预期仍未显著恢复或提升，6 月份社会消费品零售总额快速走低，同比增长 3.1%，较 5 月大幅回落 9.6 个百分点。6 月两年平均增速录得 3.1%，略高于 3.0%的前值。

社会消费品零售总额当月同比



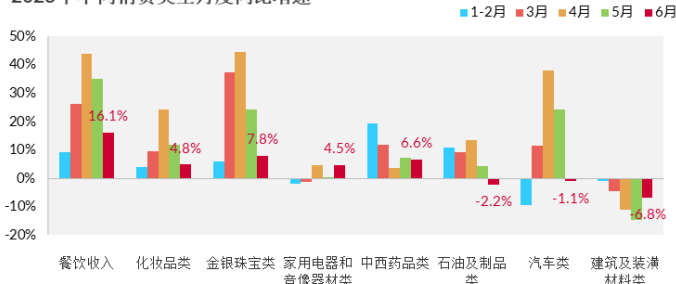
资料来源：Wind，惠誉博华

按消费类型来看，服务消费加快恢复，对接触型聚集型服务业拉动作用增强。居民外出购物、就餐、住宿增加，带动相关服务业增长。6 月餐饮收入同比增长 16.1%，两年平均增速 6.1%，低于 7.0%的前值，反弹力度略有减弱。居民出行意愿增强，文旅市场较快恢复。上半年，营业性旅客周转量同比增长 115.8%。五一、端午假期，全国国内旅游出游分别为 2.74 亿和 1.06 亿人次，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.1%和 112.8%。国家电影局数据显示，上半年电影总票房同比增长 52.9%。服务业经济延续恢复向好态势，发展动能持续增强，市场预期稳定向好。

6 月家电零售额同比增长 4.5%，两年平均增速 3.9%，高于前值 9.2 个百分点，大概率受益于“保交楼”取得一定效果以及高温酷暑刺激空调大卖。同样属于地产产业链的建筑装饰材料行业 6 月零售额同比下滑 6.8%，两年平均增速-5.9%个百分点，较前值收窄 5.3 个百分点，有所改善。不过，鉴于当前地产销售再度出现下跌幅度走阔，预计家电与建筑装饰材料等与地产产业链相关度高的行业仍将面临持续复苏挑战。

6 月汽车销售同比下降 1.1%，主要缘于上年同期汽车购置税减半政策开始实施导致基数甚高，而两年平均增速录得 6.4%，较前值高 2.3 个百分点，反映汽车销售仍在增长快通道。而且，政府针对汽车行业的政策指引与支持措施频出，旨在进一步稳定和扩大汽车消费。近期出台的一项重磅政策即是：为进一步巩固和扩大新能源汽车产业发展优势，6 月 2 日国务院常务会议要求延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，决定将新能源汽车车辆购置税减免政策延长至 2027 年年底，减免力度分年度逐步退坡，并对新能源乘用车减免车辆购置税设定减免税限额。初步估算，实行延长政策，2024-2027 年减免车辆购置税规模总额将达到 5,200 亿元。今年全年预计新能源汽车免征车辆购置税将超过 1,150 亿元，随着 2024 年到 2027 年这一税收优惠政策的优化和延续，将不断激发中国新能源汽车消费潜力。毋庸置疑，延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策将促进新能源汽车消费潜力进一步释放，扩大有效需求。

2023年不同消费类型月度同比增速

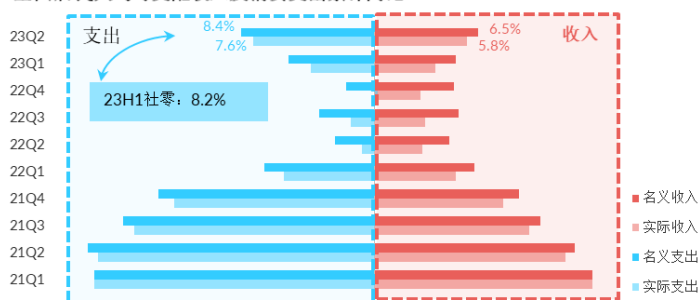


居民可支配收入与消费支出同步增长，齐超 GDP 增速

消费是收入的函数，促进消费就必须多渠道增加城乡居民收入。上半年，居民人均可支配收入 19,672 元，比上年同期名义增长 6.5%；扣除价格因素，实际增长 5.8%，仍低于疫情前 6%左右的水平。经济持续恢复带动了城乡居民收入的稳定增长，上半年居民收入名义增速和实际增速分别比一季度快 1.4 和 2.0 个百分点。而且，时隔半年后，居民可支配收入增速终于再次超过 GDP 增速。中国目前面临的需求不足主要是消费需求不足，中国最终消费率比国际水平低 20 个百分点。若国民收入得以持续向居民部门倾斜，无疑将有助于提升居民消费能力、增强消费信心，将更多资金用于可持续的消费而非由政府与企业部门用来投资，从而更好地发挥消费成为中国经济增长关键引擎的功能。

居民消费支出恢复态势明显。上半年，居民人均消费支出 12,739 元，比上年同期名义增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 7.6%，高于居民人均可支配收入增速 1.8 个百分点，名义和实际增速分别比一季度快 3.0 和 3.6 个百分点。时隔一年后，居民消费支出增速重新超过 GDP 增速。

全国居民人均可支配收入及消费支出累计同比

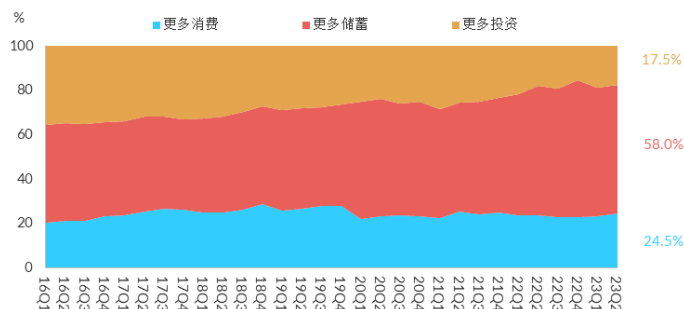


资料来源：Wind，惠誉博华

惠誉博华注意到，今年年初以来，由于对未来收入与就业稳定性信心减弱，加之理财收益率、房贷利率等价格关系已经发生了变化，居民使用存款或者减少其他投资提前偿还存量贷款的现象大幅增加。根据7月14日央行在新闻发布会上公布的数据，今年上半年，个人住房贷款累计发放3.5万亿元，较去年同期多发放超过5,100亿元，对住房销售支持力度明显加大。但统计数据显示的个人住房贷款余额总体还略微减少一点，而这可能也是上半年居民消费支出较快增长的一个驱动因素。

中国人民银行披露的2023年第二季度城镇储户问卷调查显示：二季度选择“更多消费”的居民占比24.5%，较上季度增加1.3个百分点，连续两个季度走高，创下2022年1季度以来新高，显示居民消费意愿继续回升。选择“更多储蓄”的居民占比58.0%，与上季持平，但仍处历史高位水平。另外，倾向于“更多投资”居民较上季度回落1.3个百分点。

居民消费、储蓄及投资意愿



资料来源：中国人民银行，惠誉博华

央行在7月14日召开的新闻发布会上表示，按照市场化、法治化原则，支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或以新发放贷款置换原来的存量贷款。惠誉博华预计，为了响应央行呼吁，同时遏制房贷提前偿还从而避免房贷规模持续流失缩水，近期商业银行可能会落地执行存量房贷利率调整。调整存量房贷利率有利于减轻居民房贷利息支付压力、增加可支配收入，释放消费潜能，促进消费增长，继而拉动经济增长。

7月24日召开的中共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。惠誉博华认为，近期拉动消费的政策措施正在密集出台，随着其逐渐发挥效应，消费增速有望回升，继续引领经济复苏。

城镇调查失业率保持稳定，青年失业率迭创新高

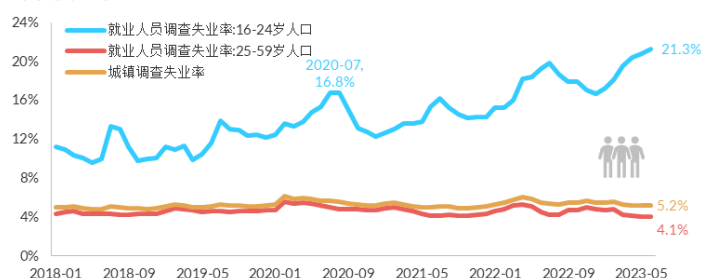
随着经济持续恢复，市场用工需求增加，就业形势整体好转。今年上半年，全国城镇调查失业率均值为5.3%，比上年同期下降0.4个百分点。分月看，1、2月份受春节因素影响，全国城镇调查失业率处于较高水平，分别为5.5%、5.6%。3月份，随着节后陆续恢复工作，就业状况有所好转，失业率降至5.3%。进入二季度，就业形势保持稳定，4-6月份，全国城镇调查失业率维持在5.2%，比上年同期分别下降0.9、0.7和0.3个百分点。

就业主体人群失业率处于较低水平。上半年，就业主体人群（25-59岁）劳动力失业率均值为4.4%，比上年同期下降0.5个百分点，已低于2019年疫情前水平。农民工就业形势明显好转。接触型服务业快速恢复，交通运输、住宿餐饮、旅游等行业较快增长，带动外来农业户籍人员就业形势明显好转。上半年，外来农业户籍劳动力（主要是进城农民工）城镇调查失业率均值为5.3%，比上年同期下降0.5个百分点。

尽管青年劳动力（16-24岁）在劳动力中的占比较低，但其失业问题不断凸显，需予以重点关注并解决。2023年应届毕业生集中进入劳动力市场寻找工作，青年劳动力失业率自2月份以来连续升高，6月份青年劳动力失业率升至21.3%，连续三个月迭创2018年有统计数据以来新高。对此统计局表示，随着大学毕业生逐步进入劳动力市场，从季节上、历史上来看，每到毕业季的时候，青年人失业率都会有所上升。由于青年毕业生、年轻人在7月份集中进入劳动力市场，青年失业率有可能还会有所提高。一般随着毕业季过去，年轻人逐步找到工作，从历史规律来看，8月以后失业率会逐步下降。

下阶段，随着经济持续恢复，用工需求继续扩大，叠加稳就业政策持续显效，就业形势有望保持总体稳定。此外，随着青年毕业生逐步步入岗入职，青年失业率有望逐步下降。

中国失业率



资料来源：Wind，惠誉博华

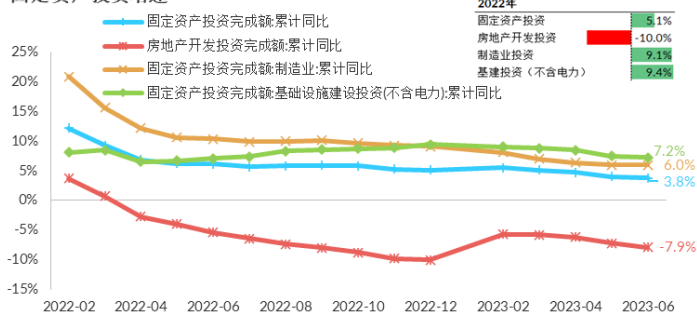
固定资产投资边际走低，民间投资走出“U”型调整后在政策呵护下有望止跌回升

上半年，固定资产投资同比增长3.8%，1-2月、1-3月、1-4月以及1-5月累计同比增速分别为5.5%、5.1%、4.7%与4.0%，总体呈逐月走低之势。不过，当前PPI通缩严重，若剔除价格因素固定资产投资增速尚算差强人意。

上半年，民间固定资产投资同比下降0.2%。值得关注的是，由于内需不足、出口订单下降、地产低迷、盈利下滑、预期不稳等问题日益显著，民间固定资产投资月度增长最终走出“U”型走势。年初运行平稳、起落不大，但是4月出现断崖式下跌，当月单月推

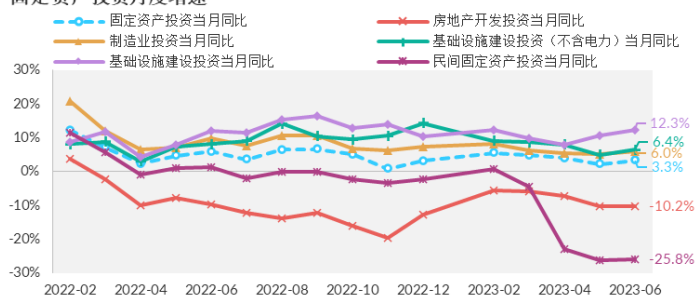
算增速为-22.8%，较前值-4.4%骤降 18.4 个百分点，5、6 月推算增速分别为-26.1%、-25.8%，跌幅走阔。

固定资产投资增速



资料来源：Wind，惠誉博华

固定资产投资月度增速



资料来源：Wind，惠誉博华

民间投资是反映市场经济活力最直观的指标之一，对于中国经济稳增长具有重大意义，是经济增长的内生动能所在，也是稳增长、稳就业、推动经济转型的重要力量。自 2012 年有民间投资统计口径以来，全国民间投资占整体投资比重始终保持在 55%以上，是投资的主力军。“56789”常用来概括民营经济在经济社会发展中的重要作用，即民营经济贡献了 50%以上的税收，60%以上的国内生产总值，70%以上的技术创新成果，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的企业数量。

在民营企业信心不足、预期不稳、民间投资增速持续回落的背景下，7 月 19 日，中共中央、国务院印发《关于促进民营经济发展壮大的意见》（以下简称“意见”），从民营经济的发展环境、政策支持、法治保障以及促进民营经济人士健康成长等方面，提出 31 条具体举措，首次将民营经济定位成“推进中国式现代化的生力军”。7 月 24 日，国家发展改革委发布《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作 努力调动民间投资积极性的通知》（以下简称“通知”），明确提出充分认识促进民间投资的重要意义，力争将全国民间投资占固定资产投资的比重保持在合理水平，发改委将在交通、水利、清洁能源、新型基础设施、先进制造业、现代设施农业等领域中，选择一批市场空间大、发展潜力强、符合国家重大战略和产业政策要求、有利于推动高质量发展的细分行业，鼓励民间资本积极参与。同时，要全面梳理吸引民间资本项目清单，搭建统一的向民间资本推介项目平台，设立中央预算内投资促进民间投资引导专项，努力完善有利于民间投资的良好环境，充分调动各地民间投资工作的积极性。

惠誉博华认为，《意见》与《通知》的出台将稳定民营企业预期、提振民营企业发展信心，优化民营经济发展环境，加大对民营经济的政策支持，并将促进民间固定资产投资企稳回升。

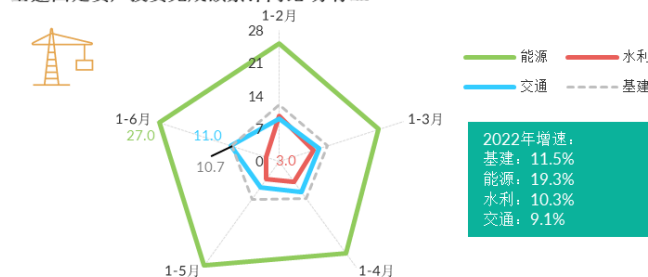
基建投资：上半年边际走低，下半年有望企稳。上半年，基建投资（不含电力）同比增长 7.2%，拉动全部固定资产投资增长 1.5 个百分点。1-2 月、1-3 月、1-4 月以及 1-5 月累计同比增速分别为 9.0%、8.8%、8.5%与 7.5%，亦呈不断走低之势。其中，上半年交通运输业的固定资产投资增速较上月大幅增长 4.1 个百分点至 11.0%，远高于整体基建增速。基建投资高度依赖地方政府专项债发行募集资金，当前基建投资边际走弱或受到地方政府专项债发行进度放缓影响，由于 4-5 月新增地方政府专项债发行放慢，导致今年以来发行进度慢于 2020 年和 2022 年同期。

今年以来，各级政府继续聚焦中长期发展，扩大有效投资，推进新型基础设施建设，效果逐步显现。上半年，新型基础设施建设投资同比增长 16.2%，增速比 1-5 月份加快 1.0 个百分点；占全部基础设施投资的比重比去年同期提高 0.4 个百分点。其中，5G、数据中心等信息类新型基础设施投资增长 13.1%，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%。

近年来，能源绿色转型稳步推进，相关投资大幅增长。上半年，清洁电力投资同比增长 40.5%，占全部电力供应投资的比重为 86.1%，比去年同期提高 1.1 个百分点。其中，太阳能发电投资增长 84.4%，风力发电投资增长 16.0%。清洁电力投资快速发展助力基建投资（含电力）上半年同比增长 10.7%，4-6 月推算月度增速分别为 7.9%、10.8%与 12.3%，呈不断加快之势。

从单月来看，6 月基建投资（不含电力）推算同比增速为 6.4%，较上月加快 1.5 个百分点。近期，多地公布三季度地方债发行计划。据不完全统计，三季度待发地方债已超过 1 万亿元。随着财政部将今年剩余地方债额度下达至各省市，新增地方政府专项债发行有望边际提速，并在三季度基本发完，后续政策将侧重支持专项债尽快形成实物工作量、提升资金使用效益，以更好发挥“稳增长”效果。预计下半年基建投资增速将企稳，并有所回升。

基建固定资产投资完成额累计同比-分行业

注：上图单位为%
资料来源：Wind，惠誉博华

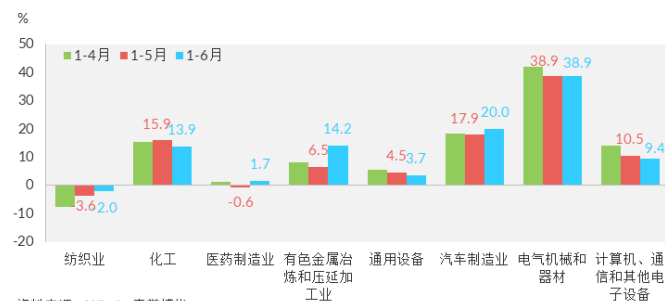
制造业投资：在稳增长政策托举下，制造业投资增长将保持韧性。上半年，制造业投资同比增长 6.0%，拉动全部固定资产投资增长 1.4 个百分点。受出口下滑、利润缩水拖累，制造业投资月度累计增速呈逐月走低趋势，1-2 月、1-3 月、1-4 月以及 1-5 月累计同比增速分别为 8.1%、7.0%、6.4%与 6.0%。在 6 月实现单月增速 6.0%、较 5 月提高 0.9 个百分点的带动下，上半年制造业投资同比增速停止下行，勉力与前值持平。与此同时，6 月份，制造业 PMI 小幅回升，调查的 21 个行业中有 12 个环比上升，比上月增加 4 个，制造业景气水平总体有所改善。

分行业来看，上半年，电气机械和器材制造业投资增长 38.9%，汽车制造业投资增长 20.0%，化学原料及化学制品制造业投资增长 13.9%，表现显著好于制造业整体增速。

中国在促进技术创新和转化应用，推动高端化、智能化、绿色化转型，先进制造业投资快速增长。上半年，高技术制造业投资同比增长 11.8%，增速比制造业投资高 5.8 个百分点。其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 16.8%，电子及通信设备制造业投资增长 14.2%。6 月，高技术制造业 PMI 为 51.2%，比上月上升 0.7 个百分点，连续两个月回升，行业扩张力度有所加大。

近日央行在国新办发布会上表示，央行持续优化信贷结构，增强经济发展动能，6 月末，制造业中长期贷款余额同比增长 40.3%，比各项贷款增速高 29.0 个百分点。6 月再次下调了 1 年期、5 年期 LPR 各 10 个 BP，将进一步降低制造业企业融资成本。惠誉博华预计，下半年，出口大概率持续低迷，仍将对制造业投资增长形成一定制约，然而在稳增长政策托举下，制造业投资韧性犹存。

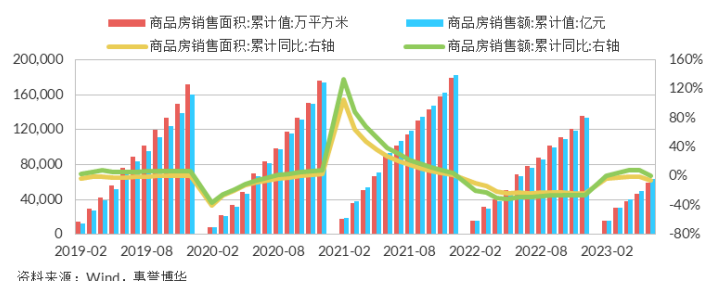
制造业固定资产投资完成额累计同比-分行业



房地产投资：行业复苏山重水复，地产投资跌幅走阔。2023 年以来，房地产开发投资在销售复苏迟缓拖累下继续收缩。上半年，房地产开发投资同比下降 7.9%。从月度累计同比来看，1-2 月、1-3 月、1-4 月以及 1-5 月累计同比增速分别为-5.7%、-5.8%、-6.2%与-7.2%，跌幅持续走阔。

上半年，商品房销售面积同比下降 5.3%，销售额同比增长 1.1%，反映高能级城市销售好于低能级城市。房地产市场整体表现先扬后抑，一季度在积压需求集中释放下，市场活跃度增加，特别是 2-3 月，热点城市出现“小阳春”行情，但随着前期积压需求得到释放，二季度，购房置业情绪迅速转冷，市场回暖态势提前终止。4 月、5 月与 6 月，商品房销售面积分别同比增长-11.8%、-19.7%与-28.1%，销售额同比增速分别为 13.2%、-4.8%与-25.0%，降幅走阔。

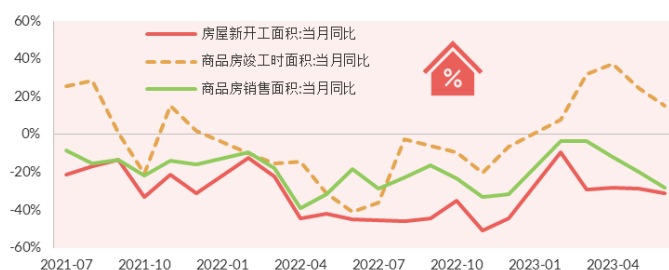
房地产销售及增速



上半年，在房地产销售回升乏力、房企开工谨慎背景下，房屋新开工面积同比下降 24.3%，6 月单月推算降幅达到 31.3%，对房地产投资形成严重拖累，也导致与地产产业链高度相关的钢铁、水泥等行业需求低迷不振。在“保交楼”工作推动之下，今年以来竣工端表现持续向好，但对投资的支撑并不明显。上半年，房屋竣工面积同比增长 19.0%，6 月同比增长 15.2%，较 5 月收窄 9.3

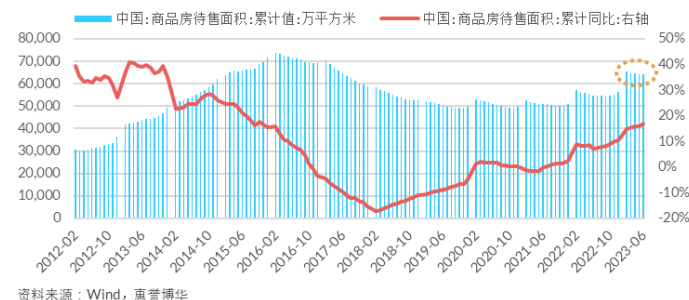
个百分点，“保交楼”工作进度可能开始放慢，推测是一些“资不抵债”项目，拿不出充足抵押物申请借款。

房地产新开工、销售及竣工面积增速

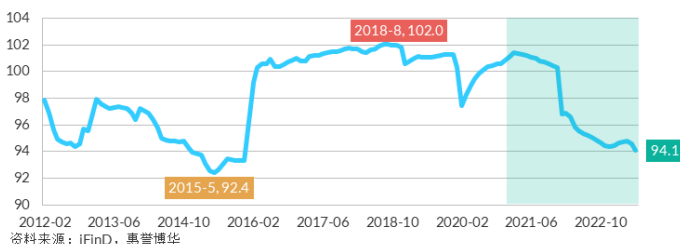


6 月末，商品房待售面积 64,159 万平方米，同比增长 17.0%，销售疲软叠加竣工面积增加，房地产行业累库显著，去化路途漫长。反映行业景气度的房地产开发景气指数，6 月下降 0.46 个百分点至 94.06，为 2016 年 12 月以来最低值。

商品房待售面积及增速

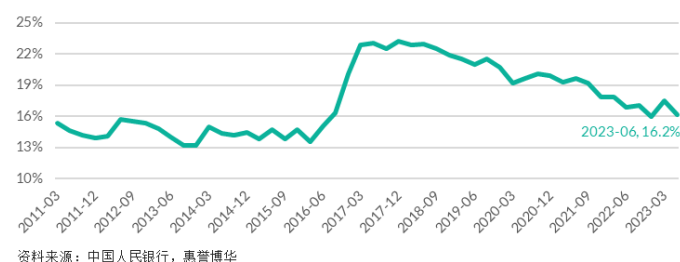


国房景气指数



根据中国人民银行发布的城镇储户问卷调查，2023 年二季度，未来 3 个月预计增加购房支出占比较一季度下降 1.3 个百分点至 16.2%，居民购房意愿再度降低。此外，中指研究院 7 月 20 日发布的《2023 年上半年居民置业意愿调查报告》显示，二季度购房信心降至低位，入市购房节奏持续放缓，置业访量出现明显下降，房价预期下滑更加明显，政策放松预期下滑，稳定预期提升。

未来3个月预计增加购房支出占比

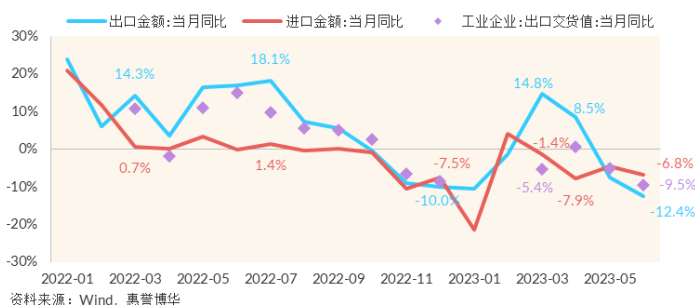


今年上半年，房地产政策环境延续去年以来的宽松态势，特别是以限购、限售为代表的限制性政策也在不同城市进行松绑，据不完全统计，仅今年上半年就有超 20 城放松住房限购限售。7 月 24 日召开的中央政治局会议会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。惠誉博华预计，下半年全国范围的房地产行业重磅刺激政策较难再现，地方政府将继续维持宽松政策，三、四线城市全面放开，一、二线城市的政策或以区为单位进行精准调控。房地产市场复苏之路仍有波折，下半年销售面积在低基数下或实现小幅增长，全年销售面积与上年勉强持平。

外需低迷持续，出口压力再现

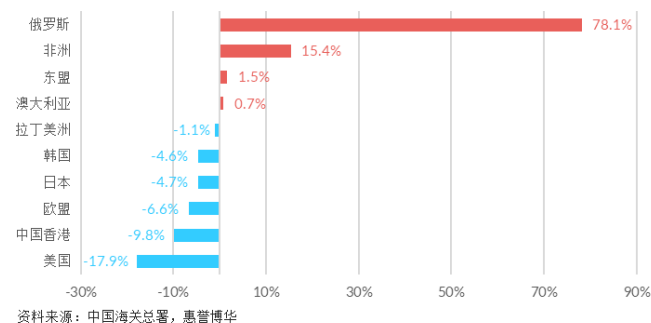
海关总署数据显示，以美元计，上半年中国出口金额同比下降 3.2%，较 1-5 月降幅扩大 2.2 个百分点；其中，受上年高基数以及外需疲软影响，6 月出口金额延续下行态势，同比下滑 12.4%，较 5 月跌幅显著走阔，降至 2020 年 3 月以来最低，对上半年整体出口增长构成严重拖累。在内需不足背景下，中国进口持续下滑，上半年进口金额同比下降 6.7%，降幅与 1-5 月持平；其中，6 月进口金额同比下降 6.8%，较 5 月跌幅扩大 2.3 个百分点。

进出口金额（以美元计价）月度同比



分区域/国别看，上半年，中国对俄罗斯出口增幅高达 78.1%，远高于一季度增速 47.1%。近年来受益于区域全面经济伙伴关系协定（RCEP），中国与东盟之间的贸易增速保持快速增长，但是上半年同比增速明显减速至 1.5%，较一季度大幅回落 17.1 个百分点，或主要受欧、美经济放缓掣肘，东盟从中国进口的供应链中间品减少所致。在高利率环境下，欧、美需求有所减弱，叠加其实施供应链重塑计划，上半年中国对其出口分别下降-6.6%、-17.9%。

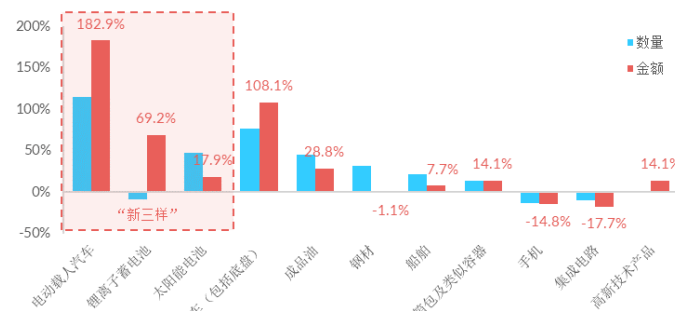
2023H1中国主要出口目的国规模同比增速



分商品来看，上半年中国电动汽车、锂电池、光伏产品“新三样”产品出口继续保持强劲增长势头，增速分别达到 182.9%、69.2%

与 17.9%。汽车出口高速增长势头不减，据中国汽车工业协会统计，今年上半年汽车企业出口 214 万辆，同比增长 75.7%，其中新能源汽车出口 53.4 万辆，同比增长 1.6 倍。汽车（包括底盘）出口金额增长高达 108.1%，对整体出口贡献不菲。中国传统优势劳动密集型产品箱包出口额同比增长 14.1%，较一季度收窄 15 个百分点。集成电路出口下降 17.7%，与一季度持平。手机出口同比下滑 14.8%，跌幅较一季度扩大 5.0 个百分点。

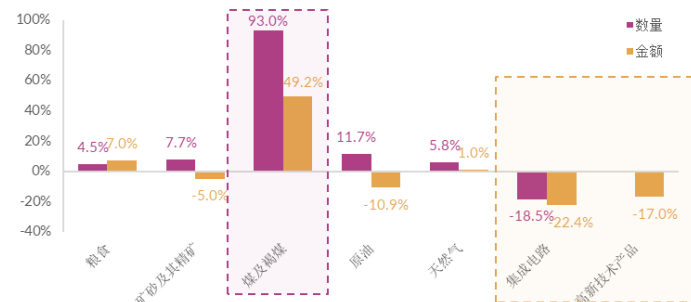
2023H1中国出口部分商品同比增速



进口方面，低基数叠加价格下跌后的更高经济性，上半年部分大宗商品进口量回升明显。其中，原油、铁矿石进口量增价降，进口量同比分别增长 11.7%、7.7%，进口额增速低于进口量，分别为-10.9%和-5.0%。在海外煤炭价格大幅走低背景下，中国重新加大煤炭进口，叠加低基数效应，上半年煤炭量进口增长高达 93.0%，大幅高于煤炭进口额增速 49.2%。

集成电路进口继续下降。上半年，进口集成电路下降 22.4%。集成电路产品主要为中间产品，规模庞大，中国进口中间品、加工后再出口中间品，集成电路进口出现负增长，对于机电产品整体进出口影响较大。

2023H1中国进口部分商品同比增速



全球范围来看，下半年贸易前景并不乐观，WTO 预计 2023 年全球货物贸易量同比增长 1.7%，这显著低于过去 12 年 2.6% 的平均水平。此外，5 月 31 日最新公布的世贸组织货物贸易晴雨表指数（WTO Goods Trade Barometer）由 3 月的 92.2 升至 95.6，表明商品贸易量有所回升，但仍远低于基准值 100。6 月，中国新出口订单指数下降 0.8 个百分点至 46.4，连续三个月位于收缩区间，预示出口亦不容乐观。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。