

## 宏观点评 20230615

# 刺激来了，5月经济最后一跌？

2023年06月15日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《美联储6月会议：以“跳”为进？》

2023-06-14

《除了政策，迟来的信贷还有什么信号？》

2023-06-14

■ **5月经济数据持续疲软意味着二季度GDP增速可能跌破7%**。根据我们的估算，由于工业的放缓和地产投资拖累，二季度GDP有可能环比零增长，同比6.7%对应两年复合增速仅为3.5%。因此，我们将2023年GDP增速预测由此前的5.6%下调至5.2%。随着复苏动能的衰减，一些结构性的矛盾也被放大，尤其是5月民间投资增速的转负和青年人失业率继续攀升，这些都影响了当前市场信心的恢复。

■ **因此需要有政策端的持续和协同发力，才能有效对冲经济下行和通缩的双重风险**。好的消息是6月央行已率先降息，并且以地产和基建为抓手的一揽子宽松措施也有望近期出台。我们认为这仅是一个开始，因为经济的下行仍需要更多扩需求的政策形成合力，这也是为什么我们预期未来的政策宽松有两轮，即7月政治局会议会有进一步的政策加码。这也意味着从环比增长来看，二季度有望成为全年经济的底部。从5月具体数据来看：

■ **工业生产：第二季度开局偏弱**。由于基数的原因，5月工业增加值同比增速放缓在市场预期之内，0.63%的环比增速也不低（至少符合疫情前的同期平均水平），但是考虑到4月环比增速-0.34%创下同期历史最低，0.63%要大打折扣，我们用4、5月环比平均增速来衡量第二季度以来工业的动能，2023年可能是近年来第二季度动能放缓最明显的年份。

从行业来看，汽车和电气机械无论从单月同比还是两年复合同比增速来看都是名列前茅，这与相关行业出口的稳健、以及政策的支持相对应。而计算机电子和食品制造等行业则主要是2022年保供下稳健增长带来的高基数，加上2023年需求上的不足，导致单月同比增速明显下滑，凸显出当前部分行业去库存的压力仍然较大。

■ **制造业投资：拐点已至，内生动力不足是主要问题**。2021年至2022年制造业成为稳经济的重要支撑，但2023年以来制造业投资增速持续放缓，5月5.1%的同比增速意味着制造业的拐点已来临。从结构上来看，大多行业存在生产动能不足、投资意愿较弱的情况，包括此前一直是“压舱石”的电气机械行业，其5月投资增速放缓十分明显。而且值得注意的是，截至5月民间固定资产投资完成额累计增速由正转负，这说明在财政政策相对不那么积极的情况下，市场内生的投资需求依旧是偏弱的，这是当前解决就业、收入等重要问题的重要难点。

■ **基建：增速的“加快”但结构分化的“加剧**”。2023年以来基建发力明显，5月广义基建投资同比增速录得10.3%（4月为7.9%），基建投资势头仍保持强劲。分细项来看，5月基建投资加速的“主力军”是电热水供应，而交通运输和公共设施投资对基建的发力并不显著。

**稳定基建的增速对于稳住经济复苏的逻辑至关重要**。目前地方政府新增专项债发行放量虽不如2022年，但发行进度较历史同期仍然偏快。不过随着下半年专项债发行空间变窄，后续政策端将如何为基建投资加“弹药”是一大关注点，我们预计届时会有政策性开发性金融工具或者特别国债（或长期建设国债）来加以辅助。

■ **地产投资分化已至“临界值”？竣工与开工的增速差走阔至历史高位**，投资可能难以稳定；一是参考2015年的竣工-开工高度分化后，货币双降+棚改+下调首付比“接踵而至”，地产投资才企稳反弹；二是向竣工的倾斜对投资复苏意义不大，“保交楼”推动的或更多是已售期房的完工，今年地产开发资金中的预付款及按揭较去年略增，其中更多可能是来源于一季度销售端的需求释放。

■ **地产销售“爬坡”动力略显不足，内部差异也值得注意**。根据30城商品房销售面积口径，以积压刚需为代表的三线城市地产销售面积增长在一季度“昙花一现”，而二季度后以一线城市为主的地产销售的相对稳健背后反映的可能不是经济复苏的逻辑。随着6月高基数压力到来，地

产需求的提振压力有所上升。

从分项数据看，5月主要地产指标未见回暖，当月地产投资同比下探至-10.5%，地产新开工依旧未见起色，同比萎缩27.4%，竣工同比增幅收窄至24.4%；销售回落趋势明显，同比转负；房企到位资金不稳。

- 消费方面，线下消费受节日因素影响持续活跃，通讯、娱乐及燃油消费复合增速居前；4月的噪音消退后，汽车两年复合增速提升了。不过地产链消费继续拖累，建筑装潢增速与竣工相比并不理想。

往后看，消费的“潜力”存在一定的不确定性。从整体上看，与疫情放开后的发达经济体相比，我国居民消费占经济比重偏低、居民信心和消费倾向不足；从重要组成部分看，以汽车为主促消费政策已有部分落地，但其中大宗消费下乡需关注财政后续支持情况，新能源购置税减免延期对于短期稳增长的影响存在不确定性，有可能带来观望效应。下半年汽车消费好于2022年的难度不小，保守估计若按照2019-2021年同期（6至12月）汽车销售的均值计算，则汽车端可能会拖累全年社零增速0.8个百分点。

- 降息和金融数据之后，市场对于5月偏弱的经济数据已有较为充分的心理准备。我们预计1至2月内，以基建和地产为抓手的稳增长的一揽子政策会陆续出台，根据以往的经验，经济在之后往往会出现脉冲式的反弹，因此第二季度会是今年经济同比的高点和环比的低点。

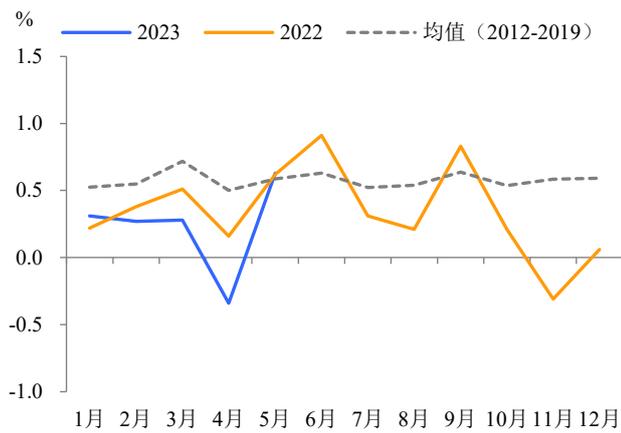
- 风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

图1: 5月经济数据公布后, 我们将二季度和全年 GDP 增速分别下调至 6.7%和 5.2%

	同比 (%)	环比 (%)	主要考虑因素
2023Q1	4.5	2.2	消费复苏、基建投资和制造业投资加力、地产投资拖累。
2023Q2E	6.7	0.0	有利的基数效应和消费温和复苏, 基建投资强地产投资弱, 制造业投资疲软。
2023Q3E	4.7	1.9	出口拖累加深, 消费复苏放缓, 基建继续发力, 地产拖累减弱,
2023Q4E	4.9	0.7	有利的基数效应和地产投资企稳, 但消费、基建投资、制造业投资进一步放缓。
2023E	5.2		

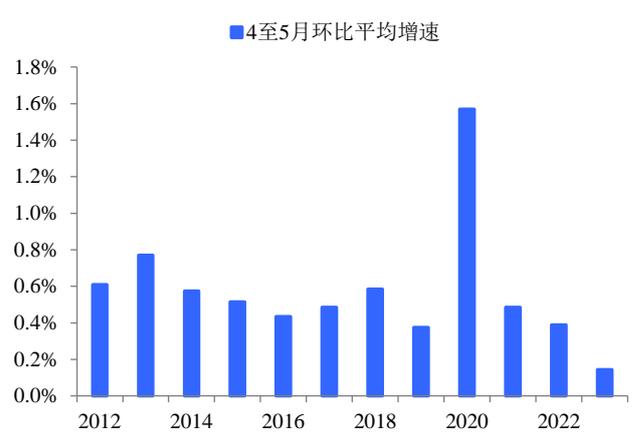
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 工业增加值季调环比增速: 5月反弹



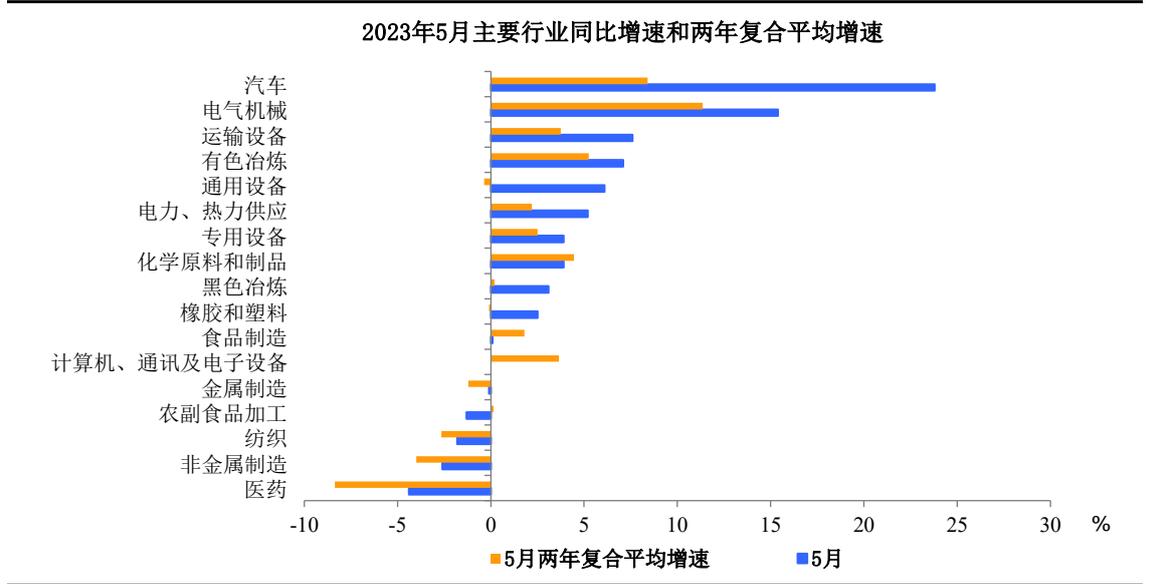
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 从环比平均增速来看 4月和 5月: 2023 年偏弱



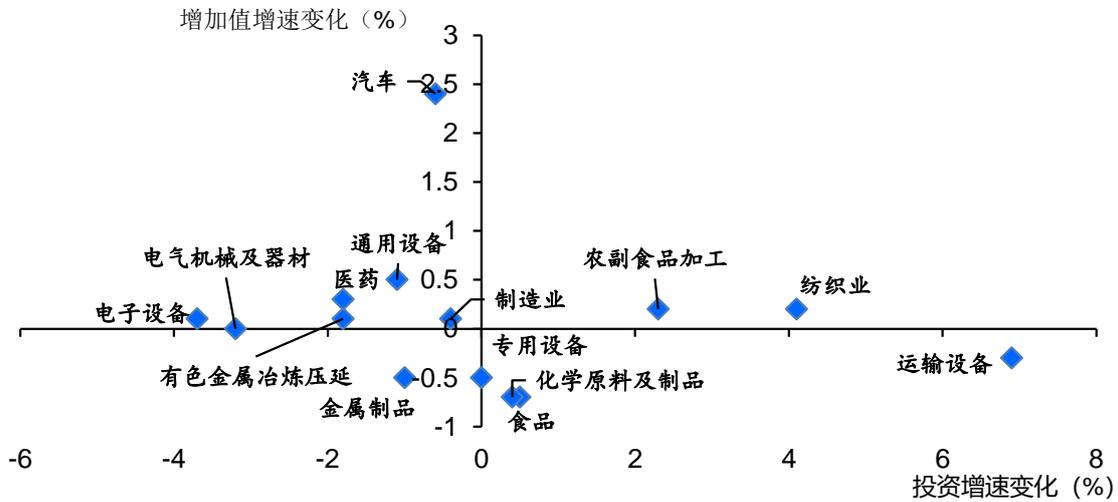
数据来源: Wind 东吴证券研究所

图4: 2023年5月主要行业增加值同比增速和两年复合同比均增速



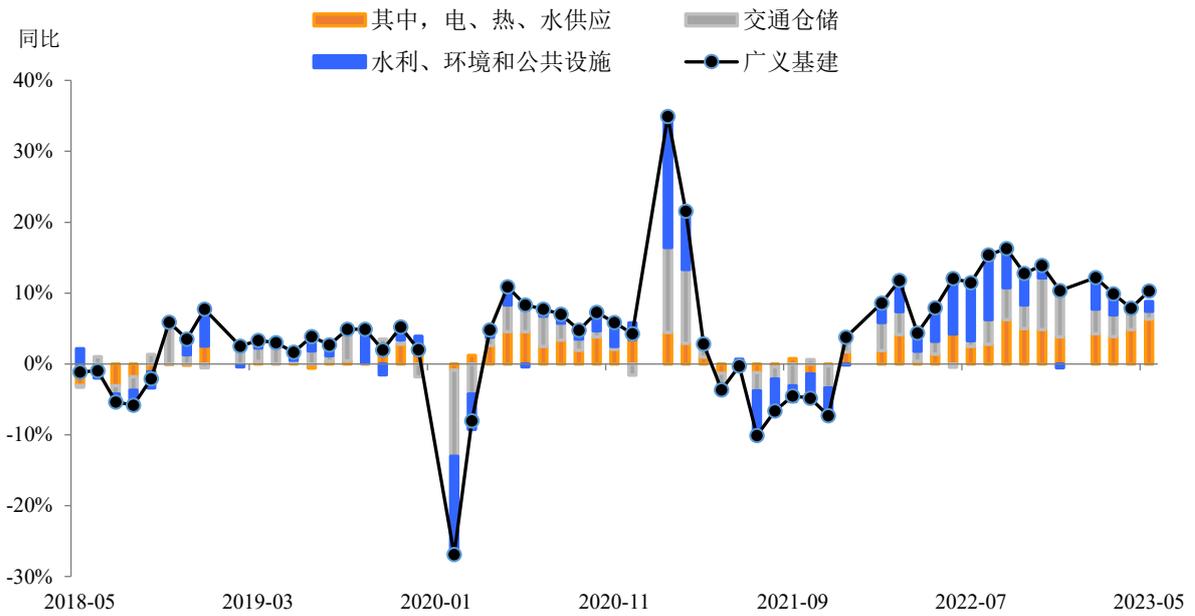
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023年5月部分行业制造业投资及增加值的表现



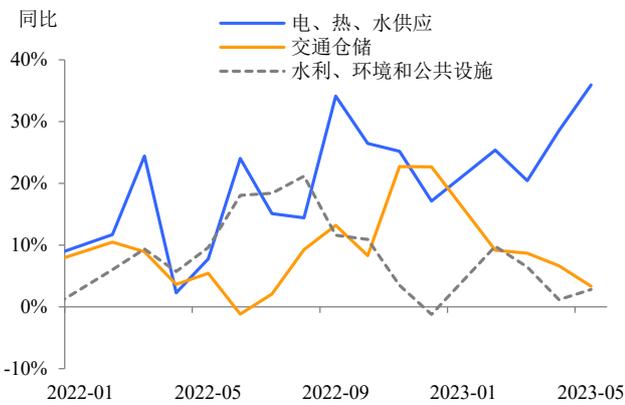
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6：2023年5月基建投资主要由电热水供应发力（当月同比）



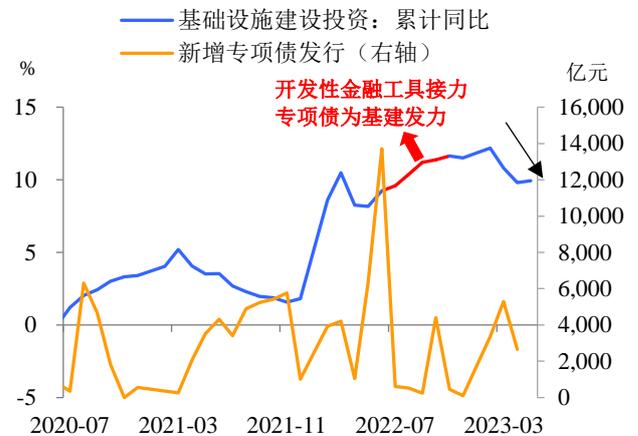
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2023年5月电热水供应发力明显（当月同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

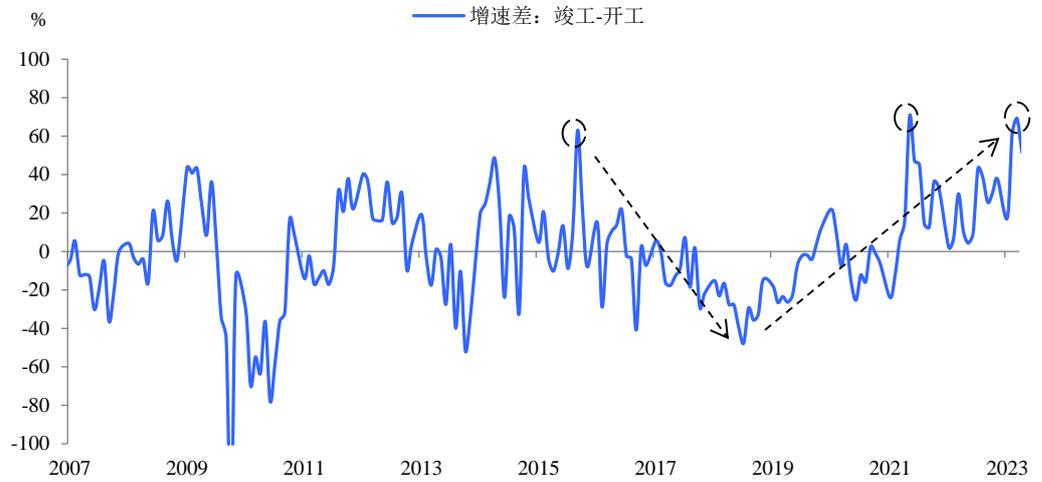
图8：政策端对基建持续发力的“保驾护航”至关重要



注：2021年为两年平均复合增速。

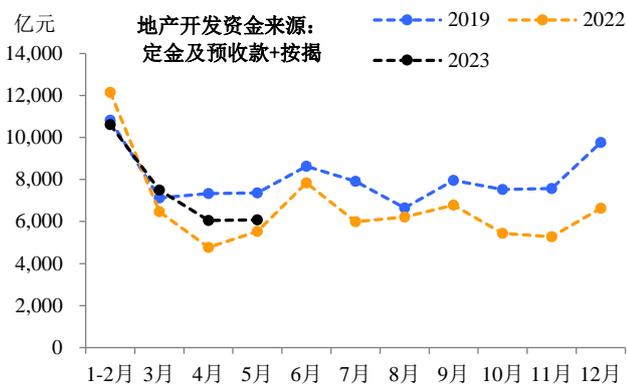
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：地产建设前后端分化水平达到历史高点



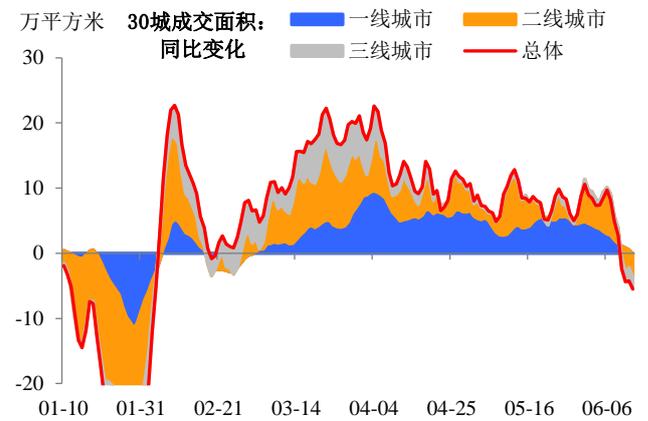
注：增速差为当月同比数据  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：竣工高增并未带来开发资金的显著好转



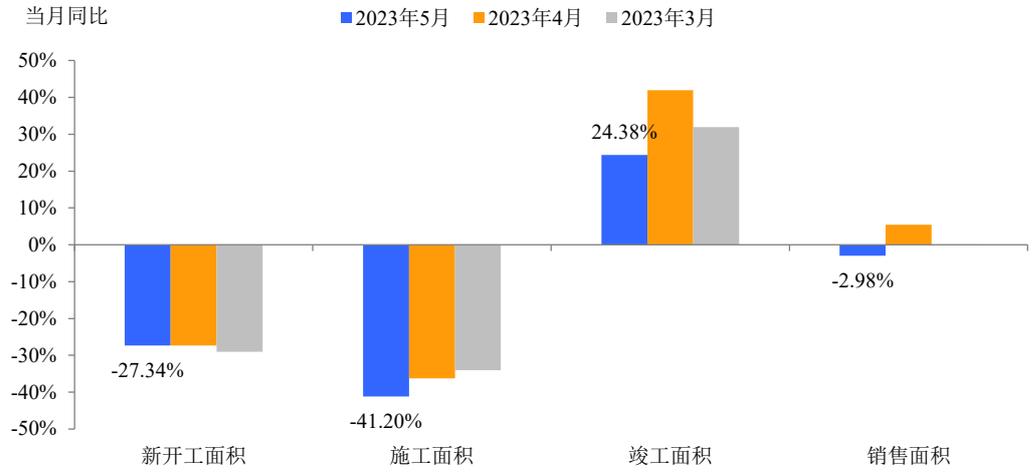
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：地产销售不均衡复苏



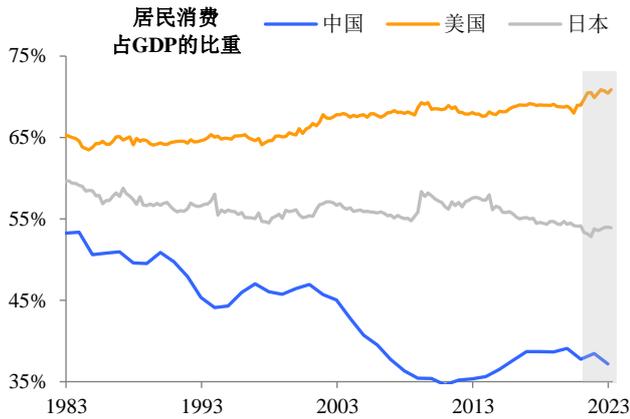
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12: 地产开工未好转, 竣工增幅收窄



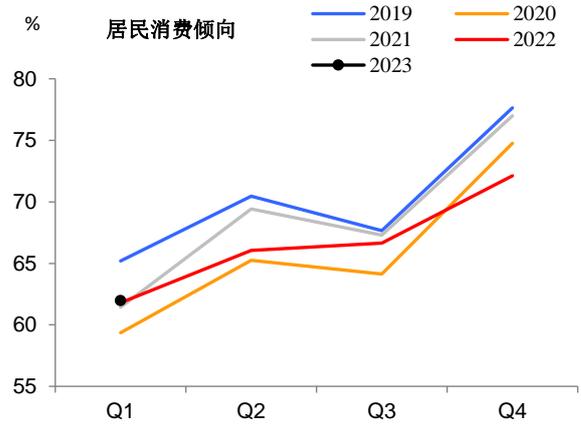
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 刺激居民消费对经济的拉动作用可能有限



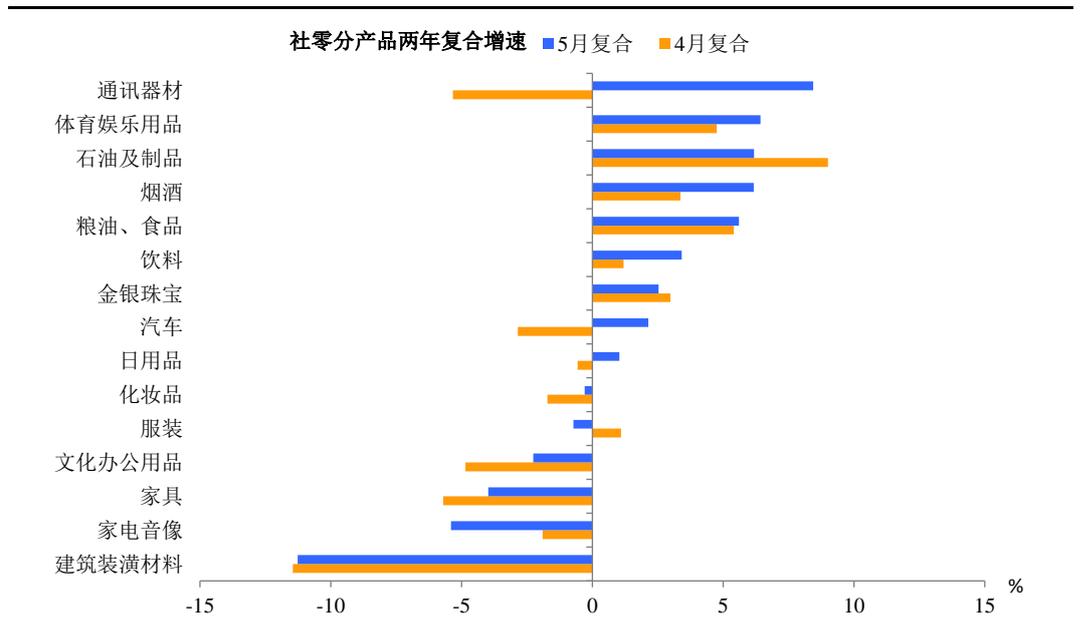
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 疫情后消费倾向还未完全修复



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 5月社零复合增速: 线下活跃, 汽车正增



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

