

证券研究报告 — 策略深度报告

宏观总量组

分析师: 李奇霖 (分析师)

联系方式: 021-61634272

邮箱地址: liql@hongtastock.com

资格证书: S1200520110002

分析师: 杨欣 (分析师)

邮箱地址: yangxin@hongtastock.com

资格证书: S1200522090001

分析师: 卢婉琪 (研究助理)

邮箱地址: luwanqi@hongtastock.com

资格证书: S1200121070009

如何看待 5 月经济数据

报告摘要

投资增速继续放缓、消费恢复疲软、工业生产下行,当基数效应逐渐消退后,5月的经济数据读数更能反映出内需疲软,经济修复内生动力不足的问题,企业、居民和政府三大部门对于经济的支撑均在转弱。

第一,与居民部门高度相关的消费的回暖速度放缓。5月社会零售品消费总额同比增长 12.7%,增速较上月下降 5.7 个百分点,两年平均增长 2.6%。

第二,固定资产投资增速继续下滑。1-5月,全国固定资产投资同比增长 4.0%,前值 4.7%。其中,民间投资增速转负了,为 -0.1%,国企的投资增速依旧位于高位,为 8.4%,国企和民企分化明显。

第三,消费和投资增速回落进一步带动工业企业生产增速下滑。5月份,规模以上工业增加值同比实际增长 3.5% (4月为 5.6%),两年平均增速为 2.1%,低于 2018-2021 年 5 月同比增速的均值 6.3%。与基建、地产相关的建筑行业开工情况较上月明显转弱。

整体来看,5月消费、投资、生产均承压,对应的就是居民部门、企业部门和政府部门对经济的支撑力度均减弱,需求不足仍是当前阶段经济的主要问题。

值得关注的一是服务和出行相关消费回暖速度进一步放缓,与地产相关的耐用品消费继续减少。二是外需回落、内需修复偏慢的情况下,企业部门特别是民企的固定资产投资增速下滑。三是基建投资下滑,对经济的支撑作用减弱。四是除房屋销售回款速度偏慢影响房企资金流动性外,房地产外源性融资能力不足也进一步制约其建设开工能力。

面对偏弱的经济基本面,货币政策已经开始转向。本周 OMO、SLF 和 MLF 均被调降,政策利率下调有助于降低银行负债成本,引导贷款利率的下行,帮助实体经济部门减轻负担。后续来看,仍需财政政策和产业政策的协同发力,与“宽货币”形成合力,共同提高经济修复速度。

相关研究

5月金融数据的四个特点

2023.06.13

5月 PMI 缘何下行?

2023.05.31

4月经济数据的六个特点

2023.05.16

4月信贷缘何低迷?

2023.05.11

4月 PMI 缘何低于预期

2023.05.04

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

风险提示

国内疫情反复、稳增长政策力度不及预期、美联储货币政策超预期

正文目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com

(ybjieshou@eastmoney.com)

2023-06-15

未经红塔证券许可

任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

图目录

图 1. 月度经济数据一览	4
图 2. 出行相关服务和汽车外耐用品消费放缓	5
图 3. 12 大城市日均地铁客运量保持近 5 年同期最高	5
图 4. 5 月百城拥堵指数整体高于往年	5
图 5. 16-24 岁年轻人口失业率攀升	6

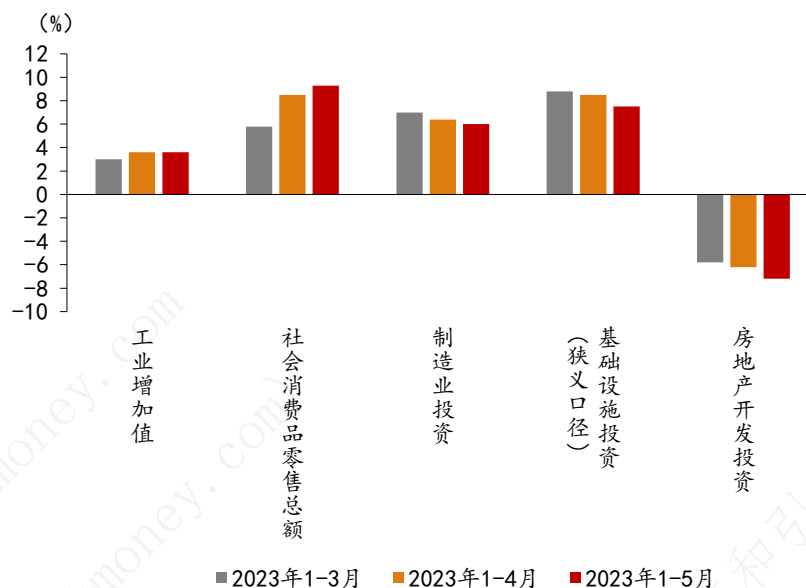
表目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com
(ybjieshou@eastmoney.com)
2023-06-15
未经红塔证券许可
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

投资增速继续放缓、消费恢复疲软、工业生产下行，当基数效应逐渐消退后，5月的经济数据读数更能反映出内需疲软，经济修复内生动力不足的问题，企业、居民和政府三大部门对于经济的支撑均在转弱。

图 1. 月度经济数据一览



资料来源：wind，红塔证券

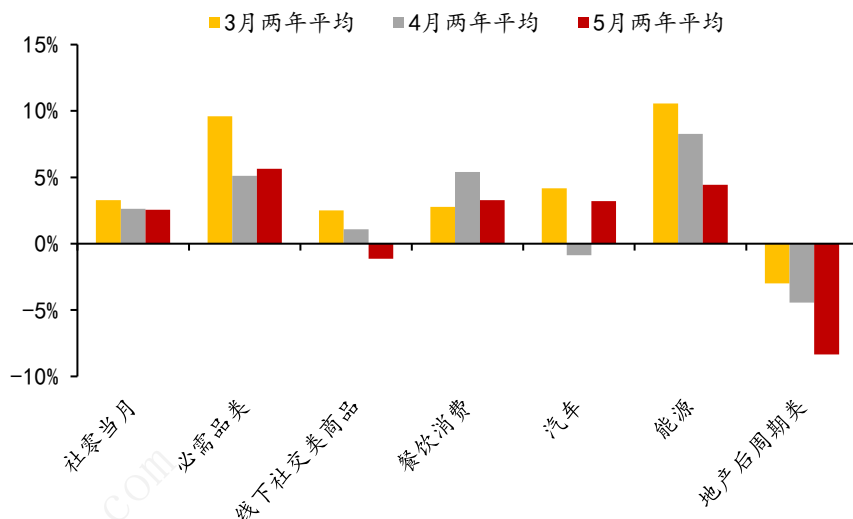
第一，与居民部门高度相关的消费的回暖速度放缓。5月社会零售品消费总额同比增长12.7%，增速较上月下降5.7个百分点，两年平均增长2.6%。

一是服务以及出行相关消费放缓。5月餐饮收入两年平均增长3.3%（前值5.4%）；服装鞋帽、针纺织品类零售额两年平均增速为-2.4%（前值1.0%）。

二是房屋相关耐用品消费放缓。5月家用电器和音响器材类零售额两年平均增速为-7.4%（前值-2.1%），建筑及装潢材料类两年平均增速为-14.0%（前值-12.4%）。

不过，去年的低基数效应以及今年的补贴和促销政策下，汽车消费增速较高。汽车类零售额当月同比增长24.2%，两年平均增速为3.2%（前值-0.9%）。

图 2. 出行相关服务和汽车外耐用品消费放缓

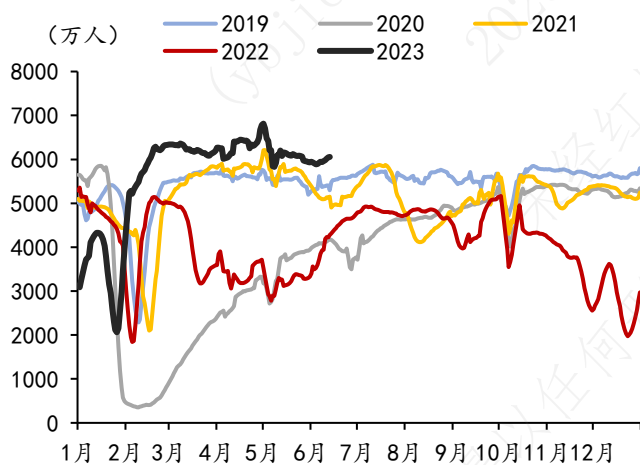


资料来源: wind, 红塔证券

今年以来服务业的强势复苏主要缘于疫后社交半径打开扩大, 出行需求高增带来的补偿性、爆发性消费, 当积压需求逐步得到满足后, 居民消费的后劲就不足了。5月12大城市日均地铁客运量和月均百城拥堵指数仍旧保持在近年最高水平, 居民的出行热情没有减弱, 但消费却没有继续高增。

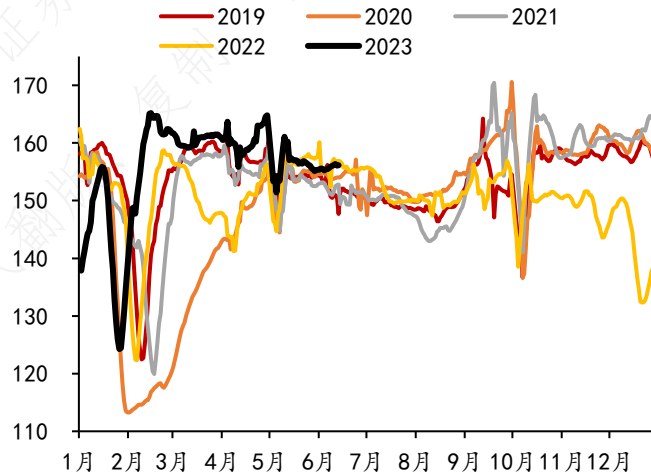
这主要是因为当前居民的收入增速偏低且不够稳定, 同时对未来的收入预期又偏谨慎, 这种情况下居民依旧会保有一定的预防性储蓄, 减少消费。

图 3. 12 大城市日均地铁客运量保持近 5 年同期最高



资料来源: wind, 红塔证券

图 4. 5 月百城拥堵指数整体高于往年



资料来源: wind, 同花顺, 红塔证券

一是工资收入缺乏稳定就业的支撑。虽然总体的就业形势比较稳定, 但仍存在结构性矛盾, 16-24 岁人口的失业率环比提高 0.4 个百分点至 20.8%, 边际消费倾向高的年轻人的失业问题较突出。同时, 今年部分企业盈利能力不强, 裁员、缩招、降薪等现象频繁出现, 已就业人员的收入稳定性大幅降低, 居民的消费也就会因为预防性动机而有所保留。

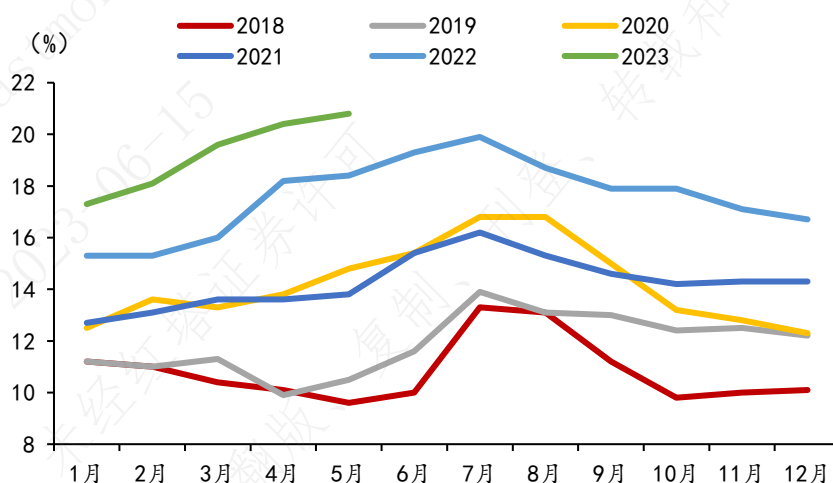
二是房地产市场的低迷使得居民实物资产形式存在的财富缩水。自房地产行业进入新周期后, 房屋销售速度以及房价上涨幅度大幅下降, 置换需求

和套现离场需求使居民抛售房产行为增加。今年以来的二手房挂牌量不断增加，5月全国二手房挂牌量指数均值较去年12月增长了52%，部分地区二手房价格不乏出现降价抛售的情况，5月70大中城市二手房销售价格环比下滑的有55个，整体价格指数环比下降0.2%。

作为中国居民最重要的财富构成（住房占城镇家庭资产比重高达59.1%¹），房地产市场的走弱使得居民的财富及相关收入缩水。同时，当前低迷的交易市场还进一步降低了房屋的成交速度，居民临时的大额支出难以得到满足，从这个角度来看，预防性的储蓄动机也会持续存在。

三是投资收益也在不断下滑。银行存款和理财是居民财富中的第二大块（银行活期和定期存款、理财、信托、资管产品合计占金融资产比重达65.7%，占全部资产比重13.4%¹）。中国银行3年期定期存款（整存整取）利率在去年9月和今年6月均调降了15个BP，全市场6个月理财产品预期收益率较2019年末下降了2.3%。存款利率和理财产品收益率下滑使居民的投资收益下降。

图 5.16-24 岁年轻人口失业率攀升



资料来源：wind，红塔证券

第二，固定资产投资增速继续下滑。

1-5月，全国固定资产投资同比增长4.0%，前值4.7%。其中，民间投资增速转负了，为-0.1%，国企的投资增速依旧位于高位，为8.4%，国企和民企分化明显。

民企融资能力偏差，盈利能力偏弱，资金压力大和销售预期偏弱的情况下投资的能力和意愿不如国企。融资端以房企为例，1-5月国有房企信用债发行规模有2237亿元，而民营房企仅为82亿元。盈利能力的差距也比较明显，1-4月私企营业收入利润率为3.5%，低于上年末的5%，更是大幅低于国企的6.6%。

¹ 来源于《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1665040698572997369&wfr=spider&for=pc>

1-5月，全国房地产开发投资同比下降7.2%，降幅较上月扩大1个百分点。其中，房屋施工面积同比下滑6.2%，降幅较上月扩大0.6个百分点；新开工面积同比下滑22.6%，降幅较上月扩大1.4个百分点。

房地产开工建设的低迷一方面是因为行业仍在出清，房屋销售市场景气度偏低，房企此时更多选择降杠杆，谨慎投资。5月商品房销售面积累计同比下滑0.9%，降幅较上月扩大0.5个百分点；住宅用地成交面积同比下降4.4%。

另一方面则是受到资金的掣肘。自筹资金累计同比增速降幅较上月扩大2.2个百分点至-21.6%。自筹资金也包括企业借入的和筹集的资金，中指研究院数据显示5月房企非银融资额同比降低24.4%，环比降低27.2%。来源于国内贷款的资金增速也继续下滑，1-5月同比增速为-10.5%，前值-10%。

1-5月制造业固定资产投资完成额同比增长6%，增速较上月下降0.4个百分点。

外需回落、内需修复缓慢对我国制造业投资扩产的影响逐渐显现。分产品来看，纺织业投资累计同比下滑3.6%，与5月劳动密集型出口增速转负的特征一致。通用设备同比增长4.5%（前值为5.6%），金属制品同比增长0.8%（前值为1.8%），传统制造业的投资增速下滑。

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%，前值8.5%。

基建增速的下滑与今年专项债发行节奏偏慢有关。去年财政超强靠前发力，前五个月新增专项债发行规模高达2万亿，占全年新增限额的55.7%。而今年前五个月新增专项债发行占全年新增限额比重仅有49.9%，第二批地方债额度于5月中旬才陆续下达，专项债发行偏慢延迟了资金落地的时点，从而拖累了基建投资的表现。

第三，消费和投资增速回落进一步带动工业企业生产增速下滑。

5月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.5%（4月为5.6%），两年平均增速为2.1%，低于2018-2021年5月同比增速的均值6.3%。

与基建、地产相关的建筑行业开工情况较上月明显转弱。5月煤炭开采和洗选业同比增速为-1.6%，前值为-0.6%；非金属矿物制品同比下滑2.6%，降幅较上月扩大2个百分点；黑色金属冶炼及压延加工业同比增长3.1%，增速较上月回落1.2个百分点。

整体来看，5月消费、投资、生产均承压，对应的就是居民部门、企业部门和政府部门对经济的支撑力度均减弱，需求不足仍是当前阶段经济的主要问题。

值得关注的一是服务和出行相关消费回暖速度进一步放缓，与地产相关的耐用品消费继续减少。二是外需回落、内需修复偏慢的情况下，企业部门

特别是民企的固定资产投资增速下滑。三是基建投资下滑，对经济的支撑作用减弱。四是除房屋销售回款速度偏慢影响房企资金流动性外，房地产外源性融资能力不足也进一步制约其建设开工能力。

面对偏弱的经济基本面，货币政策已经开始转向。本周 OMO、SLF 和 MLF 均被调降，政策利率下调有助于降低银行负债成本，引导贷款利率的下行，帮助实体经济部门减轻负担。后续来看，仍需财政政策和产业政策的协同发力，与“宽货币”形成合力，共同提高经济修复速度。

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

公司声明:

本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师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。

免责声明:

本报告仅供红塔证券股份有限公司(以下简称“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本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规,本公司力求但不能担保其准确性或完整性,也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动,以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突,投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险,投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考,不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要,投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前,如有需要,投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外,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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发,则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。