

2023年06月15日

后续关注民营企业盈利改善

定期报告

五月经济数据点评

投资要点

◆ 一、生产端：环比改善，弱于预期

◆ 伴随低基数效应减弱，5月工业增加值增速回落（5月为3.5%，前值5.6%）且低于预期。环比来看，工业生产边际改善，5月工增季调环比0.63%，大幅高于4月的-0.34%。出口方面，基数效应、去年底疫情积压订单的影响消退，出口生产承压，出口交货值增速由正转负。

◆ 分行业来看，1) 制造业尤其是装备制造业受基数效应扰动最为显著，具体而言，通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业、发电设备、太阳能电池本期增速降幅较大。2) 基建相关产品生产动能不足，生铁、粗钢、钢材、水泥增速均回落6pct左右，水泥增速由正转负、平板玻璃增速低位下滑。3) 下游建筑业、制造业需求低迷导致化工行业生产疲软。4) 医药制造业增加值自去年11月以来持续同比下降。

◆ 二、消费：基数效应减弱，总体需求偏弱

◆ 受上年同期基数抬升以及消费需求不足影响，5月社零增速环比下降-5.7pct至12.7%，其中社交出行属性强的餐饮、汽车、服装、化妆品、金银珠宝、石油制品社零增速降幅均在9pct至20pct之间。此外，地产后周期消费需求总体减弱。环比来看，五一假期消费带动下，5月社零季调环比为0.42%，高于前值0.2%。

◆ 5月城镇调查失业率为上月持平，但16至24岁青年人口失业率继续创历史新高。从全国就业人员平均周工作时间来看，5月为48.6小时，环比下降0.2小时，但仍处于历史第三高的位置，企业在盈利压力下，对于延长员工工时的积极性明显超过招工积极性。民营企业是吸纳青年群体就业的主体，然而民营企业的投资扩张目前仍受到盈利的制约，居民就业与收入预期改善，进一步提振消费或仍需等待时日。

◆ 三、固定资产投资：边际关注制造业的盈利改善以及高技术产业发展

◆ 2023年以来，固定资产投资增速持续下降，1至5月为4.0%，前值4.7%，为2021年以来最低点。具体而言，高技术产业增速持续领先，基建增速持续下滑，房地产降幅扩张。

◆ 房地产投资方面，当下库存难以有效释放，房地产开发投资与新开工的企稳需等待信心好转。

◆ 基建方面，基建投资面临预算软约束，由于我们测算今年财政前置以及由其引发的实体部门负债增速已在4月触顶，未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标，向名义经济增速靠拢，基建增速或保持温和下降趋势。

◆ 制造业以民营企业为主，市场化程度高，其投资意愿由盈利决定，而受国际大宗商品价格下行、国内外需求疲软、以及高基数的影响5月PPI为2016年3月以来最低点。预计伴随基数效应的消退，下半年PPI将转正，叠加内需持续释放，企业盈利有望改善，民营企业信心若得到提振，民营投资与制造业投资增速有望提高。

◆ 四、利率债观点

◆ 对于6月的降息，我们认为与2022年1月和8月的降息情景类似，均是被动式降息，并且都是一轮财政引发扩张周期结束的确证，而非新一轮宽松周期的开启。

分析师

罗云峰

 SAC 执业证书编号：S0910523010001
 luoyunfeng@huajinsec.com

分析师

杨斐然

 SAC 执业证书编号：S0910523050002
 yangfeiran@huajinsec.com

相关报告

5月金融数据综述-实体部门负债增速快速下降 2023.6.13

星帅转2(127087.SZ)申购分析 2023.6.13

山河转债(123199.SZ)申购分析 2023.6.12

恒邦转债(127086.SZ)申购分析 2023.6.12

资产配置周报(2023-6-10)-警惕资金面边际收敛 2023.6.11



- ◆ 我们认为，目前的资金面处于较为宽松的状态，后续资金面边际收敛的概率大于扩张。资产端实际产出边际温和改善背景下，负债端的收敛或对包括商品和各类金融资产在内所有资产的价格形成挤压，因此目前不存在任何一类资产价格具备持续上升的基础，我们可以讨论的更多是配置和结构行情。具体而言，债市配置窗口开放，久期策略占优，重申去年底我们对今年十债收益率的区间判断，即 **2.6%-2.9%**。
- ◆ 风险提示：政策超预期放松，经济恢复不及预期。

内容目录

一、生产端：环比改善，弱于预期	4
二、消费：基数效应减弱，总体需求偏弱	5
三、固定资产投资：边际关注制造业的盈利改善以及高技术产业发展	6
四、利率债观点	8
五、风险提示	8

图表目录

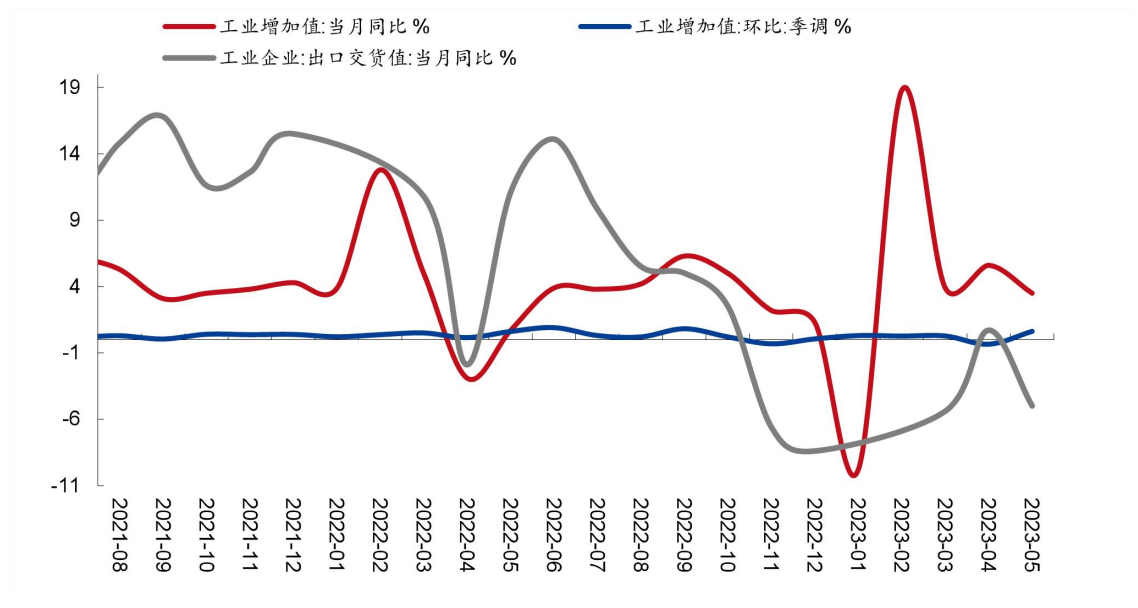
图 1：工业增加值环比提升，同比增速下降	4
图 2：出口交货值增速如期下降	5
图 3：5 月社零的基数效应减弱	6
图 4：青年群体就业亟待改善	6
图 5：各产业固定资产投资增速	7
图 6：民间投资占比创新低	8
图 7：从新开工以及待售数据来看，房地产信心回升仍需等待	8

一、生产端：环比改善，弱于预期

伴随低基数效应减弱，5月工业增加值增速回落且低于预期，5月工业增加值同比增3.5%（前值5.6%）。环比来看，工业生产边际改善，5月工增季调环比0.63%，大幅高于4月的-0.34%。出口方面，基数效应、去年底疫情积压订单的影响消退，出口生产承压，出口交货值增速由正转负，出口交货值衡量当期生产、当期出口的产品价值，5月同比增速为-5.0%，前值0.7%，与外贸数据、新出口订单PMI趋势一致。

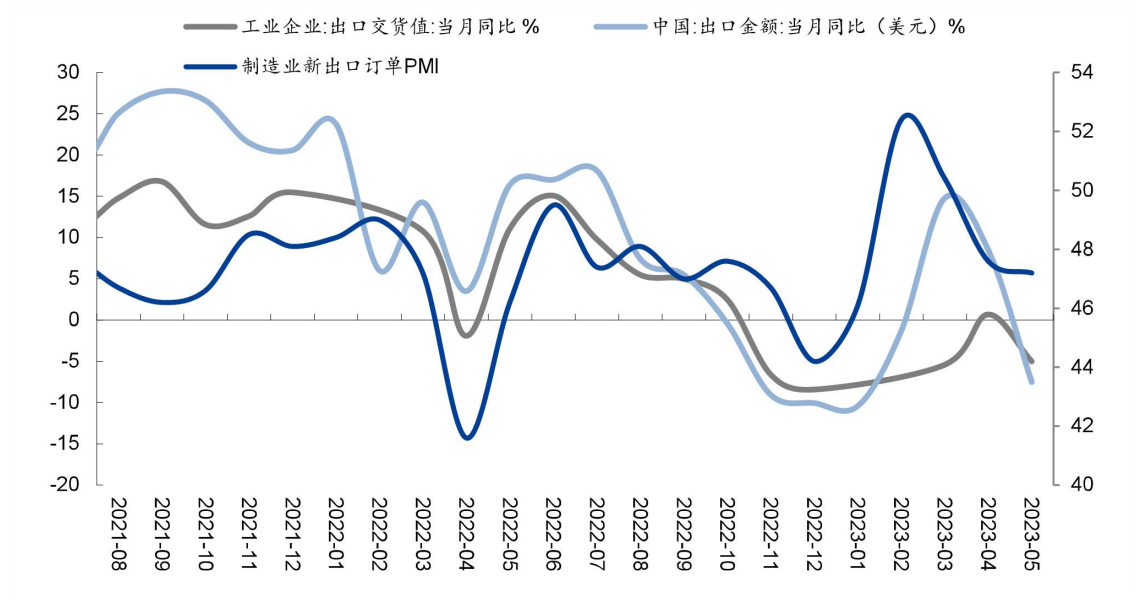
分行业来看，1) 制造业尤其是装备制造业受基数效应扰动最为显著，5月制造业、装备制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业工业增加值同比增速分别变动-2.4pct、-5.2pct、-0.8pct、-1.2pct、0.0pct至4.1%、8.0%、1.7%、-1.2%、4.8%。具体而言，通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业、发电设备、太阳能电池本期增速降幅较大，增速分别下降-7.4pct、-5.2pct、-20.8pct、-16.5pct、-16.0pct至6.1%、3.9%、23.8%、45.4%、53.1%。2) 基建相关产品生产动能不足，生铁、粗钢、钢材、水泥增速均回落6pct左右，水泥增速由正转负、平板玻璃增速低位下滑。3) 下游建筑业、制造业需求低迷导致化工行业生产疲软，烧碱、硫酸、乙烯、化纤产量增速分别下降-5.2pct、-1.6pct、-10.8pct、-2.0pct至-0.3%、-1.1%、7.1%、11.5%。4) 医药制造业增加值自去年11月以来持续同比下降，5月为-4.4%。

图 1：工业增加值环比提升，同比增速下降



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2: 出口交货值增速如期下降



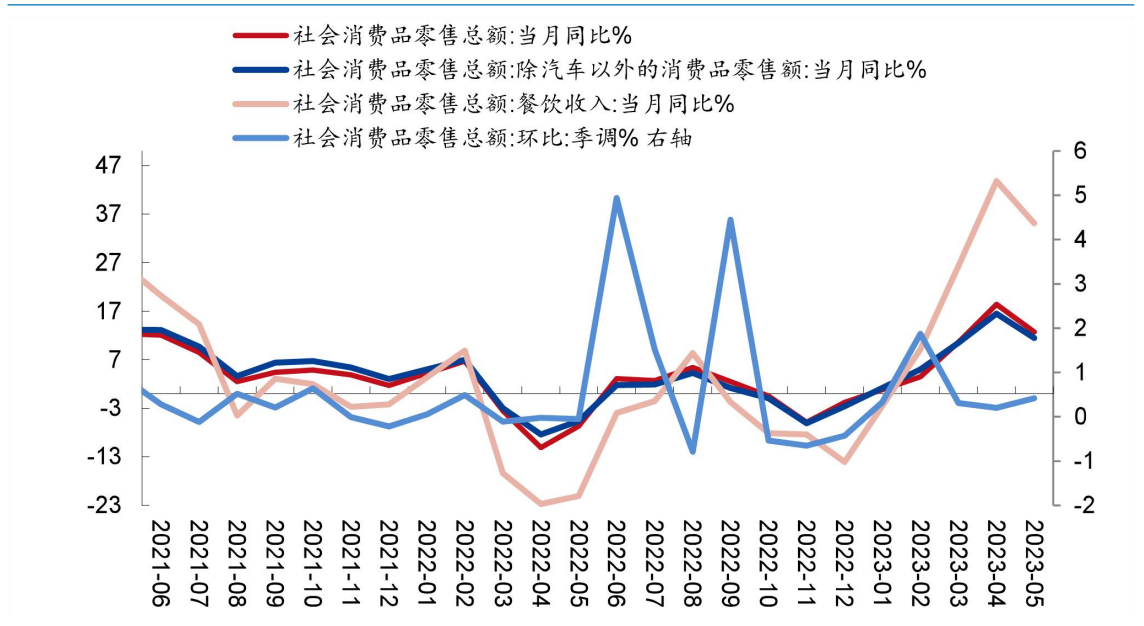
资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、消费：基数效应减弱，总体需求偏弱

受上年同期基数抬升以及消费需求不足影响，5月社零增速环比下降-5.7pct至12.7%，其中社交出行属性强的餐饮、汽车、服装、化妆品、金银珠宝、石油制品社零增速降幅均在9pct至20pct之间。此外，地产后周期消费需求总体减弱，家电、家具、建筑装潢零售额增速分别变动-4.6pct、1.6pct、-3.4pct至0.1%、5%、-14.6%。环比来看，五一假期消费带动下，5月社零季调环比为0.42%，高于前值0.2%。

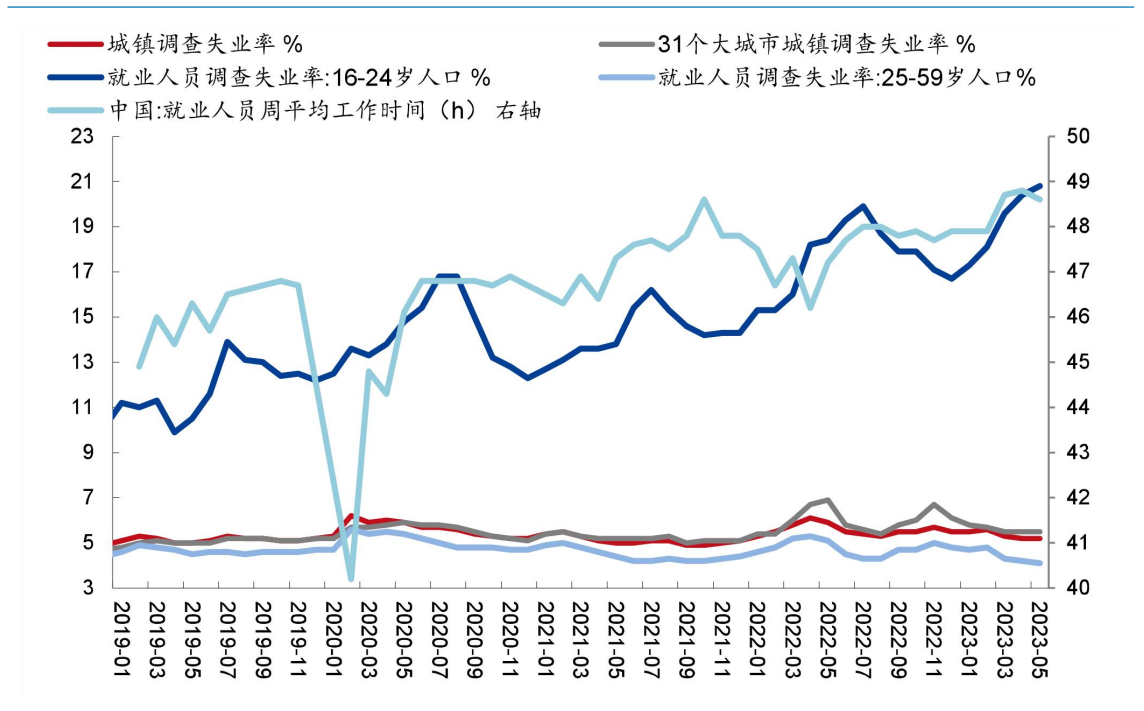
正如我们在之前的报告中所提示的，低基数回补过后，社零难以保持高增速，其复苏持续性取决于就业与收入预期的改善情况。一季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长5.1%，扣除价格因素则实际增长3.8%，虽较2022年四季度增速提高0.9pct，但低于GDP4.5%的增速。就业方面，5月城镇调查失业率与上月持平，但16至24岁青年人口失业率继续创历史新高，5月为20.8%，前值20.4%。从全国就业人员平均周工作时间来看，5月为48.6小时，环比下降0.2小时，但仍处于历史第三高的位置，企业在盈利压力下，对于延长员工工时的积极性明显超过招工积极性。民营企业是吸纳青年群体就业的主体，然而民营企业的投资扩张目前仍受到盈利的制约，居民就业与收入预期改善，进一步提振消费或仍需等待时日。

图 3：5 月社零的基数效应减弱



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：青年群体就业亟待改善



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、固定资产投资：边际关注制造业的盈利改善以及高技术产业发展

2023 年以来，固定资产投资增速持续下降，1 至 5 月为 4.0%，前值 4.7%，为 2021 年以来最低点。具体

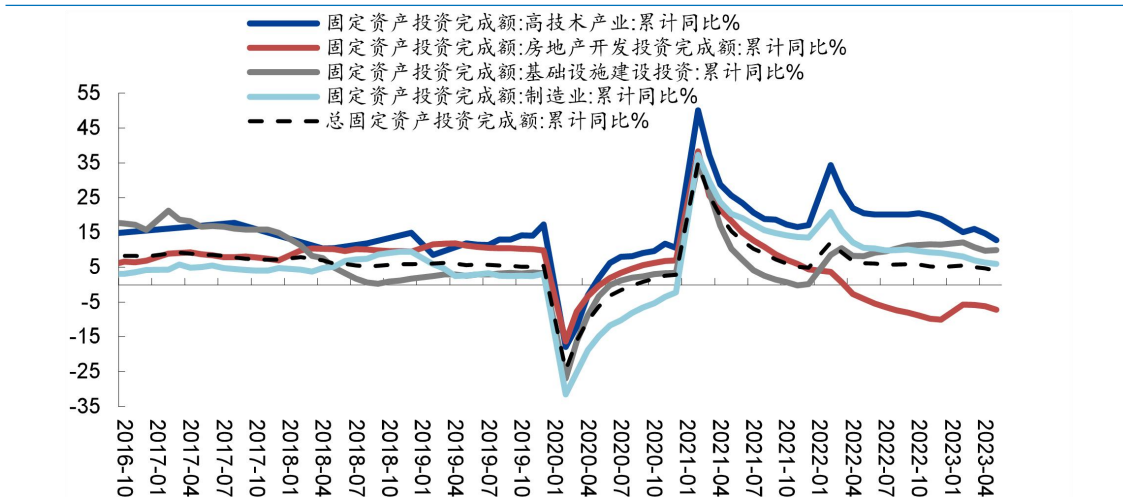
而言,高技术产业增速持续领先,基建增速持续下滑,房地产降幅扩张。高技术产业固投增速下降-1.9pct至12.8%;不含电力的基建投资增速年内持续下滑,5月为7.5%,前值8.5%;制造业投资增速自2022年四季度以来持续下降,5月累计增速为6.0%,前值6.4%;房地产投资增速连续3个月下降至-7.2%,前值-6.2%。

房地产开发投资跌幅继续走阔,新开工较弱,库存出清与信心好转仍需等待。5月房地产竣工端在保交楼压力下继续提升0.8pct至19.6%;受去年同期低基数影响,商品房销售仍保持阶段高位8.4%;商品房待售面积增速保持15.7%的高位,施工面积与新开工面积降幅均继续扩张-0.6pct、-1.4pct至-6.2%、-22.6%。整体而言,房地产库存难以有效释放,房地产开发投资与新开工的企稳需等待信心好转。

基建方面,基建投资面临预算软约束,由于我们测算今年财政前置以及由其引发的实体部门负债增速已在4月触顶,未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标,向名义经济增速靠拢,基建增速或保持温和下降趋势。

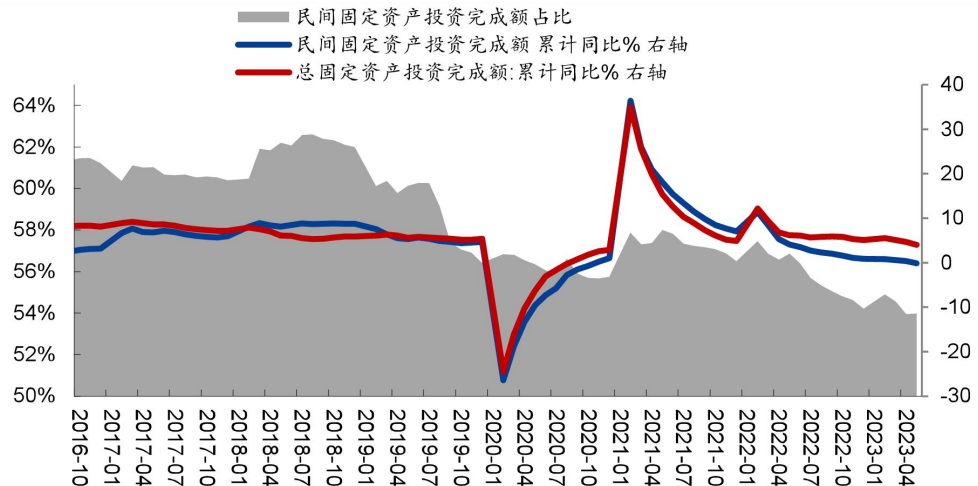
制造业投资依赖PPI回升,盈利企稳。受国际大宗商品价格下行、国内外下游需求疲软、以及同期高基数的影响,5月PPI同比为-4.6%,为2016年3月以来最低点。制造业以民营企业为主,市场化程度高,投资意愿由盈利决定,值得注意的是民间固定资产投资增速自2022年以来持续下降,5月开始由正转负,为-0.1%,前值0.4%,民间固定投资占比亦保持历史最低位(54%)。预计伴随基数效应的消退,下半年PPI将转正,叠加内需持续释放,企业盈利有望改善,民营企业信心若得到提振,民营投资与制造业投资增速有望提高。

图5: 各产业固定资产投资增速



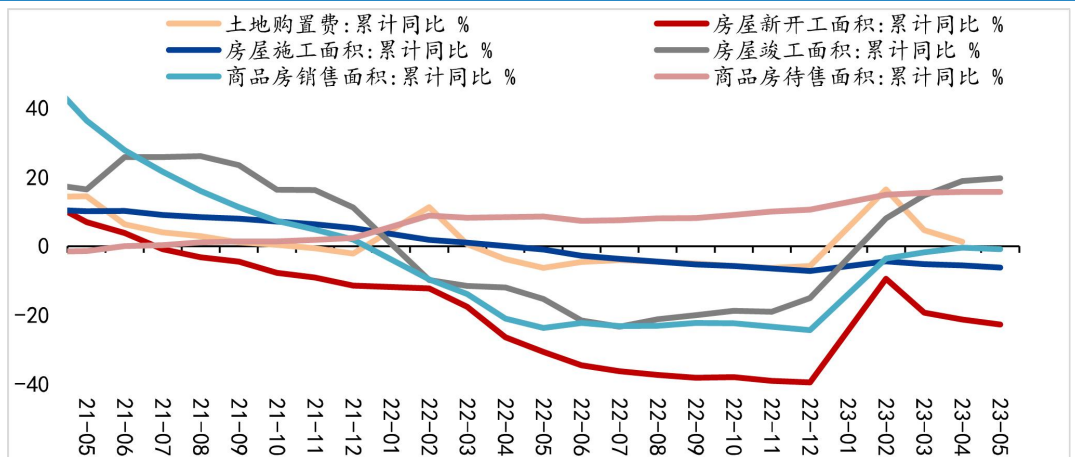
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6：民间投资占比创新低



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：从新开工以及待售数据来看，房地产信心回升仍需等待



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、利率债观点

对于 6 月的降息，我们认为与 2022 年 1 月和 8 月的降息情景类似，均是被动式降息，并且都是一轮财政引发扩张周期结束的确证，而非新一轮宽松周期的开启。

我们认为，目前的资金面处于较为宽松的状态，后续资金面边际收敛的概率大于扩张。资产端实际产出边际温和改善背景下，负债端的收敛或对包括商品和各类金融资产在内所有资产的价格形成挤压，因此目前不存在任何一类资产价格具备持续上升的基础，我们可以讨论的更多是配置和结构行情。具体而言，债市配置窗口开放，久期策略占优，重申去年底我们对今年十债收益率的区间判断，即 2.6%-2.9%。

五、风险提示

经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn