

2023年06月15日

地产周期再探底，基建制造稳投资

事件点评

5月经济数据点评

投资要点

- ◆ **大众消费复苏持续，可选商品低位企稳。**5月社会消费品零售总额在限额以下商品和餐饮零售的拉动下稍好于我们预期，消费结构中表现较好的主要是中低收入人群就业改善所带动的必需品和大众服务消费，中高收入人群财富效应预期较弱、地产周期磨底持续影响可选商品消费意愿。
- ◆ **制造业、基建维持高增，房地产投资探底，投资基数再度下修。**5月固定资产投资累计同比4.0%，较上月下滑0.7个百分点，测算单月同比1.6%，较上月下滑2个百分点，投资整体趋弱但稍好于我们预期。三大类投资分化加剧，基建投资维持较高增长区间、持续对中低收入人群就业形成拉动。房地产开发投资再度探底，单月同比-10.5%跌幅扩大，一季度积压需求集中释放未能扭转开发商的谨慎预期。
- ◆ **住宅销售继续降温，竣工改善速度放缓。**5月住宅销售面积累计同比2.3%，测算单月同比0.6%，基数进一步下探未能扭转弱势，房价环比涨幅收窄，居民部门积压的地产需求连续两个月明显降温，购房意愿尚未恢复。新开工面积单月同比-29.7%跌幅扩大0.8个百分点，反映地产商预期仍然谨慎。住宅竣工当月同比17.8%，增速较上月回落14.3个百分点，土储不足制约开发商周转效率，竣工改善速度放缓。
- ◆ **工业生产增速受限，高库存持续削弱中上游生产动能。**5月工业增加值同比3.5%回落2.1个百分点，两年平均增速2.1%小幅改善0.8个百分点但仍大幅弱于一季度。以两年平均增速计，采矿业(2.8%)、公用事业(2.5%)有所降温，制造业(2.1%)温和改善。上中游制造业生产受到高库存的持续抑制作用普遍有所弱化，下游面向全球需求的高端制造业如电子产业链生产较前4个月有比较明显的改善。
- ◆ **外来农业户籍就业明显改善，城镇年轻人群失业再度增加。**5月失业率维持于5.2%的上月水平，明显低于2020年和2022年同期，总体就业情况较为稳定。结构分化加剧，外来农业户籍失业率大幅，同比下行达1.3个百分点，带动15-59岁失业率再降0.1%至4.1%的新低，显示基建投资相关的建筑业就业今年以来持续大幅增加。城镇户籍人口为主的16-24岁失业率却再度上行至20.8%的新高，显示城镇地区年轻人购房购车需求相对不强，对工作岗位期待较高，属于结构性失业。
- ◆ **当前中美供需结构相反，我国内需整体偏弱而制造业供给能力强劲。**一方面，房地产周期尚未见底令中高收入人群财富效应预期偏弱，消费意愿较低，可选商品消费和高档服务消费改善动能相对不强。另一方面，基建投资实际增速持续维持高位，带动中低收入人群就业改善、必需品和大众服务消费稳健复苏。今日MLF利率下调10BP，央行主动实施货币政策中性偏松操作并不直接受海外货币环境仍然偏紧的约束，但当前房地产周期磨底根本原因在于产业布局区域不均衡和人口流动的过度单向化，不应期待货币政策对一线城市房地产需求直接进行刺激，后续我们预期中的降息降准操作更多可能是指向基建投资——中低收入人群就业改善——大众消费复苏这条经济逻辑。维持全年降准100BP(每季度25BP)、1Y LPR和MLF利率下调20-30BP，5Y LPR下调10-15BP的预测不变。

分析师

张仲杰

SAC执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

金融数据速评(2023.5)-基建还需维持热度，
降准降息空间打开 2023.6.147天逆回购利率下调10BP 点评-降息预期兑
现，三条逻辑与三点展望 2023.6.13华金宏观·双循环周报(第13期)-从陆家
嘴论坛、存款降息看金融支持实体经济
2023.6.11CPI、PPI简析(2023.5)-服务CPI走弱，
货币发力促投资必要性提升 2023.6.9进出口数据点评(2023.5)-出口分化加剧：
中低端骤冷，高端优势仍在 2023.6.7

◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期。

图 1：社会消费品零售总额同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2023 年 3-5 月为两年平均增速

一、大众消费复苏持续，可选商品低位企稳。

5 月社会消费品零售总额同比 12.7%，两年平均增长 2.5%（剔除去年同期封控导致的低基数扰动），比 4 月、3 月分别低 0.1、0.8 个百分点，在限额以下商品和餐饮零售的拉动下稍好于我们预期，呈现三点特征。一、代表接触性大众服务消费的餐饮持续强劲复苏，餐饮收入同比 35.1%，较 4 月有所下滑但维持在高增区间，其中限额以下小型餐饮店强于预期。二、商品零售中更偏大众消费的限额以下零售表现也相对较好，总商品零售和限额以上商品同比增速分别为 10.5%、11.1%，分别较 4 月下滑 5.4、6.2 个百分点，后者下滑幅度大于前者。三、必需品消费稳健增长，汽车、通讯器材低位小幅反弹，家具家电延续拖累，限额以上商品零售两年平均增速小幅回升 1.8 个百分点至 2.6%，其中汽车、通讯器材的贡献分别提升 1.6、0.5 个百分点并小幅转正，必需品贡献提升 0.3 个百分点，后地产周期的家电家具拖累加深 0.1 个百分点。5 月消费结构中表现较好的主要是中低收入人群就业改善所带动的必需品和大众服务消费，中高收入人群财富效应预期较弱、地产周期磨底持续影响可选商品消费意愿。

图 2：限额以上零售同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2023 年 3-5 月为两年平均增速

二、制造业、基建维持高增，房地产投资探底，投资基数再度下修。

5 月固定资产投资累计同比 4.0%，较上月下滑 0.7 个百分点，测算单月同比 1.6%，较上月下滑 2 个百分点，投资整体趋弱但稍好于我们预期。三大类投资分化加剧，制造业、广义基建投资单月分别同比增长 4.7%、10.1%，分别较上月下行 0.1、1.5 个百分点，扣除价格后制造业实

际投资增速走高，基建投资维持较高增长区间、持续对中低收入人群就业形成拉动。房地产开发投资再度探底，单月同比-10.5%跌幅扩大 3.2 个百分点，一季度积压需求集中释放未能扭转开发商的谨慎预期。本月下修去年同期固定资产投资规模 1.17 万亿（22.4%），为连续第三个月因加强统计执法等原因下修基数，3-4 月基数分别下修 5.2%、20.3%，这意味着去年同期补库存的幅度是更大的，对今年工业生产的抑制作用可能持续更久。

图 3：固定资产投资及主要类别投资同比（%）

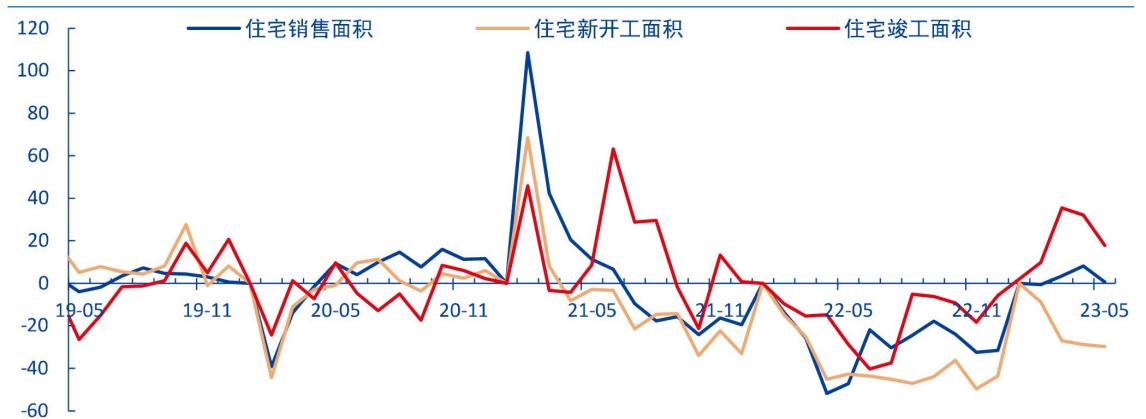


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

三、住宅销售继续降温，竣工改善速度放缓。

5 月住宅销售面积累计同比 2.3%，测算单月同比 0.6%，基数进一步下探未能扭转弱势，两项增速分别较前月下 0.4、7.5 个百分点，房价环比涨幅收窄，居民部门积压的地产需求一季度集中释放后连续两个月明显降温，加杠杆购房意愿尚未恢复。新开工面积单月同比-29.7%跌幅扩大 0.8 个百分点，反映地产商购地和开工意愿偏低，预期仍然谨慎。住宅竣工当月同比 17.8%，增速较上月大幅回落 14.3 个百分点，土地储备不足制约开发商周转效率，竣工改善速度明显放缓。

图 4：住宅销售、新开工、竣工面积单月同比（%）



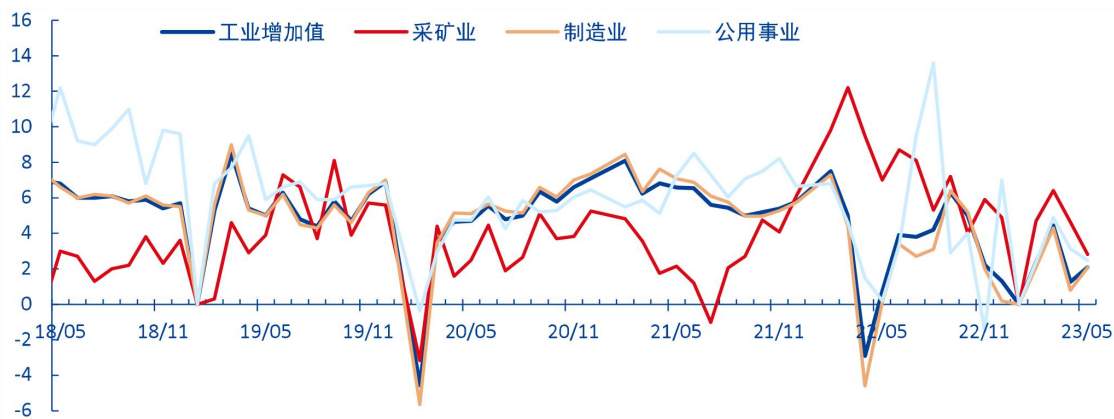
资料来源：Wind，华金证券研究所

四、工业生产增速受限，高库存持续削弱中上游生产动能。

5 月工业增加值同比 3.5% 回落 2.1 个百分点，两年平均增速 2.1% 小幅改善 0.8 个百分点但仍大幅弱于一季度。以两年平均增速计，采矿业（2.8%）、公用事业（2.5%）有所降温，制造业

(2.1%，较上月上行 1.3 个百分点) 温和改善。上中游制造业生产受到高库存的持续抑制作用普遍有所弱化，钢材 (-1.3%)、有色金属 (5.1%) 产量同比增速分别下滑 6.3、1.0 个百分点，下游面向全球需求的高端制造业如电子产业链电脑、手机、集成电路生产较前 4 个月有比较明显的改善。

图 5：工业增加值与三大工业行业增加值实际同比 (%)

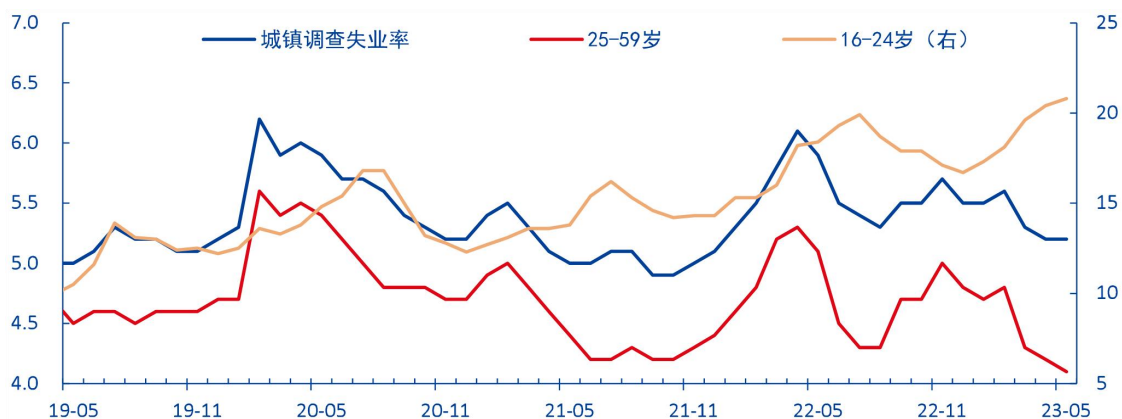


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2023 年 3-5 月为两年平均增速

五、外来农业户籍就业明显改善，城镇年轻人群失业再度增加。

5 月失业率维持于 5.2% 的上月水平，明显低于 2020 年和 2022 年同期，总体就业情况较为稳定。结构分化加剧，外来农业户籍失业率大幅下降 0.2 个百分点至 4.9%，同比下行达 1.3 个百分点，带动 15-59 岁失业率再降 0.1% 至 4.1% 的新低，显示基建投资相关的建筑业就业今年以来持续大幅增加。城镇户籍人口为主的 16-24 岁失业率却再度上行至 20.8% 的新高，显示城镇地区年轻人购房购车需求相对不强，对工作岗位期待较高，属于结构性失业。

图 6：城镇调查失业率与不同年龄段表现 (%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

六、内需两条线冷热不均显著，货币政策偏松操作利好基建投资、中低收入人群就业、大众消费复苏。

当前中美供需结构相反，我国内需整体偏弱而制造业供给能力强劲。内需两条逻辑冷热不均日益显著。一方面，房地产周期尚未见底令中高收入人群财富效应预期偏弱，消费意愿较低，

可选商品消费和高档服务消费改善动能相对不强。而另一方面，基建投资实际增速去年下半年以来持续维持高位，带动中低收入人群就业改善、必需品和大众服务消费稳健复苏。今日 MLF 利率随两天前的 7 天逆回购利率下调 10BP，央行主动实施货币政策中性偏松操作并不直接受海外货币环境仍然偏紧的约束，但当前房地产周期磨底根本原因在于产业布局区域不均衡和人口流动的过度单向化，不应期待货币政策对一线城市房地产需求直接进行刺激，后续我们预期中的降息降准操作更多可能是指向基建投资——中低收入人群就业改善——大众消费复苏这条经济逻辑。维持全年降准 100BP（每季度 25BP）、1Y LPR 和 MLF 利率下调 20-30BP，5Y LPR 下调 10-15BP 的预测不变。

风险提示：稳增长政策力度不及预期。

分析师声明

张仲杰声明，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