

5月宏观数据延续偏弱势头，政策性降息落地有望带动三季度经济复苏动能转强

——2023年5月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局6月15日公布的数据，5月规模以上工业增加值同比实际增长3.5%，4月为5.6%；5月社会消费品零售总额同比增长12.7%，4月为18.4%；1-5月全国固定资产投资同比增长4.0%，1-4月为4.7%。

基本观点：整体上看，以5月综合PMI产出指数继续处于50%以上的扩张区间为代表，当前宏观经济复苏势头在延续。不过，4月经济复苏力度开始转弱；5月消费、投资、工业生产等宏观数据显示，这一下行势头还在延续。这是6月政策性降息落地的重要原因。其中，5月工业增加值同比增速回落，主要原因是基数走高，但从4年平均增速看，增长动力仍弱于预期，背后是外需大幅走弱而内需拉动作用有限，拖累工业生产扩张步伐。消费方面，5月社零同比增速回落虽主要受基数走高影响，但剔除基数影响观察，消费修复动能仍然较为温和，这主要源于居民消费能力和消费信心均未完全恢复的双重影响。投资方面，5月固定资产投资增速下滑较快，不及市场预期，主要原因是当月房地产投资降幅扩大。其中，基建投资延续较快增长势头，制造业投资展现一定韧性，都显示宏观政策保持稳增长取向；5月房地产投资降幅继续扩大，背后是二季度以来楼市再度转弱。

展望未来，短期内由于上年同期基数继续抬高，6月居民消费、工业生产增速还有下行趋势，固定资产投资增速将保持基本稳定。伴随6月政策性降息落地，后续还可能持续推出提振经济复苏势头的政策措施，三季度经济修复动能将再度转强。

具体解读如下：

一、5月工业增加值同比增速回落，主要原因是基数走高，但从4年平均增速看，增长动力仍弱于预期，背后是外需大幅走弱而内需拉动作用有限，拖累工业生产扩张步伐。

5月工业增加值同比增长3.5%，增速比上月回落2.1个百分点。由于去年5月工业生产从疫情冲击中逐步走出，表现要好于4月，因此，在基数有所走高的情况下，今年5月工业增加值同比增速回落符合预期，但回落的幅度较大，显示增长动力不及预期。从扣除基数影响的4年平均增速来看，5月为

4.3%，比上月小幅提高0.3个百分点，但仍明显低于2022年全年工业增加值相较2019年的3年平均增速5.3%。

三大门类中，除电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增速与上月持平外，5月采矿业和制造业增加值增速均有所下滑，其中，制造业增加值增速降至4.1%，比上月低2.4个百分点。这也与当月制造业PMI生产指数降至49.6%，时隔3个月再度进入收缩区间相印证。

5月工业生产数据偏弱，主要有两方面原因：一是当月出口额同比大幅下降7.5%，工业出口交货值同比也下降5.0%，明显弱于上月的增长0.7%，这意味着外需对工业生产的拉动作用减弱；二是国内消费修复温和，房地产投资仍持续下滑并拖累固定资产投资增速整体放缓，因而内需对工业生产的提振作用相对有限。

展望6月，从高频数据表现来看，6月上旬工业生产动能并未明显转强，同时考虑到去年同期基数走高，预计6月工业增加值同比增速将继续下滑至1.0%左右。我们认为，在当前供给端对工业生产的扰动全面退去的情况下，工业生产增长动能主要取决于需求端表现，因此，需求端修复不均衡、尤其是外需走弱对工业生产拖累明显，是今年以来工业生产增速低于GDP增速的主要原因。未来影响工业生产的两个主要不确定因素分别是：国内房地产投资能否如期回暖，以及海外对“中国制造”的需求是否会持续回落。

二、5月社零同比增速回落虽主要受基数走高影响，但剔除基数影响观察，消费修复动能仍然较为温和，这主要源于居民消费能力和消费信心均未完全恢复的双重影响。

由于去年同期基数走高，5月社零同比增速较上月回落5.7个百分点至12.7%。剔除基数影响，以2019年为基期计算的4年平均增速为3.5%，和上月的3.4%基本持平，不足疫情前8%-9%常态增长水平的一半。这表明，当前消费修复动能仍然较为温和。背后是居民消费能力和消费信心均未完全恢复的双重影响。前者体现在当前居民收入增速回升较慢——一季度居民人均可支配收入实际同比增速仅为3.8%，不及当季GDP增长水平，后者则源于当前居民消费心理仍较为谨慎。值得一提的是，4月、5月居民存款连续同比少增，我们认为这主要源于存款利率下调导致的存款向理财搬家，并不代表居民消费倾向有明显回升。

分商品类别来看，受基数走高影响，5月多数类别商品零售额同比增速较4月放缓，仅通讯器材、中西药品等少数类别商品零售额增速有所加快。值得一提的是，5月汽车零售额同比增速较上月大幅回落13.8个百分点至24.2%，但相比2021年同期的两年平均增速从上月的-0.9%提高至3.2%。这表明，随着消费者观望情绪缓解，加之多地推出购车促销措施以及近期车企推出大量新品，5月汽车消费需求有所回暖。此外，5月家电零售额同比下降4.6%，低于上月的增长0.1%，且环比增速明显弱于季节性，同时当

月其他涉房消费表现也整体偏弱，这主要源于当前房地产行业还处于筑底阶段，且进入二季度以来楼市热度再度转弱。

我们认为，物价偏低背景下，未来政策面在促消费方面的空间较大，迫切性也较强。其中，各地在持续改善消费条件、拓展消费场景的同时，还可针对新能源汽车、智能家电、绿色建材等大宗消费领域，出台阶段性定向支持措施，同时还可根据本地消费特色，发放一定规模的消费券和消费补贴。这能在一定程度上弥补三年疫情带来的居民收入缺口，增强居民消费能力，推动消费优化升级。另外，政策面接下来要着力引导房地产行业尽快实现软着陆。这既能直接推动涉房消费，也有助于增强居民消费信心。

三、投资：5月固定资产投资增速下滑较快，不及市场预期，主要原因是当月房地产投资降幅扩大。其中，基建投资延续较快增长势头，制造业投资展现一定韧性，都显示宏观政策保持稳增长取向；5月房地产投资降幅继续扩大，背后是二季度以来楼市再度转弱。

1-5月固定资产投资累计同比增速为4.0%，较前值放缓0.7个百分点，不及市场预期。这在一定程度上显示，4月以来经济复苏势头减弱的态势在延续，也从一个侧面印证了6月政策性降息的必要性。

据我们测算，5月当月固定资产投资同比增速为1.6%，较上月回落2.0个百分点，主要原因是当月房地产投资同比大幅下降10.5%，降幅较上月显著扩大3.2个百分点所致，而基建投资和制造业投资继续保持较强韧性。需要指出的是，投资数据统计的是名义值，而5月PPI同比通缩加剧至-4.6%，降幅较上月扩大1.0个百分点，这意味着当前固定资产投资实际增速会明显高于名义增长水平，对GDP增速的拉动作用依然较强。展望未来，6月政策性降息落地，释放了明确的稳增长政策信号，接下来在基建投资有可能提速、制造业投资继续保持较强韧性，以及房地产投资降幅趋缓带动下，二季度固定资产投资增速有可能出现上行拐点。

具体从投资的三大板块来看，5月投资增速都有不同程度回落，分化格局依然明显。首先，1-5月基建投资（不含电力）累计同比为7.5%，较1-4月回落1.0个百分点；据我们测算，5月当月基建投资（不含电力）同比增长4.9%，增速较上月回落3.0个百分点，下滑幅度较大。不过，1-5月全口径基建投资累计增速为9.9%，较前值加快0.1个百分点；当月同比为10.2%，增速较上月加快2.3个百分点。由此，综合来看，5月基建投资继续保持较快增长势头。

从年初以来金融数据中的企业中长期贷款继续同比大幅多增、今年专项债发行继续前置、以及各地项目施工等情况判断，当前基建投资既不缺资金，也不缺项目。背后是在以居民消费、民间投资为代表的经济内生增长动力还有待进一步增强，加之外需存在放缓趋势，特别是房地产投资还在延续同比负增长势头的情况下，当前以重大项目建设为核心的基建投资还需保持较高增长水平。这是现阶段推动经济保持回升向上势头的一个主要发力点，也是宏观政策延续稳增长取向的直接体现。

我们判断，短期内伴随政策性降息落地，其他提振经济复苏势头的政策也可能跟进，固定资产投资增速整体上有望由降转升，成为其中的一个重要发力点。

1-5月制造业投资同比增速为6.0%，较前值小幅下降0.4个百分点，据测算，当月同比为5.1%，较上月回落0.2个百分点，继续保持较强增长韧性。一方面，年初以来企业中长期贷款大幅增加，政策面积极推动制造业转型升级（1-5月高技术制造业投资继续处于12.8%的快速~~的~~快速增长水平），加之本轮政策性降息落地后，后期经济回升向上前景进一步明确，都会对制造业投资形成一定支撑。另一方面，在今年全球经济减速、我国出口面临较大挑战的前景下，以民间投资为主的制造业投资信心会受到一定影响；另外，去年四季度以来国内PPI持续处于通缩状态，多数制造业行业利润负增，也会在一段时间内对制造业投资带来不利影响。综合以上，我们判断短期内制造业投资增速将由降转稳。

1-5月房地产投资同比降幅为7.2%，较前值扩大1.0个百分点。据测算，5月当月房地产投资同比为-10.5%，降幅较上月扩大3.2个百分点，时隔4个月再度进入两位数下降区间，与4月以来楼市再度转弱相印证。我们分析，5月房地产投资下滑加快，一方面是由于近期商品房新开工面积、施工面积降幅加剧，抵消了“保交楼”带动的商品房竣工面积同比大幅正增长的影响，导致房地产建筑安装投资降幅扩大；另一方面，这也可能与3月以来计入房地产投资的土地购置费同比正增长的幅度收窄相关，背后是土地市场持续偏冷，去年底前后土地购置费同比正增长的势头难以持续。

一季度楼市回暖，主要源于前期疫情、春节导致的积压需求集中释放。二季度以来，伴随积压需求在3月底之前充分释放，加之宏观经济修复力度放缓，以及此前以金融支持房地产“16条”（2022年11月出台）为代表的政策效果已有边际减弱趋势，楼市再度出现转弱勢头。

我们判断，接下来楼市支持政策将再度加码，但具体力度和效果存在一定不确定性，短期内房地产投资降幅还有可能扩大。不过，下一步政策“工具箱”在放宽购房条件、降低首付成数、下调居民房贷利率等方面都还有较大潜力可挖。其中，根据央行数据，3月新发放居民房贷利率为4.14%，较去年12月下调0.12个百分点，但仍高于同期企业贷款利率水平（3.96%），意味着短期内新发放居民房贷利率还有一定下调空间。这是当前提振市场信心，推动房地产行业尽快实现软着陆的关键。我们判断，若各类政策调整到位，房地产投资有望在下半年早些时候出现实质性回升——即建筑安装投资同比降幅明显收窄。

值得注意的是，1-5月民间固定资产投资同比增速降至-0.1%，较前值大幅回落0.5个百分点；我们测算，5月当月民间固定资产投资同比下降1.8%，降幅较上月扩大1.6个百分点，主要是受房地产投资降幅扩大，以及制造业投资增速放缓的双重影响。这是当前经济内生增长动力不强的一个突出体现。

四、就业：5月城镇调查失业率稳定在5.2%，但青年失业率高位上行。

5月城镇调查失业率为5.2%，与上月持平，继续处于年初制定的5.5%的控制目标水平之内。伴随经济复苏态势延续，整体失业率下行符合市场预期。不过，5月16-24岁青年失业率升至20.8%，较前值高位上行0.4个百分点，续创有历史记录以来新高，超过去年疫情期间的最高水平。这意味着当前结构性失业问题突出，其中高校毕业生是重点群体，也是近期政策面持续聚焦就业问题的一个原因。我们判断，接下来就业优先政策会精准发力，其中政策面对平台经济、数字经济的支持力度将进一步加大，这些是吸纳高校毕业生就业的重点领域。

整体上看，以5月综合PMI产出指数继续处于50%以上的扩张区间为代表，当前宏观经济复苏势头在延续。不过，4月经济复苏力度开始转弱；5月消费、投资、工业生产等宏观数据显示，[这](#)一下行势头还在延续。这是6月政策性降息落地的重要原因。我们认为，当前以居民消费和民间投资为代表的经济内生增长动力不足，主要有以下原因：一是国内外经济走势错位。今年在国内经济回升向上过程中，海外经济下行明显。这一方面会直接带动外需对经济增长的拉动率下滑——5月出口增速降至-7.5%，后期料延续同比负增长，另一方面也会间接影响国内消费和投资信心。二是在当前经济修复过程中，房地产行业仍持续处于调整阶段。当前房地产投资、建筑装潢材料销售等涉房消费持续同比负增长，对宏观经济运行拖累效应明显，最重要的是严重影响了居民消费和企业投资信心。

展望未来，短期内由于上年同期基数抬高，6月居民消费、工业生产增速还有下行趋势，固定资产投资增速将保持基本稳定。低基数影响下，二季度GDP同比增速有可能升至7.5%左右，这意味着上半年经济增速有望达到6.0%。重要的是，伴随6月政策性降息落地，后续还可能持续推出提振经济复苏势头的政策措施，三季度经济修复动能将再度转强，完成全年“5.0%左右”的经济增长目标难度不大。我们判断，全年GDP增速有可能达到6.0%左右。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。