

5月宏观数据预测：经济动能高点已过

核心观点

总体来看，5月份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，内外需对工业生产的支撑仍然分化，工业企业生产扩张意愿不强，仍需稳预期强信心。我们判断，年内经济动能高点已过，二季度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。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。

□ 工业景气不足，修复斜率放缓

5月工业生产景气有所回落，需求侧弱修复、盈利压力及去库存使得工业企业对扩产较为谨慎，结合去年同期低基数，我们预计5月规模以上工业增加值同比增速为5.0%。5月服务业生产保持较高景气但有所分化，接触型及新动能服务业向好，但资本市场房地产等行业景气略有不足。

□ 投资内生动能逐月走弱，预计1-5月固定资产投资累计同比增速4.5%

预计1-5月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为4.5%。其中，制造业投资累计增速预计为6.0%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速预计为8.6%，房地产开发投资同比增速预计为-7.7%。考虑企业盈利的下行压力，预计制造业投资延续放缓态势，基建投资受益于政策呵护维持较高增速。我们认为，2023年上半年经济呈现弱修复态势，但企业信心仍存不足，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。

□ 出行需求旺盛，消费表现尚可

预计5月社会消费品零售总额同比+13.1%（前值18.4%），两年复合增速为2.7%，低基数效应下社零表现增速依然较高。其一，出行类、接触型消费回归正常化，前期被压制的需求有所释放，五一假期出游人次和旅游收入均创超出2019年同期水平。其二，5月乘用车销售表现较好，终端价格企稳，车市压力有所缓解。不过，5月房地产市场偏弱运行，地产后周期消费依然承压。

□ 关注供给韧性，出口平稳增长

2023年5月，预计人民币计价出口同比增长10%，贸易顺差950亿美元，预计人民币计价进口同比增长4%。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。

□ CPI低位运行，PPI继续探底

预计5月CPI环比持平，同比+0.4%（前值+0.1%），CPI低位运行。猪肉价格持续回落，降幅有所收窄，蔬菜价格小幅波动，价格明显强于季节性表现，CPI食品项止跌企稳。出行类需求旺盛，带动机票、住宿等相关服务业价格上涨，对核心CPI有一定支撑。预计5月PPI环比-0.5%，同比-4.3%（前值-3.6%），PPI继续探底。国内市场需求有所不足，建筑建材需求不及预期，螺纹钢、水泥等国内定价

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：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1 《5月PMI：需求维持收缩趋势，库存去化有所加速》

2023.05.31

2 《如果美国债务上限达成会怎样？》 2023.05.31

3 《日本股市还会继续上涨吗？》 2023.05.28

品种价格持续下行。海外经济衰退预期增强，原油、铜、铝等大宗商品价格普遍回落。

□ 预计5月金融数据仍然较弱

预计5月人民币贷款新增1.5万亿，同比少增约3900亿，增速回落0.3个百分点至11.5%，我们对数据相对悲观并提示其可能继续低于市场预期：其一来自去年5月的高基数，其二，今年一季度的大规模信贷投放或对后续月份有所透支，在当前弱修复期，预计经济内生动能及企业信贷需求较弱；居民端预计短期贷款同比略改善，地产销售高频仍低迷，但去年疫情冲击导致低基数，预计今年明显同比多增。

预计5月社融新增1.97万亿，同比大幅少增约8600亿元，增速较前值降0.3个百分点至9.7%。结构中，预计同比拖累主要来自政府债券、信贷、企业债券、未贴现银行承兑汇票；信托贷款、股票融资、委托贷款或小幅同比多增。

对于M2，去年基数逐步走高及5月信贷较弱的情况下，预计5月M2增速较前值回落0.7个百分点至11.7%，但居民超额储蓄仍在持续积累，意味着M2增速的下行将是一个相对缓慢的过程。对于M1，地产销售低迷，但受益于五一假期居民消费出行活跃度提高及去年基数走低，预计5月M1增速较前值微升0.1个百分点至5.4%。展望后续货币政策，预计二季度结构性政策工具继续发力，我们也提示关注5月以来DR007波动中枢明显下移；由于下半年经济下行及失业压力均可能加大，预计有降准、降息概率。

□ 就业整体平稳，青年就业承压

预计5月全国城镇调查失业率为5.2%，与4月持平，就业整体趋稳，但青年失业率仍然承压。一方面，出行类、接触型消费表现良好，有助于发挥第三产业吸纳劳动力的重要作用，如住宿餐饮业、交通运输业、租赁和商务服务业等；但另一方面，工业企业盈利持续承压，部分产能过剩行业面临用工需求收缩的问题。二季度经济修复斜率有所放缓，经济增长所创造的新就业岗位数量有限，16-24岁青年人口失业率依然承压。

□ 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，5月经济修复节奏放缓	5
2 工业景气不足，修复斜率放缓	5
3 出行需求旺盛，消费表现尚可	5
4 投资动能边际走弱，预计5月固定资产投资增速为4.5%	7
4.1 制造业投资延续放缓趋势，预计5月制造业投资累计增速为6.0%	8
4.2 基建投资稳步增长，后续关注卖地收入和天气	10
4.3 预计1-5月地产投资累计增速-7.7%，投资增速持续承压	11
5 关注供给韧性，出口平稳增长	12
6 CPI低位运行，PPI继续探底	14
6.1 猪价持续下行，CPI维持低位	14
6.2 商品整体下跌，PPI延续下行	16
7 预计2023年5月信贷新增1.5万亿，社融新增1.97万亿，增速分别为11.5%和9.7%	18
8 就业整体平稳，青年就业承压	20
9 风险提示	21

图表目录

图 1: 预计 5 月社会消费品零售总额同比+13.1%	6
图 2: “五一”节假日旅游市场景气度明显提升	6
图 3: 12 城市 7 日移动平均地铁客运量保持历史同期最高水平	6
图 4: 跨城出行恢复良好	6
图 5: 预计 5 月份狭义乘用车零售销量 173 万辆, 车市恢复趋缓	7
图 6: 5 月经济处于弱修复通道	7
图 7: 企业盈利仍处于下行通道	8
图 8: 私营部门利润总额降幅收窄速度偏慢	8
图 9: 中小企业资本开支尚未修复至疫情前中枢位置	9
图 10: 高技术制造业投资增速远高于整体制造业平均水平	9
图 11: 各省重大项目投资梳理	10
图 12: 商品房销售面积当年累计增速恢复尚可 (%)	12
图 13: 商品房当月销售面积两年复合增速实际仍然低迷 (%)	12
图 14: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长	14
图 15: 5 月猪肉价格持续回落	15
图 16: 5 月蔬菜价格强于季节性	15
图 17: 水果价格环比上涨	15
图 18: 5 月电影票小幅上涨	16
图 19: 北上酒店价格持续上涨	16
图 20: 原油价格磨底	16
图 21: 国内汽柴油价格小幅下跌 (单位: 元/吨)	16
图 22: 煤炭价格保持低位	17
图 23: 全国重点电厂日耗煤量略有回落	17
图 24: 煤炭进口放量	17
图 25: 三峡水位整体较低 (单位: 米)	17
图 26: 房屋新开工面积累计同比继续下行	17
图 27: 玻璃价格上涨	17
图 28: 房屋竣工面积累计同比持续正区间上升	18
图 29: 钢材价格持续回落	18
图 30: 5 月全月看, 票据-同业存单利差震荡上行	19
图 31: 预计 5 月全国城镇调查失业率为 5.2%, 与 4 月持平	20
表 1: 5 月宏观经济数据预测	22

1 经济动能高点已过，5月经济修复节奏放缓

我们预计，年内经济动能的高点已过，5月经济修复的节奏将进一步放缓。从景气度来分析，5月份制造业 PMI 回落到临界点以下。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。

我们认为，二季度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。

2 工业景气不足，修复斜率放缓

5月工业生产景气有所回落，需求侧弱修复、盈利压力及去库存使得工业企业对扩产较为谨慎，结合去年同期低基数，我们预计5月规模以上工业增加值同比增速为5.0%。

5月工业生产景气总体较上月有所回落。从高频数据上看，由于去年同期低基数影响多数指标同比大幅高增，但多数指标环比走弱。其中，PTA 产量表现较强，汽车半钢胎开工率、高炉开工率、焦炉生产、螺纹钢产量、纯碱开工率环比上月小幅回落，南方八省电厂日均耗煤量环比持平，全国重点电厂日均耗煤量环比小幅回落。焦炭、主要钢材库存呈现去化特征。

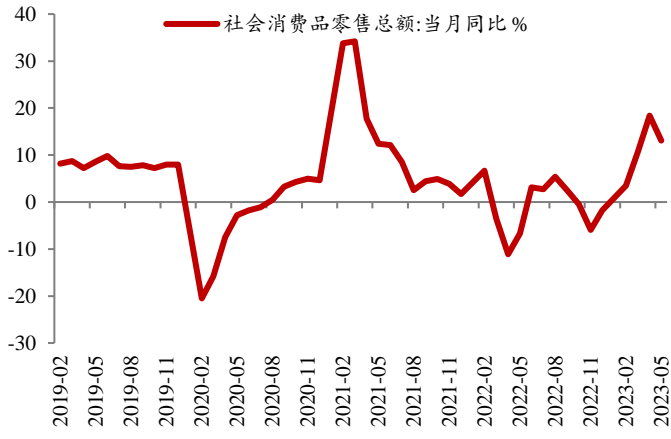
总体来看，5月份工业企业盈利增速虽有所修复但面临较大压力，工业库存周期处于去库过程，内外需求对工业生产的支撑仍然分化，工业企业生产扩张意愿不强，仍需稳预期强信心。内需方面，制造业投资受制于企业盈利压力强度回落；地产修复持续性不佳，5月份30大中城市商品房成交面积有所回落；基建投资相对韧性，5月建筑业商务活动指数较上月有所回落但保持较高景气。5月 PMI 新订单指数回落至收缩区间，表明制造业市场需求修复强度偏弱。出口在外需走弱背景下有一定分化，5月新出口订单进一步回落，5月 CCFI 运价指数持续下探，义乌小商品出口指数高位震荡。

5月服务业生产保持较高景气但有所分化，接触型及新动能服务业向好，但资本市场房地产等行业景气略有不足。在“五一”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，国内执飞航班数量向好，体现居民出行意愿增强，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业维持较高景气。货运物流方面，5月供应商配送时间指数较上月抬升，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向好，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，持续高于服务业总体水平，但资本市场服务、房地产等行业商务活动指数均位于收缩区间，行业景气水平有所下降。

3 出行需求旺盛，消费表现尚可

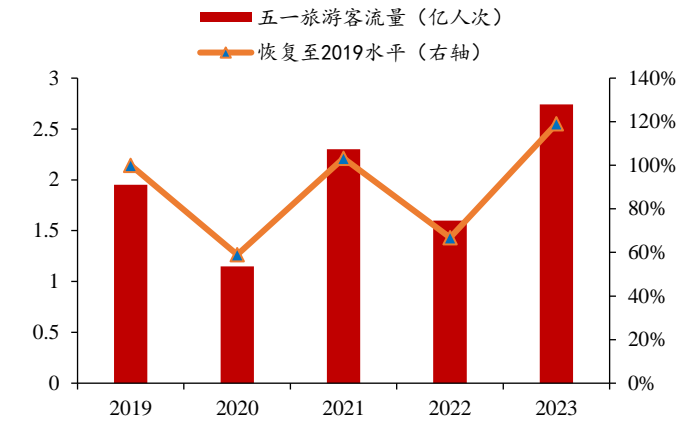
预计5月社会消费品零售总额同比+13.1%（前值18.4%），两年复合增速为2.7%，低基数效应下社零表现增速依然较高。其一，出行类、接触型消费回归正常化，前期被压制的需求有所释放，五一假期出游人次和旅游收入均创超出2019年同期水平。其二，5月乘用车销售表现较好，终端价格企稳，车市压力有所缓解。不过，5月房地产市场偏弱运行，地产后周期消费依然承压。

图1: 预计5月社会消费品零售总额同比+13.1%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

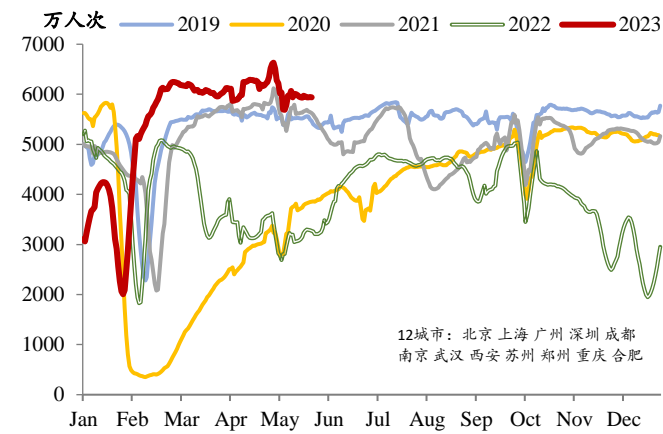
图2: “五一”节假日旅游市场景气度明显提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

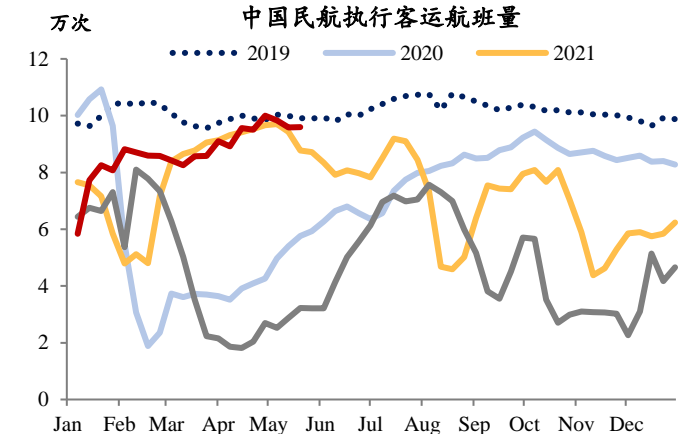
5月人员流动持续恢复, 线下消费与高社交属性消费持续改善。据文化和旅游部测算, 2023年“五一”假期全国国内旅游出游合计2.74亿人次, 实现国内旅游收入1480.56亿元, 按可比口径恢复至2019年同期的119.09%、100.66%。国家疾控局披露, “五一”后局部地区新冠病例有所增多, 但整体流行曲线扁平, 规模性疫情并未出现, 未产生明显的社会面影响。文化和旅游市场景气度持续提升, 市内和跨城出行恢复良好。从市内交通来看, 12城市地铁客运量保持历史同期最高水平。从城际交通来看, 民航执行客运航班量连续四周高于2021年同期水平, 略低于2019年同期水平。

图3: 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

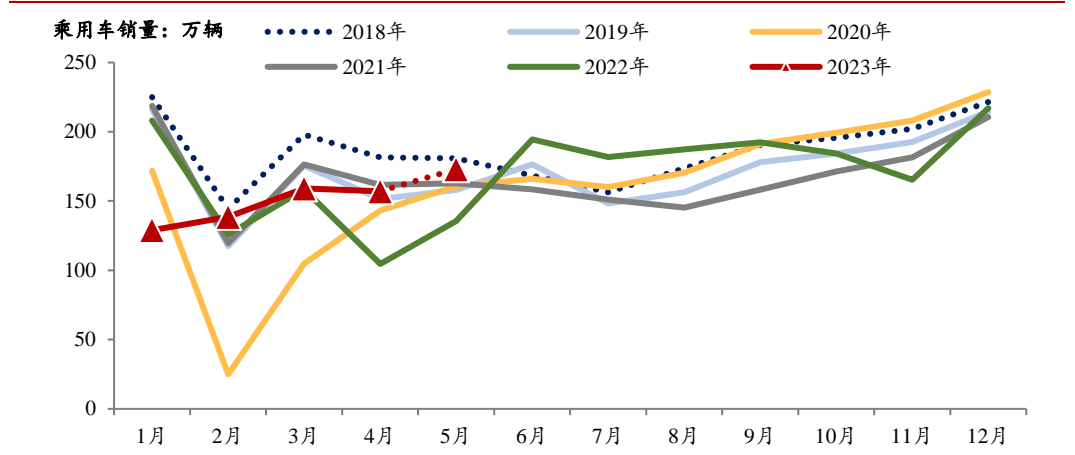
图4: 跨城出行恢复良好



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

终端价格企稳, 5月车市有所恢复。据乘联会披露, 预计5月份狭义乘用车零售销量173万辆, 环比6.6%, 其中新能源零售销量预计58万辆, 环比增长10.5%。“五一”节假日期间地方车展密集, 车市热度较高, 厂家高优惠力度以及地方消费促进政策叠加, 5月车市表现良好。据乘联会信息显示, 5月中旬乘用车总体市场折扣率与上月基本持平, 终端价格企稳, 国六b政策落地, 非RDE车型获半年销售过渡期, 对汽车厂商的生产销售起到一定的稳定作用。

图5：预计5月份狭义乘用车零售销量173万辆，车市恢复趋缓

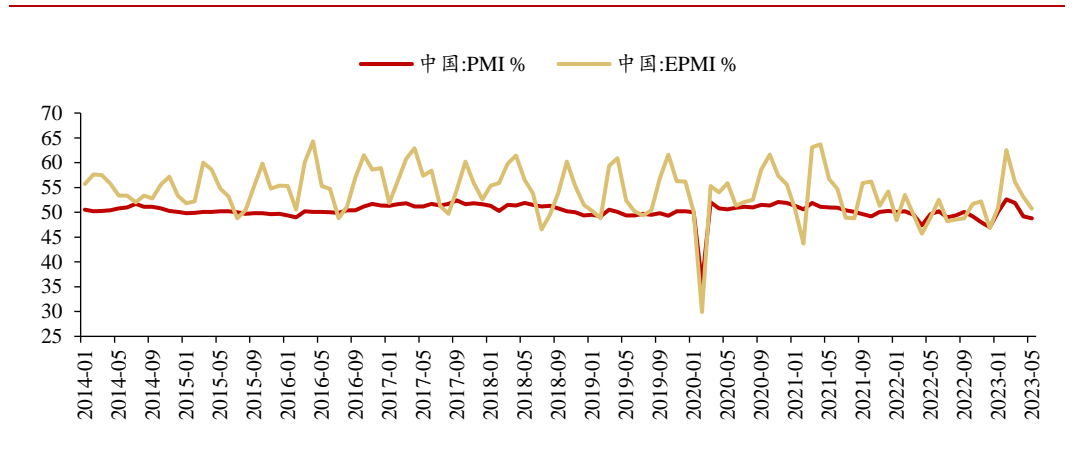


资料来源：乘联会，浙商证券研究所

4 投资动能边际走弱，预计5月固定资产投资增速为4.5%

预计1-5月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为4.5%。其中，预计制造业投资同比增速为6.0%，预计基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为8.6%，预计房地产开发投资同比增速为-7.7%。综合研判，固定资产投资的最大不确定性来自制造业，5月份制造业采购经理指数（PMI）为48.8%，较上月下降0.4个百分点，反映我国经济景气水平有所回落。我们重点提示，国际环境依然复杂严峻，外需增长存在不确定性，国内市场需求制约不足仍然存在，工业产品价格仍在下降，企业效益恢复面临不少困难。

图6：5月经济处于弱修复通道

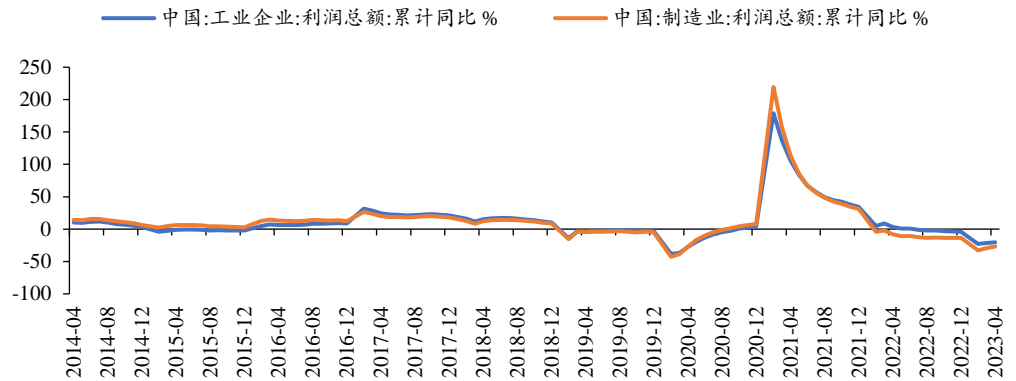


资料来源：Wind，浙商证券研究所

第一，企业盈利下行影响制造业资本开支。1-4月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额7579.8亿元，同比下降17.9%；股份制企业实现利润总额14962.4亿元，下降22.0%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额4679.9亿元，下降16.2%；私营企业实现利润总额5240.3亿元，下降22.5%。整体来看，制造业企业面临国际环境严峻复杂和需求

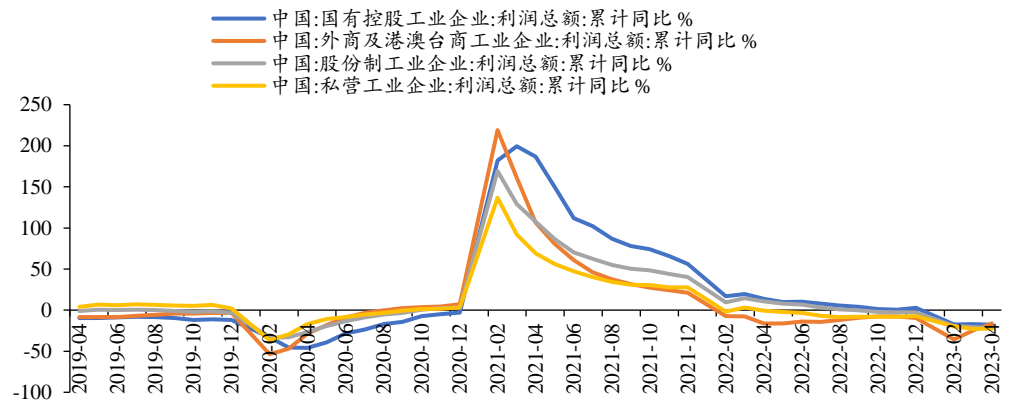
不足的制约明显，企业盈利持续恢复面临较多困难。1-4 月份，在 41 个工业大类行业中，13 个行业利润总额同比增长，1 个行业持平，27 个行业下降，部分行业下拉作用较为明显。

图7：企业盈利仍处于下行通道



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：私营部门利润总额降幅收窄速度偏慢



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。1-4 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 8.5%。随着政策性开发性金融工具等稳投资政策落地落实，重大项目建设加快推进。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。

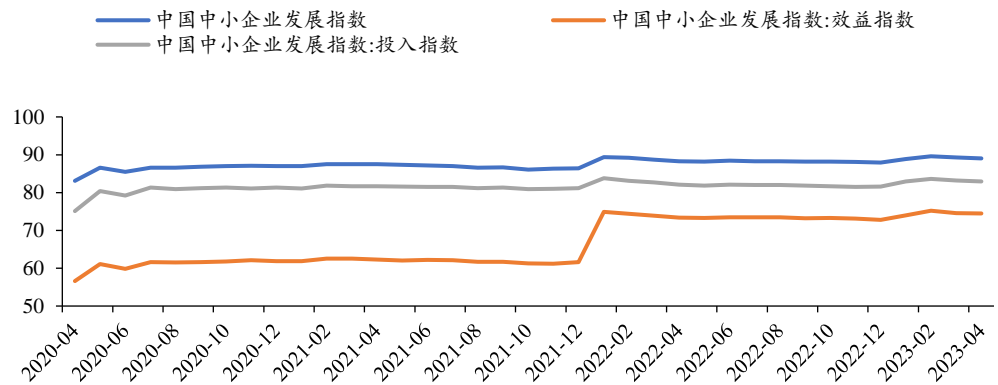
第三，地产投资仍处于结构调整的关键节点。1-4 月份，全国房地产开发投资 35514 亿元，同比下降 6.2%；其中，住宅投资 27072 亿元，下降 4.9%。5 月以来地产行业市场环境未有明显改善，地产销售两年复合增速持续低迷，权益市场部分房企由于 2022 年亏损“戴帽”股价明显回撤，如持续发酵后续潜在的退市压力可能使得现金流进一步承压。

4.1 制造业投资延续放缓趋势，预计 5 月制造业投资累计增速为 6.0%

预计 1-5 月份制造业投资累计增速为 6.0%，延续今年以来的放缓趋势。我们认为，制造业投资的下行压力核心在于企业预期尚未明朗化，产能利用率也处于较低水平，企业盈利能力的走弱也影响了资本开支意愿和能力。同时，5 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 降至临界点以下，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。2023 年 4 月，中小企业发展指数（SMEDI）为 89.0，比上月下降 0.3 点，连续两个月下降，仍处在景气临界值 100 以下。对应地，中小企业投资意愿出现波动。由于企业效益下滑、需求不足，企业扩大再生产的积极性受到影响。4 月份，投入指数为 82.9，比上月下降 0.3 点。

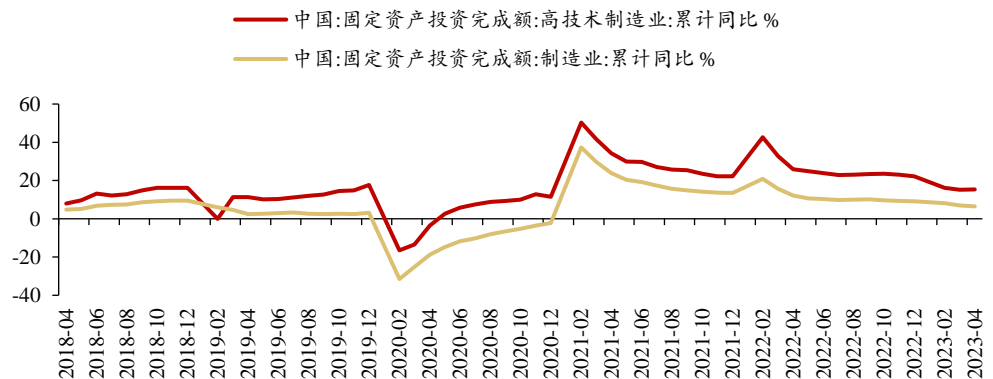
图9： 中小企业资本开支尚未修复至疫情前中枢位置



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第二，高技术制造业投资是制造业投资的重要拉动力。2023 年 1-4 月份，高技术制造业投资同比增长 15.3%，增速比 1-3 月份加快 0.1 个百分点，比制造业投资高 8.9 个百分点。其中，电子及通信设备制造业投资增长 19.9%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 19.4%。1-4 月份，国家发改委共审批核准固定资产投资项目 56 个（其中审批 43 个，核准 13 个），总投资 3784 亿元，主要集中在高技术、能源、水利等领域。其中，4 月份审批核准固定资产投资项目 14 个，总投资 980 亿元，主要集中在高技术等行业。

图10： 高技术制造业投资增速远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，我们判断经济将继续呈现弱修复态势，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1-4月，规模以上工业企业利润累计同比下降20.6%，较前值略微抬升0.8个百分点。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。

4.2 基建投资稳步增长，后续关注卖地收入和天气

预计2023年1-5月基建投资（统计局口径）同比增长8.6%。在财政前置支出的背景下，基建年初以来保持了较高增速，展望Q2后续及下半年，我们提示关注卖地收入和天气扰动。

财政前置发力，基建稳步增长。结合2022年底中央经济工作及2023年政府工作报告来看，决策层明确2023年财政政策要加力提效、保持支出强度，保持政策的连续性和稳定性；1-4月财政支出同比增长5.8%，保持较高水平，其中1-2月财政支出进度达到了14.9%历史最高水平，财政支出的相对积极有助于维持年初以来基建的高增长。

图11：各省重大项目投资梳理

地区	省市自治区	重大项目数（个）			计划投资总额（亿元）			当年计划完成额（亿元）		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
华北	北京	300	300	300	>13000	>12000	未公布	2780	2802	未公布
	天津	430	452	673	10958.39	11713.3	15300	2098.09	2158	2360.57
	河北	682	695	507	11896.5	11200	13200	2810.6	2500	2600.1
	山西	512	518	615	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
	内蒙古	2426	3307	3169	12237.6	未公布	32000	1015.1	未公布	2000
东北	辽宁	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
	吉林	1900	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
	黑龙江	未公布	400	1000	未公布	3480	未公布	未公布	570	3000
华东	山东	500	600	602	18000	21400	25000	未公布	未公布	未公布
	江苏	240	247	220	未公布	未公布	未公布	5530	5590	5670
	上海	213	173	239	未公布	未公布	未公布	1730	>2000	2150
	浙江	245	843	791	78529.8	未公布	70758	10851.64	10972	8337
	安徽	11678	8897*	9601	71484.36	未公布	未公布	14862*	16572.48*	16597.2#*
	福建	1620	1587*	1580	4010	4080	4090	5700	6168	6480
华南	江西	461	491*	546*	15397	17071	19375.68	3371	4165	5454.68
	广东	1395*	1570*	1530*	70500	76700*	84000	8000*	9000*	10000*
	广西	1922	未公布	2528	36695.8	未公布	46486.42	3319.3	未公布	4261.67
华中	海南	129	152	302	3810	4274	10635	782	856	1019
	河南	1371	1794*	2505	44000	48000*	67000	11000*	13000*	19000*
	湖北	129	152	324	3810	4274	21342.5	782	856	4616.8
西南	湖南	未公布	545	1154	未公布	未公布	15492	未公布	3038.29	4460
	四川	700	700	700	未公布	未公布	51864.8	6095	6369.94	7070.5
	重庆	894	877	1158	28000	26000	30000	2532	3600	>4300
	贵州	4071	3347	>4000	未公布	未公布	未公布	7400.7	6448.79	>8000
	云南	805	未公布	1500	48000	未公布	未公布	5778.2	未公布	未公布
西北	西藏	未公布	181	191	未公布	未公布	未公布	未公布	1404	1430
	宁夏	90	766	未公布	2034.926	未公布	5750	531.5365	2008	1540
	青海	628	730	>800	12662.47	未公布	13000	1907.19	>2000	未公布
	山西	542	620	未公布	21900	未公布	未公布	4295	4600	未公布
	新疆	350	370	400	16493	21700	27000	2423	2700	>3000
	甘肃	208	234	287	11208	13071	16512	1878	2225	2512

注：*指涵盖重大项目及重点项目投资额。

资料来源：各省政府工作网站，浙商证券研究所

各省重大项目投资积极发力，促进基建投资稳步提升。我们此前在《地方重大项目投资怎么看？》、《今年重大项目有望拉动多少GDP？》诸多报告提示重大项目变化对基建及固定资产投资有重要的反映，2023年以来各个地方政府积极推进重大项目建设：

- 1、节奏上继续表现出“抢先”特征，江苏、四川、黑龙江、辽宁等省份较早出台 2023 年重大项目方案，早出台为了早实施和早推进，进而尽快回升至经济合理运行区间。
- 2、幅度上，诸多已经公布 2023 年重大项目的地方政府投资规模较 2022 年有所提升，内蒙古、山东、重庆、贵州、广西等计划投资规模增长较快。

方向上重点聚焦四大领域，一是高效益基建项目，如 5G 基站、新型电力系统、城市轨道交通等新基建；二是通过联动片区开发、园区开发，聚焦“三区一村”改造的城市更新项目；三是“强链补链”安全保障工程，如粮食生产储备设施、能源安全、战略性先进制造业等，保障“城市生命线”安全运行；四是大力支持乡村振兴、县域基础设施等项目，促进旅游业、生态环保产业发展。

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。

Q2 低基数助力基建高增长，关注卖地收入不足扰动。2022 年 Q2 我国经济受疫情扰动导致投资及消费等数据出现显著回落，基建也不例外，考虑去年低基数，我们预计 2023 年 Q2 将继续保持较高增速。此外，土地出让收入形成的支出是基建资金的重要来源，1-3 月国有土地使用权出让收入相关支出 12800 亿元，同比下降 17.1%，由于年初以来卖地收入的相对低迷，对基建投资也有一定扰动，4 月基建当月 7.9%，较一季度边际回落也有体现。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，关注卖地收入不足对基建的边际扰动，可能适当拖累基建。

Q3 关注潜在天气及到位资金扰动。对于 Q3，我们前瞻提示关注天气及基建到位资金扰动问题，首先，根据中央气象局预判，2023 年厄尔尼诺年概率较高，将导致夏季高温天气增多，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，Q3 关注高温天气对基建的扰动。其次，今年以来由于卖地收入仍处于较低迷状态，政府性基金支出增速较慢，基建投资保持较高增速主要依赖于新增专项债的快速发行，我们估算，随着新增专项债上半年集中发行后，Q3 若卖地收入仍相对较弱且新增专项债逐步发完，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。

4.3 预计 1-5 月地产投资累计增速-7.7%，投资增速持续承压

预计 2023 年 1-5 月房地产开发投资累计增速为-7.7%，在前值基础上仍有进一步下行压力。5 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，权益市场部分房企由于 2022 年亏损“戴帽”股价明显回撤，如持续发酵后续潜在的退市压力可能使得现金流进一步承压。

从销售端来看，5 月销售数据实际仍然低迷，截至 5 月 28 日，30 大中城市商品房销售面积累计增速同比 13.1%，但如我们前期报告所述，当前年内商品房销售的高增速主要源于 2022 年同期因为疫情而导致的低基数效应，从两年复合来看，截至 4 月、5 月（5 月数据截至 28 日）30 大中城市商品房当月销售面积两年复合分别为-21.8%和-19.1%，与 2022 年下半年的中枢基本持平，未有明显改善。

从企业本身来看，部分房企在 2023 年持续面临较大压力，尤其是在权益市场由于亏损而“戴帽”，股价持续承压，如持续发酵后续可能面临退市等压力，运营压力将受进一步影

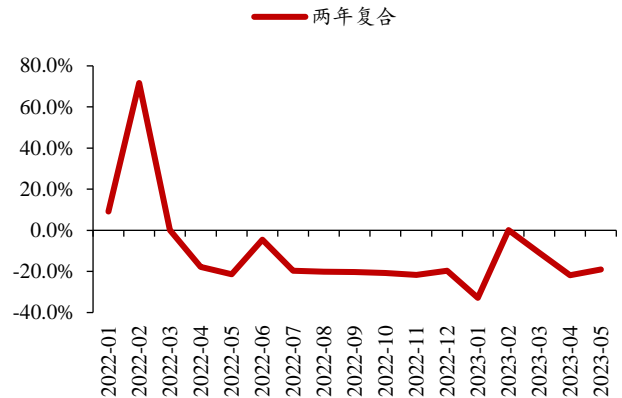
响。根据克而瑞统计，当前 A 股房企被“ST”数量已达 12 家，2022 年归母净利润均处于亏损状态。

图12: 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13: 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

5 关注供给韧性，出口平稳增长

预计 2023 年 5 月人民币计价出口增速 10%，贸易顺差 950 亿美元。3、4 月出口数据保持较强，一方面有基数影响，另一方面体现我国出口韧性，展望 Q2 后续及下半年，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、家电和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。

供给韧性凸显，出口平稳增长。“外需决定出口”一般性规律是业界判断出口走势的重要参考依据，从 2022 年 Q4 至 2023 年 Q2，除了类滞胀的经济走势和快速加息、缩表对海外经济体的冲击外，形如硅谷银行、第一共和银行等一系列潜在金融稳定问题和信用收缩的扰动导致海外经济体经济增长前景进一步下调，2023 年 4 月 IMF 外发了最新的世界经济预测，IMF 预计 2023 年美国、欧元区、日本和英国等发达经济体的实际 GDP 增速分别为 1.6%、0.8%、1.3%和-0.3%，分别较 2022 年变动-0.5、-2.7、0.2 和-4.3 个百分点。

在海外衰退预期较强背景下，我国 3、4 月出口延续高增特征，继续验证我们不断提示的“供给优势带动我国出口韧性”的观点，我们自 2022 年 Q4 以来持续提示关注供给侧逻辑：其一是海外供给面临多重约束和冲击，脆弱性提升，而我国供应链优势随着经济修复有望进一步提升，疫情后民企出口显著改善可以找到验证，1-4 月民营企业出口增长 20.2%，占出口总值的 63.3%，增速显著高于同期国有及其他部门；另外，根据国新办新闻发布会表示，一季度有进出口实绩的外贸企业数量同比增加了 5.9%，同比增加 2.5 万家企业。

其二是在全球滞胀环境下，我国供给优势将在产品性价比、供应链成本、企业议价能力提升等层面有所凸显，成为出口韧性的重点来源，这种供给侧优势在产业层面更为突出，一方面在劳动密集型等我国传统优势行业领域（轻工、纺服、家具、家电等），2019年HS分类中我国相关领域占比份额超过30%；另一方面在我国产业政策鼓励及高技术制造业持续发展下，机电产品出口也在全球占据重要地位。另外，得益于供给优势带来的议价能力提升，我国出口价格指数自2022年以来持续高于同期进口价格指数，也有体现，截至2023年4月出口及进口价格指数分别达到105.3和95.6（上年同期为100）。

其三是海外供给受到不同程度的冲击。海外供给压力进一步提升，发达经济体货币政策的较快收紧导致短期出现了一系列的金融稳定问题，高利率环境对企业、非银机构等扰动还未消除，潜在的信用收缩对海外供给是增量冲击，罢工、供应链重塑等扰动仍存，海外供给脆弱性提升也侧面凸显我国供给优势。

结构重于趋势，关注产业逻辑。结合前文逻辑，相比于整体出口趋势，我们提示更应关注结构表现，结合海外经济表现和产业发展走势，我们继续提示重点关注三大出口结构表现：

1) 重点关注海外消费降级和企业降本带来的出口机会。三年疫情和海外发达经济体天量流动性投放加剧全球贫富分化，发达经济体出现收入K型分化导致消费升级与消费降级并存，前者映射奢侈品的消费积极增长和涨价，后者则驱动消费者更加偏好“性价比高”的商品，此前在20世纪70年代美国面临高通胀背景下，日本生产的汽车、家具家电、影音设备等依赖性价比优势大幅抢占美国市场。此外，全球滞胀背景下企业经营面临挑战，积极推进降本战略，我们梳理美股超过四分之一的公司在2022年Q4开始缩减营业成本。

在海外消费降级和企业降本的大背景下，我国供给优势背后的性价比优势带来的出口机会需重点关注，一方面是得益于我国供应链的强大稳定性，在生产、物流、仓储等环节的稳定性有助于降低总体供应链成本，另一方面我国作为全球第一大制造业强国，在装备制造和消费制造业领域有突出优势，特别是纺服、轻工、机械、家电、家具等高端品类有望受益。

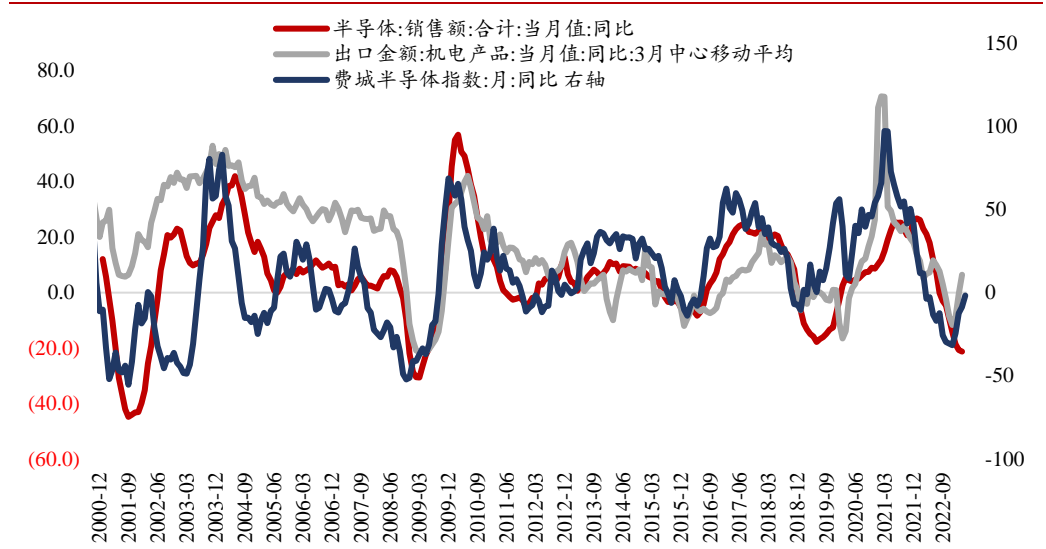
2) 关注新兴市场国家经济发展与“中国制造”出海带来的出口支撑。新兴市场国家也是我国出口的重要新兴增长点，特别是一带一路国家及东盟地区，1-4月东盟作为我国第一大贸易伙伴，我国对东盟出口1.27万亿元，增长24.1%；同期，我国对“一带一路”沿线国家合计出口2.76万亿元，增长26%。我们认为，我国对新兴市场国家出口表现强势，一方面部分资源相对富裕的新兴市场国家，得益于大宗商品牛市带来的利好，经济处于快速增长阶段，结合雁阵理论和我国作为世界第一生产制造国的角度来看，新兴市场国家从产业发展和现实需求角度，对“中国制造”的依赖度不断提升，相应带动我国相关品类出口。

另一方面，近年来我国坚持对外开放和扩大进口战略，秉持“高举和平、发展、合作、共赢的旗帜，恪守维护世界和平、促进共同发展的外交政策宗旨，坚持在和平共处五项原则基础上发展同各国的友好合作，推动建设新型国际关系，推动构建人类命运共同体”的外交政策，作为第三世界和新兴市场国家的重要代表，在国际秩序体系中的话语权和分量逐年提升，大国地位和外交阵地的步步提升一定程度上也推动了“中国制造”出海，进而带动出口增长。我们认为，伴随着新兴市场国家的现代化进程推进，我国制造业产品及企业出海将有持续积极表现。

3) 关注新一轮科技周期和全球碳中和进程的演绎。全球碳中和科技革命具备独特的产业发展逻辑，与全球宏观经济周期不同步，当经济处于下行阶段而产业发展处于积极增长阶段，其相关品类出口也较为积极，机电产品占我国出口近六成比例，其产业变化与科技周期高度相关，特别是全球半导体周期；近期半导体周期已经接近底部拐点，随着ChatGPT等终端应用场景和云计算、大数据、物联网等业态的进一步发展，未来库存筑底回升以及算力

需求的大幅提升有望带动半导体周期触底回升，从而带动相关品类的出口增长。此外，全球碳中和进程下，我国在新能源制造领域具备超强能力，新能源车、光伏等新能源相关领域的出口保持较高的成长性。

图14: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

弱修复叠加低基数，进口稳步回升。预计2023年5月人民币计价进口同比增速4%。总体来看，当前我国内需仍处于弱修复阶段，供给侧来看，4月全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，大幅低于市场预期，但服务业持续回升，全国服务业生产指数同比增长13.5%，比上月加快4.3个百分点，接触型聚集型服务业明显改善。需求侧来看，内需不足的矛盾客观存在，4月消费和投资增速均低于市场预期，反映居民和企业部门信心尚未恢复到正常化水平。此外，2022年Q2内需受疫情扰动，进口基数较低，2022年Q2的低基数对2023年进口读数也有支撑。综合来看，结合低基数和经济弱修复态势，预计进口小幅回升，5月人民币计价进口同比增速4%。

6 CPI 低位运行，PPI 继续探底

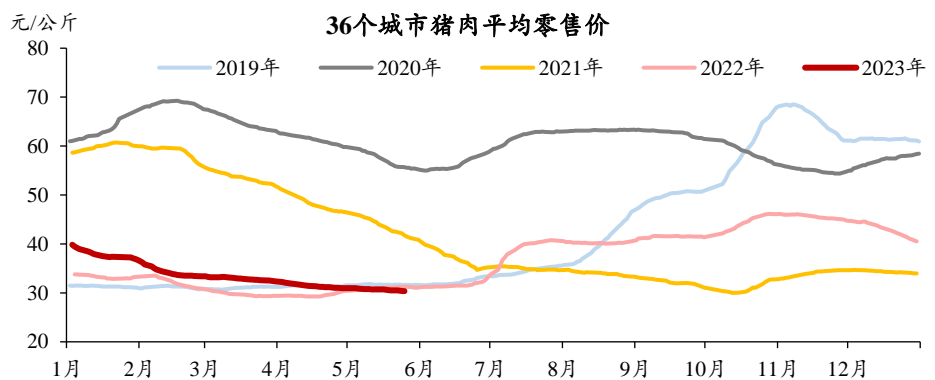
预计5月CPI环比持平，同比+0.4%（前值+0.1%），CPI低位运行。猪肉价格持续回落，降幅有所收窄，蔬菜价格小幅波动，价格明显强于季节性表现，CPI食品项止跌企稳。出行类需求旺盛，带动机票、住宿等相关服务业价格上涨，对核心CPI有一定支撑。**预计5月PPI环比-0.5%，同比-4.3%（前值-3.6%），PPI继续探底。**国内市场需求有所不足，建筑建材需求不及预期，螺纹钢、水泥等国内定价品种价格持续下行。海外经济衰退预期增强，原油、铜、铝等大宗商品价格普遍回落。

6.1 猪价持续下行，CPI 维持低位

预计5月CPI环比持平，同比+0.4%（前值+0.1%）。猪肉价格持续回落，但降幅有所收窄，蔬菜价格小幅波动，价格明显强于季节性表现，CPI食品项止跌企稳。出行类需求旺盛，带动机票、住宿等相关服务业价格上涨，对核心CPI有一定支撑。

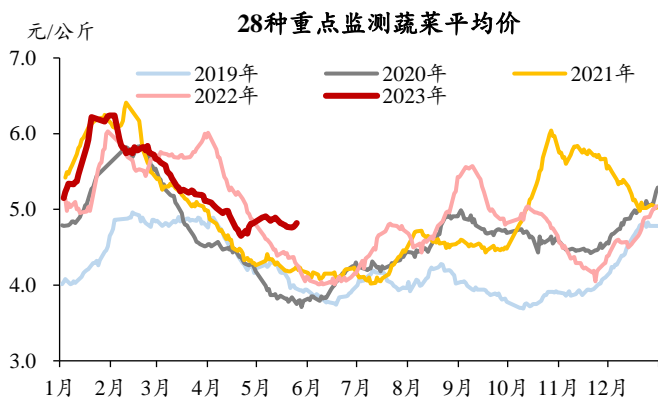
猪肉价格继续回落，但降幅有所收窄。Q2为猪肉消费淡季，需求有限叠加供给充分，猪价仍在低位徘徊。不过，年初开始能繁母猪有所去化，对应2~3个季度之后生猪供应将有所回落，且下半年节假日较多，旅游、聚餐等助力猪肉需求回暖，预计猪价将于Q3迎来拐点。蔬菜价格小幅波动，5月北方多地出现雷暴强降雨天气，对蔬菜供给造成一定扰动，菜价表现明显强于季节性，对于CPI同比回升起到一定拉动作用。

图15：5月猪肉价格持续回落



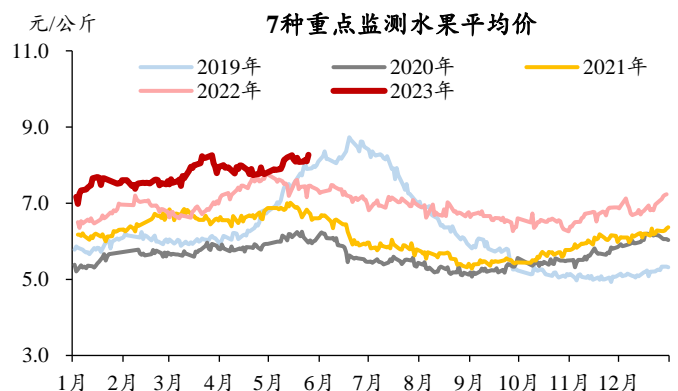
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图16：5月蔬菜价格强于季节性



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图17：水果价格环比上涨



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

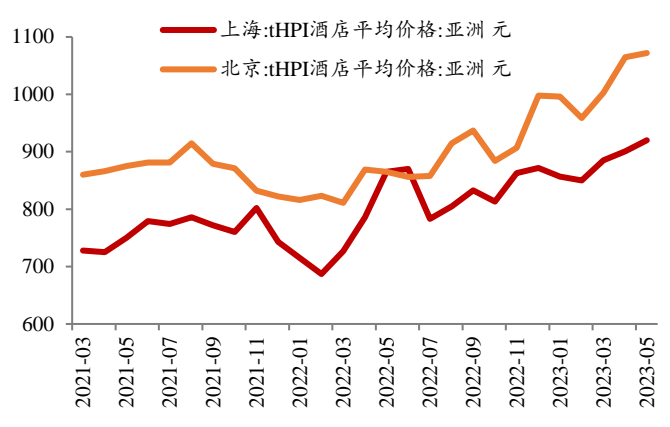
出行类需求旺盛，带动机票、住宿等相关服务业价格上涨，对核心CPI有一定支撑。五一假期旅游出行数据大幅回升，叠加会展、演唱会等线下活动增多，带动酒店住宿需求上升，酒店价格维持上涨态势。

图18: 5月电影票小幅上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 北上酒店价格持续上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6.2 商品整体下跌, PPI 延续下行

预计5月PPI环比-0.5%, 同比-4.3% (前值-3.6%), PPI继续探底。国内市场需求有所不足, 建筑建材需求不及预期, 螺纹钢、水泥等国内定价品种价格持续下行。海外经济衰退预期增强, 原油、铜、铝等大宗商品价格普遍回落。

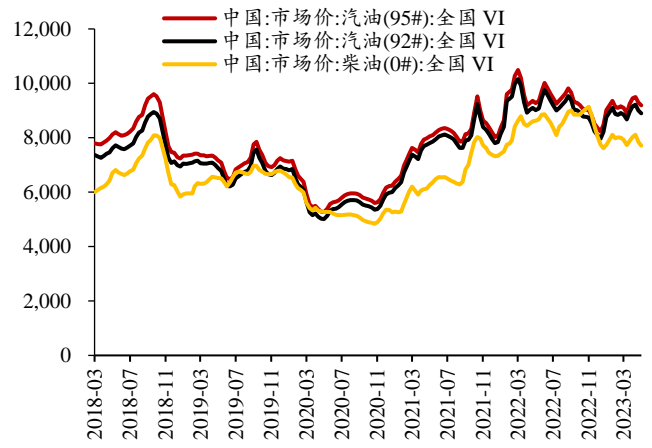
供需双弱, 原油价格震荡回落。5月OPEC+开启新一轮减产, 另外阿尔伯塔省野火对加拿大的原油产量也造成一定影响, 原油供给有所收紧, 但由于海外经济衰退预期增强, 加之5月炼厂季节性检修, 原油需求端疲软中国市场需求恢复也不及预期, 美国、欧元区制造业PMI低于荣枯线, 原油价格震荡回落。

图20: 原油价格磨底



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

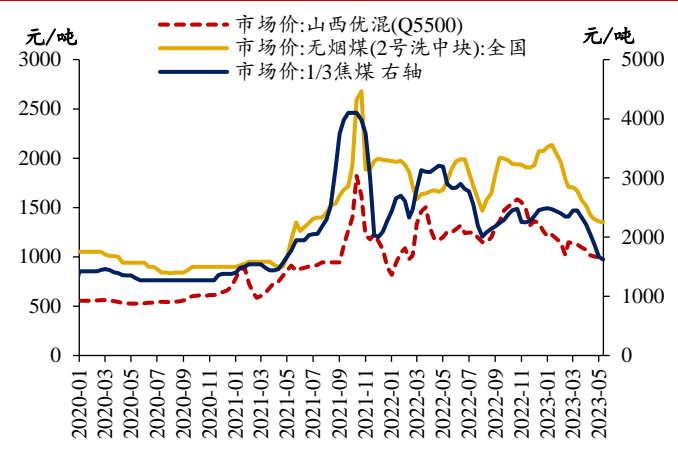
图21: 国内汽柴油价格小幅下跌 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

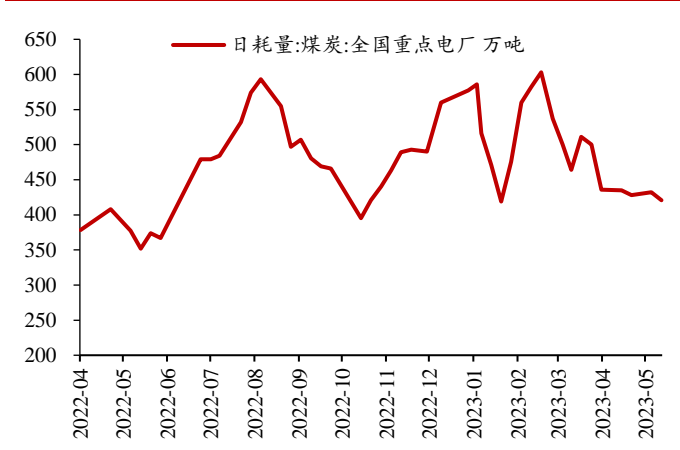
煤炭供给相对充分, 价格保持回落态势。5月全国重点电厂煤炭平均日耗煤环比小幅回落, 电煤需求相对偏弱; 煤炭进口政策放开以来, 进口量不断攀升, 煤炭供给充足, 价格持续回落。向前看, 夏季用电高峰期即将到来, 煤炭需求回暖, 对煤价形成一定支撑。

图22: 煤炭价格保持低位



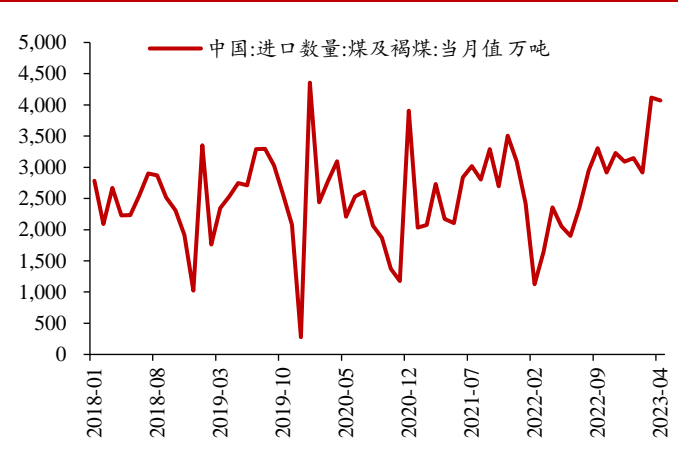
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 全国重点电厂日耗煤量略有回落



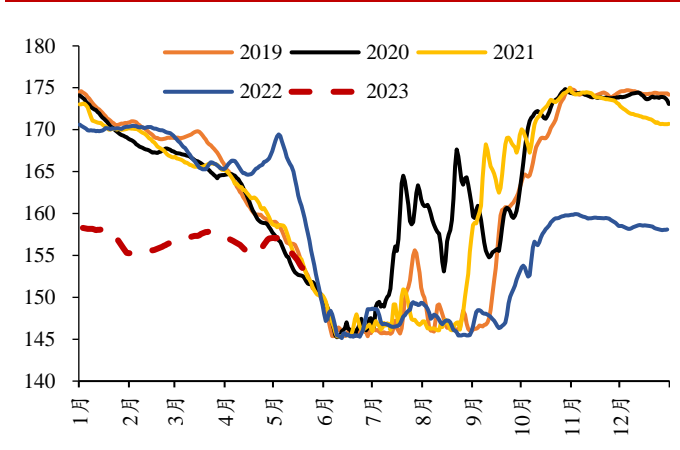
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 煤炭进口放量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

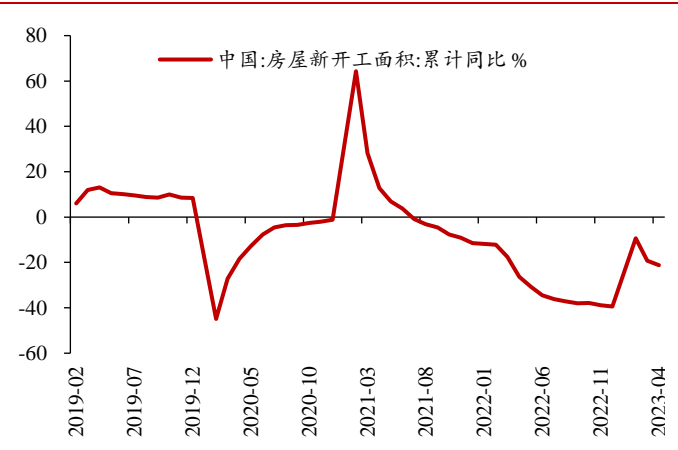
图25: 三峡水位整体较低(单位: 米)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

地产链分化，竣工强，新开工弱，玻璃价格延续上升态势，螺纹钢价格继续下行。5月房地产市场整体偏弱，“保交楼”政策推动下，地产竣工变现相对较好。与之对应，玻璃需求向好，浮法平板玻璃价格显著上行，新开工面积保持负增，螺纹钢价格持续下探。

图26: 房屋新开工面积累计同比继续下行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 玻璃价格上涨



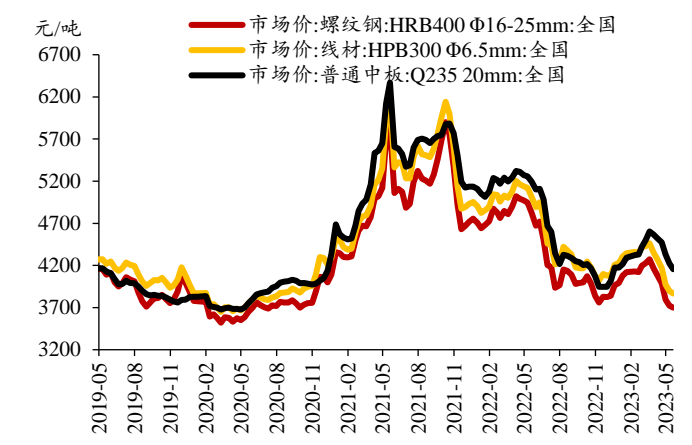
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 房屋竣工面积累计同比持续正区间上升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图29: 钢材价格持续回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

7 预计 2023 年 5 月信贷新增 1.5 万亿，社融新增 1.97 万亿，增速分别为 11.5% 和 9.7%

预计 2023 年 5 月人民币贷款新增 1.5 万亿，同比少增约 3900 亿，对应增速回落 0.3 个百分点至 11.5%，我们对数据相对悲观并提示其可能继续低于市场一致预期。去年 5 月的疫后修复期，信贷实现 1.89 万亿的较高基数，使得今年 5 月数据大概率同比少增，且一季度的大规模投放或对后续月份有所透支，在当前弱修复期（5 月 PMI 48.8%，较 4 月继续回落），预计经济内生动能及企业信贷需求较弱；居民端，5 月居民消费活动受假期推动，预计短期贷款同比改善，地产销售高频仍然低迷，但去年疫情冲击按揭贷线下业务办理，导致居民中长期贷款基数较低，预计今年 5 月明显同比多增。

从票据利率角度观察月内信贷状况，相比对流动性的指示性意义，票据更具信贷属性，将票据利率与同期限同业存单利率做差，可剔除短端流动性的扰动，该指标与信贷增速正相关度较高，当银行一般贷款投放较为充足，即信贷形势较好时，则其购入贴现票据减少，票据市场供大于求会使得利率上行幅度较大；反之，若实体信贷需求较弱，银行往往会通过“冲票据”以保持信贷规模相对稳健，此时贴现票据需求增大，供不应求导致票据利率下行幅度加大，而此时信贷总体形势是偏弱的。

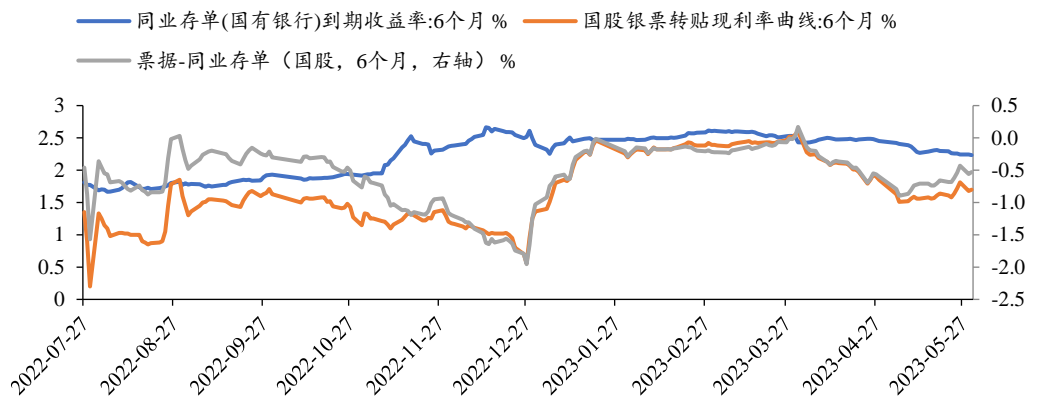
今年 5 月 6 日起至月末，票据-同业存单利差（6 个月）震荡上行，5 月 30 日利差较 5 月 5 日上行 36BP，较 4 月末小幅上行 7BP，由此市场形成 5 月信贷或明显走强的预期，我们认为仍需审慎看待，并预计数据或仍然较低。我们认为 5 月票据利率上行或是部分银行的信贷结构调整及表内票据到期量较大所致，且 5 月末相较 4 月末利率并未明显上行，月末几个工作日利率再次回落。总体看，预计一季度的透支及当前信贷需求的回落可能导致 5 月信贷承压。

信贷结构预计仍是重点支持基建、制造业（尤其是科创、绿色）、普惠小微等领域，地产为边际增量。根据央行 4 月 20 日新闻发布会披露数据，一季度基建中长期贷款新增 2.16 万亿元，同比多增 7771 亿元；制造业中长期贷款新增 1.3 万亿元，同比多增 6237 亿元；

房地产业中长期贷款新增 6536 亿元，同比多增 3791 亿元。3 月，多家银行在 2022 年年报业绩发布会上表示今年绿色、基建、科创将是重点布局领域。对于基建，我们认为，去年大量重大项目集中开工、加速推进，今年进入施工阶段，对资金的需求量保持稳健；对于制造业，政策持续鼓励银行加大制造业中长期贷款投放，其中，高技术制造业、新能源是侧重点；对于房地产，2022 年末地产金融政策转向，“要求落实落细金融支持房地产市场一揽子政策措施”的基调下，地产开发贷、保交楼贷款也为企业中长期贷款贡献增量。

结合我们对全年信贷体量的判断，测算一季度信贷增量占全年比重或高达 45%-47%，处于历史极高值区间，其中也隐含了对下半年可能再次降准的判断。

图30: 5月全月看, 票据-同业存单利差震荡上行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

预计 5 月社融新增 1.97 万亿，同比大幅少增约 8600 亿元，增速较前值降 0.3 个百分点至 9.7%。结构中，预计同比拖累主要来自政府债券、信贷、企业债券、未贴现银行承兑汇票；信托贷款、股票融资、委托贷款或小幅同比多增。

高频数据显示 5 月政府债券净融资规模约 6000 亿元，但去年基数 1.06 万亿，该项目预计同比少增；对于信贷，预计 5 月表内非银贷款约+800 亿，使得社融口径人民币贷款较信贷口径人民币贷款更低；对于企业债券，虽然当前信用债收益率维持低位，但预计受当前企业融资需求不足及信贷的挤出效应影响，5 月净融资或为负值，较去年略少增；对于未贴现银行承兑汇票，5 月经济基本面活跃度降低，虽然月末承兑量有所提高，但全月体量不大，且到期量较大，使得数据或为负值。

对于信托贷款，预计小幅同比多增，主要受地产金融政策影响，“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，当前金融机构继续积极落实，预计将支撑信托贷款数据，且融资类信托若依据存量比例压降，则每年压降规模也是同比减少的。预计委托贷款走势稳健，边际增量或来自公积金贷款。

对于 M2，去年基数逐步走高及 5 月信贷较弱的情况下，预计 5 月 M2 增速较前值回落 0.7 个百分点至 11.7%，但居民超额储蓄仍在持续积累，意味着 M2 增速的下行将是一个相对缓慢的过程。对于 M1，地产销售低迷，但受益于五一假期居民消费出行活跃度提高及去年基数走低，预计 5 月 M1 增速较前值微升 0.1 个百分点至 5.4%。

总体看，预计 5 月金融数据继续较弱，我们坚持此前强调的“二季度市场对宽信用的预期波动或明显加大，可能形成信用收紧预期”的观点，6 月信贷仍面临高基数，数据或

继续承压。去年 6、9 月在政策驱动下是信贷极高值，而 7 月是极低值，即二、三季度的相邻月份间的信贷表现波动较大，这也将对今年的各月构成差异化的基数影响。总体上，预计未来的三个季度合计信贷增量或有同比少增，信贷增速也将是逐步小幅回落的趋势，预计信贷年末增速 10.5%，较 2022 年末回落 0.6 个百分点。

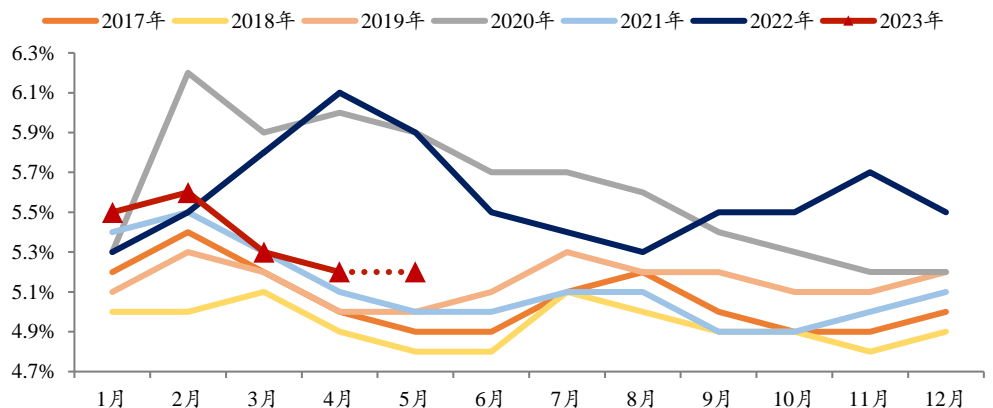
对于后续货币政策，4 月末政治局会议对货币政策定调是“稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力”，我们认为“精准有力”意味着二季度货币政策结构性工具将继续发力。值得关注的是，5 月以来 DR007 波动中枢明显下移，5 月（截至 30 日）日均值约为 1.84%，较 4 月日均值的 2.06% 低约 22BP，即使在月末时点，仅最后两个工作日行至 7 天逆回购利率上方，意味着银行间流动性较为宽松，体现政策意图。我们认为从机制上看，DR007 波动中枢持续的、大幅地下行并低于 7 天逆回购利率是可能降息的前瞻信号，我们提示市场关注，并将密切跟踪、及时作出政策提示。

由于下半年经济下行及失业压力均可能加大，预计有降准、降息概率。降准体现稳增长保就业诉求，对于降息，预计美联储可能在四季度进入降息周期，中美两国基本面差+货币政策差收敛，我国将出现国际收支、汇率改善机会，货币政策宽松空间进一步打开，形成降息预期。

8 就业整体平稳，青年就业承压

预计 5 月全国城镇调查失业率为 5.2%，与 4 月持平，就业整体趋稳，但青年失业率仍然承压。一方面，出行类、接触型消费表现良好，五一旅游消费数据创历史新高，有助于发挥第三产业吸纳劳动力的重要作用，如住宿餐饮业、交通运输业、租赁和商务服务业等；但另一方面，工业企业盈利持续承压，部分产能过剩行业面临用工需求收缩的问题。二季度经济修复斜率有所放缓，经济增长所创造的新就业岗位数量有限，16-24 岁青年人口失业率依然承压。

图31： 预计 5 月全国城镇调查失业率为 5.2%，与 4 月持平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

出行类、接触类消费恢复良好，对就业稳定起到积极作用。2023 年五一假期，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%，文化和旅游市场复苏明显，与之对应的住宿餐饮业、交通运输业和旅游服务等行业景气度较高。与此同

时，疫情放开之后，以广交会、上海车展为代表的商务服务业显著复苏，也能发挥吸纳劳动力的重要作用。

另外，**就业优先政策持续发力，尤其重视高校毕业生就业**。5月11日，国务院副总理丁薛祥出席全国高校毕业生等青年就业创业工作电视电话会议并强调，要全面落实就业优先政策，高效实施稳就业政策措施，扩大基层就业项目的招募规模，落实帮扶责任制。“三支一扶”“特岗计划”、“大学生乡村医生”专项计划、“百万就业见习岗位募集计划”等扶持计划全面推行，抢抓高校毕业生在校关键期和求职高峰期，开拓市场化就业渠道，将有助于推动高校毕业生就业创业工作。

9 风险提示

大国博弈超预期；地缘政治形势变化超预期。

表1: 5月宏观经济数据预测

	2022年实际	2023年1月实际	2023年2月实际	2023年3月实际	2023年4月实际	2023年5月预测
GDP (当季实际同比, %)	3.0			4.5 (Q1)		
规模以上工业增加值 (当期同比, %)	3.6		2.4	3.9	5.6	5.0
固定资产投资(不含农户) (累计同比, %)	5.1		5.5	5.1	4.7	4.5
社会消费品零售总额 (当月同比, %)	-0.2		3.5	10.6	18.4	13.1
CPI (当期同比, %)	2	2.1	1.0	0.7	0.1	0.4
PPI (当期同比, %)	4.1	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.3
出口 (人民币计价当期同比, %)	7		0.9	23.4	16.8	10.0
进口 (人民币计价当期同比, %)	4.3		-2.9	6.1	-0.8	4.0
贸易差额 (亿元)	58630		8103	6010	6184	6400
M2 (当期同比, %)	11.19	12.6	12.9	12.7	12.4	11.7
社会融资总额 (当期新增, 亿元)	320100	59800	31600	53800	12200	19700
人民币贷款 (当期新增, 亿元)	213096	49000	18100	38900	7188	15000
全国城镇调查失业率 (期末, %)	5.5	5.5	5.6	5.3	5.2	5.2
一年期定期存款利率 (次月期末, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
人民币兑美元汇率 (次月期末)	6.97	6.95	6.87	6.92	7.11	7.00

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>